

י"ג סיון תשפ"ה

09 יוני 2025

עמדת סגל הרשות בדבר היחס בין תחולת חוק ניירות ערך וחוק

השקעות משותפות בנאמנות

רקע

היחס בין תחולת חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך") לבין חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות"), העלה מעת לעת שאלות באשר לגבולות החוקים וסוגי הפעילויות הכפופות לאסדרה ולפיקוח לפי כל אחד מהם.¹

לקביעה האם חל חוק ניירות ערך או חוק השקעות משותפות יש השלכות משמעותיות, שכן חוקים אלה מסדירים כיצד תתבצע כל אחת מהפעילויות שתחת תחולתם. כך למשל, חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו קובעים בין השאר את חובת פרסום התשקיף, אופן הצעת ניירות הערך וחובות הדיווח השוטף. חוק השקעות משותפות והתקנות מכוחו קובעים בין השאר את מבנה הקרן, כללי ההשקעה שלה ותפקידי הנאמן.

עמדה זו עוסקת באופן שבו תיבחן מהות פעילותו העסקית של תאגיד, לצורך הכרעה בשאלה האם מדובר בפעילות אשר חוק ניירות ערך חל עליה, או שמא מדובר בפעילות השקעה משותפת בניירות ערך אשר חוק השקעות משותפות חל עליה.

עמדה זו באה בהמשך לעמדה משפטית קודמת של סגל הרשות בדבר תחולת שני החוקים אשר פורסמה בשנת 2019, לאחר פסק הדין בעניין אינטגרל.²

עמדת סגל הרשות

סעיף 15 לחוק ניירות ערך קובע את תחולתו של חוק זה על הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור. הסעיף קובע כדלקמן:

¹ ראו בהקשר זה, הנחיה מקדמית בעניין גילוי נאות על אודות השקעה ביחידות השתתפות של קרן נאמנות זרה אשר פעילותה מבוססת על השקעה באגרות חוב של ממשלת ארה"ב מיום 12 בספטמבר 2018. [קישור להנחיה](#).

² עמדת סגל הרשות בדבר היחס בין תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות וחוק ניירות ערך (17.7.2019) ([לינק](#)), שפורסמה כאמור בעקבות ת"א 2382-06 הורביץ נ' [קרן אינטגרל שותפות מוגבלת ואח'](#) (30 בינואר 2019). פסק הדין עסק בקרן גידור שגייסה כספים ממאות משקיעים בישראל תחת מספר ישויות משפטיות, וקבע כי על פעילותה חל חוק הקרנות, וכי בהתאם גיוס המשקיעים וניהול כספיהם נעשה תוך הפרת הוראותיו של חוק זה. בעמדה זו עמד סגל הרשות על מספר היבטים רלוונטיים בקשר עם תחולת הדינים. בין השאר הביע סגל הרשות את עמדתו כי "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". עוד הבהיר סגל הרשות כי עצם התאגדותו של הסדר לפי דין מסוים, או עצם התאגדותו של הסדר בחו"ל לפי דין זר, אינם מהווים אסדרה על פי דין אחר הפוטרת מתחולת חוק השקעות משותפות.

(א) 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.

(ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

סעיף זה אוסר על הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין. 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.

סעיף 2 לחוק השקעות משותפות קובע את תחולתו של חוק זה ומכתיב אילו פעילויות תהיינה כפופות לאסדרה 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 שר האוצר שמטרתו השקעה משותפת במטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם; לענין סעיף זה יראו אופציה וחובה 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.

בעוד חוק ניירות ערך עשוי לחול על הצעה ומכירה של ניירות ערך בתאגיד שמקיים פעילות עסקית כלשהי (תעשייה, קמעונאות, מחקר ופיתוח, פיננסים, וכדומה), חוק השקעות משותפות הינו דין פיננסי ספציפי יותר המיועד לחול על כל הסדר שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך, נסחרים ושאינם נסחרים,³ בנגזרים⁴ וכן במטבעות (בכפוף לקביעת שר האוצר) והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם (להלן: "השקעה משותפת בניירות ערך"). זאת ככל שההסדר "אינו מוסדר על פי דין אחר" – סייג המפורש בהתאם לתכלית החוק כאסדרה מקיפה וייעודית מכוח דין אחר, המתווה את מאפייני הפעילות ואת הפיקוח עליה, באופן שתהא נבדלת מהשקעה על פי חוק השקעות משותפות.⁵

כאשר חוק השקעות משותפות חל על הפעילות יש לראות בו אם כן דין מיוחד, הקובע אסדרה ספציפית ומותאמת לפעילות, לעומת חוק ניירות ערך שהינו דין כללי יותר באופיו. האסדרה מכוח חוק השקעות משותפות כוללת מנגנונים ייעודיים של פיקוח על אופן ניהול ההשקעות, שמירת נכסים, פדיונות וכדומה, ואינה מסתפקת בדרישות גילוי וממשל תאגידי, שהן החובות המרכזיות החלות על תאגידי מכוח חוק ניירות ערך.

לאור האמור, מקום בו סגל הרשות ימצא כי פעילות התאגיד היא פעילות של השקעה משותפת בניירות ערך, היא תימנע ממתן היתר לתשקיף לפי חוק ניירות ערך, ובכלל זה תשקיף מדף או דוח הצעת מדף הטעון היתר,⁶ המאפשרים השקעה של הציבור בפעילות התאגיד תחת חוק זה.

³ ראו הגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק השקעות משותפות – "כמשמעותם בחוק ניירות ערך, לרבות ניירות ערך שהוצאו בידי המדינה".

⁴ ביחס לנגזרים (אופציה וחובה עתידי כהגדרתם בסעיף 64 לחוק השקעות משותפות) חל חוק השקעות משותפות על השקעה משותפת בפעילות בנגזרים על כל נכס בסיס.

⁵ כך בעניין שותפויות המו"פ, אשר מנפיקות מכוח האסדרה הייחודית בעניין מכוח תקנון הבורסה, ומשכך לא ייחשבו תחת תחולת חוק השקעות משותפות. להרחבה נוספת בנושא ראו גם סעיף ב' בעמדת הסגל בעקבות עניין אינטגרל, לעיל הערה 2.

⁶ בהתאם לכלל (7) לכללי ניירות ערך (מקרים שבהם פרסום דוח הצעת מדף יהיה טעון היתר מאת רשות ניירות ערך), התשע"ו-2016.

לצורך הכרעה בשאלה אימתי פעילות תאגיד מהווה פעילות החוסה תחת הוראות חוק ניירות ערך או תחת הוראות חוק השקעות משותפות, סגל הרשות יבחן את מאפייני פעילותו של התאגיד, באמצעות יישום מבחני העזר באשר לאופי הפעילות ועיקר הפעילות של התאגיד, כמפורט להלן:

א. מבחן אופי הפעילות

פעילות עסקית, החוסה תחת חוק ניירות ערך, היא פעילות ממשיית המייצרת ערך כלכלי מהותי, לרוב באמצעות ייצור, פיתוח, מתן שירותים או השקעה ישירה בנכסים מוחשיים או בלתי מוחשיים, שכוללת כוונה או יכולת להשפיע על ההכוונה והניהול של הפעילות. פעילות זו נבדלת מהותית מהשקעה פאסיבית בניירות ערך, שכן היא כוללת יוזמה, סיכון עסקי, תפעול שוטף והובלת מהלכים ליצירת תשואה שאינה נובעת מהחזקת ניירות ערך או נכסים פיננסיים בלבד, לצורך הפקת רווחים מעליית ערכם (להלן: "מבחן אופי הפעילות").

להלן קריטריונים ליישום מבחן אופי הפעילות. יודגש כי משקלם היחסי של הקריטריונים אינו קבוע, וכי בחינת הפעילות תיעשה בהתאם למכלול מאפייניה:

1. סממנים להשפעה ומעורבות של התאגיד בהכוונה וניהול הפעילות לעומת השקעה פאסיבית בפעילות

האם פעילותו של תאגיד המשקיע בניירות ערך של תאגידים המוחזקים על-ידו (להלן: "התאגיד" ו"תאגידי המטרה", בהתאמה), מלווה במעורבות של התאגיד (לרבות מנהליו או בעלי השליטה בו) בתאגידי המטרה והשפעה על ניהול עסקיהם, ובכלל זה באמצעות עיגון מנגנונים אשר נועדו להבטיח זאת. ככל שיזוהו יותר אלמנטים של מעורבות התאגיד בתאגידי המטרה, כך תגבר הנטייה לראות את פעילותו כפעילות עסקית אקטיבית אשר נכון להסדירה באמצעות חוק ניירות ערך.

מבחני עזר אפשריים לקריטריון זה הם מומחיותו של התאגיד ונושאי המשרה בו בתחום פעילות תאגידי המטרה, ולעתים גם העמדת מומחיות זו לרשות תאגידי המטרה; מעורבות בניהול תאגידי המטרה, למשל באמצעות כהונה של נציגי התאגיד בנושאי משרה בתאגידי המטרה, זכויות השתתפות בקבלת החלטות בתאגידי המטרה, קיומם של הסכמי ניהול או מתן שירותי ייעוץ על-ידי התאגיד לתאגידי המטרה; ושיעור ההשקעה או המימון של התאגיד בתאגידי המטרה: שיעור גבוה של התקיימות מבחנים אלה יטה למסקנה שמדובר בפעילות בעלת השפעה ומעורבות, בעוד פיזור ההשקעה בחברות מטרה רבות, ללא יכולת השפעה או מעורבות בהן, תטה לכך שמדובר בפעילות שמטרתה השקעה פאסיבית.

מבחן עזר חיצוני נוסף לקריטריון זה הוא אופן ההצגה החשבונאית של פעילות תאגיד המטרה בדוחותיו הכספיים של התאגיד. ככלל, סיווג ההשקעה כנכס פיננסי יצביע על פאסיביות של התאגיד בפעילות תאגידי המטרה, ואילו סיווג תאגידי המטרה כחברה בת או חברה כלולה בקבוצת התאגיד, יעיד על מעורבות והשפעה מסוימת של התאגיד בניהול והכוונה של פעילות תאגידי המטרה.

2. מטרת ההשקעה בתאגיד המטרה והשיקולים העומדים בבסיסה

האם מטרת ההשקעה בניירות הערך של תאגידי המטרה היא טכנית במהותה, משתלבת בפעילות העסקית של התאגיד ומשמשת ככלי בלבד (מטעמי נוחות, יעילות, שיקולים משפטיים, מיסויים

וכדומה) **לצורך תמיכה בפעילות העסקית**. ככל שיתקיימו יותר סממנים המעידים על כך, תגבר הנטייה לראות במטרת ההשקעה של התאגיד בתאגיד המטרה כהשקעה עסקית ובהתאם לכך להחלת חוק ניירות ערך.

כך לדוגמה, השקעה במניות של "חברת נכס" שכל מהותה החזקה בנכסי נדל"ן, כאשר עיסוקו העיקרי והמהותי של התאגיד הוא בהשבת נדל"ן, עשויה להיחשב כחלק מפעילותו העסקית של התאגיד. במקרה זה אמנם התאגיד מחזיק בניירות ערך (מניות חברת הנכס), אך זו מתכונת השקעה מקובלת בנדל"ן שדומה במהותה להשקעה ישירה בנכסי הנדל"ן עצמם.

3. מידת דמיון מאפייני הפעילות למאפייניו של הסדר השקעה משותפת, דוגמת קרן נאמנות

בחינה של מידת הדמיון בין פעילות התאגיד לבין הסדר של השקעה משותפת בניירות ערך, תיבחן ביחס למאפיינים המרכזיים והמקובלים של הסדרי ניהול השקעות, דוגמת קרן נאמנות. במסגרת זו ייבחנו הרכב התשואה למשקיע, הגדרת מדיניות השקעה, אפשרות פדיון ההשקעה של הציבור ומאפייניה, קיומם ואופיים של מנגנוני עמלות לניהול ההשקעה וכדומה. ככל שיתקיימו יותר מאפיינים הדומים לפעילות של הסדרי השקעה משותפת כאמור, כך תגבר הנטייה לקבוע כי חוק ניירות ערך לא חל על הסדר זה.

יובהר, כי יתכנו מקרים בהם פעילות התאגיד תעוצב באופן מלאכותי כך שלא יתקיימו מאפיינים אלו, לצורך החלת חוק ניירות ערך על הפעילות. בנסיבות אלו משקלו של קריטריון זה יפחת וינתן משקל גדול יותר לקריטריונים האחרים ולבחינה מהותית של מטרת התאגיד.

דוגמה להמחשת יישום מבחן אופי הפעילות

חברת החזקות, שכל ייעודה הוא החזקה בניירות ערך של חברות אחרות, תפעל תחת חוק ניירות ערך, אם פעילותה היא פעילות עסקית המאופיינת במעורבות גבוהה בניהול החברות המוחזקות על ידה, ייצוג בדירקטוריונים של החברות המוחזקות ויכולת קבלת מידע באופן שוטף מהחברות המוחזקות לצורך עמידתה בהוראות הגילוי למשקיעים, ובו בזמן היא אינה מכילה סממנים של הסדר השקעה משותפת, שמטרתו צבירת רווחים מעליית ערך באופן פאסיבי, כגון אפשרות לפדיון או דמי ניהול הנגזרים משווי הנכסים של הסדר הפעילות או מהיקפי גיוס ההון לחברה.

ב. מבחן עיקר הפעילות כאשר לתאגיד מספר תחומי פעילות שונים

מבחן אופי הפעילות המתואר לעיל מיועד לבחינת פעילותו של התאגיד והאם זו עולה כדי פעילות השקעה משותפת בניירות ערך אשר חוסה תחת חוק השקעות משותפות. עם זאת, עשויים להתקיים גם מקרים בהם תאגיד פועל במספר תחומי פעילות, כאשר רק ביחס לחלק מהם מבחן אופי הפעילות יעיד על היותם השקעה משותפת, או מקרים בהם תחומי פעילות מסוימים מערבים פעילות בעלת אופי עסקי ופעילות אחרת בעלת אופי של השקעה משותפת.

במקרים מסוג זה, אם לאחר יישום מבחן אופי הפעילות ימצא שרק חלק מתחומי הפעילות מהווים השקעה משותפת בניירות ערך או שקיימים תחומי פעילות בעלי אופי מעורב, תתעורר השאלה מהו החוק הרלוונטי שיחול על התאגיד, ביחס לכלל תחומי הפעילות שהוא עוסק בהם.

לעמדת סגל הרשות במקרים מסוג זה תחולת חוק ניירות ערך תיקבע על פי עיקר הפעילות של התאגיד. מקום בו למעלה מ- 50% מהיקף כלל הפעילות של התאגיד, היא השקעה שאופייה פאסיבי, יאופיין התאגיד כהסדר להשקעה משותפת בניירות ערך, שחוק ניירות ערך אינו חל עליו (להלן: "מבחן עיקר הפעילות").

מבחן עיקר הפעילות יקבע על בסיס נתוני התאגיד על פי דוחותיו הכספיים. כאשר בדוחותיו הכספיים של התאגיד יתקיים לפחות אחד הנתונים המנויים להלן, הנטייה ככלל תהיה לסווג את עיקר הפעילות של התאגיד כהשקעה משותפת בניירות ערך:

1. **נתון מאזני** – כאשר שיעור הנכסים הפיננסיים או ההתחייבויות הפיננסיות של תחומי הפעילות של התאגיד שמהווים השקעה משותפת עולה על 50% מסך המאזן של התאגיד;⁷
2. **נתון תוצאתי** – כאשר מתקיימים שני הנתונים המצטברים הבאים:
 - א. שיעור ההכנסות או הרווחים שנבעו מתחום פעילות שמהווה השקעה משותפת בניירות ערך עולה על 50% מסך הכנסות או הרווחים של התאגיד בדוח על הרווח הכולל.
 - ב. שיעור ההוצאות או ההפסדים שנבעו מפעילות שמהווה השקעה משותפת בניירות ערך עולה על 50% מתוך סך ההוצאות של התאגיד בדוח על הרווח הכולל.

שינוי פעילות התאגיד

שאלה העשויה להתעורר בקשר עם תחולת חוק השקעות משותפות, בהמשך לעמדה זו, היא דינו של תאגיד אשר הנפיק ניירות ערך לציבור ופועל בהתאם להוראות חוק ניירות ערך, אך חל שינוי מהותי בפעילותו ועיקר פעילותו הפכה להסדר השקעה משותפת בניירות ערך.

הואיל ומצב דברים כאמור עשוי להיות זמני, תחול עמדה זו על התאגיד רק בחלוף תקופה של 12 חודשים בהם עיקר פעילותו היא כשל הסדר השקעה משותפת בניירות ערך. בתום תקופה זו, ככל שהתאגיד לא יעמוד במבחן עיקר הפעילות כאמור לעיל – לא יהיה זכאי התאגיד לקבל היתר לתשקיף.

בנוסף, אם תאגיד כאמור מחזיק בהיתר לתשקיף מדף שניתן קודם לשינוי בפעילותו, יחול עליו, בתום התקופה האמורה, כלל 2(7) לכללי ניירות ערך (מקרים שבהם פרסום דוח הצעת מדף טעון היתר מאת רשות ניירות ערך), התשע"ו-2016.⁸ בהתאם לכך, על תאגידים אלו לפנות לסגל הרשות בבקשה לקבלת היתר לפרסום דוח הצעת מדף, והבקשה תיבחן בהתאם לאמות המידה שנקבעו בעמדה זו.

כמו כן, לצורך מתן אפשרות להיערכות ולהתאמת פעילותם הקיימת של תאגידים המדווחים לציבור לפי הוראות חוק ניירות ערך, אשר במועד פרסום עמדה זו עיקר פעילותם מהווה הסדר השקעה משותפת – סגל הרשות לא יישם עמדה זו בעניינם במשך תקופה של שנתיים מיום פרסומה.

⁷ לעניין זה, נכסים פיננסיים והתחייבויות פיננסיות הם נכסים והתחייבויות הנובעים מפעילות המיוחסת להחזקה בניירות ערך, מטבעות או נגזרים ולמעט נכסים פיננסיים שמטרתם שמירה על ערך הכסף ו/או לצורך גידור, כגון: מזומנים, פק"מ, מק"מ, אג"ח ממשלתיות והחזקה בניירות ערך של חברה אשר מקנה השפעה מהותית, שליטה או שליטה משותפת כהגדרתן בתקני חשבונאות מקובלים.

⁸ "הצעת ניירות ערך של חברת מעטפת או תאגיד מדווח ששינה את עיקר עסקיו לאחר קבלת היתר לתשקיף מדף או שבכוונתו לעשות שימוש בתמורה ההנפקה לצורך רכישת נכסים או פעילות שיהוו לאחר ההנפקה את עיקר עסקיו".