

8 ביוני 2016

לכבוד  
עו"ד אמיר הלמר  
ראש מערך תאגידיים ודיווח  
הרשות לניירות ערך  
בדוא"ל amirh@isa.gov.il

לכבוד  
עו"ד מוטי ימין  
מנהל מחלקת תאגידיים  
הרשות לניירות ערך  
בדוא"ל MotyY@isa.gov.il

א.נ.,

**הנדון: הסדרת תחום מימון המונים - הרחבת הגדרת "התאגיד המציע" באסדרה המתגבשת**

בשם הקליניקה לשוק הון חברתי שבמרכז לחינוך משפטי קליני בפקולטה למשפטים של האוניברסיטה העברית, אנו מתכבדים לפנות אליכם בנושא שבנדון:

- 1. רקע**

הקליניקה לשוק הון חברתי נפתחה במרכז לחינוך משפטי קליני של הפקולטה למשפטים באוניברסיטה העברית בשנת 2014 כחלק ממסגרת המאפשרת לסטודנטים לתואר ראשון במשפטים המעוניינים בכך לשלב במסגרת לימודיהם קורסים המשלבים עבודה מעשית בתחומים אשר מנגישים ומקרבים את המשפט לקהילה. הקליניקה שמה לה למטרה לפעול לפיתוח של שוק הון חברתי בישראל תוך התמקדות בתחום של השקעות חברתיות. הרעיון ופיתוחו של שוק הון חברתי, הולך ותופס תאוצה במדינות שונות בעולם בעיקר בשני העשורים האחרונים, במטרה לייעל את השימוש במקורות הכספיים המוגבלים הקיימים ולתת מענה לאתגרים החברתיים אשר הממשלות לא מצליחות להתמודד עימם. מדובר בפעילות בעלת אופי עסקי המקדמת מטרות חברתיות ואשר במסגרתה נעשה שימוש בכוחות השוק, בדיני התאגידיים ובשוק ההון ליצירת הכנסה.
- 2. במסגרת העבודה בקליניקה אנו פוגשים יזמים חברתיים במסגרות שונות והנמצאים בשלבים שונים של פיתוח היזמות החברתית שלהם. חלקם כבר מפעילים עסק מניב רווחים והנושא תשואה חברתית וחלקם עדיין מצויים בשלב הרעיון בלבד. המשותף לכולם הוא הקושי למצוא מימון בשלבים הראשונים של הקמת המיזם, קושי שאף מתחדד לעומת "עסקים רגילים" הפועלים אך ורק למען השאת רווחים. קושי זה נובע בין היתר מאחר שהמיזמים החברתיים נושאים על גבם לעיתים הוצאות עודפות בשל מחויבותם החברתית או תוכנית עסקית מוגבלת יותר מבחינת ציפיות התשואה שלה בשל בחירה לפעול בשוק מוגבל יותר מבחינה תחרותית או הנושא בחובו מחויבות לאוכלוסייה מוחלשת המכתיבה תנאי שוק אחרים למסחר בשירותים ו/או במוצרים.**
- 3. תחום ההשקעות החברתיות (ה Social Impact Investments) הנו תחום אשר הולך ומתפתח בעולם ואשר מעסיק מגוון גורמים חוצי מגורים לרבות ממשלות, ארגונים חברתיים ואת המגזר העסקי. במדינות שונות בעולם מתפתחת רגולציה אשר מעודדת השקעות חברתיות לרבות תמריצי מס, פתיחת אפשרויות מימון והגדלת המשאבים העומדים לטובת יזמות חברתית, צמצום חסמים רגולטוריים וכד'. בדוחות בינלאומיים**

שוניים אשר פורסמו בנושא (לרבות דו"ח ארגון ה-OECD<sup>1</sup> וה-ודוחות ארגון מדינות ה-2G-8)<sup>2</sup> נידונה רבות תשיבות עידוד תחום ההשקעות החברתיות על ידי גופי הממשלה למען יצירת שיתוף פעולה בין מגזרי לטובת התמודדות עם אתגרים חברתיים אשר המדינה לבדה מתקשה להתמודד עימם.

4. בישראל, היזם החברתי מצוי בקונפליקט ברצונו להוציא לפועל רעיון עסקי המקדם גם פתרון למטרה חברתית כלשהי. הבחירה העומדת בפני היזם החברתי כיום היא התאגדות כחברה או שותפות אשר פועלות למטרות רווח ואינן מחויבות לפי הגדרתן המקורית לקידום מטרות חברתיות וכן מונעות ממנו לגייס תרומות אף לא כהון ראשוני (שכן חברה או שותפות אינן יכולות להיות מוגדרות כ"מוסד ציבורי" לפי פקודת מס הכנסה ולפיכך גם אינן יכולות לזכות באישור לפי סעיף 46 לפקודה אשר יעניק זיכוי במס לתורמים שלהן) לבין בחירה בהתאגדות כמלכ"ר – עמותה או חברה לתועלת הציבור. במקרה כזה, היזם יהיה מנוע מלגייס הון מניות ויהיה כבול לתדמית בעייתית במובן העסקי אשר יש כיום למלכ"רים. צורת התאגדות נוספת, אשר זוכה לאחרונה לפופולאריות עולה בישראל ומחוצה לה, היא האגודה השיתופית (הקואופרטיב). גם הקואופרטיב מוגבל באפשרויות שלו לגייס הון שכן גם הוא מנוע מלזכות באישור לפי סעיף 46 לפקודה מחד ומאידך מוגבל גם באפשרויות לגייס הון מניות. בהתאם לדיני ני"ע בישראל, ככלל, הקואופרטיב מנוע מפרסום הזמנה להצטרפות חברים לקואופרטיב אלא בכפוף לחובות החלות על "הצעה לציבור". יחד עם זאת, במסגרת החלטות מקדמיות של הרשות לניירות ערך (בעניין הבנק הקואופרטיבי ובעניין רשת הקו-אופ למשל), נקבע כי בתנאים מסוימים, הקואופרטיב יהיה פטור מחובת תשקיף ו/או המניה המוצעת על ידו לא תיחשב כני"ע כהגדרתה בחוק ני"ע. עיקרי התנאים אשר הופיעו בהחלטות כוללים התייחסות לכך שבאותם מקרים מניית החברות של הקואופרטיב לא הקנתה זכות להשתתפות ברווחי הקואופרטיב כפונקציה של הסכום המושקע על ידי החבר (אלא באמצעות צריכת השירותים שמעניק הקואופרטיב ובכל מקרה לא באמצעות זכות לקבלת דיבידנדים), המנייה אינה סחירה ואף אינה עבירה למעט במקרים של הורשה, שווי החטבה אשר צומחת לחבר אינה תלויה בסכום אשר הושקע על ידו ולא בתוצאות העסקיות של האגודה אלא בצריכה שלו, זכות הצבעה שווה לכל חבר ללא תלות בסכום המושקע.

5. לאור כל האמור לעיל אנו פונים אליכם בשאלה בנוגע לרגולציה הקיימת והמתגבשת להסדרת הנושא של מימון המונים כמפורט להלן:

6. במסגרת החוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה) במסגרתו תוקן חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 (להלן – "החוק") נוצרה תשתית חקיקתית להסדרת הנושא של גיוסי המונים אשר אמורה להיות מושלמת במסגרת התקנות מכוחו. במסגרת תיקון זה (מס' 58) ("התיקון") נקבע בסעיף 15 א (א), המגדיר פעולות שאינן מהוות הצעה לציבור עפ"י החוק (ולפיכך פטורות מהחובות הכרוכות בכך), בפסקה 4 כי גם הצעת ניירות ערך במגבלות אשר ייקבעו לעניין זה בתקנות (ואשר עתידות להתייחס בין היתר, למספר המשקיעים, זהות המשקיעים, הסכום אשר יגויס, התמורה ממשקיע בודד ועוד) לא יהיו בגדר "הצעה לציבור" לפי החוק. התיקון מתייחס לכל אורכו ל"ניירות ערך".

7. הגדרת ניירות ערך בסעיף 1 לחוק כוללת "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, והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה:

<sup>1</sup> Social Impact Investment, Building the evidence base, OECD 2015  
<sup>2</sup> Report of the SOCIAL IMPACT INVESTMENT TASKFORCE Established under the UK's presidency of the G8 15 September 2014

- (1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור;
- (2) הם מונפקים לפי תיקוק מיוחד;
- (ההדגשות אינן במקור ק.ש.)
8. נוכח ההגדרה לעיל ניתן היה לצפות כי ההסדרה המתגבשת לעניין מימון המונים תחול גם על הנפקת ניירות ערך באמצעות אגודות שיתופיות, לרבות הנפקת חוב או הצעה לחברות באגודה השיתופית.
9. כמו כן, בסעיף 3 לחוק הפרשנות, תשמ"א 1981 מוגדר המונח "תאגיד" כ "גוף משפטי, כשר לחיובים, לזכויות ולפעולות משפטיות". מהגדרה זו נובע לכאורה כי ההסדרה המתגבשת עתידה היתה לכלול אף הנפקת חוב באמצעות עמותות, חברה לתועלת הציבור או שותפויות.
10. למרות האמור, לפי נוסח טיוטת תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך לפי סעיף 15ב(4)), התשע"ד-2014, אשר מסדירה את האפשרות של גיוס המונים ובהמשך, לפי טיוטת תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכו הצעה) התשע"ו – 2016, על התאגיד המציע להיות "חברה פרטית כהגדרתה בחוק החברות..." (סעיף 1 לטיוטת התקנות). בדברי ההסבר לא ניתן למצוא התייחסות לפער בין לשון החוק לבין לשון התקנות או התייחסות לשאלה מדוע צומצמה התחולה של ההסדר לגיוס המונים לחברות פרטיות בלבד. מכל מקום, אנו מציעים להחיל את ההסדר גם על אגודות שיתופיות, עמותות וחברות לתועלת הציבור.
11. במסגרת זו אנו גם מציעים לשקול את שילוב העקרונות אשר הוסכמו במסגרת ההחלטות המקדמיות שהוזכרו לעיל במסגרת תיקון החקיקה הראשית ולפרט בסעיף 15 א(א) לחוק את הנסיבות שבהן הנפקת מניית חברות על ידי קואופרטיב לא תיחשב כהצעה לציבור. תיקון זה נדרש לטעמנו לשם יצירת וודאות משפטית ולהקלה על אגודות שיתופיות בתחילת דרכן בגיוס הון (וכדי ולמנוע מהן את הצורך של הסתייעות בעורכי דין יקרים לשם הגשת בקשות להחלטות מקדמיות לרשות ני"ע).
12. משפט משווה

בהקשר זה אנו מבקשים לציין כי בדיקה שערכנו באשר לתחולת הסדרי מימון המונים ובקשר עם הצעה לציבור של מניות חברות בקואופרטיבים במספר מדינות תומכת בעמדתנו נושא פנייתנו זו ומלמדת לדוגמא (ובקצרה) כי:

12.1 באנגליה רק הצעה של נייר ערך סחיר על-ידי אגודה שיתופית נחשבת לפעילות מאוסדרת ומשכך כפופה להוראות הנוגעות ל"הצעה לציבור"<sup>3</sup> הצעה של נייר ערך לא סחיר ושאינה מקנה זכות לקבלת דיבידנדים פטורה מתשקיף<sup>4</sup>. האסדרה של מימון המונים באנגליה רלוונטית רק לניירות ערך הנקראים "non readily realisable securities"<sup>5</sup>, אלו ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה, אין להם שוק משני סביר אחר, קשה להעריכם, והם אינם נזילים בקלות. סוג זה של ניירות ערך שמוצע על-ידי אגודות בכל מקרה פטור מאסדרה, ולכן האסדרה הספציפית לגבי מימון המונים

<sup>3</sup> Article 76, The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001

<sup>4</sup> Article 85(1), Financial Services and Markets Act 2000

<sup>5</sup> עמ' 7, The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules (2014)

ממילא לא רלוונטית לגביו. כמו כן, ההסדרים של מימון המונים אינם מחריגים אגודות שיתופיות או צורות התאגדות אחרות מתחולתם.

12.2 **בקנדה** בדומה לישראל, חייב מנפיק ניירות ערך לציבור בתשקיף<sup>6</sup> אלא אם קיים לכך פטור בחוק. בשונה מישראל, בקנדה קיים פטור מתשקיף לקואופרטיבים אשר מעוניינים להנפיק ניירות ערך לתברי הקואופרטיב ולמשקיעים שונים.<sup>7</sup> באשר לפטורים הניתנים במסגרת מימון ההמונים, הרי שהם חלים ככלל על תאגידי אשר התאגדו בקנדה ואינם תאגידי מדווחים או קרן השקעות.<sup>8</sup>

12.3 **בארצות הברית** הרגולציה של ניירות ערך היא כפולה: פדרלית ומדינתית. כל תאגיד המנפיק ניירות ערך לציבור חייב בתשקיף אלא אם קיים פטור בחוק.<sup>9</sup> בשונה מישראל, בארה"ב מספר סוגי קואופרטיבים מוחרגים מחובת התשקיף,<sup>10</sup> וכן, התפיסה הרווחת, לאור הלכת Forman,<sup>11</sup> היא ש"מניות" של קואופרטיבים אינן נופלות להגדרה של "נייר ערך" כמשמעותם בחוק, בהתאם למספר מבחנים כגון: סחירות ועבירות, זכות לקבלת דיבידנדים, יכולת הערכה כספית של הזכות, זכות הצבעה כפונקציה של הזכות ההוגנת.<sup>12</sup> בשנת 2012 נחקק ה-JOBS Act<sup>13</sup> שיצר הסדר רגולטורי לתאגידי שונים לגייס הון באמצעות מימון המונים.<sup>14</sup> החוק פוטר תאגידי מרישום בעת גיוס הון באמצעות מימון המונים תוך מתן הגנה על משקיעים באמצעות הגבלה על היקף ההשקעה, חובות גילוי מסוימות למציעים, וכן חובה להשתמש בגורמים מתווכים.<sup>15</sup> כל תאגיד שאינו חברה מדווחת (ועומד בתנאים) רשאי לעשות שימוש בחריג.

12.4 **באיטליה**, בדומה לישראל, אדם או תאגיד לרבות קואופרטיבים המנפיק ניירות ערך לציבור חייב בתשקיף.<sup>16</sup> ואולם, בשנת 2013 חוקק באיטליה חוק למימון המונים אשר למעשה מאפשר גיוס הון ללא צורך בתשקיף.<sup>17</sup> חוק זה נועד להסדיר ברגולציה את האפשרות של חברות הזנק (innovative startups) וחברות סטרט-אפ לתועלת הציבור, לרבות קואופרטיבים, לגייס הון על ידי פנייה לציבור וזאת בעזרת שימוש בפורטלים ייעודיים, עמידה בתנאי סף מסוימים, מסירת מידע תמציתי אודות החברה, ואישור מוקדם של הרשות לניירות ערך האיטלקית.

### 13. סיכום

<sup>6</sup> סעיף 53 ל S.5, c. 1990, R.S.O. Canadian Securities Act.  
<sup>7</sup> שם, סעיף 73.1(6). ראה גם: סעיף 5, 7(b), 9, 124, 357(2) Canadian Cooperatives Act.  
<sup>8</sup> ראה סעיף 8 (c) בקישור המצורף - [https://www.bccsc.bc.ca/Securities\\_Law/Policies/Policy4/PDF/45-535\\_BCI\\_May\\_14\\_2015](https://www.bccsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy4/PDF/45-535_BCI_May_14_2015)  
<sup>9</sup> TWOMEY & JENNINGS, BUSINESS LAW AND THE LEGAL ENVIRONMENT 1028 (22<sup>nd</sup> Ed, 2013)  
<sup>10</sup> 15 U.S.C § 781; 15 U.S.C. § 77c  
<sup>11</sup> United Housing Foundation, Inc. v. Forman 421 U.S. 837, 95 S.Ct. 2051, 44 L.Ed.2d 621 (1975)  
<sup>12</sup> לפירוט ראה מאמרו של Baarda: Baarda, *Cooperatives and Securities Law Policy*, 1 University of Arkansas (2007)  
<sup>13</sup> H.R. 3606, 112<sup>th</sup> Cong., § 301 (2012)  
<sup>14</sup> Section 4(a)(6) of the Securities Act of 1933  
<sup>15</sup> פירוט אודות החוק ניתן למצוא בדברי ההסבר של הרשות לניירות הערך האמריקאי  
<sup>16</sup> סעיף 94 לחוק ניירות ערך האיטלקי. <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf> (בדק לאחרונה ביום 24.05.2016).  
<sup>17</sup> Article 25, paragraph 2 of Law 221/2012

לאור כל האמור לעיל, נבקש כי תשקלו פנייתנו בעניין ביטול צמצום תחולת ההסדר המתגבש למימון המונים והחלתו על כל סוגי התאגידים וכן החרגת הנפקת מניות חברות

באגודות שיתופיות אשר אינן מקנות זכות לדיבידנדים על ידי אגודות שיתופיות מהגדרת "הצעה לציבור" והוראות הדין החלות מכוחה במסגרת חוק ני"ע.

14. נשמח לקחת חלק בדיונים בנושא זה ולהרחיב בנושאים אשר הועלו במסגרת נייר זה.

בכבוד רב,  
קרן שביט שטייף, עו"ד  
הקליניקה לעסק הון חברתי  
המרכז לחינוך משפטי קליני  
האוניברסיטה העברית

העתק: עו"ד מירון הכהן, רשם האגודות השיתופיות (Meron.Hacohen7@economy.gov.il)

עו"ד אביטל שרייבר, רשמת העמותות (Moked-amutot@justice.gov.il)

הסוכנות לעסקים קטנים ובינוניים, עו"ד נעמי הימין רייש, מנהלת תחום חקיקה ורגולציה (asakim@economy.gov.il)