



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464
טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160
www.isa.gov.il

9 יוני, 2016
ג' סיון תשע"ו

לכבוד:
אודי אפרון ויהודה גינדי, מ.פירון ושות', עורכי דין
השלושה 2
תל אביב

באמצעות פקס: 077-2299603

הנדון: בקשת הנחיה מקדמית – אקזיטוואלי בע"מ ("החברה")

סימוכין: מכתביכם מהימים 22.5.16, 26.5.2016 ו-7.6.16 ושיחותינו הטלפוניות מהימים 2.6.16 ו-7.6.16

במענה לבקשה להנחיה מקדמית במכתביכם ובשיחות שבסימוכין (להלן: "המכתב"), הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות") בעניינה. עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם במכתב ועליה בלבד, ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלבנטיים לנדון.

1. עיקרי העובדות הרלוונטיות לענייננו כפי שפורטו במכתביכם:

1.1. החברה הקימה מיזם אינטרנטי שנועד לספק תשתית לתאגידיים לביצוע גיוסי הון בהיקפים קטנים ממשקיעים פרטיים. בספטמבר 2011 נמסרה לחברה עמדת סגל הרשות בה צוין, בין היתר, כי הסגל לא יתערב בעמדתה המשפטית של החברה לפיה הצגתן של חברות שיגייסו הון באמצעות אתר האינטרנט של המיזם תיחשב בגדר פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך, כנדרש בסעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") בנוסחו דאז בכפוף לתנאים שונים.¹ בעקבות תיקון החוק ביום 31 בדצמבר 2015 נדרשה החברה לחדול מפעילותה, נוכח אי עמידתה בהוראות סעיף 15א(א)(4) כפי שתוקן. לאחר תכתובות בין הצדדים הגישה החברה עתירה מנהלית לקבלת צו ביניים, להשעיית הוראת הרשות (להלן: "העתירה"). בדיון שהתקיים בבית המשפט הודיעה החברה כי בכוונתה לפנות לרשות בפניה מקדמית, להסדרת פעילותה בהתאם להוראות סעיף 15א(א)(4) כפי שתוקן.

1.2. המתווה המוצע על-ידי החברה בנוי משלושה שלבים עיקריים:

1.2.1 בשלב הראשון יפרסם המיזם מידע בדבר כוונתן של החברות המפרסמות להציע ניירות ערך, שייחשף למספר לא מוגבל של משקיעים. מידע כללי זה יכלול, בין היתר, תיאור של תחום פעילותה של כל חברה מפרסמת, מוצריה הנוכחיים והעתידיים, שנת הקמתה, התקדמותה העסקית, השוק בו היא פועלת, מתחריה המשמעותיים, מאפייני הלקוחות, מגבלות חקיקה ותקינה רלוונטיות, פעולות מחקר ופיתוח וכן פירוט אודות ההון האנושי המהותי והקניין הרוחני (להלן – **מידע כללי אודות פעילות החברה המפרסמת**). בנוסף, המיזם יפרסם את סכום ההשקעה המינימלי למשקיע, לצד מידע אודות "טווח היקף הגיוס" אותו מבקשת החברה לגייס. החברה מדגישה כי מידע כאמור לא כולל את פרטי ההצעה, לרבות מחיר, ריבית ותשואה.

¹ לפירוט השתלשלות העניינים ראה עת"מ 18700-04-16 אקזיטוואלי בע"מ נגד הרשות לניירות ערך שהגישה החברה, בפרט סעיפים 46-49 לתשובת הרשות לעתירה.

1.2.2 בשלב השני ימסור המיזם למשקיעים פוטנציאליים שיהיו מעוניינים בכך, מידע נוסף אודות החברה המפרסמת. מידע נוסף זה יכלול את מחיר נייר הערך של החברה המפרסמת, שווי החברה המפרסמת ("לפני הכסף") וסך הסכום אותו היא מבקשת לגייס. מידע כאמור יימסר בתחילה ללא יותר מ- 35 משקיעים פוטנציאליים שאינם מתוככמים, שיתחייבו להודיע לחברה המפרסמת בתוך תקופת זמן קצובה האם הם מעוניינים לעבור לשלב השלישי ולקבל מידע נוסף אם לאו. ככל שיתברר בתום ההליך כי פחות מ-35 משקיעים פוטנציאליים שאינם מתוככמים החליטו לעבור לשלב השלישי, יהיה רשאי המיזם לחשוף את המידע שנמסר בשלב השני למשקיעים פוטנציאליים נוספים, ובלבד שהמידע הנוסף והמלא שייחשף בשלב הפרסום השלישי לא ייחשף ליותר מ- 35 משקיעים. למעשה, בהתאם למתווה המוצע תיתכן חשיפתם של הנתונים הכספיים, הנכללים במידע שנמסר בשלב זה, ליותר מ-35 משקיעים פוטנציאליים כאמור. זאת, הגם שהחשיפה למידע תעשה בשלבים ולא כל המשקיעים הפוטנציאליים ייחשפו לו בו זמנית.

1.2.3 משקיעים פוטנציאליים שיבחרו לעבור מהשלב השני לשלישי, ייחשפו לפרטי מידע נוספים, ובכלל זה נתונים כספיים ופרטי ההצעה המלאים. מידע זה יכלול את דוחותיה הכספיים הסקורים או המבוקרים של החברה המפרסמת, קצב השימוש בתזרים המזומנים, תקציב מפורט ומכירות והכנסות עדכניות והיסטוריות. מידע נוסף זה לא ייחשף ליותר מ-35 משקיעים פוטנציאליים שאינם מתוככמים אף אם בשלב זה יודיעו חלק מהמשקיעים כי אינם מעוניינים להמשיך בתהליך. 1.3. בכל מקרה ניירות הערך של החברות המפרסמות לא ימכרו למשקיעים שאינם מתוככמים שמספרם עולה על 35.

2. לאור האמור, ביקשתם לקבל את עמדתנו בשאלה האם פניה כאמור וחשיפת המידע למשקיעים בהתאם למודל התלת שלבי, כמפורט לעיל, עומדת בדרישות סעיף 15א(א)4 ומשכך אינה מהווה "הצעה לציבור" ואינה מחייבת פרסום תשקיף.

3. לעמדתכם, בנסיבות העניין פניה כאמור למשקיעים במסגרת הפרסום בשלבים הראשון השני והשלישי עומדת בדרישות סעיף 15א(א)4 ואיננה מהווה "הצעה לציבור" וזאת מהטעמים הבאים:

3.1. על פי סעיף 15א(א)4 לחוק "פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך" הינו פרסום כללי שמטרתו לאתר קבוצות משקיעים פוטנציאליים אשר ניתן יהיה להציע להן ניירות ערך, תחת מגבלות הדין. פרסום כללי הינו פרסום שאינו כולל מידע מפורט בנוגע לתנאי ניירות הערך ומחירם, שכן אז הוא יהא מסוים דיו להיחשב כ"הצעה לציבור". עוד נדרש כי הפרסום לא יכלול פניה לציבור להציע הצעות לרכוש את ניירות הערך במחיר ובתנאים כפי שיוגדרו על-ידי המשקיעים הפוטנציאליים. המנגנון המדורג שנבחר על-ידי החברה נועד לאפשר לחברה לעמוד בגדרי הוראות סעיף 15א(א)4 ולהקפיד כי הפרסום הכללי לא יעלה כדי הצעה.

3.2. החברה מדגישה כי הגם שייתכן שהמידע שנמסר בשלב השני אודות מחיר נייר הערך ושווי החברה המפרסמת ייחשף בסופו של יום ליותר מ-35 משקיעים, הרי שבכל רגע נתון יהיו חשופים לו במקביל לא יותר מ-35 משקיעים פוטנציאליים שאינם מתוככמים. בנוסף לכך, למידע המלא, הנמסר בשלב השלישי, ייחשפו לא יותר מ-35 משקיעים שאינם מתוככמים ומוכן כי לא יימכרו ניירות ערך ליותר מ- 35 משקיעים שאינם מתוככמים.

3.3. לעניין עמידתו של המידע שנמסר במסגרת השלב הראשון בהוראות סעיף 15א(א)4 החברה מקישה מעמדת סגל הרשות שניתנה במענה לפניה מקדמית מיום 28.1.16 בה נקבע כי אין מניעה לפרסם מידע

הנותן מושג כללי בנוגע לסדר הגדול של סכום ההשקעה המינימאלי, להבדיל ממחיר מדויק של נייר הערך.²

3.4. כאמור, תיתכן חשיפת המידע בשלב הפרסום השני בדבר המחיר, שווי החברה ("לפני הכסף") וסך הסכום לגיוס לחברה המפרסמת עשויה בסופו של דבר להימסר ליותר מ- 35 משקיעים שאינם מתוחכמים ואולם המידע הנוסף והמלא שייחשף בשלב הפרסום השלישי לא ייחשף ליותר מ- 35 משקיעים שאינם מתוחכמים. פרסום זה מגשים, לטענת החברה, את תכלית החוק. זאת, כיוון שהמנגנון המוצע על-ידיה מאפשר להגן על ציבור המשקיעים מחד ולא להפוך את הוראות סעיף 15א(א)(4) לאות מתה. לשיטת החברה מנגנון זה שומר על האיזון המתחייב בין מתן אפשרות לתאגידים פרטיים לגייס כספים לצורך פעילותם העסקית מחד, ומאידך מצמצם את הסיכון הגדול שבהצעת נייר ערך לציבור הרחב ללא כל פיקוח.

3.5. לא ניתן לומר כי יש בסיס איתן למשא ומתן טרם חשיפת המשקיע למלוא המידע הנוסף במסגרת השלב השלישי. פרסום מידע חלקי ככל שיהיה במסגרת השלב השני אינו מספיק על מנת לתת למשקיעים פוטנציאליים את הכלים הנחוצים להציע הצעות לרכישת ניירות הערך ו/או להגדיר קבוצת משקיעים פוטנציאלית מצומצמת להשקעה בניירות ערך של החברה המפרסמת. רק פרסום המידע בכללותו, כפי שיימסר במסגרת כל שלושת השלבים, יכול להביא לתוצאה זו.

4. הרינו להודיעכם כי על רקע העובדות המתוארות לעיל סגל הרשות עמדת סגל הרשות הינה כדלקמן:

4.1. **סגל הרשות אינו מקבל את עמדתכם ביחס לעמידת המתווה התלת-שלבי המוצע בהוראות סעיף 15א(א)(4) לחוק.** בניגוד לטענת החברה, המתווה המוצע אינו מתיישב עם לשון הסעיף המתוקן ותכליתו, כפי שעולה מהרקע לתיקון סעיף 15א(א)(א) לחוק והיעדים שביקשו להשיג באמצעותו.

4.2. נוסחו המקורי של הסעיף, עובר לתיקונו ב-31.12.15, קבע כי לא יראו כהצעה או מכירה לציבור פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך. כפי שפורט בהרחבה בסעיפים 6 - 32 לתשובת הרשות לעתירה³, נוסח זה יצר אי בהירות ביחס לאופן יישומו. בעוד שמטרתו המקורית הייתה להסדיר חריגים נקודתיים כגון מכירת מניות הבנקים בידי המדינה, במהלך השנים נוצרו בשוק פרשנויות רבות וסותרות, בהן היו גם פרשנויות מקלות מכוחן הוצעו הלכה למעשה ניירות ערך לציבור ללא תשקיף ותוך הפרת הוראות החוק, באופן שהפך את מגבלת ההצעה לעד 35 ניצעים ללא אפקטיבית.

4.3. נוכח אי הבהירות הפרשנית יזמה הרשות תיקון לחוק ניירות ערך בנדון⁴. בדברי ההסבר להצעת תיקון הסעיף הוסברו הרקע והצורך בתיקונו.⁵ הצורך בתיקון הסעיף גבר לנוכח הפעילות ההולכת וגדלה באתרי אינטרנט של מיזמים הפונים לציבור הרחב, על הסיכונים הכרוכים בכך, שעיקרם הצעה לציבור להשקיע בניירות ערך המוצעים על ידי אותם מיזמים, ללא תשקיף וללא מנגנוני ההגנה שנקבעו בדין, כשכל אלה מעלים חששות כבדים למעשי תרמית והונאה.

4.4. תכליתו של תיקון הסעיף הייתה להבהיר כי האיסור בחוק אינו מתייחס רק **למכירה** של ניירות ערך לציבור אלא הוא אוסר על ביצוע **הצעה** של ניירות ערך לציבור (מעל 35 ניצעים). תכלית ההגנה על ציבור המשקיעים בהקשר זה היא במספר היבטים. ראשית, בהיבט האכיפתי - במידה שהצעות מסוג

² ראה באתר הרשות בכתובת

http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/Tfile.pdf

³ ראה תשובת הרשות לעתירה באתר הרשות בכתובת

http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Emdot/emdot/Documents/010616_1.pdf

⁴ עוד טרם תיקון הסעיף פורסמה בשנת 2013 עמדת הרשות בקשר עם סוג הפרסום המותר לפיה נדרש כי (1) הפרסום לא יכלול מידע מפורט בנוגע לתנאי ניירות הערך ומחירם, שכן אז הוא יהיה מסוים דיו על מנת להיחשב כ"הצעה לציבור"; (2) הפרסום לא יכלול פניה לציבור להציע הצעות לרכוש את ניירות הערך במחיר ובתנאים כפי שיוגדרו על ידי המשקיעים הפוטנציאליים. ראה באתר הרשות

בכתובת ראה http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8141.pdf.

⁵ ראה באתר הרשות בכתובת

http://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Proposed%20Legislation/2233/Documents/IsaFile_220914.pdf

זה ליותר מ- 35 משקיעים תהיינה מותרות לא תהא דרך לדעת איזה מיזם מוכר ליותר מ-35 משקיעים. שנית, התרת הצעה לכולי עלמא (ליותר מ-35 ניצעים) תאפשר למיזמים לאתר ביתר קלות 35 משקיעים בפועל, באופן שאינו מתיישב עם ההצדקה המקורית של הסעיף, המניחה כי בהצעה ל-35 משקיעים בלבד יש למשקיעים כוח מיקוח רב יחסית למול המציע. בפניה רחבה קל לפונה לאתר משקיעים שעלולים להיענות להצעות שיתבררו בהמשך כבעייתיות. שלישית, מהשוואה לדין הזר עולה כי גם בדין האמריקאי חל איסור מחמיר על פניה לציבור הרחב (ככל שלא מדובר במשקיעים כשירים). פניה זו נתפשת כגורם סיכון וכנקודתי ההתערבות של דיני ניירות ערך. רביעית, קיומו של סיכון מערכתי עקב קיומם של מיזמים הפונים באופן סדרתי לציבור, כל פעם לגבי פרויקט אחר, כך שהיקף הפעילות אינו מוגבל ל-35 משקיעים בלבד אלא מקיף למעשה מאות ואף אלפי משקיעים. תכלית התיקון היתה, אם כן, להגביל משמעותית פנייה לציבור הרחב כמו גם את מידת העניין והנכונות שיכולה להיווצר אצלו (למשל כאשר מוצגות לו תשואות גבוהות בפרסום).

4.5 לפיכך הוצע נוסח לתיקון שמטרתו העיקרית להבהיר מהו פרסום כללי מותר שאינו עולה כדי הצעת ניירות ערך כפרסום לצורך יצירת עניין ראשוני בלבד.

4.6 לשון הסעיף כפי שתוקן קובעת כי הפרסום נדרש להיות כללי וחל איסור מפורש על מתן נתונים ספציפיים ובהם נתונים כספיים ומחיר נייר הערך. ויובהר, הסעיף קובע כיום איסור מוחלט על מתן נתונים כספיים, בין בקשר להצעה העומדת על הפרק ובין שמדובר בנתונים כספיים אחרים הנוגעים לפעילותה של החברה המגייסת.

4.7 בהתאם לעמדת הרשות, בכדי שפרסום פומבי יהא "פרסום כללי" שאינו עולה כדי "הצעה" עליו להיות פרסום מצומצם בהיקפו, ולכלול מידע מוגבל בלבד אודות פעילותה העסקית של החברה המפרסמת. בהתאם לעמדה זו שקיבלה, בין היתר, את ביטויה בתשובות לשתי פניות מקדמיות,⁶ ספק רב אם הפרסום הנרחב המוצע על-ידי החברה בשלב הראשון הנו "פרסום כללי בדבר כוונה להציע ניירות ערך", לנוכח היקף המידע שנכלל בו. מכל מקום, כנגזרת ישירה מלשון הסעיף המורה במפורש על כך שפרסום כללי אינו כולל נתונים כספיים, גם פירוט טווח של היקף הגיוס הכולל אותו מבקשת החברה המפרסמת לגייס אינו מתיישב עם לשון הסעיף ותכליתו. בקשר עם סכום השקעה נדרש - בהתאם למענה שניתן לפניות המקדמיות המוזכרות, לעמדת הרשות אין מניעה לפרסום סכום השקעה מינימלי, שכן הדבר עשוי להוות אמצעי סינון של משקיעים לא רלבנטיים ואין בציון סכום זה כדי להצביע בהכרח על מחיר נייר הערך.

4.8 בנוסף לכך, בהתאם למתווה המוצע מבקשת החברה לחשוף בשלב השני בפני משקיעים פוטנציאליים את מחיר נייר הערך, לצד שווי החברה המפרסמת וסך הסכום אותו היא מתבקשת לגייס. מידע זה, אשר ישתלב עם המידע שנמסר להם בשלב הראשון, צפוי להימסר ליותר מ-35 ניצעים.

4.9 לעמדת סגל הרשות פרסום נתונים כספיים כאמור בשלבים הראשון והשני אינו עולה בקנה אחד עם הוראות סעיף 15א(א)(4), ומשכך חשיפתם של נתונים כאמור ליותר מ- 35 ניצעים מהווה הצעה לציבור המחייבת תשקיף. כוונת החברה להציע ליותר מ 35 ניצעים ניירות ערך במסגרת השלב הראשון והשני אינה עומדת בהוראות החוק בסעיף 15א(א)(1) האוסר הצעה ליותר מ- 35 ניצעים כאמור.

4.10 עוד יודגש, כי תהליך ההצעה "המתגלגל" שמבקשת החברה לעשות בשלב השני הנו בניגוד לחוק. החברה מבקשת להציע ניירות ערך ל- 35 ניצעים, ואם חלקם לא יביעו התעניינות ורצון לעבור לשלב הבא, "למחוק" אותם ממניין 35 הניצעים, ולהציע במקומם לניצעים נוספים. זאת אף שכבר הציעה להם ניירות ערך. תוצאת הדבר היא כמובן הצעה ליותר מ- 35 ניצעים. החוק אוסר כאמור על הצעה

⁶ ראה באתר הרשות בכתובת תשובה לפניה מקדמית

http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/Tfile.pdf וכן את התשובה לפניה המקדמית בעניינה של קבוצת קדם

http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/kerdem1.pdf

לציבור ולא רק על מכירה לציבור, ולכן חובה למנות גם ניצעים שהשיבו לפנייה בשלילה. לשם המחשה, חברה אינה רשאית להפעיל מוקד טלפוני שיפנה כל פעם למשקיע אחר ולמנות רק משקיעים שנענו להצעתה.

4.11. גם טענת החברה כי המשקיעים נדרשים למידע הנמסר בשלושת השלבים יחדיו כדי לקבל החלטת השקעה מבוססת, אינה מתיישבת עם לשון החוק ותכליתו. בפסיקה ובספרות המשפטית נקבע, כי היקף תחולתו של המונח "הצעה" בסעיף 15 לחוק, אינו חופף, בהכרח, את מקבילו מתחום דיני החוזים.⁷ המונח "הצעה לציבור" בסעיף 1 לחוק מנוסח בהרחבה כ"פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך", ואינו מחייב את מסירת כל המידע לצורך קיבול מידי של ההצעה והתקשרות על פיה. בשורה של פסקי דין התייחסו בתי המשפט למגוון הדרכים באמצעותן ניתן לבצע "הצעה לציבור" – בין על דרך של פרסום מפה לאוזן⁸ ובין באמצעים שיווקיים אחרים⁹. בכלל זה קבע בית המשפט כי על מנת שתהא בפנינו "הצעה לציבור" כל שיש להראות כי התקיימה פעילות שיווקית ממשית הנתמכת בפרסומים המופנים אל ציבור המשקיעים הפוטנציאלי¹⁰.

4.12. יובהר כי האמור אינו רלבנטי רק לפרסום במסגרת המיזם ואתר האינטרנט המופעל על-ידו אלא גם לכל דרך אחרת בה יימסר המידע למשקיעים שאינם מתוחכמים שמספרם עולה על 35, על-ידי החברה או על-ידי החברה המגייסת, לרבות מיילים, שיחות טלפון, פגישות, וכדומה.

5. יודגש, כי סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי שאלות אחרות העשויות לעלות מהאמור במכתב. בנוסף, מכיוון שעמדה זו מבוססת על העובדות המתוארות במכתב, יש להבהיר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או בתנאים המתוארים בו, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה.

6. לבסוף, הרינו להודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008), הפנייה המקדמית והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות.

בברכה,

יעל בלאו, עו"ד

צפנת מזר, עו"ד

⁷ ר"א: ת"פ (תל-אביב-יפו) 3141/90 - מדינת ישראל נ' קלאב הוטלס אינטרנשיונל (א.ק.ה) בע"מ ואח', דינים שלום, כרך יז, 308, (להלן: "פס"ד קלאב הוטלס") פסקה י.2 לפסק הדין.

⁸ ת"פ (ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון, דינים מחוזי, כרך לב (8) 108, פסקה 9.

⁹ פס"ד קלאב הוטלס ("), פסקה י.3 לפסק הדין.

¹⁰ ת"א 2969/00 יו"ר הרשות לניירות ערך נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ, דיני מחוזי לג(4), בפסקאות 20-21.