

25 באוקטובר, 2018

[REDACTED]

לכבוד
קרן גיחו, עו"ד,

אחראית תחום עסקאות בעלי שליטה, הצעות פרטיות ופניות מקדמיות
היחידה למימון עסקים קטנים ובינוניים, מחלקת תאגידים

באמצעות דוא"ל

רשות ניירות ערך

ג.ב.,

הנדון: פנייה מקדמית - סיווג קרן כ"קרן הון סיכון" לפי התוספת הראשונה לחוק ניירות
ערך

בשם מרשינו, [REDACTED] ("המשקיעים"), הרינו מתכבדים לפנות אליכם
בפניה מקדמית, לצורך קבלת עמדת רשות ניירות ערך ("הרשות"), ביחס להכרה בקרן אותה יקימו
המשקיעים ("הקרן"), כ"קרן הון-סיכון" הנמנית על המשקיעים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך,
התשכ"ח-1968 ("החוק" ו-"משקיעים מתוככמים" בהתאמה).

כל ההדגשות במסמך אינן במקור והוספו על ידי הח"מ, אלא אם צוין במפורש אחרת.

1. הרקע לפנייה

- 1.1. המשקיעים הם יזמי היי-טק בעלי רקע וניסיון רב בתחום עסקי הטכנולוגיה. המשקיעים עובדים יחד מעל 11 שנים, מקימים ומנהלים חברות הזנק בתחום הטכנולוגיה.
- 1.2. נכון למועד כתיבת פניה זו, המשקיעים ביצעו מספר "אקזיטים" בחברות פיתוח טכנולוגיות אותן הקימו, קרי - חברות ההזנק אותן הקימו המשקיעים נמכרו לחברות אחרות ("האקזיטים").
- 1.3. המשקיעים מעוניינים, בעזרת הידע, המיומנות והניסיון שצברו בתחום, לנהל ולבצע השקעות, בעיקר בתאגידי מחקר, פיתוח וייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע וזאת באמצעות הקמת קרן הון סיכון ("הקרן").
- 1.4. המשקיעים מבקשים לקבל את עמדת הרשות בשאלה, האם בנסיבות הפרטניות והספציפיות שיפורטו להלן, בשים לב לניסיונם הרב בתחום ההון-סיכון ותכלית החוק בכלל והתוספת הראשונה בפרט וההתחייבויות המפורטות להלן, תסווג הקרן כמשקיע מתוחכם והכל כפי שינומק להלן.

2. רקע עובדתי

- 2.1. המשקיעים הם יזמי היי-טק סדרתיים ובעלי ניסיון רב של למעלה מאחד עשר שנים, אשר מעוניינים להקים את הקרן על מנת שתשמש ככלי משותף להשקעה של הונם האישי, בעיקר בתאגידי מחקר, פיתוח וייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע. על מנת להשיג גיוון בפורטפוליו החברות בהן תשקיע הקרן, למקסם את פיזור חשיפתה להשקעות שונות וכן בשל מגבלת מספר המשקיעים הקיימת בחברות טכנולוגיות - המשקיעים מעוניינים להשקיע, בין היתר, באמצעות השקעה בקרנות אחרות.
- 2.2. כחלק מאסטרטגיית ההשקעה שלהם, המשקיעים שואפים לקחת חלק פעיל בהשקעותיהם - כמייסדים, יועצים, חברי דירקטוריון או בפוזיציה אחרת שתביא לידי ביטוי את ניסיונם העשיר בתחום, גם אם השקעתם נעשית באמצעות השקעה בקרנות אחרות המאפשרות ליישם את האסטרטגיה האמורה של לקיחת חלק פעיל בהשקעות.
- 2.3. בהתאם, ככל והקרן תחליט להשקיע באמצעות קרנות אחרות בתאגידי שיעקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע ("קרנות אחרות"), היא תבצע את השקעתה **רק** ככל והיא תוכל להסכים מראש עם הקרנות האחרות

באמצעותן תשקיע, כי יתקיים אחד מן התנאים הבאים אשר יכללו במסגרת מסמכי ההשקעה מול הקרן:

- 2.3.1. הקרן או לפחות אחד מהמשקיעים, תספק/יספק ייעוץ אסטרטגי לקרן הרלוונטית מבין הקרנות האחרות ביחס להשקעותיה;
- 2.3.2. מינוי של לפחות אחד מבין המשקיעים כחבר בדירקטוריון של עיקר חברות הפורטפוליו בהן תתבצע השקעה על ידי הקרן הרלוונטית מבין הקרנות האחרות;
- 2.3.3. מינוי של לפחות אחד מבין המשקיעים כחבר בוועדת ההשקעות של הקרן הרלוונטית מבין הקרנות האחרות;
- 2.3.4. מינוי של לפחות אחד מבין המשקיעים כחבר ב Advisory Board של הקרן הרלוונטית מבין הקרנות האחרות;
- 2.3.5. שיתוף פעולה ישיר של הקרן או אחד מהמשקיעים עם עיקר חברות הפורטפוליו בהן תתבצע השקעה על ידי הקרן הרלוונטית מבין הקרנות האחרות;
- 2.3.6. מינוי אחד או יותר מהמשקיעים כמנטור עסקי למרבית יזמי חברות הפורטפוליו בהן תתבצע ההשקעה על ידי הקרן הרלוונטית מבין הקרנות האחרות.

2.4. הקרן תוקם כתאגיד בישראל (ככל הנראה שותפות ישראלית) ותהיה בבעלותם של המשקיעים

2.5. **יודגש, כי למשקיעים ניסיון רב בהקמה, ארגון וניהול מיזמים טכנולוגיים והם בעלי יכולות מוכחות לבחון השקעות במיזמי טכנולוגיה. המשקיעים ינהלו בעצמם את השקעות הקרן, שהונה יורכב כאמור באופן בלעדי מהונם האישי. למשקיעים כאמור ניסיון בתחום ההשקעות.**

3. הבקשה

על מנת שהקרן תוכל לעשות שימוש בידע ובניסיון המצטבר של המשקיעים כמקשה אחת, וכדי ליצור גיוון וחשיפה מיטבית למיזמים הטכנולוגיים בהם תשקיע הקרן, מרשינו מבקשים כי הקרן תוכר כ"קרן הון-סיכון", כהגדרת מונח זה בפרט (9) לתוספת הראשונה לחוק, שכן לגישתנו, הקרן עונה להגדרת "קרן הון-סיכון" לצורך סיווגה כמשקיע מתוחכם הן לפי לשון החוק והן בהתאם לתכליתו, והכל כפי שיפורט להלן.

4. מסגרת נורמטיבית

4.1. סעיף 15(א) לחוק, קובע חובה כללית של פרסום תשקיף, החלה על כל מי שמציע ו/או מוכר ניירות ערך לציבור. כידוע, פרסום התשקיף נועד להגן על משקיעים השוקלים את

רכישת ניירות הערך וזאת בשל היותו מכשיר לגילוי מידע.¹ החובה בסעיף 15(א) לחוק היא חובה כללית החלה על כל הצעה של ניירות ערך לציבור למעט, בהתקיים של חריגים מסוימים.

4.2. סעיף 15א(ב)(1) לחוק קובע את אחד החריגים המרכזיים לחובת פרסום התשקיף והוא הצעה או מכירה של ניירות ערך למשקיעים "מתוחכמים", המנויים בתוספת הראשונה לחוק.

4.3. בדברי ההסבר לתיקון מס' 20 לחוק משנת 2000, בו הוצעה התוספת הראשונה, צוין כי:²

"ברשימה זו ייכללו משקיעים אשר מתקיימים לגביהם מבחני ה"נגישות" וה"צורך"- דהיינו שיש להם נגישות למידע אודות התאגיד שניירות הערך שלו מוצעים וביכולתם לעבד מידע זה לשם קבלת החלטה מושכלת, ולפיכך אין הם זקוקים לתשקיף".

4.4. באופן כללי, ניתן ללמוד כי מטרת תיקון 20 לחוק, הייתה, בין היתר, הקלה בכללי הגילוי לגבי פרסום תשקיפים שנועדו לשפר ולהקל על גיוס הון של חברות בארץ ובפרט, להקל על חברות היי-טק.³

4.5. מלשון סעיף 15א(ב)(2) ניתן ללמוד גם כן על מטרת תיקון 20 לחוק, שכן סעיף זה עוסק במשקיע ש"סברה הרשות כי בידו היכולת לקבל את המידע הדרוש לו לשם קבלת החלטה להשקיע בניירות ערך ואשר היה נכלל בתשקיף, אילו פורסם". עיון בפרוטוקול וועדת הכספים של הכנסת מיום 01 במרץ, 2000, אשר דן בסעיף זה, מלמד כי כוונת המחוקק הייתה כי משקיע כאמור איננו זקוק להגנה, מפני שבידיו הכישורים, ההון והידע המספיקים לצורך השקעה ולכן נכון שתיפתח בפניו האפשרות להשקיע בניירות ערך כמשקיע מתוחכם.

4.6. משקיעים מתוחכמים אלו מאופיינים ביכולתם לקבל את המידע הדרוש להם לשם קבלת החלטה מושכלת להשקיע בכוחות עצמם בניירות ערך, כך שההגנות הקבועות בחוק מתייתרות ואינן נדרשות לגביהם. פרמטרים נוספים לבחינת הגורמים העשויים להימנות על רשימה זו הם - תחכום פיננסי, שווי כספי, ידע, היקף נכסים בניהול, וניסיון בעניינים פיננסיים.⁴

4.7. במילים אחרות, שיקולי מדיניות משפטית וכלכלית הביאו לקביעה בדבר הקלות מסוימות בהתנהלות מול משקיע מתוחכם, הנובעות מתוך הבנת המחוקק כי למשקיע מתוחכם, בין אם הוא תאגיד ובין אם הוא יחיד, יש את היכולת לבצע הערכה מושכלת ומקצועית של השקעותיו, בין היתר, משום שהוא נעזר באנשי

¹ עמ"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ, פסקאות 13-14 לפסק דינו של המשנה לנשיאה רובינשטיין (פורסם בנבו, 12.10.2015).

² דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20) התשכ"ח-1968, ה"ח 2845.

³ לאה פסרמן יוזפוב, דיני חברות ערך- חובת הגילוי, עמודים 28-29 (2009).

⁴ רשות ניירות ערך, הגדרת משקיע מתוחכם (2007). http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_1579.pdf.

מקצוע מתאימים העורכים את הבחינה הנאותה של ההשקעה והוא בעל כח לדרוש את המידע הרלבנטי לקבלת החלטת השקעה.⁵

5. הגדרת קרן הון-סיכון כ"משקיע מתוחכם"

5.1. על פי פרט (9) לתוספת הראשונה לחוק, **משקיע מתוחכם** כולל גם "קרן הון-סיכון" כהגדרתה להלן:

.....

(9) **קרן הון סיכון; לעניין זה, "קרן הון סיכון" - תאגיד שעיקר עיסוקו השקעה בתאגידים אשר בעת ביצוע ההשקעה בהם עיקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע, ושהסיכון בהשקעה בהם גבוה מהמקובל בהשקעות אחרות;**

.....

5.2. בהתאם להוראות החוק, בעת הצעת ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים, על מציע ניירות הערך לבדוק את עמידתו של המשקיע בתנאי התוספת הראשונה ולפני כל ביצוע רכישה על ידי המשקיע המתוחכם, עליו לקבל את הצהרתו הכתובה של המשקיע כי הוא עומד בקריטריונים המנויים בתוספת הראשונה לחוק, וכי הוא מודע ומסכים למשמעות סיווגו כמשקיע מתוחכם.

5.3. כאמור לעיל, הגדרת קרן הון-סיכון בתוספת הראשונה לחוק חלה על "**תאגיד שעיקר עיסוקו השקעה בתאגידים אשר בעת ביצוע ההשקעה בהם עיקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים....**".

5.4. לגישתנו, הקרן אותה מעוניינים המשקיעים להקים ולנהל, אשר תשקיע בעיקר בתאגידים אשר בעת ביצוע ההשקעה בהם **עיקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים**, הגם שבחלק מהמקרים השקעה כאמור תבצע באמצעות קרנות השקעה אחרות, הינה קרן העונה להגדרת החוק ל"קרן הון סיכון", הן משום לשון החוק והן משום תכליתו. ונסביר:

6. השימוש והפרשנות שניתנו למונחים השקעה ומשקיע בחוק ניירות ערך

6.1. המונחים "השקעה" ו"משקיע" לא הוגדרו באופן חד משמעי לצורך פרשנותם בחוק ניירות ערך, ולא בכדי. ברי, כי הימנעות זו מטרתה הייתה לפרוש יריעה רחבה ככל הניתן על

⁵ לאה פסרמן יוזפוב, עמוד 353, לעיל ה"ש 4.

פירושם ולהכניס תחת כנפיהם כל משמעות לשונית אשר טבעית להם, בהתאם לנסיבות העניין. עמד על כך נשיא בית המשפט העליון (בדימוס), השופט פרופ' אהרן ברק:

"ישנם עניינים שדרך הסדרתם הראויה ביותר היא באמצעות נוסחה כללית, המעניקה, במפורש או במשתמע, שיקול דעת... משמעותן המשפטית תיקבע על פי תכלית החקיקה. חשיבותן העיקרית של ההגדרות באה לידי ביטוי מקום שניתן למונח מובן שונה ממובנו הרגיל, או מקום שמובנו הרגיל אינו ברור דיו לצרכיו של דבר החקיקה".⁶

6.2. המונח "משקיע" הוגדר בצורה רחבה בתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס 2000 ("**תקנות ניירות ערך**"). התקנות מגדירות אותו, במכוון, באופן המשאיר פתח לפרשנות גמישה של המונח - "משקיע" - **לרבות מחזיק** בניירות ערך של תאגיד שהוקם בעיקר למטרת רכישת ניירות ערך בהצעה מסוימת וכן משקיע **שרכש** ניירות ערך באמצעות מנהל תיקי השקעות. פרופ' ברק התייחס לפרשנות הראויה למלה "לרבות" בהקשר של פרשנות דברי חקיקה:

"הביטוי לרבות בא בדרך כלל להרחיב את משמעותו הטבעית והרגילה של המונח המוגדר. הוא מגדיל את המשטח המילולי. אין הדיבור לרבות קובע את המשמעות המשפטית של הביטוי המוגדר, המשמעות המשפטית תיקבע על פי תכלית החקיקה".⁷

6.3. הפסיקה ובתי המשפט הלכו בעקבות פרשנותו של השופט ברק לעיל והתייחסו למלה "לרבות" כמלה הבאה, בדרך כלל, כדי להרחיב את משמעותו הטבעית והרגילה של הביטוי המוגדר, ולהוסיף עליו. בענייננו, הריבוי אפוא, בא על מנת להרחיב את גבולותיה של ההגדרה הבסיסית וניכר כי המחוקק ביקש, לאור תכלית החוק להגן על משקיעים, להעניק לרשות סמכות נרחבת להגן על ציבור המשקיעים זאת, על ידי הכללת מספר רב של פעולות העולות כדי השקעה, לתוכנו.⁸

⁶ אהרן ברק, **פרשנות במשפט - פרשנות החקיקה**, עמודים 137-140 (1993). במקום אחר הוסיף: "תכליתו של הפירוש קובעת את הרלבנטיות של ההקשר... מטרתה של הפרשנות במשפט היא להגשים את תכליתה של הנורמה המתפרשת... על הפרשן לקבוע, באמצעות הכללים להבנת הלשון, שבה מבוטאת הנורמה את מגוון המשמעויות הלשוניות של הטקסט הנורמטיבי". "הפרשן התכליתי יחפש את התכלית המיוחדת שהייתה לנורמה בעת יצירתה, הוא ישאל את עצמו מה הייתה הכוונה... של יוצר הטקסט באשר לתכלית אשר הנורמה באה להגשים בעת יצירתה... מטרת הפרשן היא ליתן לנורמה את המשמעות המגשימה את תכליתה... תכליתה של נורמה היא המדיניות, המטרות, האינטרסים או הערכים שהנורמה נועדה להגשים". אהרן ברק, **פרשנות במשפט - תורת הפרשנות הכללית**, עמודים 256-258 (1992).

⁷ ברק, פרשנות החקיקה, 138

⁸ ע"מ 5569/05 **משרד הפנים נ' דלאל עויסאת ו-7 אחרים**, פסקה 12 לפסק דינה של הנשיאה בייניש (פורסם בנבו, 10.08.2008); ע"א 4340/06 **עו"ד יוסף לילוף נ' בנק איגוד לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, 21.04.2010).

6.4. אף הרשות נקטה בגישה הפרשנית כאמור. כך לדוגמה, בעניין פיירטרייד⁹, טענה הרשות כי כאשר המחוקק מותיר מונח כעמום, רחב ופתוח הוא עושה זאת במכוון, כדי לא לאפשר התחמקות מהגדרתו ומכיוון שהניח כי החוק לא יוכל לצפות את כל סוגי המכשירים הפיננסיים שיומצאו בעתיד. באותו מקרה, אימץ בית המשפט את פרשנותה של הרשות וקבע כי על בית המשפט לתת פרשנות דינמית לדבר החקיקה, פרשנות אשר תתאים למציאות החיים המשתנה.

6.5. גם המלומדים מוטי ימין ואמיר וסרמן התייחסו לשימוש המכוון של המחוקק במלה "לרבות" בתחום דינמי כמו שוק ההון, המתפתח ומשתנה בקצב מהיר, ועל כן לגישתם, לא יהיה נכון לקבוע הגדרות ממצות שעם ניסוחן יימצא מיד המקרה הנוסף שאינו נכנס לתחומן. כך למשל, המונח "עניין אישי" מוגדר בצורה רחבה, באופן מכוון, על מנת שההסדר יכלול את מרבית המקרים בהם לנושא המשרה יש עניין אישי, במישרין או בעקיפין.¹⁰

6.6. דוגמה נוספת לכוונת המחוקק כי המונח "השקעה" יפורש בצורה רחבה, ניתן למצוא בתקנה 51 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף - מבנה וצורה) התשכ"ט-1969, שם נקבע כי "השקעה" כוללת השקעה בתאגיד אחר בין במניות, בין בהלוואות או **בדרך אחרת.**

6.7. נמצאנו למדים, כי המונחים "השקעה" ו"משקיע" קיבלו הגדרות ופרשנות מרחיבים ביותר כאשר אנו נדרשים ליישם בחוק. ולעניינינו, **נכון לראות את הקרן שיקימו המשקיעים כ"משקיע" בתאגידי בהם תשקיע - גם אם השקעות כאמור יתבצעו באמצעות קרנות אחרות - וכפועל יוצא, יש לראות כל "השקעה" של הקרן בתאגידי מחקר ופיתוח שיבצעו קרנות אחרות בהן תשקיע הקרן (ובלבד שיעמדו בתנאים שנמנו בסעיף 2.3 לעיל) כהשקעה של הקרן עצמה לעניין חוק ניירות ערך, בייחוד לאור נסיבות המקרה דנן ועובדותיו כמפורט לעיל.**

7. הגדרת החזקה ורכישה

7.1. להשלמת התמונה בדבר הפרשנות הנכונה של המונח "**משקיע**" לפי תקנות ניירות ערך, ברצוננו להפנות להגדרת המונחים "החזקה" ו"רכישה" בסעיף 1 לחוק ניירות ערך. מונחים אלו הם מונחים משלימים למונח "השקעה", הואיל ומדובר בפעולות משלימות ובלתי נפרדות מהמונח "השקעה". גם מונחים אלו מוגדרים באופן רחב שנועד ללא ספק, לכלול גם השקעה עקיפה בניירות ערך שתוצאתה "החזקה" / "רכישה" של ניירות ערך. המונח "החזקה" מוגדר בחוק ניירות ערך כדלהלן:

⁹ עת"מ 26602-01-17 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב, פסקאות 69-66 לפסק דינה של השופטת רות רונן.

¹⁰ מוטי ימין ואמיר וסרמן, **תאגידי ניירות ערך**, עמוד 637. ראו לעניין זה גם דברי השופט ריבלין בע"פ 3891/04 **ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל**, ס(1) 294 (2005) בסעיף 46 לפסק הדין. ודברי הנשיא ברק בע"פ 5052/95 **שמואל ואקנין נ' מדינת ישראל**, פסקה 29, נ(2) 642 (1996).

"בין לבד ובין ביחד עם אחרים, בין במישרין ובין בעקיפין, באמצעות נאמן, חברת נאמנות, חברת רישומים או בכל דרך אחרת; כשמדובר בהחזקה או ברכישה בידי חברה - גם בידי חברה בת שלה או חברה קשורה שלה במשמע".

7.2. לענייננו, החוק אף מגדיר "החזקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים" -

"החזקת ניירות ערך או רכישתם בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה; בלי לפגוע בכלליות האמור יראו לכאורה כמחזיקים בניירות ערך או כרוכשים אותם ביחד - תאגיד המחזיק או הרוכש ניירות ערך יחד עם בעל ענין בו או עם חברה קשורה שלו....".

7.3. ההגדרות שניתנו למונחים אלו כאמור לעיל מדברות בעד עצמן. ומן הכלל אל הפרט - אנו סבורים כי לאור תכלית חוק ניירות ערך, אותה ניתן ללמוד מההגדרות שהובאו לעיל, ברי כי "החזקה" ו"רכישה" הם מונחים שיש לפרשם באופן רחב ובהתאם, נכון יהיה לראות בנסיבות המתוארות בפניה זו, את ההשקעות של הקרן, גם אם נעשית באמצעות קרנות אחרות, כהחזקה של הקרן (בעקיפין) באותם תאגידיים סופיים בהם תתבצע ההשקעה, בכל הנוגע לתנאי התוספת הראשונה לחוק. אנו סבורים, כי אין לתת למבנה השקעה כזה או אחר להשפיע על המהות והתכלית ואלה ברורות, לדעתנו, במקרה הנדון וזאת בייחוד לאור ההגדרות הרחבות והגמישות של המונחים שפורטו לעיל.

8. תכלית החוק עולה בקנה אחד עם בקשת המשקיעים

8.1. המשקיעים, מבקשים לשוב ולהדגיש בפני הרשות, כי פניה זאת נעשית על מנת שהמשקיעים יוכלו מיוזמתם, להשקיע באמצעות הקרן את כספם האישי, בין היתר גם באמצעות קרנות אחרות, וזאת, בשים לב שקרנות אלו מקבלות השקעות ממשקיעים מתוחכמים בלבד.

8.2. כאמור לעיל, תכליתה המרכזית של התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק"), היא להקל ולפטור מתחולת החוק (שנועד להגן על ציבור המשקיעים השוקלים רכישת ניירות ערך) משקיעים מתוחכמים בעלי יכולת לבצע הערכה מושכלת ומקצועית של השקעותיהם; בהקשר זה נשוב ונדגיש, כי למשקיעים ניסיון רב בהקמה, ארגון וניהול מיזמים טכנולוגיים והם בעלי יכולות מוכחות לבחון השקעות במיזמי טכנולוגיה. המשקיעים ינהלו בעצמם את השקעות הקרן שיקימו, שהונה יורכב כאמור באופן בלעדי מהונם האישי.

8.3. אם כן, במקרה הייחודי של המשקיעים, כלל לא ברור כיצד מניעת האפשרות מהמשקיעים להקים קרן - אותה ייזמו המשקיעים בכספם האישי - שתוכל להשקיע גם בקרנות

אחרות, עולה בקנה אחד עם תכלית החוק, שכן המדובר במשקיעים מתוחכמים ובעלי ניסיון רב בתחום כפי שפורט לעיל.

.8.4

נבקש להפנות את תשומת לבכם ולהדגיש, כי המשקיעים **אינם משקיעים פאסיביים גרידא בקרנות אחרות** ומתכננים להשקיע את כספם רק לאחר בחינה של האופן שבו יוכלו ליישם את אסטרטגיית ההשקעות של הקרן – קרי, מתן ביטוי לניסיונם וכישרונם הייחודי של המשקיעים בעת ביצוע ההשקעה, גם אם מדובר בהשקעה בקרנות אחרות והכל כמפורט בסעיף 2.3 לעיל. הניסיון המצטבר של המשקיעים, יאפשר לקרן לבחור ולהשקיע בין היתר קרנות אחרות המתאימות לאסטרטגיית ההשקעה, לרבות בקרנות אחרות המשקיעות בחברות היי-טק ובסטארט-אפים ולסייע בקידום שוק הטכנולוגיה הישראלי.

9. עמדת הרשות בפנייה לא תגרום להשלכות רוחב

9.1 נבקש להדגיש, כי לאור הנסיבות הייחודיות והפרטניות כפי שעולות מהפנייה ומהאמור לעיל, עמדת הרשות שתינתן בתגובה למכתבנו תחול על המשקיעים ועליהם בלבד.

.9.2

על כן, כל חשש לניצול לרעה של הוראות החוק או להשלכות רוחביות כתוצאה מפנייה זו, מתייטר, שכן שילוב נסיבות ייחודי ופרטני הרלוונטי לפניה זו, בשים לב לניסיונם הרב של המשקיעים, אשר הקימו מספר מיזמים בתחום ההי-טק בעברם, פעילים בשוק כיום באמצעות מיזמים נוספים ומוכנים ליטול על עצמם מגבלה נוספת לה משקל כבד בענייננו - השקעה מכספם האישי וממנו בלבד וכן לאור כוונתם לבחור ולבדוק את הקרנות בהן ישקיעו טרם ההשקעה, לנהל משא ומתן עם הקרנות ולהשקיע את כספם רק לאחר בחינת האופן שבו יוכלו להביא לידי ביטוי את כישרונם וניסיונם, מבטלים את החשש (ולו הקלוש ביותר) להיווצרות פתח דרכו ייעקפו הוראות החוק.

.9.3

נציין כי אי קבלת העמדה האמורה, משמעה התוצאה האבסורדית, לפיה על המשקיעים להשקיע את הונם בתחומים שונים מחברות טכנולוגיה שבהם לא נצרכת הצהרת כשירות לפי חוק ניירות ערך (למשל רכישת נכסי נדל"ן) וזאת למרות רצונם לפתח את שוק הטכנולוגיה הישראלי ולתרום מהידע והניסיון שלהם באמצעות השקעות.

.9.4

נשוב ונזכיר, כי בעניינינו, אין מדובר במשקיעים עליהם ביקש המחוקק להגן במסגרת חוק ניירות ערך. המשקיעים אינם אנשים מהציבור הרחב שקיבלו הצעה להשקיע, אלא משקיעים מנוסים שמבקשים מיוזמתם האישית להקים קרן שהיא זו שתבצע את ההשקעות.

.9.5

כמו כן, נבקש להסב את תשומת לב הרשות לכך שבכל מקרה, אין אנו עוסקים בסוגיה משפטית שיכולה לעלות לכדי הפרת החוק. החובה על בדיקת עמידתם של המשקיעים ככאלה העומדים בתנאי התוספת הראשונה בחוק ניירות ערך, מוטלת על התאגידים המגייסים משקיעים, בעניינינו, הפונים הינם **המשקיעים עצמם**, אשר אינם נדרשים כלל על פי חוק להיות כשירים. אם כן, מטרתם של המשקיעים בפניה זו, אינה לצורך גיוס משקיעים אחרים (שהיא סוגיה העומדת בליבת תכלית חוק ניירות ערך – הגנה על ציבור

המשקיעים), כי אם לצורך סיווגם העצמי כקרן הון סיכון על פי התוספת הראשונה לחוק, על מנת שיוכלו להשקיע את כספם האישי.

10. מבט לעבר הדין המשווה

10.1. אנו סבורים כי לאור האמור לעיל, ניתן להסיק מהדין הישראלי, שיש לסווג את הקרן אותה יקימו המשקיעים כקרן הון סיכון על פי התוספת הראשונה לחוק ובהתאם, דין עמדתנו בפניה זו להתקבל על ידי הרשות.

10.2. למעלה מן הצורך, נציין כי אם נפנה למערכת דינים אחרת הכוללת התייחסות למשקיעים מנוסים כמשקיעים "כשירים", הרי שנוכל ללמוד שדין הפנייה להתקבל.

א. ארה"ב

10.3. אומנם, לא כל מערכות הדינים כוללות משקיעים בעלי ניסיון וידע כמשקיעים כשירים. כך לדוגמה, המחוקק האמריקאי, בניגוד למחוקק הישראלי, לא כלל התייחסות לקרן הון סיכון או למשקיעים עם ניסיון ברשימת הגופים המהווים Accredited Investor.¹¹ יחד עם זאת, ראוי לציין כי אף בארה"ב, וועדה של ה-SEC ציינה בדו"ח,¹² כי יש להרחיב את הגדרת המשקיעים הכשירים, כך שתכלול גם משקיעים שאינם עומדים בספים כמותיים. ובמילותיה של הוועדה (הדגש נוסף על ידיו):

"The Committee would support expanding the definition to take into account measures of non-financial sophistication, regardless of income or net worth, thereby expanding rather than contracting the pool of accredited investors".

10.4. לא זו בלבד, אלא שבבית הקונגרס האמריקאי עבר חוק בתקופת הממשל הקודם בארה"ב, שעתיד להרחיב את ההגדרה של "משקיע כשיר" בארה"ב, כך שתכלול גם משקיעים בעלי עבר מקצועי וידע, שיקבלו אישור מגוף בעל רישיון בתחום התעשייה הפיננסית או גוף רגולציה עצמאית (self-regulatory organization), כי הם יכולים להשקיע כמשקיעים מתוחכמים. חוק זה אמור להידון בסנט בתקופת הממשל הנוכחי.¹³

¹¹ 17 CFR 230.215.

¹² <https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/acsec-recommendations-accredited-investor.pdf>

¹³ The "Fair Investment Opportunities for Professional Experts Act" (S. 2756)

10.5. במקרה שלפנינו, ראוי במיוחד לפנות לדין האנגלי, אשר מתייחס כבר כיום, לאופן שבו יש להתייחס למשקיעים המבקשים להיות מוכרים ככשירים על בסיס ניסיונם בתחום השקעות מסוים.

10.6. באנגליה, ה- Conduct of Business Sourcebook ("C.O.B.S"), מהווה חלק מן המאטריה המשפטית אשר מסדירה, בין היתר, את הכללים החלים על קרנות השקעה - בשל היותן Regulated Entities תחת הדין באנגליה ופיקוח ה-FCA - ובאופן ספציפי, מסדיר את מגבלות התקשורת וההזמנה לרכישה או השתתפות משקיעים פרטיים בהשקעות בקרנות אלו.

10.7. C.O.B.S, בדומה לתכלית העומדת בבסיסה של התוספת הראשונה לחוק הישראלי, מכיר במצבים מסוימים ובנסיבות בהן אין צורך בהגנה על משקיעים פרטיים העומדים בתנאים שקבע החוק.

10.8. ואכן, סעיף 4.12.8 ל-C.O.B.S, קובע במפורש כי פנייה שנעשית אל "משקיע מתוחכם על בסיס תצהיר" (*self-certified sophisticated investor*), כאשר למשקיע כאמור יש ניסיון ספציפי או חבר בארגון המבצע השקעות מהסוג הרלוונטי למיזם, כמוה כפניה אל משקיע מתוחכם לכל דבר ועניין ומחריג אותו מהמגבלות המוטלות על קרנות השקעות לפי ה-C.O.B.S.

10.9. משקיע מתוחכם על בסיס תצהיר, כאמור לעיל, הוא משקיע אשר חותם על תצהיר בפני קרן ההשקעות כי הוא עונה על אחת מהחלופות הבאות:¹⁴

4.1.1. חבר בסינדיקט או רשת של עסקי אנגלי;

4.1.2. ביצע יותר מהשקעה אחת בחברה שאינה רשומה למסחר בשנתיים האחרונות;

4.1.3. עובד בהווה או בשנתיים האחרונות בתפקיד מקצועי במגזר קרנות ההון הפרטי או בתפקיד פיננסי בתאגידים קטנים או בינוניים;

4.1.4. דירקטור בהווה או בשנתיים האחרונות בחברה עם מחזור של מיליון פאונד.

10.10. אנו חוזרים ומדגישים, כי הפניה זו והבחינה של ענייננו לאור הדין האנגלי, נעשית מעבר לצורך, שכן הדין הישראלי והתכליות הברורות של החוק, מביאים למסקנה החד משמעית, לפיה יש להכיר בקרן אותה יקימו המשקיעים כמשקיע מתוחכם (קרן הון-סיכון) לפי התוספת הראשונה לחוק.

¹⁴ סעיף 4.12.8 ל-C.O.B.S.

11.1. אנו פונים בבקשה, כי הרשות תאשר, על סמך העובדות הייחודיות של מקרה זה ולאור הנימוקים שפורטו לעיל והיות שעיסוקה של הקרן הוא השקעה בעיקר בתאגידים אשר בעת ביצוע ההשקעה בהם עיקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע, וזאת בין היתר באמצעות קרנות אחרות, כי הקרן עונה להגדרת "קרן הון-סיכון" הקבועה בפרט (9) לתוספת הראשונה לחוק.

11.2. **לגישתנו, המשקיעים, בהתאגדותם במסגרת הקרן, לאור ניסיונם, המאפיינים והנסיבות הרלבנטיות והכל כפי שפורט לעיל - עונים לתכלית אותה התוספת הראשונה נועדה להגשים, מכיוון שהם אינם זקוקים להגנת החוק - המדובר באנשי עסקים בעלי ניסיון רב בתחום השקעות הטכנולוגיה, הבקיאיים בשוק ההון-סיכון ובעלי תחכום פיננסי, אשר מעוניינים להביא את ניסיונם, יכולתם והידע שלהם לידי ביטוי באמצעות ההשקעות שתבצע הקרן ולעשות שימוש בקרן ככלי להשקעת ההון האישי שלהם בלבד.**

11.3. אנו מבקשים לשים את הדגש על הנסיבות הייחודיות שבפניה זו, שכן אנו סבורים שיש בהן בכדי לתמוך בכך שדין הפניה להתקבל: הקרן תורכב כולה ממשקיעים בעלי ניסיון רב ומוכח בהשקעות הון-סיכון אשר ינהלו בעצמם את השקעות הקרן; הון הקרן יהיה של המשקיעים ולא יבוצע גיוס הון לקרן מהציבור; הקרן לא מתכוונת, לעת הזאת, לגייס משקיעים נוספים והפניה נובעת מרצונם החופשי של המשקיעים לבצע השקעות בעיקר בחברות טכנולוגיות באמצעות מבנה השקעה שמוזיל ומטייב את השקעתם ואין בו כדי להשפיע על טיב ההשקעות ומהותן.

11.4. הקרן מתחייבת כאמור כי היא תקיים את התנאי המנוי בפרט (9) לתוספת הראשונה לחוק, לפיו עיקר השקעותיה יהיו בתאגידים אשר בעת ביצוע ההשקעה בהם, עיקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע, ושהסיכון בהשקעה בהם גבוה מהמקובל בהשקעות אחרות, באחת מבין שתי החלופות הבאות-

(א) השקעה ישירה בתאגידים כאמור; או

(ב) השקעה בתאגידים כאמור באמצעות קרנות שמשקיעות בתאגידים מסוג זה, ובלבד שתהיה לקרן מעורבות בפעילות ההשקעה כפי שפורט בסעיף 2.3 לעיל.

יובהר, כי הקרן תקפיד שבכל עת, רוב השקעותיה יהיו מהסוגים שנמנו בסעיף 11.4 לעיל.

12. סיכום

- 12.1. לסיכום, אנו סבורים כי יש לסווג את הקרן כ"קרן הון-סיכון" שהיא משקיע מתוחכם לפי פרט (9) לתוספת הראשונה לחוק וזאת בהתאם לתכלית ולשון החוק ותקנותיו בכלל, ולאור הנסיבות הייחודיות שפורטו לעיל, בדבר הרקע והכישורים המוכחים [REDACTED] בשוק ההיי-טק, הישראלי והבין-לאומי, בפרט.
- 12.2. כפי שהבהרנו במכתבינו וכן בשיחות עמכם, אנו סבורים שמתווה פעילות כאמור מקיים בצורה ברורה את לשון החוק לצורך סיווג תאגיד כ-"קרן הון סיכון", לאור העובדה כי הקרן תשקיע את מירב השקעותיה (בין במישרין ובין בעקיפין באמצעות קרנות) בתאגידים אשר בעת ביצוע ההשקעה בהם, עיקר עיסוקם מחקר ופיתוח או ייצור של מוצרים או תהליכים חדשניים ועתירי ידע, ושהסיכון בהשקעה בהם גבוה מהמקובל בהשקעות אחרות, בין באופן ישיר ובין באופן עקיף.
- 12.3. מרשינו מתחייבים לפעול בהתאם לתשובתכם לפנייה זו. באם מרשינו יבחרו לאמץ עמדה שונה, הם מתחייבים ליידע את הרשות מראש.
- 12.4. מרשינו מודעים לכך שבקשה זו ותשובת הרשות לה עשויים להתפרסם בנוסחן המלא באתר הרשות, ואולם, מכיוון שעסקינן במשקיעים פרטיים ובשים לב לנתונים האישיים המפורטים בפניה זו, נבקש כי הפניה [REDACTED], תפורסם רק לאחר שתינתן למשקיעים האפשרות למחוק כל פרט מזהה לגביהם ולגבי פעילותם, בתיאום עמכם מראש.

בכבוד רב,

זכריה רכטשאפן

אילנית לנדסמן-יוגב

עורך-דין

עורכת-דין