



## רשות ניירות ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים [www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

### עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

י"א ניסן תשע"ו  
19 אפריל 2016

### עמדת סגל משפטית מספר 12-199: היתר עסקא

אל סגל הרשות הגיעו פניות המבקשות למנוע את חלות איסור ריבית ההלכתי ביחס להשקעה באגרות חוב המונפקות בישראל.<sup>1</sup>

הפתרון המקובל לבעיית איסור ריבית הינו מנגנון היתר עסקא.<sup>2</sup> מנגנון זה הופך עסקת הלוואה סטנדרטית לעסקה בעלת תנאים משפטיים שונים המובילים מבחינה מעשית לתוצאה דומה לעסקת הלוואה אותה מבקשים הצדדים להשיג אך ללא איסור ריבית. במסגרת עסקא מצויה, המממן מעמיד חצי מהסכום למקבל כהלוואה ללא ריבית וחצי מהסכום כפיקדון המיועד להשקעה משותפת (Joint Venture) והפקת רווחים (ומכאן מקור השם עסקא). עסקה זו אינה כוללת רכיב של ריבית, שכן חצי הלוואה הינו ללא ריבית ואילו חצי העסקא אינו מועמד בתורת הלוואה אלא בתורת פיקדון.

כאמור לעיל, מטרת היתר עסקא הינה להשיג מבחינה מעשית הסכם דומה להסכם הלוואה סטנדרטית ולכן נדרשים מנגנונים נוספים אשר יובילו לתוצאה זו וכדלהלן:

ראשית, היתר עסקא שונה מהלוואה בכך שבעוד שלווה אחראי להחזר כל הסכום שקיבל אף אם השקעתו הניבה הפסדים, הרי שבהיתר עסקא, לחצי מהסכום (חצי העסקא) אין המקבל אחראי, כך שבמקרה של הפסד הקרן לא יקבל המממן אפילו את הסכום המקורי. הפתרון הנפוץ לבעיה זו הינו בתחום דיני הראיות במשפט העברי - במסגרת היתר עסקא קובעים הצדדים לדוגמא, כי המקבל לא יהיה נאמן לטעון להפסד הקרן אלא אם יישבע לפי דיני התורה ובתנאים מחמירים ביותר כי אכן הפסיד את הקרן או יביא עדים שיעידו על כך (וניתן לקבוע אף את זהות אותם עדים). כך, מבחינה מעשית הנטל הראייתי הנדרש להוכחת ההפסד הינו גבוה מאד.

<sup>1</sup> יצוין כי לדעת חלק מפוסקי ההלכה בדורות האחרונים, השקעה באגרת חוב המונפקת על ידי חברה בע"מ אינה מביאה לידי איסור ריבית וממילא אין בכך בעיה המצריכה פתרון. עם זאת, פוסקי הלכה אחרים חולקים וסבורים כי גם במקרה זה קיים איסור ריבית. להרחבה ראו משה הרשור ואליהו רפאל היישריק **תורת רבית**, עמ' שמז ואילך, ירושלים תשנ"ד.

<sup>2</sup> התיאור להלן מבוסס על **תורת רבית**, לעיל הערה 1, עמ' רנה ואילך.

ההבדל המשמעותי השני בין היתר עסקא להלוואה הוא בנוגע לתשואה. בעוד שהלוואה נושאת ריבית קבועה, בעסקא התשואה אינה קבועה אלא תלויה ברווחי חצי העסקא (שכן חצי ההלוואה זכור אינו נושא ריבית). הפיתרון למצב זה טמון אף הוא בדיני הראיות. בהיתר עסקא הנפוץ נהוג לקבוע כי המקבל לא יהיה נאמן לטעון שהרוויח פחות משיעור שייקבע מראש (המשקף את הריבית הרצויה כפול שניים, מאחר שחצי ההלוואה כאמור אינו נושא ריבית) אלא על ידי שבועה בתנאים מחמירים כמתואר לעיל. בדומה לסוגיה הקודמת, גם כאן מבחינה מעשית קשה יהיה למקבל לעמוד בסף הראייתי הנדרש על מנת להוכיח כי העסקא הייתה רווחית פחות מהשיעור המוסכם ולפיכך מבחינה מעשית ישלם סכום המשקף את הריבית הרצויה.

בהמשך לאמור אל סגל הרשות הופנתה השאלה הבאה: האם תאגיד אשר הנפיק אגרות חוב לציבור רשאי להתקשר עם מחזיק תעודות התחייבות ("**המחזיק**"), אחד או יותר ישירות באופן וולנטרי, נפרד ופרטני בהיתר עסקא ("**ההסכם הנפרד**") בקשר להשקעה באגרות חוב של התאגיד?

הסגל מודיע בזאת כי מצדו אין מניעה שתאגיד יציע למחזיקים להתקשר בהסכם הנפרד כאמור ויתקשר בהסכם זה עם כל מחזיק שיחפוץ בכך. זאת בתנאי שההסכם הנפרד יקבע כי תוקפו יהיה אך ורק ביחס למחזיקים אשר התקשרו בו עם החברה וביחס לתקופה שבה יחזיקו באגרות החוב, וכי יישומו יבוצע במישרין בין מחזיקים אלו לבין התאגיד מבלי שהנאמן למחזיקי תעודות ההתחייבות יתערב בו (שהרי תחולתו של ההסכם הנפרד מוגבלת כאמור רק למשקיעים מסוימים בעוד הנאמן מייצג את כלל המשקיעים בסדרה).<sup>3</sup>

לעמדת סגל הרשות במקרה זה ההסכם הנפרד יהווה הסדר נפרד מתעודת ההתחייבות ותנאיה, ואשר נעשה בין מחזיק מסוים והתאגיד, מבלי שיהיה בו בכדי להשליך על תנאי תעודות ההתחייבות הרלוונטיים לכלל המחזיקים בתעודות ההתחייבות מכוח אותה סדרה. מכך נובע בנוסף כי במועד מכירת תעודות ההתחייבות על ידי מחזיקים שהתקשרו בהסכם הנפרד לא יעקוב ההסכם הנפרד אחר המכירה, שכן כאמור תחולתו מוגבלת רק למחזיקים שהתקשרו בו.

יובהר כי תאגיד רשאי לכלול במסגרת התשקיף פרטים בדבר האפשרות להתקשר עמו בהסכם הנפרד. כך לדוגמא, ניתן לצרף לתשקיף פירוט של נוסח ההסכם הנפרד אשר יחול על משקיע שיבחר להתקשר בו, או פרטים טכניים בדבר אופן ההצטרפות להסכם הנפרד (כגון פרטי אתר אינטרנט ייעודי, כמוצע להלן).

כמו כן, סגל הרשות לא יתנגד לכך שההסכם הנפרד כאמור יכלול התחייבויות מסירת מידע מצד מחזיקים כאמור כלפי התאגיד לעניין שיעורי ומועדי החזקתם באגרות החוב של התאגיד.

יישום אפשרי של עמדה זו הינו באמצעות אתר אינטרנט ייעודי, שבאמצעותו יוכלו משקיעים באגרות חוב לקבל את הצעת החברה להתקשרות בהסכם הנפרד. אתר כזה אפשר שיתייחס לאגרות חוב של תאגיד בודד (לדוגמא כחלק מאתר האינטרנט של התאגיד) או שיהיה אתר כללי יותר המתייחס לקבוצת תאגידים שייבחרו להיכלל בו.

<sup>3</sup> בהקשר זה מובהר כי אין מניעה שייקבע במסגרת תנאי ההסכם הנפרד כי המצטרף מתחייב להחזיר לתאגיד כספים ששילם התאגיד מכוח תעודות ההתחייבות ככל שיימצא שהוא חייב לעשות כן בהתאם לתנאי ההסכם הנפרד.

יובהר, כי עמדה זו מתייחסת אך ורק לשאלה שהופנתה אל הסגל כמתואר לעיל והיא עוסקת רק בהיבטים הנוגעים לדיני ניירות ערך ולא בהיבטים הנוגעים לדינים אחרים לרבות חובות ומגבלות שעשויות להיות כרוכות בהפעלת אתר אינטרנט כאמור. עמדת הסגל אינה מביעה דעה בקשר לתוקפו המשפטי או השלכותיו של היתר עסקא ככלל, וכן אין בה בכדי להביע עמדה בדבר פתרונות הלכתיים מבוססי היתר עסקא אחרים להשקעה באגרות חוב.

**אנשי קשר: עו"ד מאיר לוי, עו"ד ורו"ח יעקב יודקוביץ**