



**רשות ניירות ערך**  
**ISRAEL SECURITIES AUTHORITY**

[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

**עמדת סגל**

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

21.9.2014

**עמדת סגל משפטית מספר 35-103: הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים**

**מבוא**

תאגידי פרטיים מבקשים לעתים קרובות לפנות למשקיעים מתוחכמים בהצעה לרכוש את ניירות ערך שלהם. לאחרונה התקיימו דיונים בין סגל הרשות לגורמים בשוק בסוגיית סוג הפרסום המותר בדבר כוונה לבצע גיוס מסוג זה וכן בדבר אופן ביצוע ההצעה והמכירה במסגרתם.

עמדת סגל זו עוסקת בנושאים אלו, ותכליתה לייצר ודאות משפטית בביצועם של גיוסים מסוג זה לצד מתן הגנה לציבור הרחב. העמדה נוגעת להצעה ומכירה של ניירות ערך, ולפרשנות סעיפים 15א(א)(4) ו-7 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") בהקשר זה, ואין להקיש ממנה בהכרח להוראות אחרות בדיני ניירות ערך לגביהן עשויות להתעורר שאלות דומות<sup>1</sup>.

**א. אופן אימות עמידת משקיעים מתוחכמים מסוג "לקוח כשיר" ו- "תאגיד כשיר" בתנאי הכשירות הקבועים בחוק**

1. כלל יסוד בדיני ניירות ערך הינו כי הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור טעונה פרסום תשקיף. יחד עם זאת, החוק קובע רשימת מקרים אשר אינם כפופים לחובת פרסום תשקיף כאמור.

<sup>1</sup> ובכלל זה, בקשר עם ההוראות בסעיפים 3א(11) ו-3א(2) ו-3א(ג) לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 וסעיף 44 לחוק ניירות ערך בקשר עם זירות מסחר.

2. אחד החריגים המרכזיים לחובת פרסום התשקיף הקבוע בסעיף 15א(א)(7) לחוק הינו הצעה או מכירה למשקיעים "מתוחכמים", הכוללים בעיקר את הגופים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ("התוספת הראשונה").

בין גופים אלו נכללים תאגיד בעל הון עצמי העולה על 50 מיליון ש"ח, למעט תאגיד שהתאגד למטרת רכישת ניירות ערך בהצעה מסוימת ("תאגיד כשיר"); וכן יחיד, הרוכש בעבור עצמו, הממלא אחר שניים מבין התנאים המנויים להלן ואשר נתן הסכמתו מראש לכך שייחשב כלקוח כשיר ("לקוח כשיר"):

(1) השווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק שבבעלותו עולה על 12 מיליון ש"ח ("חלופת נכסים נזילים");

(2) הוא בעל מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון או הועסק לפחות שנה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון ("חלופת המומחיות");

(3) הוא ביצע לפחות 30 עסקאות בממוצע בכל רבעון במשך ארבעת הרבעונים שקדמו להסכמתו, למעט עסקאות שביצע מנהל תיקים בעבור לקוחותיו ("חלופת מספר עסקאות").<sup>2</sup>

3. בהתאם להוראות התוספת הראשונה, על לקוח כשיר ותאגיד כשיר (כמו גם יתר המשקיעים המתוחכמים המנויים בתוספת) להעניק לפני כל ביצוע רכישה על ידם את הסכמתם הכתובה כי מתקיימים בהם התנאים המנויים לעיל וכי הם מודעים ומסכימים למשמעות סיווגם כמשקיע מתוחכם ("ההסכמה").<sup>3</sup>

4. עמידתם של משקיעים מתוחכמים המנויים בתוספת הראשונה לחוק בהגדרות הקבועות שם הינה בעלת השלכות משפטיות ניכרות. הצעה או מכירה לניצעים שרק נחזים להיות משקיעים מתוחכמים, ואינם עומדים בפועל בהגדרות התוספת הראשונה, עלולה להיחשב כהפרת הדין על ידי המציע, אשר הלכה למעשה מבצע הצעה לציבור ללא תשקיף. לפיכך, קיימת חשיבות רבה לדיון בדבר האופן בו נדרשים המנפיק, המציע או המתווך מכירה של ניירות ערך (למען הנוחות, להלן ביחד יכוננו: "המציע") לפעול ובדבר אמצעים שעליהם לנקוט לצורך בחינת עמידת משקיע שנותן הסכמה בתנאים הנדרשים על פי דין.

5. דיון בנדון התקיים בעת האחרונה גם בארה"ב. במסגרת ה- Jobs Act (Jumpstart Our Business Startups Act) נקבע, כי האיסור שקיים בדין האמריקאי לשימוש באמצעי פרסום ושידול של ניירות הערך בהצעה פרטית ("General Solicitation") לא יחול מקום בו הרוכשים הינם משקיעים מתוחכמים ובלבד שהמציע נוקט אמצעים סבירים לוודא כי הרוכשים הינם משקיעים מתוחכמים, על פי דרישות הדין האמריקאי.<sup>4</sup> בהתאם לכך, ביולי

<sup>2</sup> משקיעים מסוג "תאגיד כשיר" ו- "לקוח כשיר" הוספו לתוספת הראשונה לחוק במסגרת תיקון החוק משנת 2011.  
<sup>3</sup> בתוספת נקבע כלל מקל בקשר עם רכישות המבוצעות במסגרת מערכת המסחר למוסדיים, כמפורט ובתנאים הקבועים שם.

<sup>4</sup> המקבילה המרכזית בארה"ב לפטור מתשקיף בהצעה למשקיעים המתוחכמים בדין הישראלי מעוגנת ב- Rule 506 במסגרת Regulation D ("Rule 506"). תחת פטור זה ניתן, בין היתר, להציע או למכור ניירות ערך למספר בלתי מוגבל של משקיעים הנחשבים על פי הדין האמריקאי למשקיעים מתוחכמים (ומוגדרים כ- "accredited investors") ובכפוף למספר תנאים, מבלי שהדבר יחשב הצעה לציבור הטעונה פרסום תשקיף. לחריג שנקבע כאמור ר' סעיף 201(a)(1) ל- Jobs Act <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>.

2013 פרסמה רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC) הנחיות בדבר השיטות שיכול המציע לנקוט לצורך קיום החובה שהוטלה עליו כאמור.<sup>5</sup>

6. גם סגל הרשות הביע זה מכבר עמדה בסוגיה זו. על פי עמדת סגל הרשות 103-27: "התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך והתוספת הראשונה לחוק הייעוץ - שאלות ותשובות" מחודש אפריל 2012 ("עמדה 103-27"), מציע אינו פטור מבחינת עמידת גוף בתנאי התוספת הראשונה אך בשל קבלת ההסכמה, אלא עליו לנקוט את כל האמצעים הנאותים הדרושים כדי להשתכנע, ככל הניתן, כי הגוף נותן ההסכמה אכן עומד בתנאי התוספת הראשונה, וכי אמצעים כאמור תלויים בסוג המשקיע.<sup>6</sup>

7. עמדת הסגל האמורה לא כללה התייחסות מפורשת למהות הצעדים שעל המציע לנקוט. לקוח כשיר ותאגיד כשיר הינם גורמים פרטיים אשר לא קיים לגביהם בהכרח מידע פומבי (בשונה ממרבית המשקיעים המתוחכמים שבתוספת הראשונה, שהינם בעיקר גופים המפוקחים על ידי רגולטורים בתחומי שוק ההון, ואשר קיים מידע פומבי מסוים בעניינם). מכאן החשיבות בהבהרת אמצעים שרשאי מציע לנקוט על מנת לעמוד בחובות אימות עמידתם בתנאי הכשירות, וזו אף הולכת וגוברת בעידן בו מתפתחים אפיקי גיוס הון חלופיים ויצירתיים, בעיקר לחברות קטנות.<sup>7</sup>

8. ראוי לציין, כי סוגיית מנגנון הוידוא לתנאי הכשירות של המשקיעים המתוחכמים שעל המציע לנקוט זכתה להתייחסות נוספת לאחרונה גם במסגרת דו"ח הועדה לקידום השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח ("ועדת המופ"), בקשר עם אפשרות הקמתם והפעלתם של מועדוני משקיעים מתוחכמים.<sup>8</sup>

9. לעמדת סגל הרשות שימוש בשיטות המנויות להלן יקים חזקה להיותם של האמצעים שננקטו על ידי המציע אמצעים סבירים לאימות עמידת לקוח כשיר ותאגיד כשיר בתנאי הכשירות לצורך ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך על פי סעיף 15א(א)(7) לחוק, ובלבד שלא קיים למציע או מי מטעמו מידע המקים יסוד סביר להניח כי הניצע אינו עומד בתנאי הכשירות.<sup>9</sup>

(א) בקשר עם חלופת נכסים נזילים - קבלת אישור בכתב של רואה חשבון, עורך דין, או בנסיבות המתאימות גורם חיצוני אחר שלמציע יש יסוד סביר לסמוך על אישורו, למועד שלא יקדם לשלושה חודשים ממועד המכירה של ניירות הערך המוצעים, המאשר כי

<sup>5</sup> להנחיות ה- SEC ר' <http://www.sec.gov/rules/final/2013/33-9415.pdf>.

<sup>6</sup> ר' באתר האינטרנט של הרשות בכתובת:

[http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf\\_Positions/SLB\\_Decision/Public\\_Offers/Documents/IsaFile\\_67\\_32.pdf](http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/IsaFile_67_32.pdf).

<sup>7</sup> יצוין, כי פרויקט נוסף אשר על סדר יומה של הרשות עוסק בבחינה מחדש של הגדרת לקוח כשיר, הצעה לתיקון ההגדרה שפורסמה להערות ציבור במקביל לפרסום עמדה זו, ר' 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/Suggestions/Pages/default.aspx>. פרויקט זה משתלב עם העמדה המובאת כאן, כשמטרת שניהם היא להתאים את אופני גיוס ההון לצרכים בשוק ובשים לב ליתרונות במנגנוני גיוס אלו.

<sup>8</sup> ר' ההמלצה בדבר מועדון משקיעים בעמ' 51-52 וכן בנספח ד' בעמ' 63 לדוח הועדה

[http://www.isa.gov.il/Reports/177/Documents/IsaFile\\_8287.pdf](http://www.isa.gov.il/Reports/177/Documents/IsaFile_8287.pdf) הודעות 2013 ופרסומים.

<sup>9</sup> ויובהר, השימוש דווקא בשיטות אלו אינו מחייב, אך הן מהוות דוגמאות לנקיטת אמצעים נאותים כדי להשתכנע בדבר כשירות המשקיעים המתוחכמים. מהמציעים מצופה, כי ישמרו על תיעוד מלא ומהימן של שיטות ואמצעי הוידוא שנקטו בפועל על מנת לוודא את עמידת המשקיעים בתנאי הכשירות של משקיעים מתוחכמים.

אותו גורם נקט אמצעים סבירים (לבד מהצהרת המשקיע) לוודא שהמשקיע עומד בהגדרה, תוך פירוט אותם אמצעים, וקובע כי המשקיע עומד בדרישות ההגדרה. זאת, נוסף על האפשרות העומדת בפני המציע לבצע את בחינת עמידת המשקיע בחלופת הנכסים באופן עצמאי, תוך הסתמכות על ראיות ומידע חיצוניים שיציג בפניו המשקיע.

(ב) **בקשר עם חלופת מספר עסקאות** – קבלת אישור חבר הבורסה שבאמצעותו בוצעו העסקאות, המאשר כי המשקיע עומד בדרישות החלופה, תדפיס פעולות בנק המצביע על ביצוע מספר הפעולות הנדרש (ומבלי שידרש בהכרח פירוט נוסף מלבד עצם ביצוע העסקאות), או קבלת אישור של רואה חשבון, עורך דין או בנסיבות המתאימות גורם חיצוני אחר שלמציע יש יסוד סביר לסמוך על אישורו, המאשר כי אותו גורם נקט אמצעים סבירים (לבד מהצהרת המשקיע) לוודא שהמשקיע עומד בהגדרה, תוך פירוט אותם האמצעים, וקובע כי המשקיע עומד בהגדרה.

(ג) **בקשר עם חלופת המומחיות** – הסבר מהמשקיע הנתמך בראיות חיצוניות המעידות על התקיימות מאפיינים של המשקיע שבגינם ניתן לראות בו כעונה על חלופת המומחיות (כגון אישור העסקה על עבודה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון).

(ד) **בקשר עם אימות עמידת תאגיד כשיר בתנאי הכשירות** – באופן זהה לעמידת לקוח כשיר בחלופת נכסים נזילים – כמפורט בסעיף (א) לעיל.

10. מועד אימות עמידת הניצעים בתנאי הכשירות באופן המפורט לעיל יהא ככלל במועד המכירה<sup>10</sup>. במועד ההצעה ניתן להסתפק בהצהרת הניצע בדבר עמידתו בתנאי הכשירות. כמו-כן, במקרה בו מתבצעת מכירה נוספת לאותו לקוח כשיר או תאגיד כשיר במהלך תקופה של שנה ממועד בו אומתה כשירותו באופן המפורט לעיל, ניתן להסתפק בהצהרת המשקיע כי הוא עדיין עומד בתנאי הכשירות. (זאת, ובלבד כמובן שלא ידוע למציע אחרת, וכן שהאמין בתום לב כי המשקיע הינו עודנו משקיע מתוחכם).

11. האמור לעיל בדבר אופן אימות עמידת לקוח כשיר ותאגיד כשיר בתנאי הכשירות יחול גם במקרים הבאים:

(1) ביצוע "מכרז מוסדי" המתקיים במסגרת הצעה לציבור בה מתקבלות גם התחייבויות מוקדמות ממשקיעים מתוחכמים הרשאים להעמיד התחייבות כאמור, והכל בהתאם להוראות תקנה 4 לתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התשס"ז-2007 ("תקנות אופן ההצעה");

(2) ביצוע הצעה לא אחידה של ניירות ערך בהתאם להוראות תקנה 11 לתקנות אופן ההצעה, אשר הניצעים במסגרתה הינם משקיעים מתוחכמים מהסוגים הרשאים להשתתף בהצעה מסוג זה, בהתאם להוראות התקנה האמורה.

12. ויובהר, אין בעמידתו של המציע בחובות המוטלות עליו בהתאם לאמור לעיל בכדי לפטור את הניצע מחובתו לעמוד בהוראות כל דין, ובכלל זה, ניצע אשר יצהיר על עמידה בתנאי הכשירות או יספק מסמך אחר המעיד על כך מבלי שמתקיימים בו תנאים אלו יהא חשוף לסנקציות הקבועות בדין.

<sup>10</sup> לענין זה ראו גם חלק ג' של נייר זה.

## **ב. אופן פרסום הצעת ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים**

13. חריג נוסף לכלל היסוד בדבר חובת פרסום תשקיף קבוע בסעיפים 15א(א)(4)(א) ו-15א(ב)(4) לחוק, על פיהם פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך ללא יותר מ- 35 ניצעים ("הצעה פרטית רגילה"), וכן פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים ("הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים"), בהתאמה, אינם מהווים הצעה לציבור.

14. עמדת סגל עדכנית בקשר עם פרסום כאמור קיבלה ביטוי פומבי במענה לפניה מקדמית ממוחשף יולי 2013 ("הפניה המקדמית")<sup>11</sup>. עמדת הסגל כפי שהובעה שם הינה כי "פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך", הינו פרסום כללי שמטרתו איתור קבוצת משקיעים פוטנציאליים מצומצמת אשר ניתן יהיה להציע לה ניירות ערך תחת מגבלות הדין. תנאי הכרחי אם כן הוא, שאחרי הפרסום הכללי יתבצע הליך נוסף, כפי שיגדיר המפרסם מול קבוצת המשקיעים המצומצמת שבמסגרתו ייקבעו תנאי ההנפקה. אשר על כן, במסגרת פרסום כאמור נדרש כי יתקיימו שני תנאים מצטברים אלה: (א) הפרסום לא יכלול מידע מפורט בנוגע לתנאי ניירות הערך ומחירים, שכן אז הוא יהיה מסוים דיו על מנת להיחשב כ"הצעה לציבור"; (ב) הפרסום לא יכלול פניה לציבור להציע הצעות לרכוש את ניירות הערך במחיר ובתנאים כפי שיוגדרו על ידי המשקיעים הפוטנציאליים.

15. הפניה המקדמית עסקה בנסיבות אותו עניין כאמור בהצעה פרטית רגילה. בשונה מהצעה פרטית רגילה, הצעה המוגבלת למשקיעים מתוחכמים בלבד אינה מוגבלת במספר הניצעים, אלא בסוג משקיעים מסוים – משקיעים מתוחכמים בלבד, אשר הצעה ומכירה של ניירות ערך להם בכל היקף ממילא אינה טעונה פרסום תשקיף. מטרת החרג היא להתיר פרסום כללי בדבר כוונה להציע למשקיעים מתוחכמים, אך הוא אינו מתיר לפרסם באופן פומבי מידע מלא ומקיף בקשר עם הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים. זאת כדי למנוע חשיפה של הציבור למידע כאמור, באופן שיעקוף הלכה למעשה את הוראות החוק האוסרות הצעה לציבור.

**לאור האמור, מובהר בזאת, כי עמדת הסגל בפנייה המקדמית משתרעת בקשר עם פרשנות "פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך" הן ביחס להצעה פרטית רגילה (על פי סעיף 15א(א)(4)(א) לחוק) והן ביחס להצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים (על פי סעיף 15א(ב)(4) לחוק).**

## **ג. דוגמא להליך פרסום והצעת ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים באמצעות האינטרנט**

16. כאמור, לעמדת סגל הרשות, בעוד שבמועד מכירת ניירות הערך יהא על המציע לנקוט אמצעים סבירים לאימות כאמור כמפורט בחלק הראשון של נייר זה לעיל, במועד הצעת ניירות הערך ולצורך הצגת מכלול המידע בדבר ההצעה בפני הניצע, יוכל המציע להסתמך על הצהרתו של הניצע בנדון.

<sup>11</sup> ר' הפניה המקדמית והתשובה לה ממוחשף יולי 2013 (תחת השם "הצעת ניירות ערך במסגרת פלטפורמה אינטרנטית לגיוס הון"), באתר האינטרנט של הרשות בכתובת [http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf\\_Positions/Preliminary\\_Inquiries/Prospectuses/Pages/default.aspx](http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Pages/default.aspx).

17. מציעים המבקשים לפיכך לפנות באמצעות האינטרנט למשקיעים מתווכמים יכולים לפיכך לפעול באופן הבא לשם עמידה בהוראות סעיף 15א(א)(7) לחוק:

(א) בשלב הראשון רשאי המציע לפרסם מידע מוגבל בקשר עם כוונתו לבצע הצעה, בהתאם לסעיף 15א(א)(4) לחוק ולאמור בפניה המקדמית.

בנוסף יצוין מפורשות ובאופן בולט, כי בכוונת המציע לבצע הצעה למשקיעים מתווכמים בלבד, בהתאם להוראות הפטור מחובת פרסום תשקיף על פי סעיף 15א(א)(7) לחוק.

(ב) היחשפות לפרטים נוספים מעבר לאלו האמורים לעיל ולפרטי ההצעה תתאפשר למשקיעים מתווכמים בלבד. ואולם, בשלב זה של ההצעה לא נדרש המציע לבחון או לאמת את עמידתו של הניצע בתנאי הכשירות הקבועים בתוספת הראשונה באופן עצמאי ויזום, אלא רשאי לחשוף מידע כאמור בפני ניצע אשר יצהיר כי הוא עומד בתנאים אלו ותוך הסתמכות על הצהרתו. חשיפה זו תתאפשר לגורם אשר יתן הצהרתו כי מתקיימים בו תנאי הכשירות הנדרשים ממשקיע מתווכם וכי הוא מודע למשמעות היותו משקיע הכלול בתוספת הראשונה לחוק ומסכים לכך, בהתאם לדרישה שבתוספת הראשונה לחוק ("ההצהרה"). משקיע שיצהיר כי הוא לקוח כשיר, ידרש בנוסף להצהיר גם באיזה שתיים מבין שלושת החלופות האפשריות להגדרת לקוח כשיר הוא עומד. הצהרה מסוג זה יכול שתינתן על ידי הגולש באמצעות סימון החלופה המתאימה באתר האינטרנט (check the box).

(ג) לאחר קבלת ההצהרה יהא המציע רשאי לחשוף בפני המשקיע שיצהיר כאמור את פרטי המציע וההצעה במלואם. מסירת מידע כאמור תתאפשר באמצעות חשיפה לעמודי אינטרנט נוספים.

(ד) הנטל של נקיטת אמצעים סבירים לוידוא עמידת המשקיע בתנאי הכשירות על ידי המציע, כמפורט בהרחבה בחלק א' של נייר זה לעיל, יחול קודם למועד מכירת ניירות הערך וביצוע ההשקעה על ידי המשקיע.

(ה) דוגמא זו מתייחסת רק למצב דברים בו ההצעה והמכירה מוגבלים למשקיעים מתווכמים בלבד, ולמשקיעים אחרים אין אפשרות לרכוש את ניירות הערך המוצעים.

**אנשי קשר: עו"ד מאיר לוי, עו"ד צפנת מזר**

**טל. 02-6556444, פקס 02-6513160**