



רשות ניירות ערך  
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY  
מחלקה תאגידים il  
[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

עמדת ס gal

עמדות ס gal הרשות המבואות להן הין עמדות מקצועית המשקפות החלטות ועמדות של הסgal בסוגיהם הנגועות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנהה את הרשות והסgal בהפעלת סמכותם והציבור יכול להשתמש בהן ולהחילן בסביבות דומות.

יום ניסן תשע"ו  
19 אפריל 2016

עמדת ס gal משפטית מס' 12-199: היתר עסקא

אל ס gal הרשות הגיעו פניות המבקשות למנוע את חלota אישור ריבית ההלכתית ביחס להשקעה באגרות חוב המונפקות בישראל.<sup>1</sup>

הפתרון המקובל לביעית אישור ריבית הינו מגנון יותר עסקא.<sup>2</sup> מגנון זה הופך עסקת הלואה סטנדרטית לעסקה בעלת תנאים משפטיים שונים המוביילים מבחינה מעשית לתוצאה דומה, עסקת הלואה אותה מבקשים הצדדים להשיג אך ללא אישור ריבית. במסגרת עסקא מצויה, הממן מעמיד חצי מהסכום למקבל להלוואה ללא ריבית וחצי מהסכום כפיקדון המועד להשקעה משותפת (Joint Venture) והפקת רווחים (ומכאן מקור השם עסקא). עסקה זו אינה כוללת רכיב של ריבית, שכן חצי הלואה הינו ללא ריבית ואילו חצי העסקא אינו מועמד בתורת הלואה אלא בתורת פיקדון.

כאמור לעיל, מטרת היתר עסקא הינה להשיג מבחינה מעשית הסכם דומה להסכם הלואה סטנדרטית ולכן נדרש מגנונים נוספים אשר יובילו לתוצאה זו וככלහן:

ראשית, היתר עסקא שונה מהלוואה בכך שבעוד שלולה אחרת להזור כל הסכום שקיבל אף אם השקעתו הניתה הפסדים, הרי שההיתר עסקא, לחצי מהסכום (חצי העסקא) אין מקבל אחראי, כך שבמקרה של הפסד הקאן לא יקבל הממן אפילו את הסכום המקורי. הפתרון הנפוץ לבעה זו הינו בתחום דיני הראות במשפט העברי - במסגרת היתר עסקא קובעים הצדדים לדוגמא, כי מקבל לא יהיה נאמן לטוען להפסד הקאן אלא אם ישבע לפיו דיני התורה ובתנאים מחמירים ביותר כי אכן הפסיד את הקאן או יביא עדים שייעידו על כך (וניתן לקבוע אף את זהות אותם עדים). כך, מבחינה מעשית הנטול הראייתי הנדרש להוכחת ההפסד הינו גבוה מאד.

<sup>1</sup> צוין כי לדעת חלק מפוסקי ההלכה בדורות האחרונים, השקעה באיגרת חוב המונפקת על ידי חברה בע"מ אינה מביאה לידי אישור ריבית ומילא אין בקשר בעיה המשפטית פתוחה. עם זאת, פוסקי ההלכה אחרים חולקים וסבירים כי גם במקרה זה קיימים אישור ריבית. להרחבה ראו משה הרשלר ואליהו רפאל היישריך *תורת ריבית*, עמ' שמץ ואילך, ירושלים תשנ"ד.

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

ההבדל המשמעותי השני בין היתר עסקה להלוואה הוא בקשר לתשואה. בעוד שהלוואה נשאת ריבית קבועה, עסקה התשואה אינה קבועה אלא תלולה ברוחח חצי העסק (שכן חצי ההלוואה כזכורינו נושא ריבית). הפתרון למצוות זה טמון בכך שהוא בדיני הראות. בהיתר עסקה הנפק נהור לקבוע כי מקבל לא יהיה נאמן לטעון שהרווחה קטנה משיעור שייקבע מראש (המשקף את הריבית הרצואה כפול שניים), לאחר שחייב שחייב שחייב מראש על ידי שבואה בתנאים מחייבים כמפורט לעיל. בדומה לשוגיה הקודמת, גם כאן מבחינה מעשית קשה יהיה לקבל לעמוד בסוף הראיות הנדרש על מנת להוכיח כי העסק היה רוחחת לפחות מהתשוער המוסכם ולפיכך מבחינה מעשית ישם סכום המשקף את הריבית הרצואה.

בהמשך לאמור אל סgal הרשות הופנה השאלה הבאה: האם תאגיד אשר הנפק אגרות חוב לציבור רשאי להתקשר עם מחזיק תעוזות התחייבות ("המחזיק"), אחד או יותר יישירות באופן וולנטי, נפרד ופרטני בהיתר עסק ("ההסכם הנפרד") בקשר להשקעה באגרות חוב של התאגיד? הסgal מודיע בזאת כי מצד אין מניעה שתאגיד יציע למחזיקים להתקשר בהסכם הנפרד כאמור ויתקשר בהסכם זה עם כל מחזיק שייחוץ בכך. זאת בתנאי שההסכם הנפרד יקבע כי תוקפו יהיה אך ורק ביחס למחזיקים אשר התקשו בו עם החברה וביחס לתקופה שבה יחזיקו באגרות חוב, וכי יישומו יבוצע במישרין בין מחזיקים אלו לבין התאגיד מבלי שהנאמן למחזיקי תעוזות התחייבות יתרעב בו (שהרי תחולתו של ההסכם הנפרד מוגבלת כאמור רק למשקיעים מסוימים בעוד הנאמן מייצג את כלל המקיימים בסודה).<sup>3</sup>

לעומת סgal הרשות במקורה זה ההסכם הנפרד יהווה הסדר נפרד מתעודת התחייבות ותנאייה, ואשר מעשה בין מחזיק מסוים וההתאגיד, מבלי שייהי בו כדי להשליך על תנאי תעוזות התחייבות הרלוונטיים לכל המחזיקים בתעוזות התחייבות מכוח אותה סדרה. מכך נובע בנוסף כי במועד מכירת תעוזות התחייבות על ידי מחזיקים שהתקשו בהסכם הנפרד לא יעקוב ההסכם הנפרד אחר המכירה, שכן כאמור תחולתו מוגבלת רק למחזיקים שהתקשו בו.

יובהר כי תאגיד רשאי לכלול במסגרת התקauf פרטיים בדבר האפשרות להתקשר עמו בהסכם הנפרד. כך לדוגמה, ניתן לצרף לתקauf פירוט של נוסח ההסכם הנפרד אשר יכול על מושיע שיבחר להתקשר בו, או פרטיים טכניים בדבר אופן ה策טרופות להסכם הנפרד (כגון פרטי אתר אינטרנט ייעודי, כמו צו להלן).

כמו כן, סgal הרשות לא יתנגד לכך שההסכם הנפרד כאמור יוכל לתחייבות מסירת מידע מצד מחזיקים כאמור כלפי התאגיד לעניין שייעורי ומודיע החזוקתם באגרות חוב של התאגיד.

ישום אפשרי של עדשה זו הינו באמצעות אתר אינטרנט ייעודי, שבאמצעותו יכולים מושיעים באגרות חוב לקבל את העטת החברה להתקשרות בהסכם הנפרד. אתר כזה אפשר שתיתיחס לאגרות חוב של תאגיד בודד (לדוגמה חלק מאתר האינטרנט של התאגיד) או שייהי אתר כללי יותר המתיחס לקבוצת תאגידים שייבחרו להיכלל בו.

<sup>3</sup> בהקשר זה מובהר כי אין מניעה שייקבע במסגרת תנאי ההסכם הנפרד כי המctrוף מתחייב להחזיר לתאגיד כספים ששילם התאגיד מכוח תעוזות התחייבות כל שיימצא שהוא חייב לעשות כן בהתאם לתנאי ההסכם הנפרד.

יובהר, כי עמדה זו מתייחסת אך ורק לשאלת שהופנה אל הסגל כמותואר לעיל והוא עוסקת רק בהיבטים הנוגעים לדיני ניירות ערך ולא בהיבטים הנוגעים לדינים אחרים לרבות חבות ומגבות שעשוות להיות כרכות בהפעלת אתר אינטרנט כאמור. עמדת הסגל אינה מביאה דעה בקשר לתוכפו המשפטי או השלכתיו של היתר עסקה בכלל, וכן אין בה כדי להביע עמדה בדבר פתרונות הלכתיים מבוססי היתר עסקה אחרים להשקעה באגרות חוב.

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