



**רשות ניירות ערך**  
**ISRAEL SECURITIES AUTHORITY**

מחלקת תאגידים  
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464  
טל : 02-6556444 פקס : 02-6513160  
[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

כ"ה תשרי תשע"ד  
29 ספטמבר 2013

לכבוד  
איתן שמואלי, עו"ד  
דוד שינברג, עו"ד

באמצעות פקס : 09-9726001

איתן מהולל & שדות, עורכי דין ועורכי פטנטים

א"נ;

**הנדון : פניה לקבלת החלטה מקדמית - אופק אגודה שיתופית לניהול הון בע"מ**

**סימוכין:** פנייתכם לקבלת החלטה מקדמית מיום 26 במאי 2013, כפי שתוקנה בימים 9 ביולי 2013, 25 ביולי 2013, 22 באוגוסט 2013 ו- 16 בספטמבר 2013

במענה לפנייתכם שבסימוכין, אשר הוגשה בשם מרשתכם, אופק - אגודה שיתופית לניהול הון בע"מ (להלן: "האגודה"), בעניין שאלת סיווג המניות אשר בכוונת האגודה להנפיק לציבור כ"נייר ערך" על-פי הגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" ו- "הפניה", בהתאמה), הריני להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות") בהתייחס לסוגיה נשוא הפניה.

עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית כפי שהוצגה במסגרת הפניה ועליה בלבד, ובהנחה כי העובדות שהוצגו משקפות את כלל הנתונים הרלוונטיים לסוגיה.

**1. העובדות הרלוונטיות לענייני**

העובדות הרלוונטיות לסוגיה דנן, כפי שתוארו בפנייתכם, הינן כדלקמן:

1.1. האגודה קמה במטרה להקים בנק מוטה-אינטרנט בעל מיקוד צרכני, המוחזק במודל בעלות קואופרטיבי (להלן: "הבנק"). הקמת הבנק כפופה להיקף ההון שיגויס על ידי האגודה וקבלת רישיון מאת בנק ישראל.

1.2. על פי התוכנית העסקית של האגודה, הבנק יתמקד במתן שירותים בנקאיים קמעונאיים לחברי האגודה, שיהיו יחידים, משקי בית ועסקים קטנים ובינוניים, תוך הסתמכות על תשתיות אינטרנט ופלטפורמות נידות, וכן הפעלת נקודות שירות (סניפים ניידים).

1.3. המודל העסקי של הבנק יהא מבוסס על מרווחי אשראי הוגנים וסבירים ועמלות נמוכות ופשוטות. בשלב הראשון, היצע השירותים הבסיסי של הבנק יכלול הלוואות, חשבונות לחיסכון קצר וארוך טווח, ניהול חשבונות עו"ש וכן הנפקת כרטיסי אשראי.

1.4. בכוונת האגודה לפנות לציבור במטרה לגייס הון בדרך של הנפקת מניות חברות, באופן שכל אדם יהיה רשאי להזמין אך ורק מניית חברות אחת, אשר כנגד הקצאתה ידרש המזמין לשלם לאגודה תשלום חד פעמי של 3,000 ש"ח (להלן: "מניית החברות" או "מניות החברות", לפי העניין). לאחר קבלת אישור מאת המפקח על הבנקים בבנק ישראל להפעלת בנק (להלן: "אישור המפקח"), תהא הנהלת האגודה רשאית לקבוע סכום אחר בגין מניית החברות, אשר יהיה שווה לסכום הניכוי (כהגדרת מונח זה בסעיף 1.7.3 להלן), ובלבד שלא יעלה על 3,000 ש"ח.

1.5. בתקופה שעד לקבלת אישור המפקח, מתוך הסכום ששולם עבור מניית החברות, סך של 2,000 ש"ח יופקד בחשבון נאמנות. על-פי תנאי הנאמנות, הנאמן ישחרר סכומים המופקדים בחשבון הנאמנות לאגודה, בהתאם להחלטה שתקבל הנהלת האגודה (בקשר עם תכנית עסקית שתוגש לפיקוח על הבנקים) ואשר תובא לאישור האסיפה הכללית של האגודה. יתרת הסכומים המופקדים בחשבון הנאמנות ישוחררו לאגודה על-ידי הנאמן רק לאחר שהאגודה תמציא לאחרון את אישור המפקח. היתרה שלא תופקד בחשבון הנאמנות (סך של 1,000 ₪ בגין כל מניית חברות) תופקד בחשבון האגודה ותשמש את האגודה לצרכיה השוטפים. כמו כן, תהא רשאית האגודה להשתמש ביתרה שלא תופקד בחשבון הנאמנות, עד לסכום שלא יעלה על 10% מהכספים שאינם מופקדים בחשבון הנאמנות, לפעילויות בתחום כרטיסי האשראי / דביט כארד, מועדון צרכני וחינוך פיננסי, בכפוף ועל-פי כל דין.

1.6. אם תוך 5 שנים ממועד תחילת הקצאת מניות החברות, לא יתקבל אישור המפקח (בכפוף לאפשרות הארכת תקופה זו בשנתיים נוספות לכל היותר באישור האסיפה הכללית של האגודה), אזי האגודה תפעל לפירוקה מרצון וחלוקה של כל יתרת נכסיה בין חבריה, כפי שיהיו במועד הפירוק, כולל יתרת הסכום שהופקד בחשבון הנאמנות, ככל שיהיה באותה עת, אשר יהיה שייך לבעלי מניות החברות, בכפוף לכל דין. ואולם, בכל במקרה של פירוק, חברי האגודה לא יהיו זכאים לקבל יותר מן הסכום אשר שילמו בגין מניית החברות בתוספת הפרשי הצמדה למדד המחירים לצרכן. יתרת נכסי האגודה שלא תחולק לחבריה, תיתרם לגופים, ארגונים או תאגידיים בעלי אופי פעילות או מטרת דומות לאגודה, אשר יאושרו על-ידי האסיפה הכללית של האגודה ועל-ידי רשם האגודות השיתופיות.

1.7. מאפייני מניות החברות שתנפיק האגודה והזכויות הנגזרות מהן הינם כמפורט להלן:

1.7.1. כל מניית חברות תהא אישית ואינה ניתנת להעברה (למעט ליורשים במקרה של מות בעל מניה).

1.7.2. מניית החברות אינה ניתנת לשעבוד או למשכון.

1.7.3. במקרה בו חבר יבקש לעזוב את האגודה, האגודה תפדה את מנייתו. דמי פדיון מניית חברות יהיו בהתאם לסכום ששולם עבור המניה, בתוספת הפרשי הצמדה למדד המחירים לצרכן<sup>1</sup>, ובכל מקרה לא גבוה מכך. מסכום זה יופחתו הסכומים הבאים כשהם מחולקים במספר חברי האגודה: יתרת הפסדים שנצברו בהון האגודה וכן 130% מהסכום שנדרש לאגודה לפי הוראות הפיקוח על הבנקים לצורך חובות המוטלות עליה בקשר עם העמדת הון עצמי מינימאלי של תאגיד בנקאי (להלן: "סכום הניכוי")<sup>2</sup>. בהתאם, ייתכן וסכום הניכוי יגיע עד מלוא הסכום ששולם עבור מניית החברות, ובמקרה כזה לא יהיה זכאי בעל מניית החברות להחזר דמי פדיון כלל.

האגודה לא תפדה מניית חברות של חבר שיבקש לסיים את חברותו באגודה, טרם קבלת אישור המפקח (למעט במקרה של פירוק כאמור לעיל). בנוסף ומבלי לגרוע מן האמור, מניית חברות לא תהא ניתנת לפדיון במהלך 24 החודשים הראשונים שלאחר הקצאתה.

1.7.4. לכל חבר באגודה תהא הזכות להצביע באסיפה הכללית של האגודה, כשלכל חבר באגודה קול אחד באסיפה הכללית.

1.7.5. האגודה לא תהא רשאית לחלק דיבידנד לבעלי מניות החברות.

1.7.6. כאמור לעיל, בעלי מניות החברות לא יהיו זכאים לקבל את יתרת נכסי האגודה במקרה של פירוק, אלא עד גובה הסכום ששולם עבור המניה, בתוספת הפרשי הצמדה למדד המחירים לצרכן.

1.8. הבנק יפעל להעניק ללקוחותיו מרווחי אשראי הוגנים וסבירים ושיעורי עמלות נמוכים ככל שניתן, אשר ייגזרו ממצבו הפיננסי של הבנק. הקביעה על גובה מרווחי האשראי ושיעורי העמלות תהא תמיד מאותה נקודת זמן ולעתידי, ולא בגין פעולות שביצע הלקוח בעבר. ההטבות להן יהיו זכאים חברי האגודה תהיינה זהות לכל הלקוחות מאותו הסוג, ללא תלות במועד ההצטרפות לאגודה או במחיר ששולם בעבור מניית החברות.

1.9. מאחר ולקוחות הבנק יהיו מקרב חברי האגודה בלבד, האגודה זקוקה ליכולת להנפיק בכל רגע נתון מניות חברות למבקשים להצטרף לשורותיה.

---

<sup>1</sup> ממועד ביצוע מלוא התשלום בגין מניית החברות ועד למועד תשלום דמי פדיון מניית החברות.  
<sup>2</sup> סכום הניכוי לגבי כל רבעון קלנדארי, יחושב ויפורסם על-ידי הנהלת האגודה בתחילת הרבעון הקלנדארי העוקב. סכום הניכוי יהא זהה לכל בעל מניית חברות באותו רבעון, ללא תלות במחיר מניית החברות ששולם עבור הקצאתה.

## 2. השאלה המשפטית נשוא הפניה

בהתאם לעובדות המתוארות לעיל, התבקשה עמדתנו בשאלה - האם פניית האגודה לציבור במטרה לגייס הון כנגד הקצאת מניות חברות היא בבחינת הצעת ניירות ערך לציבור, הטעונה תשקיף בהתאם לסעיף 15 לחוק, כאשר שאלת הבסיס בהקשר זה הינה האם מניות החברות באגודה הינן "ניירות ערך" כהגדרת המונח בחוק.

## 3. עמדת הפונים

לעמדת האגודה, הנפקת מניות החברות באגודה לציבור אינה מחייבת פרסום תשקיף על-פי החוק מאחר ואין לראות במניות החברות ניירות ערך כהגדרת המונח בחוק. להלן עיקרי נימוקי האגודה לעמדתה זו:

3.1. אף שמבחינה לשונית גרידא מניות החברות נכנסות לגדר המונח 'ניירות ערך' הקבוע בחוק, קיימת כיום הכרה בפסיקה ובספרות המשפטית, כי לא נכון לנקוט בפרשנות מילולית דווקנית של המונח נייר ערך, אלא לפרש את המונח על רקע תכלית החוק, תוך מתן ביטוי לעקרונות יסוד בדיני ניירות ערך.

3.2. דיני ניירות ערך נועדו בראש ובראשונה להסדיר שוק בו מתבצעת מכירה של ניירות ערך לציבור או מסחר באותם ניירות ערך, מתוך הנחה כי ניירות הערך הם בעלי שווי כלכלי ממש, 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.

במקרה דנן, אין לראות ברכישת מניות האגודה על ידי החברים השקעה פיננסית אלא תשלום חד פעמי עבור קבלת הטבות צרכניות. לחבר האגודה אין ציפייה לקבלת תזרים מזומנים עתידי אלא רק לקבלת ההטבות הצרכניות, כפי שתחליט עליהן האגודה מעת לעת.

3.3. תכלית נוספת של החוק הינה למנוע שימוש לרעה בשוק ניירות הערך באמצעות כלי הגילוי הנאות. דיני ניירות ערך באים לגשר על פערי המידע בין מוכר לקונה בכך שהם מטילים חובת גילוי מלא על המוכר המנפיק ניירות ערך לציבור. לעמדת החברה, הרגולציה הבנקאית הענפה אשר הבנק (לאחר הקמתו) יהא כפוף לה, מטילה על תאגיד בנקאי חובת גילוי (הן כלפי הציבור והן כלפי הפיקוח על הבנקים) שאינן פחותות בהיקפן מחובת הגילוי שחלות על תאגיד מדווח על פי דיני ניירות ערך (כאשר בתקופה שעד לקבלת אישור המפקח להפעלת הבנק, תהא האגודה כפופה לרשם האגודות השיתופיות).

3.4. צירוף לקוחות חדשים לבנק מחייב הנפקה של מניות החברות באגודה, ועל כן הנפקה כזו יכולה להתבצע בכל רגע נתון. סיווג מניות החברות כ'ניירות ערך' יחייב את האגודה, הלכה למעשה, להחזיק תשקיף פתוח להזמנות באופן רציף החל מועד ההנפקה הראשון לתקופה בלתי קצובה. נסיבות אלו ישיתו עלויות גבוהות על האגודה.

3.5. בנוסף לנימוקים דלעיל, עושה החברה שימוש בדין האמריקאי ככלי עזר פרשני ולפיו, קיומם של שיקולים מסוימים המנויים להלן, עשויים להביא למסקנה לפיה אין לסווג את מניות החברות כנייר ערך, והכל-כמפורט במסגרת הפניה:

3.5.1. למניות החברות לא נלוות התכונות הכלכליות המאפיינות מניה באופן רגיל:

- מניות החברות אינן מקנות זכות יחסית לדיבידנד מהרווחים;
- מניות החברות אינן עבירות (למעט במקרה של ירושה);
- בעלי מניות החברות אינם רשאים למשכן או לשעבד את המניות;
- לכל חבר באגודה זכות להצביע באסיפה הכללית של האגודה, כשלכל חבר באגודה קול אחד (בשונה מזכויות הצבעה הנקבעות באופן יחסי למספר המניות); ו-
- תקנון האגודה קובע כי דמי הפדיון בגין מניות החברות יוגבלו עד לתקרת הסכום ששולם בעד המניה, ולכן ערך המניה לא צפוי לגדול עם השנים.

3.5.2. אף שלקוחות הבנק יזכו להטבות צרכניות לא ניתן לסווג מתן הטבות אלו כחלוקת דיבידנד מרווחי האגודה, שכן גובה מרווחי האשראי ושיעורי העמלות יקבעו תמיד בנקודת זמן קונקרטית ביחס לעתיד ולא בגין פעולות הלקוח בעבר. באופן זה, לא תהא זיקה בין האחזקה במניות החברות באגודה לבין קבלת הטבות. סכום ההטבה ללקוח בפועל לא ייגזר ממספר המניות שיוחזקו על-ידי (אשר כאמור מוגבל לרכישת מניה אחת בלבד) אלא מכמות הפעולות, גובה הפיקדונות וסכום ההלוואות, לפי העניין, אשר יבצע אותו לקוח.

3.5.3. מניות החברה אינן סחירות ולכן אין כל סכנה כי יבוצע בהן מסחר למטרות ספקולציה או למטרות השקעה.

#### 4. עמדת סגל הרשות

4.1. הרינו להודיעכם כי סגל הרשות החליט שלא לראות במניות החברות באגודה ניירות ערך כהגדרתם בחוק, ועל כן הצעתם לציבור אינה טעונה תשקיף. זאת, על יסוד העובדות וחלק מן הנימוקים אשר הוצגו בפנייתכם, ובפרט לאור השיקולים הבאים:

##### 4.1.1. מניית החברות נעדרת סממנים אופייניים של נייר ערך

מניית החברות אינה מקיימת את התכונות האופייניות לנייר ערך, בהן הזכות לקבלת דיבידנד מרווחי האגודה, היכולת להעביר את המניה, למשכנה או לשעבדה כפועל יוצא של ניצול הזכויות הכלכליות הנלוות לה, וכן הזכות להתחלק במלוא מסת נכסי האגודה בפירוק.

בהתאם, וכנגזרת של תנאיה הייחודיים, מניית החברות, שלא כמו נייר ערך, אינה נושאת תשואה על הסכום ששולם בגינה. המבקש להצטרף לאגודה רשאי לרכוש מניית

חברות אחת בלבד, אשר עצם ההחזקה בה אינה יכולה להניב לו תזרים מזומנים עתידי, ואף במקרה של פדיון המניה או בפירוק האגודה, לא יהא זכאי חבר האגודה ליותר מן הסכום אשר שילם בגין המניה.

ודוק: רכישת מניה באגודה טומנת בחובה ערך כלכלי עתידי. ערך זה נגזר מן הזכות ליהנות משירותיו של הבנק, אשר על-פי מטרות האגודה, עתידים להיות בתנאים עדיפים לאלו הניתנים כיום על-ידי התאגידים הבנקאיים הקיימים. ברם, אף שרכישת מניית החברות הינה תנאי לפוטנציאל ההטבה כאמור, הערך הכלכלי העתידי אינו מהווה תשואה על ההשקעה שכן אינו נגזר מההשקעה עצמה ואינו מושפע מהיקף ההשקעה או מעיתוי ביצועה. נראה אפוא, כי מניית החברות באגודה מקנה הטבה אשר הינה צרכנית באופיה - הטבה הגלומה בשירותיו המוזלים של הבנק. כפועל יוצא מכך, הרי שבעיני המצטרפים לאגודה, מניית החברות אינה מהווה השקעה פיננסית אלא דלת כניסה בלבד להטבה הצרכנית האמורה.

#### 4.1.2. היעדר "שוק" במניות האגודה

מניות החברות אינן ניתנות להעברה ואינן סחירות. לפיכך, לא יכול להיווצר שוק עתידי למסחר במניות אלו, לא כל שכן שוק אשר טומן בחובו סיכונים של שימוש לרעה במנגנוניו, כגון ויסות מחירי מניות החברות ו/או שימוש אסור במידע פנים אודות פעילותו של הבנק. בהתאם, דומה כי במקרה דנן, התועלת בהחלת דיני ניירות הערך, המשיתים חובות גילוי מקיפות על מנת לגשר על פערי מידע בעסקאות בין קונים ומוכרים של נייר הערך (עסקאות שאינן אפשריות במניות החברות), כמו גם התועלת אשר תצמח מכך לחברי האגודה, הינה מועטה.

#### 4.1.3. קיומה של רגולציה חלופית

פרק הזמן בו לא תתקיים רגולציה חלופית הנו מוגבל. לאחר הקמתו, תהא פעילות הבנק כפופה להוראות, הכללים וההנחיות של בנק ישראל, זאת הן במישור הגילוי (כלפי המפקח על הבנקים וכלפי הציבור) והן במישור הפעילות הבנקאית עצמה. על כן, לחברי האגודה תהא גישה, באופן שוטף, לנתונים ולמידע אודות פעילותו העסקית של הבנק, כמו גם אופן התנהלותו של האגודה. במצב דברים זה, בשים לב לנסיבות והמאפיינים המיוחדים הנזכרים לעיל, הצורך בהחלת הרגולציה של דיני ניירות הערך קטן יותר.

4.2. בשולי הדברים נעיר, כי האגודה התחייבה לציין, בכל מסמך רלוונטי, לרבות בטופס ההצטרפות לאגודה ורכישת מניית החברות, כי מניות חברות באגודה אינן 'ניירות ערך' ומשום כך הצעתן לציבור פטורה מתשקיף, והאגודה אינה כפופה לפיקוח מכוח חוק ניירות ערך.

4.3. יובהר, כי החלטת סגל הרשות אינה משקפת הסכמה למלוא הניתוח המשפטי אשר הוצג על-ידי האגודה בפנייתה. עמדת סגל הרשות במקרה דנן, מבוססת על משקלם המצטבר של הנסיבות והמאפיינים הייחודיים הנזכרים לעיל, ואין להקיש ממנה לנסיבות ומאפיינים שונים.

4.4. עוד יובהר, כי עמדת סגל הרשות מבוססת על העובדות המתוארות במסגרת הפניה, ולפיכך כל שינוי בנסיבות או בתנאים המתוארים בה, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת בתשובתנו.

4.5. החלטת סגל הרשות נוגעת אך ורק לשאלת סיווג המניות אשר בכוונת האגודה להנפיק כניירות ערך, וכפועל יוצא מכך תחולת החובה לפרסם תסקיף. אין בה כדי להביע עמדה בקשר להיבטים משפטיים אחרים הנוגעים לפעילות האגודה ו/או הבנק, העשויים לחייב רישיון או להטיל חובות אחרות על-פי דין.

5. בנוסף נודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008), פנייתכם ומכתב תשובה זה עשויים להתפרסם באתר הרשות.

בכבוד רב,

קרן גיחז, עו"ד

מחלקת תאגידיים

מאיר לוי, עו"ד

סגן מנהל מחלקת תאגידיים