



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

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

25 אוגוסט, 2014
כ"ט אב, תשע"ד

לכבוד
מר אילן מוריאנו, עו"ד
קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ
רחוב מנחם בגין 7, בית גיבור ספורט
רמת גן

באמצעות פקס 03-6128841

א.נ.,

הנדון: **בקשה להנחיה מקדמית – קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ ("החברה")**
סימוכין: מכתביכם מימים 19.1.14, 11.2.14 ו- 20.4.14

במענה לבקשת החברה במכתבים שבסימוכין, הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך ("סגל הרשות") בעניינה, כמפורט להלן. יצוין, כי עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם במסגרת המכתבים שבסימוכין, ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלבנטיים לנדון.

עיקרי העובדות הרלוונטיות ועמדת החברה

1. ביום 10.10.13 פניתם בבקשה לקבלת הנחיה מקדמית של סגל הרשות ("הפניה הראשונה"). עיקרי העובדות שתוארו על ידכם בפניה הראשונה היו כדלקמן:
 - א. החברה עוסקת בייזום פרויקטים על פי הוראות תמ"א 38. בשל קושי בקבלת ליווי בנקאי לפרויקטים מסוג זה, החברה מעוניינת ביצירת מנגנון של ליווי פרויקט על ידי משקיעים פרטיים, באמצעות גיוס אשראי ממלווים פרטיים בסכום של החל מ- 200,000 ₪, עד לגיוס מלוא סכום המימון הדרוש (8,000,000 ₪).
 - ב. ייעוד כספי ההלוואה לטובת ביצוע הפרויקט יובטח באמצעות הפקדת הכספים ישירות לחשבון נאמנות ייעודי עבור כל המלווים, כאשר שחרור הכספים יעשה על ידי הנאמן אך ורק בהתאם לקצב התקדמות הבנייה, ובכפוף לאישור מפקח על השלמת השלב הרלוונטי בבנייה.
 - ג. לצורך גיוס האשראי ממלווים, כאמור, בכוונת החברה לפנות למספר רב של מלווים פוטנציאליים ולהציע להם להתקשר בהסכמי הלוואה בשיעורי ריבית משתנים, הנובעים מהיקף ההלוואה, באמצעות ההתקשרות ספציפית עם כל מלווה ומלווה בנפרד, כאשר כל מלווה מיוצג על ידי עורך דין ויכול להעיר הערותיו על הסכם ההלוואה. זאת, מבלי שיתקיימו שינויים מהותיים במתווה העסקה הבסיסי, שכן המדובר בעסקה אחת לגיוס מימון לפרויקט ספציפי.

- ד. בכוונת החברה לתת לחלק מהמלווים, על פי סדר התקשרותם עם החברה, את האפשרות לקבל את החזר ההלוואה במועד מאוחר יותר, בתוספת ריבית נוספת על תקופה זו וזאת כהטבה נוספת על מנת לתמרץ מלווים לחתום על הסכם הלוואה עם החברה בהקדם.
2. במסגרת הפניה הראשונה ביקשתם לקבל את עמדתנו לגבי השאלה האם הסכמי ההלוואה שהחברה מעוניינת להציע למלווים נכנסים לגדרי המונח "סדרות", כמשמעותו בהגדרת המונח "ניירות ערך" בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק")¹.
3. לעמדתכם, כפי שהובעה בפניה הראשונה, הסכמי ההלוואה האמורים אינם נכנסים בגדרי המונח "סדרות" בחוק, ולפיכך החברה פטורה מהוראות הדין ביחס לדרך הצעת ניירות ערך לציבור. זאת, היות ושיעורי הריבית ומועדי הפירעון לא יהיו זהים לכל המלווים, כי לא תתקיים תקרה למספר ההסכמים הכולל לצורך גיוס סך המימון הדרוש לפרויקט, וכן כי ידובר בהתקשרות ספציפית עם כל מלווה ומלווה בנפרד.
4. במכתבנו מיום 13.1.2014 השבנו לכם, כי בנסיבות העניין ועל רקע העובדות שתוארו בפניה הראשונה כמפורט לעיל, סגל הרשות אינו מקבל את עמדתכם כאמור. לעמדת סגל הרשות, הסכמי ההלוואה כפי שתוארו בפניה הראשונה מהווים "תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה" ומשכך הם מהווים "ניירות ערך", כהגדרתם בחוק. זאת, בעיקר לאור העובדה שלא קיים הבדל מהותי בין הסכמי ההלוואה השונים לעניין התשלום והערובה לתשלום ועל סמך עמדת סגל הרשות, המתבססת על פסיקת בית המשפט העליון בעניין זה, לפיה יש לפרש את המונח "סדרה" כמתייחס לשני ניירות או יותר שהם שווי דרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום².
5. בעקבות הפניה הראשונה ומענה סגל הרשות בעניינה, פניתם פעם נוספת במכתבים שבסימוכין ("הפניה הנוכחית"). במסגרת הפניה הנוכחית, הנכם מבקשים לשנות את המתווה שתואר בפניה הראשונה לצורך גיוס המימון הדרוש, באופן שיעמוד בפרשנות החוק (לעניין המונחים "סדרה" ו"נייר ערך"), וכן בעקבות שיחות שניהלתם עם מלווים פוטנציאליים ("המתווה המעודכן"). העדכון העיקרי במתווה המעודכן הינו יצירת מגוון של רכיבים שונים בהתקשרות, אשר ישתנו בין מלווה אחד למשנהו ויקבעו במשא ומתן פרטני מול כל מלווה ביחס לתנאי ההתקשרות הספציפיים. רכיבי ההתקשרות השונים יכללו את המנויים להלן:
 - א. רכיב ייעוד התמורה – עם כל מלווה יוסכם איזה סכום מתוך כלל סכום ההלוואה יועמד לטובת מימון בנייה בפרויקט ספציפי בו ניתן היתר בניה ואיזה חלק מסכום ההלוואה, אם בכלל, יועמד לטובת מימון פעילותה השוטפת של החברה;
 - ב. רכיב הבטוחה – למלווה תועמד כבטוחה דירה בפרויקט, כאשר לא יוכלו להיות יותר מ- 7 מלווים להם יינתן ביטחון באותה דירה. בנוסף, שווי הבטוחה לעומת סכום ההלוואה

¹ המונח "ניירות ערך" מוגדר בסעיף 1 לחוק כדלקמן: "תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם...."

² כמו כן, הסב שם סגל הרשות את תשומת לבכם לכך שאף אם היה ניתן לראות בהסכמי ההלוואה מספר סדרות של ניירות ערך לאור ההבדלים שתוארו בפניה הראשונה (ואנו כאמור בדעה אחרת), הרי שלאור סעיף 15א(א)(1) סיפא לחוק יש למנות את כלל המלווים לעניין מגבלת 35 המשקיעים. לפנייה הראשונה והתשובה לה ר' באתר הרשות בכתובת: http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Pages/default.aspx

ישתנה ממלווה למלווה בהתאם לשיעור הריבית שישולם למלווה. קשת האפשרויות של כל מלווה תנוע בין בטוחה ביחס של פי אחד וחצי מסכום ההלוואה (המהווה את רמת הסיכון הנמוכה ביותר) שתזכה את המלווה בריבית של 12%, לבין בטוחה ביחס של פחות מאחד לאחד ביחס לסכום ההלוואה (המהווה את רמת הסיכון הגבוה ביותר) שתזכה את המלווה בתשואה של 21% או בזכות למימוש אופציה לדירה בתנאים מועדפים ;

ג. רכיבי בטוחות נוספות - ככל שהמלווה יחליט שחלק מסכום ההלוואה ישמש לצורך מימון הפעילות השוטפת של החברה, תינתן לאותו מלווה אופציה לרכישת דירה, כאשר יתנהל מו"מ ספציפי מול המלווה ביחס למיקום הדירה ולמחיר מימוש האופציה; בנוסף, תועמדנה לטובתו בטוחות נוספות, בדמות שעבוד זכויות בפרויקט, שטרם ניתן בו היתר בנייה סופי אלא רק היתר בתנאים, כאשר זהות הפרויקט יקבע במשא ומתן בין המלווה לחברה ;

ד. רכיב שיעור הריבית – שיעור הריבית שישולם לכל מלווה ינוע בטווח שבין 12% ל- 21% כפונקציה של טיב הביטחונות שיועמדו למלווה, כמפורט לעיל ;

ה. רכיב מועד החזר – מועדי החזר ההלוואות יהיו שונים בין מלווים שיעמידו מימון אך ורק לבנייה לבין מלווים שהעמידו חלק מההלוואה לבניה וחלק לפעילות השוטפת של החברה ; בין מלווים שיקבלו כביטחון חלקים באותה הדירה לבין עצמם ; וכן בין המלווים שהעמידו הלוואה לצורכי בניה בלבד, שכן המקור להחזר ההלוואה היא מהתשלומים שיתקבלו ממכירת הדירה שהועמדה לכל מלווה כשעבוד, כאשר מועדי המכירה של כל אחת מהדירות בפרויקט יהיו שונים. בנוסף, קיימת גם האפשרות כי החברה תציע לחלק מן המלווים, לפי סדר ההתקשרות שלהם עם החברה, אפשרות להאריך את תקופת ההלוואה, ככל שתקופת הבנייה תחרוג מהתקופה הנקובה בהסכם ההלוואה ;

ו. נוסף על כך יתקיימו הבדלים בין מועדי פירעון הקרן והריבית של ההלוואה בהתאם לשיעור התשואה ויחס הבטוחות שקיבל המלווה.

6. בנוסף, ציינתם בפניה הנוכחית, כי החברה תהיה מוכנה להחיל על עצמה סייג נוסף, באופן שלטענתכם יוכל בפרשנות המרחיקת לכת ביותר להביא לכל היותר לכדי מסקנה כי מדובר ב- 5 סדרות שונות. על פי סייג זה תציע החברה למלווים חמש אפשרויות שונות להתקשרות עימה, אשר בכל אחת מהן יכללו טווחים של הרכיבים המפורטים לעיל, כולם או חלקם, שישתנו בין אפשרות אחת למשנתה, כאשר החברה תגביל עצמה כך שלא תחתום עם יותר מ- 35 מלווים בכל אחת מאפשרויות אלה.

7. יצוין, כי לאור קיומם של שינויים מסויימים בין המתווים שהצגתם במכתביכם שבסימוכין, תיאור המתווה המעודכן כמפורט לעיל הינו בהסתמך על האמור במכתבכם האחרון מתאריך 20.4.14.

8. לאור האמור לעיל, ביקשתם לקבל את עמדתנו לגבי השאלה האם הסכמי ההלוואה שהחברה מעוניינת להציע למלווים במסגרת המתווה המעודכן נכנסים לגדרי המונח "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק.

9. לעמדתכם, בהתאם למתווה המעודכן הסכמי ההלוואה לא יהוו ניירות ערך. זאת, לאור העובדה שעם כל מלווה (גם אלו אשר אותה דירה משמשת להם כבטוחה להלוואתם), יתנהל משא ומתן בנפרד, על פי קריטריונים מסחריים מקובלים של היצע וביקוש ואינטרסים מסחריים שונים ונפרדים של כל אחד מהצדדים, וזאת בהתייחס לכל אחד מהרכיבים השונים

בהסכמי ההלוואה - סכומי ההלוואות, שיעור הריבית, הבטוחות, משך תקופת ההלוואה ומועדי פירעון ההלוואות. עניין זה, יוביל לעמדתכם בהכרח למגוון רחב יותר של הסכמי התקשרות, בעלי תנאים שונים, באופן שאלו לא יהיו סדרה של ניירות ערך.

עמדת סגל הרשות

10. הרינו להודיעכם, כי בנסיבות העניין ועל רקע העובדות המתוארות לעיל, סגל הרשות אינו מקבל את עמדתכם לפיה במסגרת המתווה המעודכן הסכמי ההלוואה לא יעלו כדי "ניירות ערך", כמשמעותם בחוק, כמפורט בהרחבה להלן:

10.1 סעיף 15 לחוק אוסר על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או

טיוטת תשקיף, לפי העניין, ותכליתו של האיסור היא הגנת ציבור המשקיעים. דרישת התשקיף משרתת בין היתר את המטרות הבאות: ראשית, מתן גילוי מקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור. הגילוי נועד לאפשר לציבור המשקיעים לקבל החלטות השקעה מושכלות, הוא נבדק על-ידי רשות ניירות ערך, וחלה בעניינו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית. שנית, לאחר פרסום התשקיף מוגדר התאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור כתאגיד מדווח החב בחובות גילוי שוטפות כל עוד ניירות הערך שלו מצויים 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. שלישית, דיני החברות ודיני ניירות ערך מעניקים הגנות נוספות רבות למחזיקי ניירות ערך שהוצעו על פי תשקיף, בהתאם לסוג נייר הערך שהוצע, כגון כללי ממשל תאגידי בחברה המציעה מניות או אגרות חוב, מינוי נאמן וזכויות להעמיד לפירעון מיידי בחברה המציעה אגרות חוב ועוד.

דרישת פרסום התשקיף קובעת את תחולת החוק, ובכך מעניקה הגנה משמעותית לציבור המשקיעים בחברות שפרסמו תשקיף, ובה בעת אוסרת על חברות שלא עמדו בחובת פרסום התשקיף (ועל כן המשקיעים בהן אינם זוכים להגנות הקבועות בדין) לגייס כספים מהציבור הרחב בדרך של הנפקת ניירות ערך.

10.2 לנוכח תכלית ההגנה על ציבור המשקיעים והגיוון הרב האפשרי בפעילויות בעולם

העסקי, נוסחו הגדרות "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" שבחוק בהרחבה. באופן כללי, מטרתן של הגדרות אלו ושל האיסור הקבוע בסעיף 15 לחוק הינה להגן על הציבור הרחב כאשר מיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה.

10.3 פעילות גיוס הכספים המוצעת על-ידי החברה, כפי שתוארה במכתביכם, היא מסוג

הפעילויות שדיני ניירות ערך נועדו לפקח עליהן שעה שהן מכוונות לציבור הרחב, מתוך כוונה להקנות לציבור זה את ההגנה הנדרשת לו בהתאם להוראות הדין. המדובר בפנייה למספר רב של מלווים פוטנציאליים, במטרה לגייס מהם כספים למימון פעילותה של חברה העוסקת בייזום פרויקטים על פי הוראות תמ"א 38. כנגד השקעת הכספים בחברה מובטחת למשקיעים תשואה פיננסית בהתאם להסכמי ההלוואה שייחתמו בינם ובין החברה.

קבלת תשואה זו תלויה בפעילותו של המיזם ובאופן ניהולו, ולפיכך נחוצים המנגנונים הקבועים בדיני ניירות ערך ובדיני החברות להגנת המשקיעים. יובהר, כי מטבע הדברים לא כל מיזם עסקי יכול לעמוד בדרישות הקבועות בדיני ניירות ערך, מפאת גודלו, יכולותיו הפיננסיות והארגוניות, או סוג ההצעה שהוא מבקש להציג לציבור. בפני מיזם

כאמור פתוחות דרכים רבות אחרות למימון פעילותו, כגון גיוס כספים מהמערכת הבנקאית, ממשקיעים מתוחכמים או ממספר משקיעים שאינו עולה כדי "ציבור" בהתאם לחריג הקבוע בסעיף 15א(א)(1) לחוק ניירות ערך. ואולם, האפשרות לפנות לציבור הרחב תהא חסומה בפניו אם אינו יכול לקיים את דרישות הדין.

10.4 במכתביכם הבהרתם, כי מטרת הפנייה לציבור הינה מימון פעילותה העסקית של החברה, וביקשתם להישען בעיקר על הטיעון כי הסכמי ההלוואה אינם מהווים "תעודות המונפקות בסדרה" כמפורט בהגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק, ועל הטיעון כי יתקיים מ"מ אישי עם כל משקיע ומשקיע אשר ישפיע על הזכויות הגלומות בהסכם ההלוואה.

10.5 אין בידינו לקבל טענות אלו. יש לפרש את רכיב ה"סדרה" בהתאם לרציונל שלשמו חוקקו דיני ניירות ערך ונקבע האיסור על הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור. כפי שצינו בתשובתנו לפנייה הראשונה, בית המשפט העליון ציין ביחס לרכיב זה כי "תכונתה של סדרה היא שהיא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום אשר יש תקרה למספרן הכולל".³ אמירה זו של בית המשפט יש להבין על רקע המקרה הפשוט שהובא לפניו באותו מקרה ועסק בכתבי אופציה שהוצעו על פי תשקיף.

10.6 ואולם, לנוכח תכליות החוק כפי שצוינו לעיל, פרשנות המונח "סדרה" לעניין הגדרת "ניירות ערך" אינה מוגבלת, הן מבחינה לשונית הן מבחינה תכליתית, למצב בו מתקיימת זהות בין התעודות וההבדל ביניהן מתמצה במספר סידורי. לצורך "סדרה" די בקיומן של מספר תעודות אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים. הבדלים בין התעודות, אשר אינם נוגעים למהות ההשקעה, אינם מחריגים, לפיכך, את התעודות מגדר סדרה אחת כאמור בהגדרת "ניירות ערך".⁴ עמדה זו קיבלה לאחרונה פומבי במסגרת "עמדה משפטית של סגל רשות ניירות ערך מספר 103-34 - סדרת ניירות ערך".⁵

10.7 ומן הכלל אל הפרט – בעניינה של החברה: עמדתנו הינה, כי אין בעדכונים שבוצעו במסגרת המתווה המעודכן כדי להוציא את הסכמי ההלוואה אשר החברה מבקשת להציע לציבור מגדר המונח "סדרה". לעניין זה, העיקר נותר בכך שהחברה מתעתדת להציע מכשירי חוב, לציבור משקיעים אשר אינם בהכרח בעלי ידע בתחום הפרויקט. זאת, כאשר עצם הנכונות להשקיע והערכת שווי ההשקעה (החל במועד ההצעה ועד פירעון החוב) תלויים בסיכויים ובסיכונים של החברה בכללותה, ולמצער באלו של פרויקט ספציפי, אשר מנוהל על-ידי החברה או על ידי מי מטעמה באופן בלעדי, וכן כאשר מהות ההשקעה הינה השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה.⁶ בכך, אין החברה שונה באופן מהותי מחברות נדל"ן יזמי המגייסות כספים מהציבור בדרך של

³ ר' רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות נ' זת חברה לייצוא כלכלי בע"מ ואח' פ"ד מז(5) 476, 481.
⁴ יובהר, כי פרשנות המונח "סדרה" בהקשרים אחרים, כגון זיהוי סדרת אגרות חוב שהונפקה לציבור על פי תשקיף לשם קביעת חובות שונות מכוח דיני ניירות ערך ודיני החברות, עשויה להיות שונה ומצומצמת יותר.
⁵ ר' באתר האינטרנט של הרשות בכתובת:

⁶ http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/103-34.pdf
זאת, בדומה גם לקביעת הפסיקה בארה"ב בדבר המאפיינים אשר מקימים "נייר ערך" אשר יש להחיל את דיני ניירות הערך לגביו. ר' בעניין זה את פסק הדין המכונן בארה"ב S.E.C v. W.J. Howey Co. 328 U.S. 293 (1946) ור' גם המ' (ת"א) 3199/95 רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ, דינים מחוזי, כרך כו(5), 338.

הנפקת אגרות חוב. לאור האמור, אין לגישתנו חשיבות מכרעת להבדלים מסוימים בתנאים הכלכליים בין הסכמי ההלוואה השונים, שכן בסופו של יום מדובר עדיין בניירות ערך כמשמעותם בחוק.

10.8 למעלה מן הצורך יצוין, כי גם פרשנות מצומצמת יותר של המונח "סדרה" הייתה מביאה למסקנה דומה, שכן, אין בריבוי מספרם של הרכיבים הכלכליים השונים בכל הלוואה, ומשכך גם בריבוי מספר השילובים הפוטנציאליים שלהם בהסכמי ההלוואה, כדי ליצור הבדל מהותי בתנאי התשלום ובערובה לתשלום. זאת מאחר שגובהו או היקפו של כל רכיב צפוי להשפיע בשיעור דומה על גובהו או היקפו של רכיב אחר, בהתאם לתרכיב הכולל בהסכם. משכך הלכה למעשה יתקיימו יחסים קבועים בין הרכיבים השונים, ובכלל זה בין תנאי התשלום והערובה לתשלום, על בסיס מעין "מפתח" מוגדר מראש.

10.9 באשר לטענתכם לקיומו של מו"מ האישי בין החברה לבין כל משקיע ומשקיע, יובהר כי תהליך המתקיים בין החברה ובין מלווה פוטנציאלי, קודם לחתימת הסכם ההלוואה עמו, אינו מוציא אותה מהגדרת "ניירות ערך" ואף לא מגדר פעולה של הצעה, ואינו יכול להחליף את דרישות דיני ניירות ערך. דינים אלו נועדו בין היתר להעמיד בפני ציבור המשקיעים את מלוא המידע הדרוש לו לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת, ובהיותם דינים קוגנטיים, אין החברה רשאית לעשות דין לעצמה ולמצוא להם תחליף בשיחות עם המשקיעים, או בהצגת מידע אלטרנטיבי למידע שנקבע בדין. בנוסף, המונח "הצעה לציבור" מנוסח בהרחבה כ"פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך", ואינו מסויג לאופן פניה זה או אחר. כך, למשל, אין כל דרישה בחוק כי ההצעה תהא במסגרת פרסום לציבור הרחב, הכולל פרטים ספציפיים כך שניצע יוכל להיענות מיידית לאותו פרסום. הצעה לציבור יכולה להיעשות בדרך של מפגשים פרטניים, עם כל משקיע ומשקיע, בהם מוצע לכל אחד מהמשקיעים לרכוש ניירות ערך. היה ולא חלים החריגים הקבועים בחוק (לרבות החריג שעניינו מספר המשקיעים המותר), אזי מדובר בהצעה לציבור. החשיבות אינה בדרך הפניה לציבור אלא בעצם הפניה אליו במטרה להניעו לרכוש ניירות ערך. ובעניינה של החברה - ניהול משא ומתן עם המלווים, כולם או חלקם, אינו גורע מהיות פעילותה בגדר הצעה לציבור של ניירות ערך, אלא רק ממחיש את מאמצי השכנוע וההנעה של החברה כדי שהציבור ירכוש את ניירות הערך שלה.

11. **לסיכום, ולאור כל האמור לעיל, עמדתנו הינה, כי הסכמי ההלוואה מהווים "ניירות ערך" כהגדרתם בחוק.** עמדה זו עולה בקנה אחד עם תכלית החוק ועקרונות היסוד של דיני ניירות ערך המיועדים להסדיר שווקים למכירה או למסחר במכשירים בעלי אופי פיננסי, בעלי שווי כלכלי ממשי, שהינו פרי הסיכונים והסיכויים הגלומים בהם, כדוגמת הסכמי ההלוואה, לשם הגנת ציבור המשקיעים. עמדתנו זו מתיישבת גם עם העמדה הפומבית של סגל הרשות שפורסמה לאחרונה כמפורט בסעיף 9.6 לעיל.

12. **הואיל וכך, יצירת מנגנון גיוס אשראי ממלווים פרטיים במסגרת המתווה המועדכן במתכונתו כמפורט לעיל, תחייב את החברה לפעול בהתאם לסעיף 15 לחוק הקובע את הכלל לפיו, לא ניתן לעשות הצעה לציבור או מכירה לציבור אלא על פי תשקיף.**

13. באשר להצעתה החלופית של החברה כמפורט בסעיף 6 לעיל לפיה תציע החברה חמש אפשרויות התקשרות שונות עם המלווים בחמישה "מסלולים", כאשר בכל אחד מהם לא תתקשר החברה עם יותר מ- 35 מלווים: ראשית, יובהר כי גם ביחס להצעה חלופית זו תקפה עמדת סגל הרשות

כמפורט לעיל, לפיה כלל הסכמי ההלוואה מהווים סדרת ניירות ערך. נוסף על כך ולמעלה מן הצורך יצוין עוד, כי גם לו ניתן היה לראות בכל אחד מחמשת "המסלולים" משום סדרה נפרדת, לא היה בכך בכדי להוציא את התקשרותה של החברה בהסכמי ההלוואה מגדר תחולתם של דיני ניירות ערך, כמוסבר להלן.

סעיף 15א(א)(1) לחוק קובע, כי לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור "הצעה או מכירה למשקיעים שמספרם אינו עולה על מספר שייקבע בתקנות, ובלבד שמספר המשקיעים שלהם ימכור המציע ניירות ערך בהצעה או במכירה כאמור, בצירוף מספר המשקיעים שלהם מכר ניירות ערך במהלך שנים עשר החודשים שקדמו לאותה הצעה או מכירה, לא יעלה על המספר שנקבע; לעניין זה יימנו בנפרד משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות, ומשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים".

משכך, וכפי שעולה בבירור מהסיפא של סעיף 15א(א)(1) לחוק כאמור, יש למנות יחד את מספר המשקיעים בסדרות השונות של ניירות ערך, תוך מיון בין שתי הקטגוריות הבאות: (1) מניות וניירות ערך המיירים למניות, או (2) ניירות ערך אחרים. כלומר, בעניינה של החברה, מאחר שכל הסכמי ההלוואה, על ה"מסלולים" השונים שבהם, מהווים "ניירות ערך אחרים", הרי שיש למנות את כלל המלווים יחדיו ובמצטבר גם אם השקיעו במסלולים שונים. לכן, ככל ותציע החברה ליותר מ- 35 משקיעים להתקשר בהסכמי הלוואה ו/או תתקשר החברה עם למעלה מ- 35 משקיעים בהסכמי הלוואה, באיזה מהמסלולים במצטבר, תהיינה ההצעה והמכירה כפופות להוראות סעיף 15 לחוק.

14. יצוין, כי ביום 26.5.2014 התקבלה במשרדי הרשות עתירה מנהלית שהוגשה על ידיכם נגד הרשות לבית המשפט המחוזי בתל אביב ("העתירה")⁷, בסוגיות נשוא בקשתכם שבנדון, כאשר להבנתנו אין בעתירה בכדי לייתר את בקשתכם זו ואת רצונכם במענה של סגל הרשות בעניינה, המובא בפניכם במכתבנו זה. בתגובת הרשות לעתירה, בכוונתנו להציג בפני בית המשפט את העמדה המפורטת לעיל.

15. יצוין עוד כי סגל הרשות בוחן תיקוני חקיקה בקשר להצעות קטנות ובקשר לסעיף 15 לחוק, אשר יקלו על גיוס הון מסוגים שונים, אך נכון להיום הדין הקיים הוא זה המפורט בעמדתנו לעיל.

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

17. 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.

בכבוד רב,

צפנת מזר, עו"ד

מערך רגולציה וייעוץ משפטי

⁷ עת"מ 14-05-34589 קבוצת קדם חיזוק וחינוך מבנים בע"מ נ' הרשות לניירות ערך