

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

מחלקה מקצועית - מרץ 2022

מחלקת ביקורת והערכה בשיתוף עם מחלקת תאגידים ("סגל הרשות") מבצעת באופן שוטף ביקורות במיזמים הפונים למשקיעים פוטנציאליים בהצעה להשקעת כספים ("מיזמי השקעה"), אשר לא פנו לרשות בבקשה לקבלת היתר לפרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968 ("החוק" או "חוק ניירות ערך"), או לצורך בחינת עמידתם בהוראות החוק.

ביום 20 בפברואר פרסם סגל הרשות את עמדת סגל משפטית מס' 45-103: דוח ריכוז ממצאים בנושא הצעה לציבור של ניירות ערך (להלן - "דוח הממצאים") המפרט מספר סוגיות שעלו בעת האחרונה במסגרת ביקורות אלה וזאת במטרה לשקף את עמדות סגל הרשות בניגון.

רקע

חוק ניירות ערך קובע בסעיף 15 איסור לבצע הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור ללא פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו, או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כדין. תכלית האיסור היא הגנה על ציבור המשקיעים. דרישת פרסום התשקיף משרתת תכלית זו, בין היתר, על ידי מתן גילוי מקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור שיאפשר למשקיעים קבלת החלטה מושכלת במועד ההצעה או המכירה, וצמצום פערי מידע בין המשקיעים הפוטנציאליים לבין התאגיד המציע.

הגילוי נבדק על ידי סגל הרשות וחלה בעניינו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית. לאחר פרסום התשקיף התאגיד הופך לתאגיד מדווח, החב בחובות גילוי שוטפות, כל עוד ניירות הערך שלו מוחזקים בידי הציבור. חובות אלו נועדו להקנות למשקיעים יכולת לקבל החלטה מושכלת באשר לניירות הערך שבידיהם גם לאחר ביצוע ההשקעה הראשונית, ולאמוד בין היתר את שווי זכויותיהם.

לצד זאת, דיני החברות ודיני ניירות ערך מעניקים הגנות נוספות למחזיקי ניירות ערך שהוצעו על פי תשקיף. לדוגמא, החלת הוראות בתחום הממשל התאגידי על התאגיד המציע, מנגנונים לאישור עסקאות בעלי עניין וכיוב'.

החובה לפרסם תשקיף מסייעת במניעת הונאות ומצמצמת את הסיכון לניצול לרעה של הציבור המשקיע מכספו, בעיקר כשמדובר במשקיעים לא מתוחכמים.

סגל הרשות בוחן, במסגרת עבודתו, מיזמי השקעה שונים הפועלים בשוק ההון. המיזמים נבחנים בהתאם למידע המתקבל אצל סגל הרשות, המעלה חשש ראשוני להפרה של סעיפי החוק עליהם אמונה הרשות, בין היתר, הפרה של סעיף 15 לחוק ניירות ערך.

במסגרת זו, הסגל בוחן, בין היתר, את השאלות המשפטיות הבאות:

- האם ההשקעה המוצעת על ידי המיזמים מהווה "נייר ערך" כהגדרתו בחוק;
- האם המיזם מבצע "הצעה" או "מכירה" של ניירות הערך; וכן,
- האם ההצעה או המכירה נעשו למספר או סוג משקיעים המהווה "ציבור".

מקום בו עמדת סגל הרשות היא כי המיזם שנבחן פועל תוך הפרה של הוראות סעיף 15 לחוק, המיזם נדרש על ידי סגל הרשות לחדול מפעילותו המפרה. לעיתים נדרשת הרשות אף לפנות לערכאות משפטיות לצורך

אכיפת עמדתה ואף, ככל ונדרש, פותחת בהליכי אכיפה כנגד מיזמים מפרים וזאת בהתאם לסמכויות האכיפה המוקנות בדין לרשות ניירות ערך ובהתאם לנסיבות העניין.

סוגיות שעלו במסגרת בדיקות סגל הרשות

1. אימתי השקעות בפרויקט נדל"ן עשויות להיחשב השקעות ב"ניירות ערך"?

במסגרת הביקורות שערך סגל הרשות נבדקו פעילויות של מיזמי השקעה בפרויקט נדל"ן והאם הן עולות בקנה אחד עם הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך.

מקרה ראשון: השקעה פיננסית בפרויקט נדל"ן עשויה להיחשב "נייר ערך" אף אם היא כוללת רישום במרשם המקרקעין.

חברה שיווקה למשקיעים בישראל השקעה ביחידות דיור כחלק מפרויקט נדל"ן של תאגיד זר הממוקם במדינה זרה. ההצעה לכל משקיע כללה הצעה להתקשר עם התאגיד הזר במערכת ההסכמים הבאה:

- הסכם רכישה/חכירה של היחידה לתקופת זמן ארוכה ורישום הזכות באותה יחידה על שם המשקיע במרשם המקרקעין באותה מדינה.
- הסכם לפיו המשקיע משכיר את היחידה שרכש ליזם או מי מטעמו לתקופה של 10 שנים. היזם ששוכר את הנכס משלם למשקיע בתמורה תשלום שנתי של 10% מהיקף ההשקעה שלו. התשלום למשקיע אינו תלוי בהכנסות או ההוצאות מהשכרת היחידה שלו על ידי היזם.

בחלוף התקופה ההתקשרות ההסכמית כללה אחת משתי חלופות - הארכת ההסכם באותם תנאים תוך קביעת התמורה למשקיע על 50% מההכנסות מהשכרת היחידה; או השכרה או מכירה של הזכויות בנכס לגורם אחר על ידי המשקיע וזאת אך רק בכפוף להסכמת היזם.

היזם מנהל את היחידה כולל השכרתה לשוכרי משנה מקומיים באותה מדינה, כאשר אכלוס הדירה עלויות האחזקה ושינויים בדירה נמצאים ככלל באחריות היזם ועל פי שיקול דעתו הבלעדי. בנוסף המערכת ההסכמית כללה אופציה הדדית ליזם ולמשקיע לפיה לכל אחד מהם היתה זכות, במועדים שנקבו בהסכם, לחייב את הצד השני לרכוש ממנו או למכור לו את הדירה, בהתאמה וזאת במחיר שנגזר מסכום ההשקעה המקורית ובמנותק משווי השוק של הנכס.

במסגרת ההתקשרות לא נוהל משא ומתן לגבי שווי היחידה ומחירה. מחיר הרכישה לכלל היחידות היה דומה ולא נגזר ממאפייני היחודיים של היחידה בתוך הפרויקט (מאפיינים כגון מיקום, קומה, כיווני אויר או גודל).

החברה עצמה פעלה כמתווכת ועל פי ההסכם חובותיה למשקיע כללו ייעוץ בדבר אפשרויות ההשקעה המיטביות, ליווי ועזרה משלב ההזמנה מהיזם ועד קבלת התשואות; סיוע במכירת היחידה ככל שתתעורר בעיה בהתנהלות ההשקעה ללא עלות נוספת. בהתאם, החברה גבתה עמלה קבועה שנגזרה מסכום העסקה. המשקיע גם נדרש להתחייב שלא יצור קשר עם היזם או כל גורם אחר מלבד החברה בקשר לעסקה.

במסגרת שיווק ההשקעה נכללו התבטאויות בכתב ובעל פה של החברה כלפי המתעניינים לפיה מדובר בהשקעה בטוחה בנדל"ן מניב במדינה הזרה עם שיעור תשואה של 10% וכי למשקיע אין שום נגיעה, אחריות או התערבות בהשקעה - השקעה פאסיבית ללא מעורבות.

בנסיבות המקרה הספציפיות עמדת סגל הרשות היא כי הסכמי רכישה/חכירת היחידות בפרויקט מהווים "ניירות ערך", הן בהתאם לפרשנות הלשונית והן בראייה תכליתית של החוק.

המערכת ההסכמית עם המשקיעים השונים הינה בגדר "תעודות". מאפיין "סדרה" (תעודות שמקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה ומאופיינות בדמיון בסיכויים ובסיכונים - להרחבה ראו עמדת סגל משפטית מספר 103-34: "סדרת ניירות ערך") מתקיים גם הוא שכן המערכת ההסכמית עם המשקיעים זהה בעיקרה וההבדל היחיד בין ההסכמים הינו פרטיה של יחידת הדיור הספציפית המיוחסת על פניו לכל משקיע, אך מאפייניה של היחידה לא השליכו בהכרח על מחירה, כאשר סכום ההשקעה של המשקיעים בפרויקט היה בחלק לא מבוטל מהמקרים זהה כך שמאפייניהן הקונקרטיים של היחידות לא קיבלו ביטוי בקביעתן.

כל המשקיעים חשופים לאותו נכס נדל"ן ומושפעים באופן זהה מהיציבות הפיננסית של היזם, ממצבו של בניין הדירות בכללותו ומיכולתו של היזם לעמוד בתשלומים השוטפים בהם התחייב. בנוגע לכל אלו, חולקים המשקיעים את אותם סיכונים וסיכויים עסקיים, שנגזרים מתוצאות פעילותו העסקית של היזם והביצועים של כלל יחידות הדיור של הנכס. מארג ההסכמים מעניק "זכות תביעה" למשקיעים כנגד החברה וכנגד היזם, בפרט הזכות לתשלומים השנתיים שמוגדרים מראש ונגזרים מהיקף ההשקעה והזכות למכור את היחידה חזרה ליזם במחיר מוגדר מראש.

לעמדת הרשות, גם בראיה תכליתית נכון לומר כי הסכמי רכישה/חכירת היחידות בפרויקט מהווים נייר ערך כאשר הזכויות הגלומות במערכת ההסכמית נושאות אופי כלכלי מובהק, שעניינו הציפייה לתשואה בגין השקעה פיננסית. בבסיס דיני ניירות ערך עומדת ההנחה, כי אלו נדרשים לצורך הגנה על ציבור המשקיעים, כאשר חברות ומיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פאסיבית בציפייה להשאת רווח פיננסי. הזכויות הגלומות במערכת ההסכמית בנסיבות שתוארו לעיל נושאות אופי כלכלי מובהק (במקרה זה של מתן הלוואה המגובה בבטוחה) מתוך ציפייה לתשואה פיננסית (במקרה זה תשלום של 10% כל שנה מסכום ההשקעה).

בבסיסה של ההתקשרות עומד לכאורה נכס מקרקעין מזהה שמוצג למשקיע כעסקה לרכישת יחידת הדיוור שנרשמת על שמו במרשם המקרקעין. על פי רוב, רכישה של דירה מזהה הרשומה קניינית על שם הרוכש במרשם המקרקעין תהיה במהותה בגדר רכישה צרכנית באופייה, שאינה פיננסית. כך למשל, כאשר אדם רוכש דירה לצורך מגוריו בה או לצורך השקעה בנדל"ן באופן ישיר ועצמאי. יחד עם זאת, קיומו של רישום במרשם מקרקעין לבדו אין משמעותו בהכרח כי העסקה שבנדון אינה מהווה נייר ערך.

מאפייני ההשקעה ואופן ביצועה מעידים כי ההתקשרות במהותה היא לביצוע **השקעה פיננסית פאסיבית** הנושאת אופי כלכלי מובהק תוך ציפייה לתשואה, ובכלל זה האופן בו הוצגה ושווקה ההשקעה על ידי החברה למשקיעים והמערכת ההסכמית הכוללת והמשולבת בין עסקה הרכישה של יחידת הדיוור לעסקת ההשכרה של היחידה בחזרה ליזם. לכך ניתן להוסיף מאפיינים נוספים בעסקה: המשקיע אינו יכול לנהוג ביחידה כמנהג בעלים לאורך תקופה ארוכה; כל ההחלטות המהותיות ביחס ליחידה מופקדות ככלל באופן בלעדי בידי היזם; המגבלות על יכולתו של המשקיע להעביר את זכויותיו ביחידה לאחר, העדר התלות בין תשלום התשואה השנתית למשקיע ליחידת הדיוור שרכש ו/או למצבה וכן העובדה שמכירת היחידה בעתיד מנותקת משווי היחידה בשוק המקרקעין ונקבעת מראש במועד הרכישה.

מקרה שני: השקעה פיננסית בפרויקט יחידות נופש עשויה להיחשב "נייר ערך" אף אם נעשה רישום במרשם המקרקעין.

חברה שיווקה יחידות נופש בחו"ל, בין היתר לציבור בישראל. כל משקיע רכש יחידת נופש פרטנית במיקום ספציפי במלון, וכל יחידה כאמור נרשמה על שם המשקיע במרשם המקרקעין המקומי. הפרויקט בכללותו מומן מכספי היזמים והרוכשים בלבד, וכל יחידת נופש הקנתה לכל משקיע חלק יחסי בזכויות הנובעות מהפרויקט. כך, המשקיעים היו זכאים לקבל חלק מרווחי המלון בהתאם לחלקם היחסי למול כלל מחזיקי יחידות הנופש, ללא תלות בביצועי היחידה הספציפית. המשקיעים יכלו להתגורר למשך מספר לילות בשנה בבית המלון (לאו דווקא ביחידה המשויכת להם).

עמדת סגל הרשות היא כי בנסיבות המקרה הספציפיות הסכמי ההשקעה מהווים "ניירות ערך", הן בפרשנות הלשונית והן בראיית תכליתית של החוק.

ההסכמים הם בגדר "תעודות" המונפקות ב"סדרה", וכלל המשקיעים בפרויקט חולקים את אותו סט של סיכונים וסיכויים, התלויים בביצועי המלון כולו. ההסכמים מקנים "זכות תביעה" מתאגיד, שכן, למשקיעים ישנן זכויות תביעה כלכליות מהתאגיד שגייס את הכספים, מפעיל את המלון ומנהל את ההשקעה עבור המשקיעים. כמו כן הם גם מקנים "זכות השתתפות" ברווחי התאגיד.

בחינה תכליתית מביאה לכדי מסקנה כי מדובר בנייר ערך: מטרת השקעת הכספים היא פיננסית, זאת לפי אופי הנכס והמגבלות בדבר השימוש בו; גיוס ההשקעה וניהולה בידי אחרים. המשקיע אינו משתתף בצורה פעילה בניהול היחידה בבעלותו, והוא אף מנוע מכך; למשקיע קיימת ציפייה כי הנהלת המיזם תוביל לתשואה מהשקעתו; ולא קיימת רגולציה פיננסית אחרת שתגן על כספי המשקיעים. כמו כן העובדה שהמשקיע זכאי לתשואה הנגזרת מהפעילות הכוללת של המיזם (בהקשר זה דומה לזכות השתתפות ברווחי חברה הקיים לבעלי מניות) ולא רק מיחידת הדיוור שנרכשה על ידו מחזקת את הצורך בהגנת דיני ניירות ערך עבור המשקיע תוך קבלת מידע על פעילות המלון בכללותו לשם פיקוח על ביצועי ההנהלה בניהול המיזם.

2. "מתווכים" כמציעים של ניירות ערך:

בחלק מהמיזמים שנבדקו נמצא כי בהצעת ומכירת ניירות הערך לציבור אשר מחייבות פרסום תסקיף היו מעורבים גופים שפעלו כמתווכים בלבד בשיווק ההשקעות במיזמים העסקיים, מבלי שהייתה להם מעורבות בפעילות המיזמים או בניהולם.

מעורבותם של גופים אלה העלתה את השאלה האם יש לראות בהם כמי שמציעים ניירות ערך ומשכך כפופים להוראות סעיף 15 לחוק.

לעמדת סגל הרשות, פעילות "תיווך" מסוג זה אינה מוציאה את הגורם המתווך בין משקיעים מהציבור למיזם העסקי מגדר תחולת סעיף 15 לחוק.

סעיף 15(א) לחוק קובע כי "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיטוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות".

למעשה, הסעיף האמור קובע כי **כל מי שמציע** ניירות ערך לציבור כפוף לתחולת החוק. החוק אינו מכיר במעמד של "מתווך" ככזה המעניק פטור מתחולתו. ככל שגורם כלשהו מבקש להציע לציבור ניירות ערך של תאגיד כלשהו מוטלת עליו, מכח 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.

בנוסף לכך, הובהר כי המיזמים שפועלים לשיווק ההשקעה בהם באמצעות מציעים מטעמם (מתווכים), נדרשים לפעול כך שכלל המציעים מטעמם (המתווכים) יעמדו בהוראות החוק, בפרט שהמידע שיימסר על ידי אותם מציעים (מתווכים) למתעניינים בהשקעה העולה לכדי "הצעה" כמשמעותה בחוק לא יימסר ליותר מ- 35 ניצעים במיזם במהלך תקופה של 12 חודשים. למותר לציין כי ספירת הניצעים צריכה להיעשות במצטבר עבור כלל המציעים (מתווכים).

3. שימוש בנתונים פומביים לצורך שיווק השקעה עשוי להחשב כ"הצעה" של ניירות ערך:

סגל הרשות נחשף לפרקטיקה לפיה מיזמים המבקשים לגייס משקיעים מהציבור מפרסמים בכלי תקשורת ובעיקר במדיה חברתית "פרסום כללי" על ההצעה ופרטיה תוך שהם מבקשים לחסות תחת חריג הפרסום הכללי הקבוע בסעיף 15 א(א)(4) לחוק. עם זאת, במסגרת "הפרסום הכללי" לציבור נמסרים על ידם נתונים כספיים המתפרסמים באופן פומבי במקורות שונים. נתונים אלה מתייחסים לאופי ההשקעה המוצעת ומוצגים באופן המרמז על התוצאות הצפויות של ההשקעה במיזם המגייס.

לשם ההמחשה בלבד ומבלי לגרוע מכלליות האמור ניתן לציין את הדוגמאות הבאות:

א. גופים שמפרסמים את שיעור התשואה הממוצע לטענתם על בסיס מקורות פומביים כלשהם מהשקעת נדל"ן בשכונה או בעיר בה מצוי פרויקט נדל"ן המשווק על ידי אותו גוף;

ב. גופים שנתנו סקירה אובייקטיבית לכאורה על שיעורי הריבית הממוצעת להלוואות בנייה או גישור, לצד שיעורי ריבית מהלוואות המשמשות לצרכים אחרים;

ג. גופים שצינו טווח של תשואות פוטנציאליות מפעילות מהסוג המוצע על ידם.

הכללתם של נתונים כספיים כאמור העלתה את השאלה האם הפרסומים חוסים בגדר חריג "הפרסום הכללי" הקבוע בסעיף 15 א(א)(4) לחוק.

עמדת סגל הרשות היא שפרסומים של נתונים כספיים אובייקטיביים לכאורה שמרמזים על התוצאות הכספיות הפוטנציאליות של השקעה משווקת אינם נכללים בחריג "הפרסום הכללי" אף אם מדובר בנתונים חיצוניים לפעילות המיזם.

החריג האמור אוסר לפרסם נתונים כספיים. איסור מפורש זה מעיד על חשיבותם של נתונים כספיים במסגרת הצעה של ניירות ערך. משכך, לעמדת הרשות, פרסומים שמטרתם לעקוף הוראה זו, לא יכולים לחסות תחת פטור הפרסום הכללי.

יובהר כי מכיוון שדוח הממצאים מתמקד בסוגיות נבחרות שאינן משקפות את כלל הסוגיות הנוגעות לתחולת סעיף 15 לחוק ניירות ערך, סגל הרשות ממליץ לקרוא את האמור במסגרתו יחד עם עמדות סגל הרשות בנושא הצעה לציבור שפורסמו לאורך השנים באתר הרשות (לקישור [לחצו כאן](#)).

לדוח ריכוז הממצאים, כפי שפורסם ע"י סגל הרשות לחצו כאן.

יובהר כי האמור במסגרת החוזר המקצועי אינו בגדר ייעוץ מקצועי ואינו מהווה תחליף לקריאה מלאה של עמדת סגל משפטית מס' 45-103 ולבחינת מכלול ההשלכות הנגזרות מכוחה. עוד מומלץ כי ישויות אשר האמור בעמדת הסגל עשוי להיות רלוונטי לפעילותן, תסתייענה ביועציהן המשפטיים באשר למשמעויות השונות העשויות להיות גלומות במסגרתה.

בברכה,

המחלקה המקצועית