

תל אביב, 28 בדצמבר 2015

מספרנו: 1.375.2

לכבוד

רשות ניירות ערך – מחלקת תאגידים

רח' כנפי נשרים 22

ירושלים

שלום רב,

**הנדון: פנייה מקדמית בעניין צירוף חברים לאגודה שיתופית**

בשם מרשתנו, אירוס – אגודה שיתופית חקלאית בע"מ (להלן: "האגודה" או "אירוס"), הרינו לפנות אליכם בבקשה לקבל את עמדתכם בשאלת תחולת הוראות חוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק") על פעולות האגודה לצירוף חברים לשורותיה והנפקת מניות חברות שהאגודה מתכוונת להנפיק לחבריה (להלן: "מניית חברות").

עמדתנו, כפי שתפורט להלן, הינה כי צירוף חברים לאגודה והצעת האגודה להנפיק לחבריה מניית חברות אינן בגדר "הצעה לציבור" של "נייר ערך", כהגדרת מונחים אלו בחוק. מהותן ותכליתן של פעולות אלו אינן מצדיקות החלת דיני ניירות ערך על האגודה ופועלה. בהתאם לכך, האגודה אינה נדרשת לפרסם תשקיף לפי החוק לשם הצעת והנפקת מניות החברות.

**העובדות הנדרשות לעניין**

1. אירוס הוקמה מתוך כוונה לפעול כאגודה בנקאית למען חבריה, על מנת לאפשר להם לחסוך, לקבל הלוואות ולצרוך שירותים בנקאיים בסיסיים נוספים מאת האגודה.
2. אירוס הוקמה על רקע מסקנות הוועדה לשינוי חברתי כלכלי, "ועדת טרכטנברג", שמינה ראש הממשלה, ודו"ח הצוות לבחינת הגברת התחרותיות בענק הבנקאות, שמינו שר האוצר ונגיד בנק ישראל.
3. אירוס מבקשת להציע לחבריה שירותים בנקאיים איכותיים ואמינים, בתנאים אטרקטיביים מהמקובל כיום במגזר הבנקאי, תוך מתן דגש על שירותים לעסקים קטנים ולמשקי בית. אופן ההתאגדות של אירוס, כאגודה שיתופית, יאפשר לחבריה לפעול במשותף למען שיפור תנאי חייהם ועסקיהם, על בסיס שוויוני ועזרה הדדית.

דרך מנחם בגין 52, מגדל סונול, קומה 21, תל אביב 6713701 | טל. 03-6882020, פקס. 03-6882021  
משרדנו בחיפה: שד' הנשיא 98, חיפה 3464226 | טל. 04-8381408, פקס. 04-8371353

E-mail: [main@lahavlit-law.co.il](mailto:main@lahavlit-law.co.il)

52 Menachem Begin Rd., Sonol Tower Fl. 21, Tel Aviv 6713701, Tel. 972-3-6882020, Fax. 972-3-6882021  
Haifa Office: 98 Hanassi Av. Haifa, 3464226, Tel. 972-4-8381408, Fax. 972-4-8371353

4. בכוונת אירוס לספק לחבריה את שירותים על בסיס פלטפורמה אינטרנטית ובערוצים ישירים, מתוך הבנה כי הפחתת ההוצאות הכרוכות בבנייה ואחזקה של סניפים פיזיים, תאפשר לה לקבוע מרווחי ריבית נמוכים יחסית ולחסוך לחבריה תשלומי עמלות. ההטבות והתנאים שתציע האגודה לחבריה יהיו זהים לכל הלקוחות מאותו סוג.
5. אירוס מתכוונת לפנות לציבור חבריה הפוטנציאליים, במטרה לגייס הון, ולהציע להם לרכוש מניית חברות אחת לכל חבר, בתמורה לתשלום חד פעמי של 10,000 ש"ח (אשר עשוי להשתלם גם בתשלומים), או סכום אחר שיקבע על ידי הנהלת האגודה מעת לעת, אשר לא יעלה על 10,000 ש"ח. עד לקבלת האישורים הנדרשים להפעלת אגודה בנקאית, מחיר מניית החברות יהיה 10,000 ש"ח.
6. מתוך הכספים שישלמו החברים תמורת מניית חברות, רק 1,000 ש"ח מסך התשלום של כל חבר, לכל היותר, ישמשו את אירוס למימון פעילותה השוטפת. על אף האמור לעיל, מתוך הכספים שישלמו 1,000 החברים הראשונים באירוס ישמשו את אירוס למימון פעילותה השוטפת עד 3,000 ש"ח מסך התשלום של כל חבר.
- לעניין זה, "פעילות שוטפת" משמעה פעילות הכרוכה בהקמת בנק וקבלת רישיון מאת בנק ישראל, לרבות הכנת תכנית עסקית ותכנית פעילות הכוללת תכנון של התשתיות הניהוליות והתפעוליות של האגודה, מבנה האגודה, מבנה מערכות המחשוב, הסכמים עם ספקים, בקורות, ביקורת וכיוצא באלה; פעילות שיווק לצורך גיוס חברים נוספים לאגודה; והוצאות הנהלה וכלליות.
7. יתרת הכספים שיתקבלו מאת כל חבר תמורת מניית חברותו תופקד בחשבון של האגודה, שלנאמן תהיה זכות חתימה בו (להלן: "חשבון הנאמנות"). על פי תנאי הנאמנות, הנאמן יאשר שחרור סכומים המופקדים בחשבון הנאמנות בהתאם להחלטה שתקבל הנהלת האגודה, בקשר עם תכנית הפעילות שתוגש לפיקוח על הבנקים כאמור, ובאישור האסיפה הכללית של האגודה. לאחר שבנק ישראל ייתן אישור להקמת אגודה הבנקאית בהתאם לתוכניות שיוגשו לו כאמור – יאשר הנאמן את שחרור מלוא הסכומים שהופקדו בחשבון הנאמנות.
8. מניות החברות שתוקצנה לחברי האגודה תהיינה אישיות, ללא יכולת להעברתן, מכירתן, שעבודן, משכון או פיצולן.
9. לכל חבר באירוס זכויות הצבעה שוות באסיפה הכללית של האגודה – קול אחד לכל חבר, ללא תלות בהיקף השירותים שהוא צורך מהאגודה או בסכומי החיסכון שהפקיד בה.
10. חבר שחברותו באגודה תפקע, תפדה האגודה את מנייתו. האגודה תשלם דמי פדיון מניית החברות, בהתאם לסכום ששולם עבור מניית החברות, בערכה הנקוב הנומינלי. דמי הפדיון לא יכללו ריבית והפרשי הצמדה. דמי הפדיון יופחתו בסכום השווה ליתרת הפסדים שנצברו בהון האגודה, וכן, לאחר שתקבל רישיון מאת

המפקח על הבנקים, סכום נוסף השווה ל-130% מהסכום שנדרש לאגודה לפי הוראת הפיקוח על הבנקים לצורך חובות המוטלות עליה בקשר עם העמדת הון עצמי מינימאלי, לחלק למספר חברי האגודה (להלן ולעיל: "סכום ההפחתה"). דמי פדיון מניית החברות יועברו לחבר בתשלומים שישולמו עד שנתיים לאחר מועד פקיעת החברות.

11. חבר לא יוכל לפדות את מניותיו עד חלוף שנתיים ממועד הקצאת המניה.

12. עד לגיוס ההון הדרוש להקמת אגודה בנקאית, עשויה אירוס להתחיל בפעילות של סיוע בקבלת שירותים לחבריה מאת גופים שלישיים. שירותים אלו כוללים סיוע בקבלת הלוואות ומימון מצדדים שלישיים, סיוע בקבלת תנאים משופרים מנותני שירותים בתחומים כגון ייעוץ עסקי, ייעוץ השקעות וניהול תיקים, התקשרויות עם מנפיקי כרטיסי אשראי לצורך הנפקת כרטיסי אשראי ודביט לחברים, וקבלת הנחות עבור החברים ברכישת מוצרים ושירותים מאת ספקים. יובהר כי בכל מקרה השירותים יינתנו בידי צדדים שלישיים ואירוס לא תשתמש במקורותיה הכספיים לצורך מתן שירותים כאמור. הכנסות אירוס מפעילויות אלה ישמשו למימון פעילותה למען החברים והפעילות הכרוכה בהקמת בנק, וכן להשגת ההון העצמי המזערי הדרוש לצורך הקמת אגודה בנקאית.

בנוסף, בכפוף להוראות פקודת האגודות השיתופיות, עשויה אירוס לתת לחבריה אשראי בסכום שיהיה מוגבל עד לסכום שהשקיעו במניית החברות.

13. לקוחות אירוס יבואו, בעיקרם, מקרב חבריה<sup>1</sup>. לאור זאת, אירוס תנפיק, לאורך זמן, מניות חברות חדשות נוספות למבקשים להצטרף אליה ולקבל את שירותיה.

14. אירוס תקבע בתקנונה הוראה האוסרת על חלוקה של רווחיה לחברי האגודה. בנוסף, בהתאם למתווה בנק ישראל, חברי האגודה לא יהיו זכאים לקבלת יתרת נכסי האגודה במקרה של פירוק, אלא עד גובה הסכום ששולם עבור מניית החברות בערך נומינלי וללא הפרשי הצמדה. כמו כן, בהתאם למתווה בנק ישראל, במקרה של פירוק – יתרת נכסי האגודה לאחר פירעון התחייבויות ופדיון מניות החברות, תופנה למטרות קואופרטיביות ולא תחולק בין חברי האגודה.

### הסוגיה המשפטית

15. הסוגיה המשפטית בענייננו הינה, האם מניות החברות באגודה הינן בגדר "נייר ערך" לפי חוק ניירות ערך, והאם פניית האגודה לציבור במטרה לגייס הון כנגד הקצאת מניות חברות הינה בגדר "הצעת ניירות ערך לציבור", המחייבת בפרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק.

<sup>1</sup> בהתאם למתווה להקמת אגודות בנקאיות בישראל שפרסם בנק ישראל ביום 5 במאי 2015 (להלן: "מתווה בנק ישראל"), בהתקיים תנאים מסוימים שיקבע המפקח על הבנקים תתאפשר גם קבלת פיקדונות בשיעור מסוים ממי שאינם חברי האגודה. קבלת פיקדונות כאמור עשויה להיות אפשרית גם באגודות למתן אשראי זעירות, שהיקף פעילותן אינו עולה לכדי אגודה בנקאית.

החלטות קודמות של רשות ניירות ערך

16. ביום 16 בספטמבר 2013 פנתה "אופק" – אגודה שיתופית לניהול הון בע"מ" (להלן: "אופק") לרשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") לשם קבלת עמדת הרשות בשאלה האם פנייתה לציבור במטרה לגייס הון מהווה הצעה לציבור הטעונה תשקיף. אופק ביקשה מהרשות לקבוע כי פנייתה לציבור במטרה לגייס הון כנגד הקצאת מניות חברות איננה בבחינת הצעת ניירות ערך לציבור וכי מניית החברות איננה בגדר "נייר ערך".
17. עמדת סגל הרשות מיום 29 בספטמבר 2013, בהתייחס לפנייתה של אופק, קבעה כי מניות החברות באופק אינן ניירות ערך כהגדרתם בחוק, ועל כן הצעתם לציבור אינה טעונה תשקיף. זאת, לאור היעדר סממנים אופייניים של נייר ערך למניית החברות, היעדר "שוק" במניות אופק וקיומה של רגולציה חלופית לאחר שתקים אגודה בנקאית.
18. נציין, לענין זה, כי פעילותה המתוכננת של אופק עד לקבלת אישור בנק ישראל – העיסוק בתחום כרטיסי האשראי ודביט קארד והקמת מועדון צרכני, אינם מפוקחים בהכרח, וודאי לא בהיבט של ניירות הערך.
19. ביום 9 ביולי 2013 פנתה קו-אופ ישראל – אגודה צרכנית שיתופית בע"מ (להלן: "קו אופ") לרשות לשם קבלת עמדת הרשות בשאלה דומה. קו אופ ביקשה אף היא מהרשות לקבוע כי פעולותיה בגיוס חברים לשורותיה, והצעת מניה למצטרפים, אינן בגדר "הצעה לציבור של נייר ערך".
20. עמדת סגל הרשות מיום 28 באפריל 2014 קבעה כי מניות קו-אופ לא תיחשבנה כ"ניירות ערך" כהגדרתם בחוק, ולכן הצעתם לציבור אינה טעונה תשקיף. זאת, לאור היעדר סממנים אופייניים של נייר ערך, היעדר חשש שהמצטרפים יהיו סבורים כי מדובר בהשקעה פיננסית והיעדר "שוק" במניות קו-אופ.
- באותו מקרה, סגל הרשות התנה את עמדתו, בין היתר, בכך שהמניות יפדו לכל היותר בערך הריאלי (הסכום ששולם עבורן בתוספת הפרשי הצמדה וריבית בשיעור הקבוע בחוק פסיקת ריבית והצמדה, תשכ"א-1961); שלא תתאפשר מכירה של יותר ממניה אחת לאדם אחד; ושיובהר כי מניות קו-אופ אינן "ניירות ערך" ומשום כך הצעתן לציבור פטורה מתשקיף ואינה כפופה לפיקוח מכוח חוק ניירות ערך.

תכלית דיני ניירות ערך

21. סעיף 15(א) לחוק קובע –

"לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות."

[ההדגשות כאן ולהלן של הח"מ]

סעיף 1 לחוק מגדיר את המונח "הצעה לציבור" –

"פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך; בלי לגרוע מכלליות האמור, גם אלה:

(1) רישום ניירות ערך למסחר בבורסה;

(2) פניה לציבור להציע הצעות לרכישת ניירות ערך"

ואת המונח "נייר ערך" –

"תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות

זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות

ערך..."

22. דיני ניירות ערך נועדו להסדיר את מכירתם של ניירות ערך לציבור ואת המסחר בהם, ואת ההגדרות בחוק ניירות ערך יש לקרוא על רקע תכלית החוק ועקרונות היסוד אשר בבסיס דיני ניירות ערך.

ראו ת"א 3199/95 רזון הנרי צבי נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ (פורסם בנבו, 22.6.1995) ("עניין רזון צבי"), בעמוד 3:

"אני סבורה שפירוש מילולי - דווקני להגדרת "נייר ערך" עלול לרוקן מתוכן את כוונת המחוקק, ובכלל זה להוציא את המכשירים הפיננסיים, נשוא החלטה זו, מהקשרם והדבקים הכלכלי-משפטי".

יוסף גרוס דיני ניירות ערך ובורסה (1973), בעמ' 52-53:

"אם נדייק בלשון ההגדרה נמצא כי היא כוללת בתוכה שורה ארוכה של מקרים שהמחוקק ודאי אינו מעוניין לכללם במסגרת החוק, טול לדוגמא כרטיסיית אוטובוס של חברת "דן"; זוהי תעודה, מונפקת בסדרה, הוצאה על-ידי אגודה שיתופית, מקנה זכות תביעה מהאגודה. ברור שתחולת ההוראה חלה רק במקום שמציעים כרטיסיות כאלה לציבור. דוגמא אחרת היא הודעת התזמורת המזמינה את הציבור לרכוש כרטיסי מינוי. אין ספק שזהו נייר ערך בלשון ההגדרה אשר הצעתו לציבור חייבת להיות על פי תשקיף שאושר על-ידי הרשות. אף אם נטען כי חזקה על הרשות המבצעת כי לא תגיש תביעות במקרים כאלה, הרי שאין בכך כדי לפגום באבסורד הנובע מההגדרה הרחבה של ניירות ערך. ההגדרה סוחפת לתוכה פוליסות ביטוח המוצאות בסדרות, תעודות שי, שטרי חוב, תעודות פקדון המוצאות על ידי הבנקים, אשראי בדרך של תיווך שטרות שהוצאו בסדרה וכו'. שאלה היא מה דינן של תכניות חסכון המתפרסמות על ידי בנקים מבחינת הגנת הציבור אין הבדל בין הזמנת הציבור לחסוך במסגרת תכניות אלה ולהפקיד כספו בבנק לבין הנפקת ניירות ערך על ידי הבנק, הבנקים אינם רואים בהצעות אלה הצעה של ניירות ערך ואינם מפרסמים תשקיף בקשר לכך."

מוטי ימין ואמיר וסרמן, תאגידי ניירות ערך (הוצאת הלכות בע"מ, 2006), בעמ' 133 :

"על פי כללי הפרשנות הרגילים יש לקרוא את הגדרת המונח "ניירות ערך" על רקע תכלית החוק, ולתת ביטוי לעקרונות יסוד בדיני ניירות ערך, גם אם אלו אינם מצוינים מפורשות בחוק"

וכן שרון חנס ואיתי פיגנבאום, "עיון מחודש בהגדרת "נייר-ערך" בדין הישראלי" משפט ועסקים ז 11 (2007), בעמ' 25 :

"מצירוף ההגדרות האמורות אנו למדים כי לצורך הטלת אחריות מכוח סעיף 15 לחוק ניירות-ערך קיימת חשיבות עליונה לפרשנות הראויה של המונח "נייר-ערך". ההגדרה המלאה של המונח "ניירות-ערך" הינה מעורפלת ומעוררת תמיהות לא-מעטות, במיוחד על רקע המשמעויות הנכבדות של הגדרת פעילות מסוימת ככוללת הנפקה של נייר-ערך, כפי שהיה בעניין מונדרגון. נקל לראות גם כי ההגדרה רחבה יתר על המידה, שלא לומר חובקת-כל, שכן תאגידי מוציאים מתחת ידיהם מסמכים רבים המקנים זכות תביעה ודרישה מהם מבלי שאיש חושד כי מדובר בניירות-ערך שהנפקתם לציבור מחייבת תשקיף".

23. התכלית העיקרית של דיני ניירות ערך, העומדת בבסיס החובה לפרסום תשקיף, היא ההגנה על משקיע סביר השוקל לקנות ניירות ערך המוצעים לו. זאת, באמצעות גילוי מידע מהימן לציבור המשקיעים וגישור על פערי מידע ביו המשקיעים ובין החברה, באופן שיאפשר למשקיעים לקבל החלטות השקעה מושכלות ונבונות.

ראו עניין רוזן צבי, בפס' 9 :

"מטרת דיני ניירות הערך בכלל, ושל חובת פרסום התשקיף בפרט, היא לאפשר קבלת מידע מהימן למשקיעים המוסרים את כספם בידי חברה על מנת לקבל תשואה שתנבע מאופן ניהול עסקיה".

עמ"נ (י-ם) 113/03 גבריאל דותן נ' קו אופ הרבוע הכחול אגודה שיתופית לשירותים בע"מ (פורסם בנבו, 11.5.2005) ("עניין דותן"), בפס' 74 :

"התכלית העומדת מאחורי החובה לפרסם תשקיף הנה הגנה על המשקיע הסביר השוקל לקנות ניירות ערך המוצעים לו (סעיף 16 לחוק ניירות ערך)".

וכן ימין וסרמן, בעמ' 123 :

"תכלית עיקרית של חוק ניירות ערך היא גילוי מידע לציבור המשקיעים על מנת שיוכל לקבל החלטות השקעה מושכלות".

24. תכלית זו אינה מתקיימת בענייננו. ההצטרפות לאירוס לא נועדה לשם השקעה, אלא לשם חברות באגודה וקבלת ההטבות הצרכניות בהן היא מזכה. רכישת מניות החברות באגודה אינה מהווה, במהותה, השקעה

פיננסית בחברה מסחרית, הנושאת ציפייה לעשיית רווח או לקבלת תזרים מזומנים עתידי. מניית החברות באגודה איננה מניבה תשואה או רווחים כלשהם, וגם בפדיונה, זכאותו של חבר האגודה מצטמצמת לקבלת הערך הנומינלי של הסכום ששולם בעדה, לכל היותר.

25. בנסיבות אלה, כאשר מטרת ההצטרפות אינה השקעה אלא חברות, לא מתקיימת תכלית זו. ראו לענין זה **עניין דותן**, בפסקה 73, שם מתייחס בית המשפט לחוות הדעת המשפטית של פרופ' א' ברק, בתפקידו כיועץ משפטי לממשלה, שניתנה לבקשת האגודה השיתופית הצרכנית "קו-אופ ירושלים", ובה קבע:  
"כשאגודה צרכנית - כמוה ככל אגודה שיתופית - פונה לציבור ומזמינה שיצטרפו אליה חברים נוספים, ובפניה מדגישה את עניין החברות באגודה (דוגמת הפניה שהוגשה לנו במכתבו של ברית הקואופרציה הצרכנית...), אין לראות בכך "הצעת נייר ערך לציבור" לעניין סעיף 15 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, ושאלת הצורך בתשקיף שרשות ניירות ערך התירה פרסומו אינה מתעוררת".

ובהמשך בפסקה 74:

"התכלית העומדת מאחורי החובה לפרסם תשקיף הנה הגנה על המשקיע הסביר השוקל לקנות ניירות ערך המוצעים לו (סעיף 16 לחוק ניירות ערך). תכלית זו אינה מתקיימת מקום בו מדובר בצירוף חבר לאגודה שיתופית צרכנית אשר מטרת הצטרפותו איננה השקעה אלא חברות".

וכן ת"צ (ת"א) 1461/09 **אברהם ברקוביץ נ' ברעם יחיאל** (פורסם בנבו, 12.5.2010) ("עניין ברקוביץ"), בעמ' 10:  
"נייר ערך", אינו נועד להבטיח תנאים סוציאליים, מטרתו לאפשר למשקיע להשיג רווח כפי השקעתו ביחידות המניה שנרכשו. המחזיק ב"נייר ערך" יקבל את שווי נייר הערך במועד הפדיון, גם אם הוא רכש, ו/או קיבל את "נייר הערך", במחיר גבוה יותר ממחיר הפדיון".

26. חובות הגילוי הרחבות הנדרשות לפי חוק ניירות ערך נועדו לאפשר למשקיע הסביר להעריך את הסיכונים הכרוכים בהשקעה בנייר הערך ואת הסיכויים הגלומים בו.

ראו **ימין ווסרמן**, בעמ' 134:

"דיני ניירות ערך נועדו להסדיר שווקים שבהם מתבצעים או עשויים להתבצע מכירה של ניירות ערך לציבור או מסחר בהם. ההנחה היא כי ניירות הערך הם בעלי שווי כלכלי ממשי, פרי הסיכונים והסיכויים הגלומים בהם, וכי רכישת ניירות ערך נעשית בדרך כלל בעבור תמורה, בהיותה השקעה פיננסית שיש בה פוטנציאל לרווח או לקבלת תזרים מזומנים עתידי".

ע"א 5320/90 א. צ. **ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך**, פ"ד מו(2) 818 (1992), בעמ' 831-830:

"מכירת ניירות הערך לציבור שונה מעסקת מכר רגילה בכך שבדרך כלל אין מפגש פרסונאלי בין קונה למוכר. זו אף זו: להבדיל ממכר רגיל, ניירות הערך הינם מצרך מסוג מיוחד בכך שהם תעודות אשר ערכן הריאלי (היינו ערך החברה שהן מייצגות תביעה כלפיה) אינו גלוי על פניהן (להבדיל משטר כסף, למשל); זאת בשעה שהנתונים בדבר הערך האמור מצויים בידי החברה ונגישים למנהליה ולבעלי השליטה בה...  
חובת הגילוי, המוטלת על החברות אשר ניירות הערך שלהן נסחרות בבורסה, עיקרה בחשיפתם של הנתונים הרלוואנטיים למשקיע ובמניעת הטעייתו, ואין מטרתה לכוון דרכיו של המשקיע או להמליץ לפניו בבחירת השקעותיו".

וכן יוסף גרוס, בעמ' 27 :

"הרעיון היסודי המונח, איפוא, בכל תחיקה מודרנית בנושא ניירות-ערך, הוא מסירת מידע מלא אודות החברה, במטרה לגלות למשקיע העתידי את כל העובדות הרלבנטיות אשר עליו להביא בחשבון בעת שיקוליו אם להשקיע בניירות הערך המוצעים לו, אם לאו".

27. להטלת חובות גילוי על האגודה תהיה תועלת מועטה בהגנה על החברים באגודה, שכן ההטבות הכרוכות בהחזקת מניית חברות הן צרכניות, ולא גלומים בה סיכויים לרווח מעצם ההחזקה במניה.

ראו עת"מ (י-ם) 34589-05-14 קבוצת קדם חיזוק וחיידוש מבנים בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (פורסם בנבו, 1.10.2014), בפס' 10 :

"דיני ניירות ערך לא נועדו להקיף כל מכשיר פיננסי הקיים בשוק, ובוודאי לא כל חוזה בין קונה למוכר נכנס לגדרו של החוק, והסטנדרטים המרחיבים של חובות גילוי ופיקוח בכל הנוגע לפעילות הקשורה לניירות ערך, אינם צריכים לגלוש אל תחומי פעילות כלכליים אחרים".

חנס ופיגנבאום, בעמ' 14 :

"מדיניות ההתערבות העומדת מאחורי חוקי ניירות-הערך משפיעה רבות על הפעילות הכלכלית הנופלת לגדריו... התערבות מרחיקת-לכת זו גרמה להצבת שני מסננים בשערי הכניסה לחוק, אשר מטרתם למנוע גלישה של הכללים הנוקשים לתחומי פעילות כלכליים שאינם ממין העניין או שההשקעה בפיקוח עליהם אינה מוצדקת. המסנן הראשון הוא הגדרת "נייר-ערך", והמסנן השני הוא הגדרת ה"הנפקה לציבור". לפיכך, עסקה שאינה קשורה לנייר-ערך פטורה לחלוטין מתחולת החוק, ועסקה שאינה מערבת הנפקה לציבור פטורה מכללי הגילוי הנרחבים ומרוב הוראות החוק".

וכן ראו ימין ווסרמן, בעמ' 132-134.



היעדר סממנים אופייניים של "נייר ערך"

28. בענייננו, מניית החברות באגודה נעדרות את רוב המאפיינים המסורתיים של "נייר ערך": החזקה במניית החברות אינה מקנה זכות לדיבידנד מהרווחים או לדיבידנד בפירוק; מניית החברות אינה סחירה, והאחזקה בה אישית ואינה ניתנת להעברה, להורשה, לפיצול, לשעבוד או למשכון; כל חבר זכאי לרכוש מניית חברות אחת בלבד וכנגד מנייה זו יש לכל חבר קול אחד בלבד באסיפה הכללית; וערכה של המניה אינו יכול לעלות.

29. מניית החברות באגודה אינה נושאת תשואה על הסכום ששולם עבורה. המבקש להצטרף לאגודה רשאי לרכוש מניית חברות אחת בלבד, אשר עצם ההחזקה בה אינה יכולה להניב לו תזרים מזומנים עתידי. במקרה של פדיון המניה או בפירוק האגודה, חבר האגודה לא יהא זכאי ליותר מן הסכום אשר שילם עבור מנייתו, בערך נומינלי.

ראו **דותן**, בפס' 76 :

"76. העובדים אמנם שילמו את הערך הנקוב של המניה בסך של 500 ש"ח, אולם מבחינתם זו לא הייתה השקעה שכן בעת הצטרפותם לאגודה ידעו כי הם יוכלו לפדות את מניותם בערכם הנומינאלי וכי ערך הפדיון אינו מושפע מרווחיה או מהפסדיה של האגודה. זאת ועוד, חבר באגודה שיתופית אינו יכול לסחור במניותיו (סעיף 17 לפקודת האגודות השיתופיות), גם מטעם זה אין לראות בעובדים "משקיע סביר" שהתשקף אמור להגן עליו."

30. נציין לענין זה כי בעמדת הסגל בעניינה של קו-אופ קיבלה רשות ניירות ערך את העמדה כי הפרשי הצמדה וריבית לפי חוק פסיקת ריבית והצמדה שנועדו לשמור על הערך הריאלי של המניות אינם מהווים תשואה פיננסית בגין השקעה. בענייננו, משלא משולמים הפרשי הצמדה וריבית, קל וחומר שאין המדובר בהשקעה שתשואה בצדה.

31. גם הגבלת חבר האגודה ברכישת מניית חברות אחת בלבד אינה אופיינית ל"ניירות ערך" ולקיומו של "שוק" בהן. כאשר עסקינן בניירות ערך, אין הגבלה על משקיע ביחס לכמות ניירות ערך אותה הוא מעוניין לרכוש. משקיע רשאי לרכוש כל מספר של ניירות ערך מסוימים, לפי בחירתו ושיקוליו, בהתאם להרכב תיק ההשקעות שלו. אדם המעוניין להצטרף לאגודה, לעומת זאת, רשאי לרכוש מניית חברות אחת בלבד. הוא אינו רשאי לרכוש מניות נוספות וממילא שיעור החזקותיו באגודה לא משפיע על ההטבות להן הוא זכאי מתוקף חברותו בה.

32. מטרת האגודה אינן אופייניות ל"נייר ערך". החברות באגודה נועדה להעניק זכויות לחברים בה, לשם מימוש עקרונות האגודה ומתן הטבות צרכניות לחבריה. הטבות אלה אינן נגזרות מהיקף ההשקעה במניה ומעיתוי ביצועה, ומימוש ההטבות בפועל כרוך בכך שהחברים ישתמשו בשירותים שהאגודה מציעה.

"נייר ערך", לעומת זאת, לא נועד להבטיח הטבות צרכניות למחזיקים בו, אלא לאפשר למשקיעים בו להשקיע כסף ביוזמה, מתוך ציפייה לזכות ברווחים, ללא השתתפות פעילה מצידם.

ר' חנס ופיגנבאום, בעמ' 26 :

"לשיטתנו, תבנית השקעה משתמעת זו של השקעה סבילה ביוזמה כלכלית המנוהלת על ידי אחר – די בה על-מנת להגדיר את הפעילות הכלכלית המשווקת כנייר-ערך, ואחת היא אם היא עטופה בלבוש של מניה של תאגיד המאוגד כחברה, בזכויות חברות באגודה שיתופית או אפילו בבעלות גרידא בשטח אדמה בצירוף הסכמי פיתוח עם צד שלישי".

ע"א 524/88 "פרי העמק" אגודה חקלאית שיתופית בע"מ נ' שדה יעקב מושב עובדים, פ"ד מה(4) 529 (1991), בעמ' 544 :

"בהשקעה בחברה, הרווח מן ההשקעה הוא העומד בראש מעייניהם של המשקיעים, בעוד המצטרפים לאגודה שיתופית מבקשים לקיים שותפות, עזרה הדדית, צורת חיים מסוימת, ועקרון הקואופרציה הוא העומד ביסוד היחסים הפנימיים בין החברים, ובינם ובין האגודה".

וכן עניין ברקוביץ, בעמ' 6 :

"עיון ב"תקנון האגודה" מלמד כי "קופת הגמל" שונה מהותית מ"נייר ערך". חסר בה את המאפיינים המהותיים של "נייר ערך". מטרתה ודרך התנהלותה שונים לחלוטין. היא נועדה להעניק זכויות לחברים בה, לשם מימוש עקרונות הקורפורציה והבטחת זכויות סוציאליות ואחרות של חברה. הדבר עולה באופן מפורש ובולט ב"תקנון האגודה", על פיו פועלת "קופת הגמל".

33. כאמור לעיל, לקוחות הבנק יהיו מקרב חברי האגודה בלבד. כפועל יוצא, מתן שירותים ללקוח חדש המבקש לקבל את שירותי האגודה הבנקאית, כרוך בהנפקת מניית חברות באגודה, לשם צירופו. כפועל יוצר מכך, סיווג מניות החברות כ"ניירות ערך" יחייב את האגודה, הלכה למעשה, להיות עם תשקיף פתוח להזמנות באופן רציף החל מועד ההנפקה הראשון וללא הגבלת זמן. מצב דברים זה אינו עולה בקנה אחד עם תכלית חוק ניירות ערך ונוסחו.

היעדר "שוק" במניות

34. אחד המאפיינים המובהקים והמהותיים של "נייר ערך" הינו סחירותו והיכולת למכור אותו או להעביר את הזכויות בו לאחר. ר' ענין ברקוביץ, בעמ' 10 :

"נייר ערך", המאפיינים המובהקים והמהותיים שבו, הם: הצעתו לכלל הציבור, סחירותו ואפשרות רכישתו על ידי הציבור המעוניין. בכל עת ניתן למכור אותו, או להעביר את הזכויות בו לאחר.

"קופת הגמל", נוכח מהותה, מטרתה ואופייה אינה סחירה לציבור הרחב. היא אינה "תעודות המונפקות בסדרות" או "איגרת חוב" או "מניה", אשר כולן סחירות לציבור".

וכן רוזן הנרי צבי, בפס' 9-10 :

"9. ... יתר על כן, אחד המאפיינים הבסיסיים של נייר ערך - סחירותו, לא מתקיים בחוזה העתידי (וראה בהרחבה לענין זה סעיף 10 בהמשך החלטה זו) ...

10. לא למותר אף לציין כי בסעיף 7(ג) לחוזה שנכרת בין הצדדים (תכנית "אופציית מדד המניות"), נאמר במפורש כי הזכויות המוקנות למבקש דכאן הינן זכויות אישיות שאינן בנות-סחירות.

כך גם סעיף 7(א) לחוזה עליו חתום המבקש, מורה כי למתקשר בעיסקה הקשורה למכשירים הפיננסיים דנא ידוע כי מכירת יחידות אופציה במסגרת התכנית אינה בגדר קנייה או מכירת ניירות ערך כהגדרתם על פי החוק.

עובדה זו היא בעלת חשיבות ככל שהדברים אמורים בבגיר המתקשר בחוזה, וחזקה על המבקש כי היה מודע לתנאים דלעיל במעמד חתימתו על החוזה."

35. מאפיין מהותי זה אף הוא אינו מתקיים בענייננו, שכן מניות החברות באגודה אינן ניתנות להעברה או הורשה. הן אינן סחירות – בבורסה לניירות ערך ומחוצה לה, והן אינן ניתנות לפיצול, לשיעבוד או למשכון. על כן, לא יכול גם להיווצר שוק עתידי למסחר במניות אלו.

36. לאי הסחירות ואי העבירות משקל מצטבר נוסף בשאלה האם מדובר בנייר ערך. ראו ימין ווסרמן, בעמ' 138 : "המשמעות של אי-עבירות להבדיל מאי-סחירות היא כי לא זו בלבד שלא ניתן לסחור בניירות הערך בבורסה, אלא אף לא ניתן להעבירם מיד ליד. לדעתנו, אין מגבלה זו מצביעה על כך שבהכרח אין מדובר עוד בנייר ערך, אולם בהיעדר תכונות אחרות המאפיינות ניירות ערך, יהיה לדבר משקל מצטבר".

37. בנסיבות אלה, התועלת בהחלת דיני ניירות ערך, המשיתים חובות גילוי מקיפות על מנת לגשר על פערי מידע בעסקאות בין קונים ומוכרים של נייר הערך, הינה מועטה, אם כלל ישנה. שכן עסקאות כאמור כלל אינן אפשריות במניות החברות באגודה.

#### קיומה של רגולציה

38. האגודה כפופה לפיקוחו של רשם האגודות השיתופיות, והשירותים שבכוונתה להציע עשויים להיות כפופים לפיקוח הרשות המוסמכת לפי חוק איסור הלבנת הון, תש"ס-2000, ורשות ניירות ערך לפי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995, ככל שפיקוח כאמור נדרש לפי דין. בנוסף, לאחר קבלת האישורים הנדרשים לפעילותה כאגודה בנקאית, תהיה פעילותה כפופה גם לפיקוחו של המפקח על הבנקים בבנק ישראל. בהתאם, יחולו על האגודה הבנקאית ההוראות, הכללים

וההנחיות של בנק ישראל – הן במישור הגילוי, כלפי המפקח על הבנקים וכלפי הציבור, והן במישור הפעילות הבנקאית עצמה. בנסיבות אלו, ובשים לב לאמור לעיל ולמאפיינים המיוחדים של מניית החברות באגודה, הצורך בהחלת הרגולציה של דיני ניירות הערך קטן אף יותר.

39. על אף שקיומה או העדרה של רגולציה אחרת אינם משליכים על סיווגה של מניית החברות כנייר ערך, קיומה של רגולציה אחרת כאמור מהווה שיקול נוסף אשר יש להביא בחשבון בהחלטה בסוגיה דנן. ראו **ימין ווסרמן**, בעמ' 134:

**"אין להסתפק ביישום מלולי של הגדרת 'ניירות ערך', אלא יש להביא בחשבון גם שיקולים אחרים, כגון נסיבות עובדתיות מיוחדות או קיומה של רגולציה אחרת – כללית או ספציפית – העשויה להוות תחליף לדיני ניירות ערך".**

40. כפי שציינה רשות ניירות ערך בתשובתה בענין אופק, פרק הזמן בו לא תתקיים רגולציה חלופית הנו מוגבל, עד למועד בו יינתן אישור בנק ישראל לפעילות כאגודה בנקאית. מעבר לכך, גם באותו פרק זמן יחול על האגודה הפיקוח של רשם האגודות השיתופיות. בנסיבות אלה, ולאור היעדר סממנים אופייניים של נייר ערך למניית החברות והיעדר "שוק", הצורך בהחלת רגולציה של דיני ניירות ערך אף קטן יותר.

#### התחייבות לגילוי נאות

41. ככל שתתקבל עמדתה, האגודה תבהיר בכל מסמך רלוונטי, לרבות בטופס ההצטרפות לה, כי מניית החברות בה אינן "ניירות ערך" ומשום כך הצעתן לציבור פטורה מתשקיף, וכי היא אינה כפופה לפיקוח מכוח חוק ניירות ערך.

לאור כל האמור לעיל, עמדתנו הינה כי אין לראות במניית החברות באגודה, הצפויות להיות מוצעות לציבור על ידי האגודה, "נייר ערך", כהגדרת מונח זה בחוק, ועל כן הנפקת מניית החברות לציבור אינה טעונה פרסום תשקיף. זאת, לאור המאפיינים הייחודיים של האגודה, העדר סממנים אופייניים של 'נייר ערך' במניית החברות באגודה, חוסר האפשרות לקיומו של 'שוק' בהן, וקיומה של רגולציה חלופית החלה על פעילותה של האגודה.

האגודה תודיע לרשות מראש על אימוץ עמדה השונה מזו שבאה לידי ביטוי בתשובה שתינתן לפנייתה. האגודה מודעת לכך שפניה זו, ותשובת הרשות לה, עשויות להיות מפורסמות בנוסחן המלא באתר הרשות.

אנו עומדים לרשותכם בכל שאלה והבהרה, ככל שתידרשנה.

בברכה,

**אבי סלונים, עו"ד**  
**להב, ליטבק, סלונים, משרד עורכי דין**

העתק: אירוס – אגודה שיתופית חקלאית בע"מ