

28.2.2022

עמדת סגל משפטית מספר 103-45: דוח ריכוז ממצאים בנושא הצעת לציבור של ניירות ערך –

בדגש על הצעות פרטיות שלא על בסיס תשקיף

רשות ניירות ערך ("הרשות") פרסמה לאחרונה את העמדה האמורה ("העמדה"), המפרטת את עמדת הרשות בנוגע לסוגיות שונות שעלו במסגרת ביקורות שעורכת הרשות באופן שוטף למיזמים הפונים למשקיעים פוטנציאליים בהצעה פרטית להשקעת כספים שלא על בסיס תשקיף.

נזכיר כי הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור אסורה ללא פרסום תשקיף, אלא בהתבסס על אחד החריגים המפורטים בסעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק"), ובכלל זה הצעה או מכירה ללא יותר מ-35 ניצעים במהלך 12 חודשים ("35 ניצעים"), הצעה למשקיעים כשירים המנויים בתוספת הראשונה לחוק (משקיעים כשירים) וביצוע "פרסום כללי".

בהקשר זה נבקש להדגיש כי הרשות ציינה במפורש במסגרת העמדה כי מקום בו עמדת סגל הרשות הינה כי המיזם פועל תוך הפרה של הוראות סעיף 15 לחוק, המיזם נדרש על-ידי סגל הרשות לחדול מפעילותו המפרה ובמקרים המתאימים הרשות אף פותחת בהליכי אכיפה כנגד מיזמים מפרים.

העמדה התייחסה, בין היתר, לסוגיות הבאות:

1. אימתי השקעה בפרויקט נדל"ן עשויה להיחשב כהשקעה ב"ניירות ערך"?

בהקשר זה, העמדה מתייחסת לשני מקרים ומתמקדת בשאלה האם השקעה בפרויקט נדל"ן, הכוללים רישום של הנכס במרשם המקרקעין, עשויה לעלות כדי השקעה ב"ניירות ערך", כאשר מענה חיובי לשאלה זו נשען הן על פרשנות לשונית והן על פרשנות תכליתית של הגדרת "נייר ערך" בחוק¹, כדלקמן:

1.1. פרשנות לשונית – בנסיבות בהן לצד רישום הנכס במרשם המקרקעין:

1.1.1. מערכת ההסכמים בין כל המשקיעים זהה בעיקרה וההבדל היחיד הוא פרטיה של יחידת הדיור הספציפית המיוחסת על פניו לכל משקיע;

1.1.2. השוני בפרטי כל יחידת דיור ומאפייניה, אינו משליך בהכרח על מחירה של כל יחידה, (קרי סכום ההשקעה של המשקיעים בכל יחידה בפרויקט היה בחלק לא מבוטל מהמקרים זהה, כך שמאפייני היחידות לא קיבלו ביטוי בקביעת המחיר); וכן

1.1.3. כל המשקיעים חשופים לאותו נכס נדל"ן ומושפעים באופן זהה מהיציבות הפיננסית של היזם, ממצבו של נכס הנדל"ן הרלוונטי ומיכולתו של היזם לעמוד בתשלומים השוטפים בהם התחייב, כך שבנוגע לכל אלו המשקיעים חולקים את אותם סיכונים וסיכויים עסקיים, שנגזרים מתוצאות פעילות היזם והביצועים של כלל יחידות הדיור בנכס;

אזי מארג ההסכמים הוא בגדר "תעודות" המונפקות ב-"סדרה", המעניקות למשקיעים "זכות תביעה" כנגד היזם או התאגיד בו השקיעו, שמהווה נייר ערך כהגדרתו בחוק.

¹ "ניירות ערך" – 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: (1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור; (2) הם מונפקים לפי חיקוק מיוחד.



1.2. **פרשנות תכליתית** – כאשר הזכויות הגלומות במערכת ההסכמית כוללות מרכיבים שמעבר לרכישת נכס הנדל"ן ורישומו על שם הרוכש, כגון:

1.2.1. השכרה מחדש של היחידה לזם לאחר רכישתה;

1.2.2. המשקיע אינו יכול לנהוג ביחידה כמנהג בעלים לאורך תקופה ארוכה;

1.2.3. כל ההחלטות המהותיות ביחס ליחידה מופקדות ככלל באופן בלעדי בידי הזם;

1.2.4. קיימות מגבלות על יכולתו של המשקיע להעביר את זכויותיו ביחידה לאחר;

1.2.5. העדר התלות בין תשלום התשואה השנתית למשקיע ליחידת הדיור שרכש ו/או למצבה;

1.2.6. המשקיע זכאי לתשואה הנגזרת מהפעילות הכוללת של המיזם (בדומה לזכות השתתפות ברווחי חברה של בעלי מניות) ולא רק מיחידת הדיור הרלוונטית; ו/או

1.2.7. מכירת היחידה בעתיד מנותקת משווי היחידה בשוק המקרקעין ונקבעת מראש במועד הרכישה;

אזי העסקה נושאת אופי כלכלי מובהק, שעניינו ציפייה סבילה לתשואה בגין ההשקעה הפיננסית, ולפיכך כל עוד לא קיימת רגולציה פיננסית אחרת שתגן על כספי המשקיעים, ההשקעה עשויה להוות השקעה בנייר ערך בהתאם לפרשנות תכליתית של הגדרת נייר ערך בחוק.

2. **"מתווכים" כמציעים של ניירות ערך:**

במסגרת בדיקתה מצאה הרשות כי הצעות פרטיות שונות, המבוססות על החריגים לפרסום תשקיף, נעשות במעורבות "מתווכים" – גופים שפעלו בשיווק ההשקעות במיזמים העסקיים מבלי שהייתה להם מעורבות בפעילות המיזמים או ניהולם.

בהקשר זה עמדת הרשות היא כי:

2.1. **כל מי שמציע ניירות ערך לציבור כפוף לתחולת החוק.** החוק אינו מכיר במעמד של "מתווך" ככזה המעניק פטור מתחולתו. נהפוך הוא, ככל שגורם כלשהו מבקש להציע לציבור ניירות ערך של תאגיד כלשהו מוטלת עליו, מכוח החוק, החובה לפרסם תשקיף של התאגיד המנפיק עבור אותם משקיעים. **היות המציע – המבצע את פעולות השיווק של ניירות הערך בגדר "מתווך" אינה מעלה או מורידה לעניין החובות המוטלות עליו על-פי חוק ניירות ערך.**

2.2. **המיזמים שפועלים לשיווק ההשקעה בהם באמצעות מתווכים נדרשים לפעול כך שכלל המתווכים מטעמם יעמדו בהוראות החוק,** ובפרט במצב בו המידע הנמסר למשקיעים פוטנציאליים על ידי מתווכים כאמור עולה כדי "הצעה" כמשמעותה בחוק, לוודא כי ההצעה תעמוד בכללי הפטורים הרלוונטיים (35 ניצעים, כאשר ספירת הניצעים צריכה להיעשות במצטבר עבור כלל המתווכים).

3. **שימוש בנתונים פומביים המרמזים על התשואות הצפויות בהשקעה – הצעה ולא פרסום כללי:**

3.1. הרשות התייחסה בעמדתה לפרקטיקה לפיה מיזמים המבקשים לגייס משקיעים מהציבור באמצעות פרסום הנועד לחסות תחת חריג "הפרסום הכללי", ובמסגרת זו כוללים נתונים כספיים המתפרסמים באופן פומבי במקורות שונים שיש בהם כדי לרמז על התוצאות הצפויות של ההשקעה במיזם המגייס, לדוגמה:

3.1.1. פרסום שיעור תשואה ממוצע, על בסיס מקורות פומביים כלשהם, מהשקעה הנדל"ן בעיר/בשכונה בה מצוי הפרויקט של המיזם המגייס;

3.1.2. סקירה אובייקטיבית לכאורה של שיעורי הריבית הממוצעת להלוואה לבניה או גישור לצד שיעורי ריבית להלוואות המשמשות לצרכים אחרים; ו-

3.1.3. טווח תשואות פוטנציאליות של פעילות מהסוג של המיזם הרלוונטי.

3.2. עמדת הרשות בעניין זה קבעה כי פרסומם של נתונים כספיים אובייקטיביים לכאורה שמרמזים על התוצאות הכספיות הפוטנציאליות של השקעה אינם נכללים בחריג "הפרסום הכללי" אף אם מדובר בנתונים חיצוניים לפעילות המיזם.

לעמדת הסגל המלאה לחצ/י כאן.

* * *

המידע הכלול במזכר זה נמסר בתמצית ולמטרות אינפורמטיביות בלבד, במטרה להפנות את תשומת הלב לקיומו של עדכון בנושא מסוים, ואין בו כדי להוות סקירה מלאה של כל העדכונים והחידושים שפורסמו במהלך התקופה הרלוונטית ו/או להוות תחליף לייעוץ המשפטי הנדרש בכל מקרה לגופו. אין המשרד מתחייב לעדכן את האמור במזכר זה או את המכותבים אליו בשינויים במצב הנורמטיבי, החוקי או אחר שיש לו השלכה על האמור במזכר זה.

בכל שאלה או צורך בהבהרה בקשר עם העניינים המפורטים במזכר זה, ניתן לפנות לאנשי הקשר שלכם במשרדנו או לעו"ד אורן וולפין, שותף, תחום קרנות השקעה, מחלקת תאגידיים ושוק הון, בדוא"ל: Oren.Wolpin@goldfarb.com ו/או בטלפון 03-608-9332 או לעו"ד אילון סטמרי, עורך דין, תחום קרנות השקעה, מחלקת תאגידיים ושוק הון, בדוא"ל: Eylon.Szatmary@goldfarb.com ו/או בטלפון 03-608-9332.