



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464
טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160
www.isa.gov.il

28 אפריל, 2014
כ"ח ניסן, תשע"ד

באמצעות דואר אלקטרוני

לכבוד
גבי אילנית לנדסמן-יוגב, עו"ד
גבי טל אבן-זהב, עו"ד
הרצוג פוקס נאמן, עורכי דין

ח.נ.,

הנדון: פניה מקדמית בעניין צירוף חברים לקו-אופ - אגודה צרכנית שיתופית בע"מ
סימוכין: פנייתכם מיום 9 ביולי 2013; מכתבכם והמסמכים שצורפו אליו מיום 20.10.2013;
מזכר מיום 26.12.2013; הודעת דוא"ל והמסמכים שצורפו לה מיום 19.1.2014; מזכר מיום 28.1.2014

במענה לפנייתכם שבסימוכין, אשר הוגשה בשם מרשתכם, קו-אופ ישראל - אגודה צרכנית שיתופית בע"מ (להלן: "האגודה"), בעניין תחולת חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") על פעולות האגודה לגיוס חברים חדשים (להלן: "הפניה"), הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות") בהתייחס לסוגיה נשוא הפניה.

יובהר כבר בראשית הדברים כי עמדה זו מתייחסת אך ורק לסוגיה שהובאה בפני סגל הרשות, ואין בה כדי ללמד או להשליך על היבטים אחרים של פעילות האגודה שאינם מעניינה של הרשות ואינם במסגרת סמכויותיה.

עמדה זו מבוססת על העובדות והנתונים שהוצגו על ידכם במסגרת הפניה, מסמכים נוספים שהעברתם לסגל הרשות, והפגישות שנערכו ביניכם לבין סגל הרשות, ובהנחה כי העובדות שהוצגו משקפות את כלל הנתונים הרלוונטיים לסוגיה.

1. העובדות הרלוונטיות לעניין

העובדות הרלוונטיות לעניין כפי שהובאו על ידכם לסגל הרשות הן כדלקמן:

- 1.1. האגודה מאוגדת מאז שנות ה-50 של המאה הקודמת על פי פקודת האגודות השיתופיות (להלן: "הפקודה"), ומסווגת על ידי רשם האגודות השיתופיות כאגודה לצרכנות. האגודה עוסקת בפעילות קמעונאית, הן במישרין והן באמצעות חברות בנות בבעלותה המלאה.
- 1.2. האגודה מוחזקת על ידי חברי האגודה. כל אחד מחברי האגודה מחזיק מניה של האגודה (חלקם הקטן של החברים מחזיק ביותר ממניה אחת) שנרכשה בשנות ה-50 וה-60 של המאה הקודמת.
- 1.3. לחברי האגודה יש זכות בחירה למורשון שהוא גוף נבחר ומצומצם שממלא את תפקידי האסיפה הכללית של האגודה. הבחירות למורשון מתקיימות אחת לארבע שנים ברוב רגיל כאשר לכל חבר אגודה (גם המעטים שמחזיקים יותר ממניה אחת) יש קול אחד.
- 1.4. המורשון בוחר מבין חבריו את ועד האגודה ברוב רגיל, וועד האגודה מנהל את ענייני האגודה, מפקח על פעילות החברות הבנות וממנה חברים לדירקטוריון החברות הבנות.
- 1.5. האגודה מנתה בשיאה למעלה מ-17,000 חברים, אולם עם הזמן מספרם של החברים הצטמצם לכ-14,000 חברים, כאשר מתוכם רק כ-10,000 הם חברים פעילים שאותרו על ידי האגודה ושעורכים קניות במרכולי האגודה.
- 1.6. החברות באגודה מקנה זכות להצביע במוסדות האגודה ולקבל הנחה בעת רכישות במרכולי האגודה. שיעור ההנחה עומד כיום על 6%, והוא מוחזר לחברי האגודה באמצעות צ'ק על בסיס רבעוני. אין קשר בין סכום דמי החבר לבין תוצאותיה העסקיות של האגודה לבין שיעור ההנחה.
- 1.7. עסקי האגודה ממומנים מתוך הונה העצמי, מהשקעת רווחיה בחזרה בניהול העסקים שלה וממימון בנקאי חיצוני. התשלום בגין רכישת מניות האגודה אינו מהווה מקור למימון או לגיוס כספים מבחינת האגודה.
- 1.8. פירוק האגודה אפשרי בהחלטה של 80% מחברי האגודה.
- 1.9. מאפייני המניות שבכוונת האגודה להציע והזכויות הנגזרות מהן הינם כדלקמן:
 - 1.9.1. המניות אינן מקנות כל זכות לרווחים. התמורה הכלכלית שהחברים מקבלים מסתכמת בהנחה שניתנת להם כשהם עורכים קניות במרכולי האגודה.
 - 1.9.2. המניות אינן סחירות ואינן עבירות אלא במקרה של מוות, ואינן ניתנות לשעבוד.
 - 1.9.3. המניות ניתנות לפדיון על ידי האגודה עם פקיעת החברות של חבר אגודה תמורת הסכום שהוא ששילם עבור המניה בתוספת: (א) הפרשי הצמדה וריבית כמשמעותם בחוק פסיקת ריבית והצמדה, תשכ"א-1961; או (ב) הפרשי הצמדה למדד המחירים לצרכן בתוספת ריבית של 4% בשנה. בנוסף נקבע כי סכום הפדיון השנתי לא יעלה על 2,000,000 ש"ח, צמוד למדד המחירים לצרכן.

1.9.4. לכל חבר זכות הצבעה אחת בלבד (גם בנוגע לאותם חברים מעטים שמחזיקים ביותר ממניה אחת).

1.9.5. היה והאגודה תפורק, נכסי האגודה שיוותרו יחולקו בהתאם להחלטת המורשון.

1.10. במסגרת "ארגון מחדש" שנערך באגודה לפני מספר שנים, האגודה ביקשה "לרענן את שורותיה" באמצעות הגדלת מספר החברים בה, ובמהלך השנים 2010-2011 האגודה צירפה לשורותיה 510 חברים חדשים, שהיו קרובי משפחה מדרגה ראשונה של חברים קיימים. הרשות בתנה מהלך זה אך החליטה לא לחייב את האגודה בפרסום תשקיף בכפוף לתנאים מסוימים.

1.11. כעת האגודה מעוניינת לפנות לכלל הציבור לצורך גיוס חברים חדשים לשורותיה, באמצעות מכירת מניות של האגודה תמורת סכום של עד 1,000 ש"ח למניה.

2. השאלה המשפטית נשוא הפניה

בהתאם לעובדות המתוארות לעיל, התבקשה עמדת סגל הרשות בשאלה אם המניות המוצעות על ידי האגודה הן "ניירות ערך" כהגדרתם בסעיף 1 לחוק, ואם כתוצאה מכך יחולו דיני ניירות ערך על פעילות גיוס החברים המתוכננת על ידי האגודה (וכתוצאה מכך גם החובה לפרסם תשקיף בהתאם לסעיף 15 לחוק).

3. עמדת הפונים

לעמדת האגודה לאור תכלית דיני ניירות ערך ומהותן של מניות האגודה אין תחולה, ואין הצדקה או צורך לתחולה, של דיני ניירות ערך על פעילות האגודה לגיוס חברים, והמניה שמציעה האגודה אינה "נייר ערך" כהגדרתו בחוק. להלן עיקרי נימוקי האגודה לעמדתה זו:

3.1. הן בית המשפט העליון האמריקאי והן ה-SEC סברו כי מניה בקואופרטיב לא תחשב כ"נייר ערך" לעניין הדין האמריקאי כאשר מדובר במניות שאינן משקפות השקעה פיננסית אלא אך ורק יתרון של חברות בקואופרטיב; כאשר מדובר במניות בקואופרטיב שאינן מקנות זכות למשיכת דיבידנדים; כאשר מדובר במניות בקואופרטיב שאינן מקנות זכות סחירות חופשית; וכאשר למחזיק המניה לא היתה ציפייה ל"רווח" שאינו זהה למוצר אותו ביקש המחזיק לצרוך מהקואופרטיב מלכתחילה.

3.2. על אף שמבחינה לשונית הגדרת "נייר ערך" לפי סעיף 1 לחוק כוללת גם תעודות המונפקות בסדרות על ידי אגודה שיתופית, יש לפרש את החוק באופן תכליתי, וכך גם נעשה בפועל על ידי בתי המשפט בישראל (כמו גם בארצות הברית) שקבעו כי בהתקיים תנאים מסוימים לא יחולו דיני ניירות ערך על אגודה שיתופית. לטענת האגודה יש גם פסיקה שתומכת בטענה זו.

3.3. עמדת פרופ' אהרון ברק שניתנה בשנת 1976, עת כיהן כיועץ המשפטי לממשלה, תומכת בטענתם.

3.4. גם הרשות נוהגת לאמץ פרשנות מהותית-תכליתית כאשר היא בוחנת את השאלה אם להחיל את דיני ניירות ערך, והמאפיינים המיוחדים של האגודה ושל המניות המוצעות מלמדים כי מבחינה מהותית-תכליתית אין כל הצדקה להחיל על האגודה את דיני ניירות הערך, בפרט בשל העובדות כי:

3.4.1. מטרת גיוס החברים החדשים אינה לגייס כספים מהציבור או להשיא רווחים לבעלי המניות המשקיעים בהן, אלא לגייס חברים לשם חיזוק בסיס החברים באגודה וקידום התכלית הקואופרטיבית, וזאת נוכח פרישת חברים קיימים או מותם.

3.4.2. לחברים המצטרפים אין - ולא ייתכן שתהיה להם - ציפייה להפקת רווחים מעסקי האגודה שכן רווחי האגודה מושקעים מחדש בפעילותה, מעולם לא חולקו, ואינם מיועדים לחלוקה. היתרון הכלכלי שמוענק לחברים הוא הטבה צרכנית בדמות הנחות על הקניות שמתבצעות במרכולי האגודה.

3.4.3. גובה ההשקעה של החבר באגודה (כלומר מחיר המניה) הוא בסכום נמוך ביותר שנקבע שרירותית ללא כל קשר להונה העצמי או לרווחיה של האגודה, וכך גם מחיר הפדיון של המניה.

3.4.4. לא ניתן לטעון כי זכויות החברים בפירוק מהוות תמריץ כלכלי להצטרפות לאגודה וזאת בשל הנסיבות המיוחדות של האגודה (שרבים מתבריה עובדים בה); ההוראות המיוחדות בתקנון האגודה הנוגעות לפירוק (לדוגמא הרוב הגדול הדרוש על מנת לקבל החלטת פירוק (80% מחברי האגודה), ופרק הזמן המינימלי במסגרתו חברים חדשים אינם מורשים לבחור ולהיבחר למוסדות האגודה); והיותו של פירוק בנסיבות העניין הספציפיות מצב קיצוני ובלתי-סביר.

3.4.5. באגודה כלל החברים הם בעלי הדעה באופן שוויוני, ובהתאם לכל חבר זכות הצבעה אחת בלבד (גם לאותם חברים מעטים שמחזיקים ביותר ממניה אחת).

3.4.6. החברים אינם מורשים לסחור במניה ולכן אינם עשויים להרוויח רווח הון כתוצאה מכך.

3.5. קיומו של רגולטור מתמחה בתחום האגודות השיתופיות - רשם האגודות השיתופיות - שהוא גוף אקטיבי בעל היקף סמכויות רחב ביותר, וסביבה משפטית מורכבת וייחודית - הפקודה - מצדיק את אי-החלת דיני ניירות ערך.

3.6. התכלית העומדת מאחורי חובת פרסום תשקיף אינה מתקיימת שכן הטלת חובת גילוי לא תייצר ערך מוסף כלשהו עבור חברי האגודה. זאת כיוון שחברי האגודה אינם צפויים ממילא להשתתף ברווחי האגודה ולכן מידע אודות עסקיה לא יתרום להם דבר.

4. עמדת סגל הרשות

4.1. הרינו להודיעכם כי סגל הרשות החליט כי בכפוף לכך ולאחר שהאגודה תעמוד בתנאים המפורטים בסעיף 4.2 להלן הוא לא יראה במניות האגודה כ"ניירות ערך" כהגדרתם בחוק, ולכן הצעתם לציבור לא תהיה טעונה תשקיף. זאת, על יסוד העובדות וחלק מן הנימוקים אשר הוצגו בפנייתכם, ובפרט לאור השיקולים הבאים:

4.1.1. מניית האגודה נעדרת סממנים אופייניים של נייר ערך

מניית האגודה אינה מקיימת את התכונות האופייניות לנייר ערך, בהן הזכות לקבלת דיבידנד מרווחי האגודה, זכויות הצבעה הנגזרות ממספר המניות המחוזקות, והיכולת להעביר את המניה, למשכנה או לשעבדה¹ כפועל יוצא של ניצול הזכויות הכלכליות הנלוות לה. לעמדת סגל הרשות גם הזכות של חברי האגודה לקבל את חלקם בנכסי האגודה בפירוק אינה משנה מסקנה זו, וזאת לאור האמור בסעיף 3.4.4 לעיל.

לאחר שיבוצעו השינויים הנדרשים בסעיף 4.2 להלן המניה גם לא תוכל להיפדות אלא בריבית סטטוטורית שתכליתה לשמור על ערכה הריאלי של רכישת המניה (ר' סעיף 4.2.1 להלן).

בהתאם, מניית האגודה, שלא כמו נייר ערך, אינה נושאת תשואה על הסכום ששולם בגינה. המבקש להצטרף לאגודה רשאי לרכוש מניה אחת בלבד, אשר עצם ההחזקה בה אינה יכולה להניב לו רווח או תזרים מזומנים עתידי, ואף במקרה של פדיון המניה לא יהא זכאי חבר האגודה ליותר מן הסכום (הריאלי) אשר שילם בגין המניה.

רכישת המניה טומנת בחובה ערך כלכלי עתידי צרכני במהותו שנגזר רק מהזכות לקבל הנחות ברכישות באחד ממרכולי האגודה, ולכן מזכירה הצטרפות למועדון חברים צרכני. רכישת המניה היא תנאי לקבלת ההטבה אך הערך הכלכלי העתידי אינו מהווה תשואה על ההשקעה שכן אינו נגזר מההשקעה ואינו מושפע באופן ישיר מהתוצאות העסקיות של האגודה. לכן דומה כי המהות המרכזית והמובחנת של רכישת המניה היא צרכנית - קבלת ההנחות ברכישות באחד ממרכולי האגודה, ולא כלכלית.

בהתאם, ההצדקה "להפעיל" בהקשר זה את דיני ניירות הערך - שבמהותם נועדו להגן על אינטרסים כלכליים - נמוכה.

4.1.2. אין חשש כי המצטרפים יהיו סבורים כי מדובר בהשקעה פיננסית

בין יתר המאפיינים של הסיטואציה הנוכחית ניתן למנות גם את המאפיינים הבאים: מחיר רכישת המניה נמוך יחסית (עד 1,000 ש"ח); לא ניתן לרכוש יותר ממניה אחת; ההטבה הכלכלית (המעשית) שמקנה המניה היא אך ורק קבלת הנחות ברכישות באחד

¹ כעולה ממכתבו של היועץ המשפטי של האגודה (באותו חזמן) עו"ד עופר פיינשטיין לרשות מיום 23.12.2010.

ממרכולי האגודה ושיעור ההנחה אינו תלוי ברווחי האגודה ו/או בתוצאותיה העסקיות; וקיומו של פרק זמן מינימלי במסגרתו חברים חדשים אינם מורשים לבחור ולהיבחר למוסדות האגודה. ככל שההנחות נקבעות מראש, ולא בדיעבד, נוסף שיקול מדוע דומה ההנחה יותר להטבה צרכנית מאשר לחלוקת דיבידנד מרווחי האגודה.

לעמדת סגל הרשות מאפיינים אלה מביאים לכך שאין להניח כי המצטרפים החדשים לאגודה יראו ברכישת המניה השקעה פיננסית בעלת מהות כלכלית שמהווה אלטרנטיבה למסלול השקעה אחר.

ככל הנראה, המצטרפים החדשים לאגודה יראו ברכישת המניה רק דלת כניסה להטבה הצרכנית שמגולמת בה.

4.1.3. היעדר "שוק" במניות האגודה

מניות האגודה אינן סחירות ואינן עבירות אלא במקרה של מוות, ואינן ניתנות לשעבוד. לפיכך, לא יכול להיווצר שוק עתידי למסחר במניות אלו, לא כל שכן שוק אשר טומן בחובו סיכונים של שימוש לרעה במנגנוניו, כגון ויסות מחירי המניות. 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.

4.2. התנאים שנקבעו על ידי סגל הרשות הם:

4.2.1. האגודה תבטל את האפשרות לפדות מניות תמורת הסכום ששולם עבורן בתוספת הפרשי הצמדה למדד המחירים לצרכן בתוספת ריבית של 4% לשנה (אפשרות ב) בסעיף 1.9.3 לעיל). אפשרות הפדיון תהיה רק תמורת הסכום ששולם עבורן בתוספת "הפרשי הצמדה וריבית" כמשמעותם בסעיף 1 לחוק פסיקת ריבית והצמדה, תשכ"א-1961.

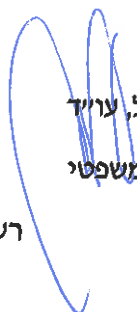
יצוין כי גם הפרשי הצמדה וריבית לפי חוק פסיקת ריבית והצמדה עשויים להיחשב תשואה פיננסית בגין השקעה. יחד עם זאת, בנסיבותיה המיוחדות של האגודה לא יתערב סגל הרשות בהותרת אפשרות זו, בין היתר בהתחשב בכך שהאפשרות לפדות את המניות שלא רק בערכן הנומינלי אלא בהתאם לחוק האמור נקבעה בתקנון האגודה מזמן; בכך שהיא נהוגה באגודה שנים רבות; בקושי הפרקטי לשנות מנגנון זו כעת; ובעובדה כי מדובר במנגנון סטטוטורי שיישמו נחזה להיות שמירה על ערכה הריאלי של רכישת המניות. זאת לצד יתר התנאים שנזכרים בסעיף 4.2 והנסיבות הייחודיות של מקרה זה.

- 4.2.2. האגודה תקבע/תבהיר כי ההנחות שניתנות ושיינתנו לחבריה ייקבעו מראש ולא בדיעבד, כך שחברי האגודה תמיד ידעו במועד הרכישה במרכולי האגודה מה גובה ההנחה ממנה הם ייהנו בגין אותה רכישה.
- 4.2.3. האגודה תקבע/תבהיר כי לא תתאפשר מכירה של יותר ממניה אחת לאדם אחד.
- 4.2.4. האגודה תציין בכל מסמך רלוונטי, לרבות בטופס ההצטרפות לאגודה ורכישת המניות, כי מניות האגודה 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 מספר נסיבות ומאפיינים ייחודיים הנזכרים לעיל, ואין להקיש ממנה לנסיבות ומאפיינים שונים. בפרט יובהר, כי הרשות אינה מקבלת את העמדה, לפיה די בכך שההנפקה מתבצעת על-ידי אגודה שיתופית כדי לפטור אותה מדיני ניירות ערך, וכי הרגולציה המוטלת על אגודות שיתופיות מהווה תחליף לדיני ניירות ערך מקום בו הם צריכים לחול.
- 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. יובהר שוב כי החלטת סגל הרשות נוגעת אך ורק לשאלה הצרה בנוגע לסיווג המניות אשר בכוונת האגודה להנפיק כניירות ערך, וכפועל יוצא מכך תחולת החובה לפרסם תשקיף. אין בה כדי להביע כל עמדה בקשר להיבטים משפטיים או רגולטוריים אחרים הנוגעים לפעילות האגודה, העשויים להטיל חובות אחרות על-פי דין, ואין בה כדי להוות הצדקה או הכשר לפעילות כלשהי של האגודה.
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,



מאיר לוין, עו"ד
מחלקת תאגידים



אופיר איל, עו"ד
הייעוץ המשפטי

רשות ניירות ערך