



רשות ניירות ערך

עמדת סגל

י"ד תמוז תשע"ט

17 ביולי 2019

עמדות סגל הרשות הן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דינים תחת פיקוח הרשות. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

עמדת סגל הרשות בדבר היחס בין

תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות וחוק ניירות ערך

רקע

סעיף 2 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות"), הנו סעיף מרכזי בחוק זה, הקובע את תחולתו ומכתיב אילו סוגי פעילויות יהיו כפופים להסדרה ולפיקוח מכוחו. הסעיף קובע כדלקמן:

(א) חוק זה יחול על כל הסדר, שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, שאינו מוסדר על פי דין אחר וכן על הסדר מסוג שקבע השר שמטרתו השקעה משותפת במטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם; לענין סעיף זה יראו אופציה וחווה עתידי, כהגדרתם בסעיף 64(ב), כנייר ערך.

(ב) על אף הוראות סעיף קטן (א), לא יחול חוק זה על הסדר שמטרתו כאמור, שמספר המשתתפים בו אינו עולה על חמישים ושנעשה בלא פניה לציבור.

סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך") אוסר על הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין, וקובע את תחולתו של חוק זה על תאגידים המציעים ומוכרים ניירות ערך. האיסור האמור חל בקשר עם הצעה או מכירה של ניירות ערך, כהגדרתם בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, וחלים בעניינו מספר חריגים המפורטים בסעיפים 15א ו-15ב לחוק ניירות ערך. חריג עיקרי אחד, המנוי בסעיף 15א(א)(1) לחוק, נוגע להצעת או מכירת ניירות ערך למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35 במשך תקופה של 12 חודשים. חריג עיקרי אחר, המנוי בסעיף 15א(ב) לחוק, נוגע להצעת או מכירת ניירות ערך למשקיעים כשירים המפורטים בחוק.

מבחינת התחולה של שני החוקים נשענים על היגיון דומה אולם אינם זהים. זאת ועוד, בשני החוקים אין קביעה מפורשת בדבר היחס ביניהם, למעט חריג אחד שנוסף לאחרונה בהקשר זה. בהתחשב בהבדלים במבחינת התחולה ובכך שאופי ההסדרה מכוח שני החוקים הנו שונה מאוד, יש חשיבות

רבה לשאלה מי מהם חל. בעוד שתחולת חוק ניירות ערך גוררת אחריה בעיקר חובות בהיבטי גילוי וממשל תאגידי, תחולת חוק השקעות משותפות גוררת אחריה גם חובות הנוגעות לעניינים כגון מבנה הקרן, אופן ניהולה והחזקת הנכסים על-ידה, מגבלות על ההשקעות שהיא רשאית לבצע, הצעת יחידות ופדיון.

דוגמא בולטת לקושי העלול להתעורר מאי הסדרת היחס בין החוקים ניתן היה לראות במקרה של תעודות הסל. פעילות זו, שעניינה ניהול כספי משקיעים לצורך מעקב אחרי מדדים, נעשית בעולם באמצעות קרנות (Exchange Traded Funds, או בקצרה ETF). בישראל, לעומת זאת, נעשתה הפעילות במשך שנים ארוכות באמצעות הנפקה של תעודות התחייבות והיתה כפופה, לפיכך, להוראות חוק ניירות ערך ולא להוראות חוק השקעות משותפות. כתוצאה מכך התקיימה פעילות של תעודות סל בהיקפים משמעותיים ביותר, שלא הוסדרה בדרך המתאימה, על הסיכונים שנלוו לכך לציבור המשקיעים. הדבר תוקן לאחרונה במסגרת תיקון 28 לחוק השקעות משותפות שהמיר את תעודות הסל, שהיו כפופות למשטר פיקוח מכוח חוק ניירות ערך, לקרנות סל הכפופות למשטר פיקוח מכוח חוק השקעות משותפות. במסגרת התיקון נקבעה גם הוראה מפורשת בסעיף 1א35 לחוק ניירות ערך הקובעת "ניתוב" ברור בין שני החוקים, לעניין תעודות התחייבות המקנות תשואה הנגזרת מממד ניירות ערך, סחורות או חוזים עתידיים, או ממחירם של סחורות או מטבעות. עם זאת, מדובר בהוראה ספציפית המותירה בעינה את שאלת היחס בין החוקים לגבי מצבים אחרים. נשקל תיקון רחב יותר ביחס לתחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות אולם בסופו של יום התיקון שנעשה היה ממוקד ובהתאם לתכליתו של תיקון 28 לחוק להסדיר את פעילות תעודות הסל.

בעבר קיבלה הרשות פרשנות לפיה התאגדות כשותפות מוגבלת בישראל לפי פקודת השותפויות יכולה להיחשב כהסדרה "על פי דין אחר", כמשמעותה בסעיף 2 לחוק השקעות משותפות, ולפיכך לא תהא כפופה להוראות חוק השקעות משותפות אלא להוראות חוק ניירות ערך, לרבות החריגים הקבועים לתחולתו. סיבה אחת לכך היתה כי מספר השותפים בשותפות מוגבלת היה מוגבל, עד לתיקון פקודת השותפויות בשנת 2010, לעשרים שותפים בלבד, ומכאן שהסדר זה לא נתפש כמיועד לציבור הרחב. סיבה נוספת לכך היתה כי תחולתו של חוק השקעות משותפות מגבילה באופן משמעותי את ההשקעות שרשאית השותפות לבצע (באופן כללי החוק מכתוב כי קרן תשקיע בעיקר בניירות ערך סחירים), בעוד שחוק ניירות ערך מתיר פעילויות מגוונות. בד בבד, מבחני התחולה של חוק ניירות ערך הבטיחו כי ההשקעה לא תוצע לציבור הרחב. בהתאם לפרשנות האמורה, היו שותפויות מוגבלות בישראל שפירשו כי הן כפופות לתחולת חוק ניירות ערך ולא לתחולת חוק השקעות משותפות.

לאחרונה ניתן על-ידי בית המשפט המחוזי בתל-אביב פסק דין בעניין קרן אינטגרל.¹ פסק הדין עסק בקרן שגייסה כספים ממאות משקיעים בישראל בתחילת שנות האלפיים, תחת מספר ישויות משפטיות. בית המשפט קבע כי גיוס המשקיעים וניהול כספיהם נעשו תוך הפרת הוראות חוק השקעות משותפות והטיל אחריות נזיקית בגין קריסת הקרן. פסק הדין, הכולל קביעות חשובות ביחס לחוק השקעות משותפות, מהווה המחשה נוספת לסיכונים הגלומים בהשקעות לא מפוקחות.

¹ ת"א 2382-06 הורביץ נ' קרן אינטגרל שותפות מוגבלת ואח' (30 בינואר 2019).

בעקבות פסק הדין קיבלה רשות ניירות ערך פניות מקרנות גידור שביקשו הבהרות בנוגע ליחס בין תחולת חוק השקעות משותפות וחוק ניירות ערך, ועמדה זו נועדה לתת מענה גם לפניות אלה.

עמדת הסגל

א. כינויו של הגוף המגייס כספים מהמשקיעים

לכינויו של הגורם המגייס כספים מהמשקיעים אין נפקות בהיבט של תחולת חוק השקעות משותפות וחוק ניירות ערך. כך, אין משמעות אם הגוף מכונה "קרן גידור", "קרן השקעה", "מסלול השקעה", או כל כינוי אחר. שני החוקים נוסחו בהרחבה ותחולתם היא קוגנטית. מובן, אם כן, כי גורם המגייס כספים אינו יכול להימנע מתחולת החוקים באמצעות כינוי הפעילות בשם זה או אחר.

ב. אופן ומקום ההתאגדות

סעיף 2 לחוק השקעות משותפות קובע, בין היתר, כי החוק יחול על כל הסדר, שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, "שאינו מוסדר על פי דין אחר". בהתאם לתכלית החוק, המדובר בהסדרה מקיפה וייעודית מכוח דין אחר, המתווה את מאפייני הפעילות ואת הפיקוח עליה, באופן שתהא נבדלת מהשקעה על פי חוק השקעות משותפות, כגון השקעה בקרנות פנסיה.

כאמור, בעבר קיבלה הרשות פרשנות לפיה התאגדות כשותפות מוגבלת בישראל לפי פקודת השותפויות יכולה להיחשב כהסדרה "על פי דין אחר", הכפופה להוראות חוק ניירות ערך ולא להוראות חוק השקעות משותפות. ואולם, בהינתן התיקון שנעשה בפקודת השותפויות, והעובדה כי אין באופן ההתאגדות (בין שהוא נעשה על פי חוק החברות, על פי פקודת השותפויות, או על פי דין אחר) כדי לבסס הסדרה בת השוואה המגנה על ציבור המשקיעים, אין לראות באופן ההתאגדות כשלעצמו שיקול בקביעה אם יחול חוק ניירות ערך או חוק השקעות משותפות. כך גם בנוגע למקום ההתאגדות. תחולתם של חוק השקעות משותפות וחוק ניירות ערך היא טריטוריאלית, ונוגעת לכל פנייה לציבור בישראל וגיוס כספים ממנו, ואין זה מעלה או מוריד אם הגוף המגייס כספים ממשקיעים בישראל התאגד בישראל או בחו"ל, וכן אם פעילותו מוסדרת לפי דין אחר בחו"ל.²

לאור האמור, עצם התאגדותו של הסדר לפי דין מסוים, או עצם התאגדותו של הסדר בחו"ל לפי דין זר, אינם מהווים הסדרה על פי דין אחר הפוטרת מתחולת חוק השקעות משותפות.

ג. פעולה באמצעות מספר ישויות משפטיות

בפסק דין אינטגרל לא הכיר בית המשפט בהפרדה בין מספר ישויות משפטיות וראה בהן קרן אחת, בהתחשב בין היתר באופן בו נוהלו הישויות השונות, הדרך בה הוצגו למשקיעים ואופן ההתקשרות עימן. העיקרון לפיו לא ניתן להפריד באופן מלאכותי השקעה לישויות שונות על מנת לצאת מתחולת

² לשם המחשה, גם קרנות נאמנות הפועלות בחו"ל מכוח דין זר אינן רשאיות להציע יחידות בישראל, אלא בהתאם לתנאים הקבועים לכך בחוק השקעות משותפות. מכאן שהסדרה "על פי דין אחר" אינה כוללת אפילו הסדרה על פי דין זר שעניינו השקעה משותפת בנאמנות.

החוק הנו עיקרון משותף לחוק השקעות משותפות ולחוק ניירות ערך.³ מטרתם של חוקים אלה למנוע גיוסים בהיקפים משמעותיים מהציבור הרחב, אשר לא יהיו נתונים לפיקוח ולחובות המקיפות הקבועות בדין. על כן פיצול מלאכותי לישויות משפטיות שונות אינו יכול לשמש לעקיפת הוראות החוק, ובפרט אינו יכול לשמש לעקיפת מבחני התחולה הקובעים מספר משקיעים מקסימלי. מניין המשקיעים במקרים אלה הנו במצטבר לכלל הישויות המשפטיות הרלבנטיות.

ד. פניה והצעה לציבור

הן חוק השקעות משותפות והן חוק ניירות ערך אוסרים על פניה שאינה מפוקחת לציבור בהצעת השקעה. זאת ללא קשר לתוצאת הפניה ולשאלה אם פניה זו מיועדת להוביל או תוביל בסופו של יום להשקעה מצד הציבור. משמעותם של המונחים "פניה" בסעיף 2(ב) לחוק השקעות משותפות ו"הצעה" בסעיף 15 לחוק ניירות ערך היא דומה. בהתאם לפסיקה מדובר ברשימה לא סגורה של סוגי פניות אפשריים למשקיעים פוטנציאליים, ובהם שיחות טלפוניות, פניות במייל, פרסומים בכתב או בעל-פה, פרסומים כלליים לציבור הרחב או פרסומים ספציפיים לקבוצה מסוימת של אנשים, פרסומים ברשת האינטרנט או ברשתות החברתיות, מצגות וחברות, כנסי משקיעים, פניות באמצעות סוכנים, פניות מפה לאוזן, ועוד.

ה. משקיעים כשירים ומספר המשקיעים בהסדר

כאמור ברקע הדברים, במסגרת תיקון 28 שעסק בהמרת תעודות הסל לקרנות סל, נקבעה הוראה מפורשת בסעיף 1א35 לחוק ניירות ערך הקובעת "ניתוב" ברור בין שני החוקים, לגבי תעודות התחייבות המקנות תשואה הנגזרת ממדד ניירות ערך, סחורות או חוזים עתידיים, או ממחירם של סחורות או מטבעות.

לגבי סוגים אחרים של ניירות ערך (כאלה שאינם תעודות התחייבות בעלות המאפיינים האמורים) וסוגים אחרים של השקעות, הרי שכל שמדובר בהסדר שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך או במטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, ככלל יחול סעיף 2 לחוק השקעות משותפות ולא חוק ניירות ערך,⁴ לרבות החריגים הקבועים בחוק השקעות משותפות.

לעניין הקביעה בסעיף 2(ב) לחוק השקעות משותפות, לפיה חוק זה לא יחול על הסדר שמטרתו כאמור, שמספר המשתתפים בו אינו עולה על 50 ושנעשה בלא פניה לציבור, הרי שבהתאם לתכלית החוק במניין המשתתפים כאמור לא יובאו בחשבון משקיעים כשירים המנויים בסעיף 15א(ב) לחוק ניירות ערך. זאת כמובן בכפוף לכך שהתקיים התנאי האחר הקבוע בסעיף 2(ב), לפיו לא נעשתה פניה לציבור. בהתאמה, פניה למשקיעים כשירים בלבד, לאחר שזוהו ככאלה, לא תיחשב כפניה לציבור.

³ ראו לעניין זה בהקשר של חוק ניירות ערך: עמדת סגל משפטית מספר 103-34: סדרת ניירות ערך (20 ביולי 2014).

[לינק]

⁴ ראו למשל תשובה לפניה מקדמית בעניין הצעה להנפיק אגרות חוב על פי חוק ניירות ערך והשקעת התמורה בקרן נאמנות אמריקאית [לינק].

משמעות האמור היא בין היתר כי הסדר שפעל קודם לפרסום עמדה זו בהתאם לחריגים הקבועים בחוק ניירות ערך, ומספר המשתתפים בו שאינם משקיעים כשירים עולה על 50,⁵ יהיה רשאי לפנות אך ורק למשקיעים כשירים נוספים אך לא יהא רשאי לפנות למשקיעים שאינם כשירים.

יובהר כי עמדה זו נוגעת אך ורק לסוגיות שנדונו בה מפורשות, ואין להסיק ממנה ביחס לנושאים אחרים, או לראות בה הבעת עמדה בנוגע למקרה שנדון בפסק דין אינטגרל.

⁵ מצב דברים זה אפשרי אם נעשה ניצול חוזר של פטור 35 המשקיעים הקבוע בסעיף 15א(א1) לחוק ניירות ערך.