



רשות ניירות ערך

מחלקת תאגידיים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 9546434

טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

דוא"ל: corporate@isa.gov.il

www.isa.gov.il

עמדת סגל

עמדות סגל רשות ניירות ערך 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.

ד' אלול, תש"פ

24 אוגוסט, 2020

עמדת סגל משפטית מספר 42-103: הפצה של ניירות ערך לא סחירים למשקיעים

בשנים האחרונות התרחבה פעילותם של תאגידיים שהציעו ניירות ערך שלהם לציבור על פי תשקיף תוך פניה בעיקר לציבור הרחב וללא פניה ושיווק ניירות הערך למשקיעים מוסדיים, וכן בהעדר רישום של ניירות הערך למסחר בבורסה ("תשקיפי ריטייל"). על מנת לפנות לציבור נעזרו התאגידיים בעובדי התאגיד, במפיצים, באנשי שיווק מטעמם ובפלטפורמות שיווקיות שונות, בהן אתרי אינטרנט, רשתות חברתיות, כתבות בתקשורת, פרסומות טלוויזיה, ועוד.¹

עמדת הרשות כפי שהוצגה מספר פעמים בעבר היא כי פרסומים של נתונים מתוך תשקיף וכן התבטאויות אודות החברה מחוץ לתשקיף ושלא באמצעות מערכת המגני"א במהלך התקופה בה התשקיף "פתוח" – עשויים להוות הצעה של ניירות ערך לציבור שלא על פי תשקיף תוך הפרה של סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ("החוק").² עוד על פי עמדת הרשות מסירת מידע שאינו אובייקטיבי, אלא חד צדדי, חלקי וסלקטיבי באשר למצב החברה, תוך התעלמות מהקשיים וגורמי הסיכון הכרוכים בהשקעה בניירות הערך של החברה עשויה להוות אף הנעה לרכישת ניירות ערך בדרכי תרמית תוך הפרת סעיף 54(א) וסעיף 54(א1) לחוק.³

¹ בהקשר זה יצוין כי אופן גיוס המשקיעים להשקעות מהסוג הנ"ל מגוון, ולעיתים כולל שימוש נרחב במתווכים, להם יש גישה למאגרים של משקיעים פוטנציאליים. סגל הרשות התייחס לא מכבר לשאלות העולות משילובם של מתווכים כאמור בתהליך ההצעה של ניירות הערך לציבור, ראו שאלה ותשובה 103.21 ובהמשך 103.22 המפורסמות באתר הרשות בקישור [זה](#). עמדה זו מוסיפה נדבך משמעותי אף ביחס לתאגידיים אשר עושים שימוש במתווכים לצורך יצירת קשר עם משקיעים פוטנציאליים.

² סעיף 15 לחוק הקובע איסור על הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור שלא על-פי תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין. לעניין זה ראה את עמדת הרשות במכתב עיצום כספי שהוטל על חברת מעריב באתר הרשות בקישור [זה](#), וכן את **עמדת סגל 104-13** העוסקת בהתבטאויות בקשר לתאגיד על ידי נושאי משרה ובעלי שליטה.

³ סעיף 54(א1) לחוק מטיל אחריות פלילית על מי שהניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית - בכתב, בעל פה או בדרך אחרת - שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות.

עמדות אלו מקבלות משנה תוקף ביחס לתשקיפי ריטייל והפצה ושיווק של ניירות הערך המוצעים על פיהם. במקרים אלו קהל היעד של התאגיד המנפיק כולל משקיעים מהציבור הרחב, אשר לרוב אינם משקיעים מתוחכמים, ונעשית בעניינם פניה ישירה ומאמצי שיווק במטרה לשכנעם לרכוש את ניירות הערך המוצעים על פי התשקיף.

ככלל, לעמדת הרשות, על התאגיד וכל מי שרשאי על פי דין לפעול מטעמו להפצה ולשיווק של ניירות ערך המוצעים על פי תשקיף ריטייל, לרבות עובדי התאגיד או מפיץ מטעמו כהגדרתו בחוק (ביחד "משווקי ההנפקה") לבצע את פעולות ההפצה והשיווק תוך התחשבות במאפייני המשקיע. בכלל זה, על משווק ההנפקה לבחון ולהתרשם ממידת ההבנה והידע של המשקיע ולספק לו הסברים אודות ההשקעה בהתאם. על משווק ההנפקה להימנע מהטעיית המשקיע בדרך של מסירת מידע לא ברור, לא מלא, או כזה שאינו משקף את הסיכונים הכרוכים בהשקעה המוצעת לו, ועל הסבריו לאפשר למשקיע להעריך כהלכה את טיב ההשקעה המוצעת לו ואת כדאיותה עבורו.

בהקשר זה יובהר כי על משווק ההנפקה להימנע מלכלול בשיח האמור עם המשקיע הפוטנציאלי תכנים אשר עולים לכדי ייעוץ השקעות לפי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות התשנ"ה – 1995 ("חוק הייעוץ"), לרבות התייחסות לנייר ערך או נכס פיננסי כהגדרתם בחוק הייעוץ, על דרך השוואה אליהם או השלילה שלהם.⁴

מבלי לפגוע בכלליות האמור לעיל, להלן יפורטו מספר היבטים שלעמדת הרשות על משווק ההנפקה למסור ולהסביר למשקיע המתעניין בהשקעה במקרים אלו. יובהר כי אין בכך רשימה ממצה וכי על המשווק לפעול בהתאם להוראות הדין למניעת הטעיה בהתאם לנסיבות עניינה של כל הנפקה, ובהתאם לרמת הידע והמומחיות של המשקיעים הפוטנציאליים עימם הוא בא במגע – כך, משקיעים בעלי מומחיות פחותה יידרשו לקבלת הסברים מפורטים יותר ביחס להנפקה. עוד יובהר כי הדגשים האמורים, ראוי שיובאו לידיעת הניצעים באותו אופן בו מתבצעת התקשורת מולם, ובאופן מוגש ככל הניתן, וכן ראוי שיתועדו באופן מהימן על ידי משווק ההנפקה.

א. הצגת מידע מאוזן

על משווק ההנפקה להציג למשקיע תמונה מאוזנת של התאגיד המנפיק ושל פעילותו, להבדיל ממידע סלקטיבי המציג רק את הצדדים החיוביים בפעילות התאגיד או הבלטה של מידע חיובי על פני מידע אחר פחות חיובי. לצורך כך לא די בהדגשה שהמידע הנמסר, בין בעל פה או בכתב, מהווה חלק בלתי נפרד מהתשקיף ובהפניה אליו, אלא יש לוודא כי בפני המשקיעים מוצגת תמונה שלמה ומאוזנת, המציגה, בין היתר, גם את הסיכונים המהותיים הכרוכים בהשקעה, כמפורט להלן. עוד יודגש, כי משווק ההנפקה אינו רשאי להציג מידע שלא מופיע בתשקיף.

ב. תיאור הסיכונים המרכזיים

על משווק ההנפקה להציג בפני המשקיע את הסיכונים שכרוכים בהשקעה בחברה ואת גורמי הסיכון שהחברה חשופה אליהם ולהפנות את המשקיע למקום הרלוונטי בתשקיף בנדון בו הם

⁴ כיום הגדרה של ייעוץ השקעות אינה כוללת מתן ייעוץ ביחס לנכס שאינו נסחר בבורסה, ואולם בהצעה לתיקון חוק הייעוץ שפורסמה להערות הציבור, מוצע לתקן את ההגדרה כך שתכלול גם ייעוץ ביחס לניירות ערך שהוצעו לציבור על פי תשקיף, ואם כך יקרה, עשויה להידרש בחינה של השאלה אם השיח שמקיים משווק ההנפקה עם משקיע פוטנציאלי עולה כדי ייעוץ הטעון רישיון.

מתוארים. במסגרת זו על משווק ההנפקה להסביר למשקיע את הסיכונים הקשורים בתחום הפעילות הרלוונטי וכן את הסיכונים הייחודיים בפעילות התאגיד והכרוכים בהשקעה בו.⁵ כמו כן, בגדר הסיכונים הכרוכים בהשקעה בתאגיד יש לציין גם את העדר הסחירות של ניירות הערך, שכן התאגיד אינו רושם את ניירות הערך למסחר בבורסה, ועל משווק ההנפקה להסביר למשקיע את השלכות העדר הסחירות כאמור.

ג. הסבר אודות מידע צופה פני עתיד

תשקיפים כוללים לא אחת מידע צופה פני עתיד, קרי תחזית אשר לתאגיד אין יכולת לשלוט או להבטיח את התקיימותה והאחריות לגביה מוגבלת בהתאם. בעניין זה על משווק ההנפקה להבהיר למשקיע איזה מהמידע המוצג לו מסתמך על מידע צופה פני עתיד; מהן ההנחות ששימשו את התאגיד לצורך הערכת מידע זה ומשמעות קיומה של אחריות מסויגת של התאגיד כלפי המשקיע לגביו.

ד. התייחסות לתשקיף

בכל תקשורת ביחס להשקעה בין משווק ההנפקה לבין משקיע פוטנציאלי המתעניין בהשקעה ("המשקיע"), משווק ההנפקה נדרש להפנות את המשקיע לתשקיף, לצד הבהרה כי התשקיף הוא המסמך שמכיל את מלוא המידע החשוב למשקיע בבואו לקבל החלטת השקעה.

ה. התייחסות לפיקוח רשות ניירות ערך

התייחסות במסגרת פרסומים שיווקיים להיתר הרשות לפרסום התשקיף מעוררת חשש שהציבור יוטעה לחשוב שההיתר מעיד על איכות התאגיד וניירות הערך המוצעים על-ידו. זאת ועוד, כאשר ההנפקה נעשית על-ידי גורם המבצע במקביל גם גיוסים שאינם מפוקחים על-ידי הרשות, מתעורר חשש שהשימוש השיווקי בהיתר הרשות יוביל את הציבור לחשוב שכלל פעילות הגוף מפוקחת על-ידי הרשות.⁶

לאור האמור, לא ניתן להשתמש באופן שיווקי ב"היתר" הרשות לצורך הצעת ניירות הערך, ובכלל זאת אין לציין בפרסומים שיווקיים שההצעה היא "בהיתר הרשות", "בפיקוח הרשות", "באישור הרשות" וכדומה.

בהמשך לעמדות נוספות של הרשות, יש להבהיר למשקיעים את האמור בתקנה 8 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט – 1969, לפיה "אין בהיתרה של הרשות לניירות ערך לפרסם את התשקיף משום אימות הפרטים המובאים בו או אישור מהימנותם או שלמותם, ואין בה משום הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים".

⁵ כך למשל, בנוגע לגיוסי כספים שישמשו כהון עצמי לצורך נטילת חוב בנקאי שישמש למימון פרויקט נדלני, יש חשיבות בהבהרת הסיכון המהותי הגלום בהשקעה תוך הבאה לידיעת המשקיעים בין היתר את שיעור המינוף של התאגיד ביחס למקובל בענף הפעילות של התאגיד; את משמעות המינוף; קדימותם של הנושים בהחזר הלוואתם ביחס למשקיעים וכן הסבר באילו מקרים, בהתאם להנחות הרלוונטיות בתכנית העסקית, השקעתם של המשקיעים עשויה שלא להשיא רווחים.

⁶ לעניין זה ראו [עמדת סגל 103-40](#): פרסומים המתייחסים להצעה לציבור של ניירות ערך

1. גילוי אודות הקשר בין משווק ההנפקה לתאגיד

על משווק ההנפקה למסור למשקיע מידע מלא וברור אודות מערכת היחסים בינו ובין התאגיד לרבות על התגמולים והעמלות להן זכאי משווק ההנפקה או מי מטעמו, בעקיפין או במישרין, בגין רכישת ניירות הערך על ידי המשקיע.

אנשי קשר: עו"ד ורו"ח אמיר בן מויאל, עו"ד ורד פיליכובסקי

טל. 02-6556444 , פקס 02-6513160