

## 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.

20 פברואר 2022

י"ט אדר א תשפ"ב

### **עמדת סגל משפטית מס' 45-103: דוח ריכוז ממצאים בנושא הצעה לציבור של ניירות**

#### **ערך**

#### **הקדמה**

מחלקת ביקורת והערכה בשיתוף עם מחלקת תאגידיים ("סגל הרשות") מבצעת באופן שוטף ביקורות במיזמים הפונים למשקיעים פוטנציאליים בהצעה להשקעת כספים, אשר לא פנו לרשות בבקשה לקבלת היתר לפרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק" או "חוק ניירות ערך"), או לצורך בחינת עמידתם בהוראות החוק ("מיזמי השקעה" או "מיזמי השקעה לא מפוקחים").

דוח ריכוז ממצאים זה מפרט מספר סוגיות שעלו בעת האחרונה במסגרת ביקורות אלה וזאת במטרה לשקף את עמדות סגל הרשות בעניינים אלה.

מכיוון שדוח ריכוז הממצאים מתמקד בסוגיות נבחרות שאינן משקפות את כלל הסוגיות הנוגעות לתחולת סעיף 15 לחוק ניירות ערך, מומלץ לקרוא את דוח זה יחד עם עמדות סגל הרשות בנושא הצעה לציבור שפורסמו לאורך השנים באתר הרשות.<sup>1</sup>

#### **רקע**

חוק ניירות ערך קובע בסעיף 15 איסור לבצע הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור ללא פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו, או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כדין. תכלית האיסור היא הגנה על ציבור המשקיעים. דרישת פרסום התשקיף משרתת תכלית זו, בין היתר, על ידי מתן גילוי מקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור שיאפשר למשקיעים קבלת החלטה מושכלת במועד ההצעה או המכירה, וצמצם פערי מידע בין המשקיעים הפוטנציאליים לבין התאגיד המציע. הגילוי נבדק על ידי סגל רשות ניירות ערך וחלה בעניינו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית. לאחר פרסום התשקיף התאגיד הופך לתאגיד מדווח, החב בחובות גילוי שוטפות, כל עוד ניירות הערך שלו מוחזקים 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.

<sup>1</sup> ראו רשימה של עמדות סגל הרשות שפורסמו באתר בקישור [זה](#).

לצד זאת, דיני החברות ודיני ניירות ערך מעניקים הגנות נוספות למחזיקי ניירות ערך שהוצעו על פי תשקיף. לדוגמא, החלת הוראות בתחום הממשל התאגידי על התאגיד המציע, מנגנונים לאישור עסקאות בעלי עניין וכיוב'.<sup>2</sup>

החובה לפרסם תשקיף מסייעת במניעת הונאות ומצמצמת את הסיכון לניצול לרעה של הציבור המשקיע מכספו, בעיקר כשמדובר במשקיעים לא מתוחכמים (משקיעי Retail). בתי המשפט עמדו על חשיבותם של דיני ניירות ערך וחובת הגילוי העומדת בבסיסם בעת גיוס הון או חוב מהציבור הרחב, כמערכת כללית התנהגות שנועדה להבטיח הגינות ושקיפות מלאה בהצעת ניירות ערך לציבור ובמסחר בהם, טוהר מידות בשוק ההון, ואת אמון המשקיעים ונכונותם להשקיע בשוק זה.<sup>3</sup>

### **עיקרי הביקורת וממצאיה**

סגל הרשות בוחן, במסגרת עבודתו, מיזמי השקעה שונים הפועלים בשוק ההון. המיזמים נבחנים בהתאם למידע המתקבל אצל סגל הרשות, המעלה חשש ראשוני להפרה של סעיפי החוק עליהם אמונה הרשות, בין היתר, הפרה של סעיף 15 לחוק ניירות ערך. במסגרת זו, הסגל בוחן, בין היתר, את השאלות המשפטיות הבאות: האם ההשקעה המוצעת על ידי המיזמים מהווה "נייר ערך" כהגדרתו בחוק, האם המיזם מבצע "הצעה" או "מכירה" של ניירות הערך, והאם ההצעה או המכירה נעשו למספר או סוג משקיעים המהווה "ציבור".<sup>4</sup>

לשם כך מבצע סגל הרשות בדיקות שונות. תוצאות הבדיקות הללו עשויות להוביל להשלכות משמעותיות על המשך ואופן הפעילות של מיזמי ההשקעה וציבור המשקיעים בהם.

מקום בו עמדת סגל הרשות היא כי המיזם שנבחן פועל תוך הפרה של הוראות סעיף 15 לחוק, המיזם נדרש על ידי סגל הרשות לחדול מפעילותו המפרה. לעיתים נדרשת הרשות אף לפנות לערכאות משפטיות לצורך אכיפת עמדתה אל מול מיזם כזה או אחר. כמו כן, במקרים שהרשות מוצאת אותם כמתאימים היא פותחת בהליכי אכיפה כנגד מיזמים מפרים וזאת בהתאם לסמכויות האכיפה המוקנות בדין לרשות ניירות ערך ובהתאם לנסיבות העניין.<sup>5</sup>

במקביל, הרשות פועלת ליידיע את ציבור המשקיעים באתר האינטרנט שלה באמצעות מתן אזהרות כלליות ביחס לחששות והסיכונים הכרוכים בהשקעה במיזמי השקעה לא מפורקים.<sup>5</sup>

<sup>2</sup> ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת דיסקונט השקעות, פס' 23-24 לפסק דינו של הנשיא ברק (פורסם בנבו, 21.08.1997); רע"פ 11476/04 מדינת ישראל נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ, פס' 118-127 (פורסם בנבו, 21.2.2010).

<sup>3</sup> להרחבה בעניין התשתית העיונית בכל הנוגע לפרשנויות המונחים ר' בין היתר פסיקותיו של בית המשפט העליון ברע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זה חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מוז(5) 476 (1993) ובע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ (פורסם בנבו, 12.10.2015) ("עניין קדם"); פסיקותיו של בית המשפט במחוזי בת"צ (מחוזי ת"א) 59659-02/20 תום רייס נ' קרן הגשמה בע"מ (פורסם בנבו, 20.04.2021); ת"פ (כלכלית) 52446-06/16 מדינת ישראל נ' אמיר ברמלי (פורסם בנבו, 13.10.2020); ת"פ (כלכלית) 32229-11/17 מדינת ישראל נ' שמעון יחיאל טפירו (פורסם בנבו, 27.07.2020); עת"מ (כלכלית) 42487-11/17 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 23.04.2018) ("עניין א.ד.ר."); עמדת סגל הרשות שהוגשה לבית המשפט בעניין קדם בקישור [זה](#) ועמדת סגל הרשות שהוגשה לבית המשפט בעניין א.ד.ר. בקישור [זה](#). עוד בהקשר זה ראו עמדת סגל משפטית 103-39: "שאלות ותשובות בנוגע להצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור" באתר הרשות בקישור [זה](#) ("עמדה 103-39"); בנוסף ראו מאמרם של אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט "חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים" ספר דנציגר (2019) ("וסרמן ומזר-לייסט").

<sup>4</sup> שם.  
<sup>5</sup> ראו פרסומים בנושא השקעות לא מפורקות באתר הרשות בקישור [זה](#) וכן פרסומים בדף הפייסבוק של הרשות בקישור [זה](#).

## סוגיות שעלו במסגרת בדיקות סגל הרשות

### 1. אימתי השקעות בפרויקט נדל"ן עשויות להיחשב השקעות ב"ניירות ערך"?

במסגרת הביקורות שערך סגל הרשות נבדקו פעילויות של מיזמי השקעה בפרויקט נדל"ן והאם הן עולות בקנה אחד עם הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך.

שני המקרים הבאים שיוצגו להלן מעלים מספר סוגיות בבחינת השאלה האם פעילות המיזם עולה כדי הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור.

הניתוח המשפטי ועמדת סגל הרשות מתמקדים בסוגייה אחת בלבד – האם השקעה בפרויקט נדל"ן הכוללים רישום של הנכס במרשם המקרקעין עשויה לעלות כדי השקעה ב"ניירות ערך", הן לפי בחינה לשונית של החוק והן בראייה תכליתית של החוק.<sup>6</sup>

### מקרה ראשון: השקעה פיננסית בפרויקט נדל"ן עשויה להיחשב "נייר ערך" אף אם היא כוללת רישום במרשם המקרקעין

#### רקע

חברה שיווקה למשקיעים בישראל השקעה ביחידות דיור כחלק מפרויקט נדל"ן של תאגיד זר הממוקם במדינה זרה. ההצעה לכל משקיע כללה הצעה להתקשר עם התאגיד הזר במערכת ההסכמים הבאה:

א. הסכם רכישה/חכירה של היחידה לתקופת זמן ארוכה ורישום הזכות באותה יחידה על שם המשקיע במרשם המקרקעין באותה מדינה.

ב. הסכם לפיו המשקיע משכיר את היחידה שרכש לזים או מי מטעמו (Lease Back) לתקופה של 10 שנים. היזם ששוכר את הנכס משלם למשקיע בתמורה תשלום שנתי של 10% מהיקף ההשקעה שלו. התשלום למשקיע אינו תלוי בהכנסות או ההוצאות מהשכרת היחידה שלו על ידי היזם.

בחלוף התקופה ההתקשרות ההסכמית כללה אחת משתי חלופות – הארכת ההסכם באותם תנאים תוך קביעת התמורה למשקיע על 50% מההכנסות מהשכרת היחידה; או השכרה או מכירה של הזכויות בנכס לגורם אחר על ידי המשקיע וזאת אך רק בכפוף להסכמת היזם.

היזם מנהל את היחידה כולל השכרתה לשוכרי משנה מקומיים באותה מדינה – אכלוס הדירה עלויות האחזקה ושינויים בדירה נמצאים ככלל באחריות היזם ועל פי שיקול דעתו הבלעדי.

בנוסף המערכת ההסכמית כללה אופציה הדדית לזים ולמשקיע (Buy Back), לפיה לכל אחד מהם היתה זכות, במועדים שנקבו בהסכם, לחייב את הצד השני לרכוש ממנו או למכור לו את הדירה, בהתאמה. סכומי התמורה בעסקת ה-Buy Back נקבעו במפורש בהסכם כנגזרת מסכום ההשקעה המקורי וללא קשר לשווי השוק של הנכס במועד המימוש.

<sup>6</sup> יובהר כי מדובר בהצגה של סוגייה נבחרת בלבד ומשכך אין בסוגייה זו כדי לשקף את עמדת הסגל בנוגע לכלל הסוגיות הנוגעות לתחולת סעיף 15, ואין בה לבדה כדי להשליך על שאלת חובת המיזם הנבדק לפרסם תשקיף או ללמוד על תוצאות הליך הביקורת. עוד יובהר כי עמדת סגל הרשות במקרים שיתוארו להלן אינה מעידה בהכרח על עמדת הסגל ביחס למקרים הכוללים נסיבות עובדתיות שונות. בפרט, היעדרם של חלק מהמאפיינים של המקרים שנבדקו על-ידי הסגל לא תוביל בהכרח למסקנה שונה.

במסגרת ההתקשרות לא נוהל משא ומתן לגבי שווי היחידה ומחירה. כמו כן מחיר הרכישה לכלל היחידות היה דומה ולא נגזר ממאפייניה הייחודיים של היחידה בתוך הפרויקט (מאפיינים כגון מיקום, קומה, כיווני אויר או גודל).

החברה עצמה פעלה כמתווכת ועל פי ההסכם חובותיה למשקיע כללו ייעוץ בדבר אפשרויות ההשקעה המיטביות, ליווי ועזרה משלב ההזמנה מהיזם ועד קבלת התשואות; סיוע במכירת היחידה ככל שתתעורר בעיה בהתנהלות ההשקעה ללא עלות נוספת. בהתאם, החברה גבתה עמלה קבועה שנגזרה מסכום העסקה. המשקיע גם נדרש להתחייב שלא יצור קשר עם היזם או כל גורם אחר מלבד החברה בקשר לעסקה.

במסגרת שיווק ההשקעה נכללו התבטאויות בכתב ובעל פה של החברה כלפי המתעניינים לפיה מדובר בהשקעה בטוחה בנדל"ן מניב במדינה הזרה עם שיעור תשואה של 10% וכי למשקיע אין שום נגיעה, אחריות או התערבות בהשקעה – השקעה פאסיבית ללא מעורבות.

### **ניתוח משפטי**

**בנסיבות המקרה הספציפיות עמדת סגל הרשות היא כי הסכמי רכישת/חכירת היחידות בפרויקט מהווים "ניירות ערך", הן בהתאם לפרשנות הלשונית והן בראייה תכליתית של החוק.**

**ההיבט הלשוני** - המערכת ההסכמית עם המשקיעים השונים הינה בגדר "תעודות". רכיב "הסדרות" מתקיים גם הוא שכן המערכת ההסכמית עם המשקיעים זהה בעיקרה וההבדל היחיד בין ההסכמים הינו אם כן פרטיה של יחידת הדיור הספציפית המיוחסת על פניו לכל משקיע, אך מאפייניה של היחידה לא השליכו בהכרח על מחירה, כאשר סכום ההשקעה של המשקיעים בפרויקט היה בחלק לא מבוטל מהמקרים זהה כך שמאפייניהן הקונקרטיים של היחידות לא קיבלו ביטוי בקביעתו.

כל המשקיעים חשופים לאותו נכס נדל"ן ומושפעים באופן זהה מהיציבות הפיננסית של היזם, ממצבו של בניין הדירות בכללותו ומיכולתו של היזם לעמוד בתשלומים השוטפים בהם התחייב. בנוגע לכל אלו, חולקים המשקיעים את אותם סיכונים וסיכויים עסקיים, שנגזרים מתוצאות פעילותו העסקית של היזם והביצועים של כלל יחידות הדיור של הנכס.

מארג ההסכמים מעניק "זכות תביעה" למשקיעים כנגד החברה וכנגד היזם, בפרט הזכות לתשלומים השנתיים שמוגדרים מראש ונגזרים מהיקף ההשקעה והזכות למכור את היחידה חזרה ליזם במחיר מוגדר מראש.

**ההיבט התכליתי** - גם בראיה תכליתית נכון לומר כי הסכמי רכישת/חכירת היחידות בפרויקט מהווים נייר ערך כאשר הזכויות הגלומות במערכת ההסכמית נושאות אופי כלכלי מובהק, שעניינו הציפייה לתשואה בגין השקעה פיננסית. בבסיס דיני ניירות ערך עומדת ההנחה, כי אלו נדרשים לצורך הגנה על ציבור המשקיעים, כאשר חברות ומיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פאסיבית בציפייה להשאת רווח פיננסי. הזכויות הגלומות במערכת ההסכמית בנסיבות שתוארו לעיל נושאות אופי כלכלי מובהק (במקרה זה של מתן הלוואה המלווה בטוחה) בציפייה לתשואה פיננסית (במקרה זה תשלום של 10% כל שנה מסכום ההשקעה).

בבסיסה של ההתקשרות עומד לכאורה נכס מקרקעין מזוהה שמוצג למשקיע כעסקה לרכישת יחידת הדיור שנרשמת על שמו במרשם המקרקעין. על פי רוב, רכישה של דירה מזוהה הרשומה קניינית על שם הרוכש במרשם המקרקעין תהיה במהותה בגדר רכישה צרכנית באופייה, שאינה פיננסית. כך למשל, כאשר אדם רוכש דירה לצורך מגוריו בה או לצורך השקעה בנדל"ן באופן ישיר ועצמאי. **יחד עם זאת, קיומו של רישום במרשם מקרקעין לבדו אין משמעותו בהכרח כי העסקה שבנדון אינה מהווה נייר ערך.**

מאפייני ההשקעה ואופן ביצועה מעידים כי ההתקשרות במהותה היא לביצוע השקעה פיננסית, סבילה הנושאת אופי כלכלי מובהק תוך ציפייה לתשואה, ובכלל זה האופן בו הוצגה ושווקה ההשקעה על ידי החברה למשקיעים והמערכת ההסכמית הכוללת והמשולבת בין עסקה הרכישה של יחידת הדיור לעסקת ההשכרה של היחידה בחזרה לזים. לכך ניתן להוסיף מאפיינים נוספים בעסקה: המשקיע אינו יכול לנהוג ביחידה כמנהג בעלים לאורך תקופה ארוכה; כל ההחלטות המהותיות ביחס ליחידה מופקדות ככלל באופן בלעדי בידי הזים; המגבלות על יכולתו של המשקיע להעביר את זכויותיו ביחידה לאחר, העדר התלות בין תשלום התשואה השנתית למשקיע ליחידת הדיור שרכש ו/או למצבה וכן העובדה שמכירת היחידה בעתיד מנותקת משווי היחידה בשוק המקרקעין ונקבעת מראש במועד הרכישה.

**מקרה שני: השקעה פיננסית בפרויקט יחידות נופש עשויה להיחשב "נייר ערך" אף אם נעשה רישום במרשם המקרקעין**

#### **רקע**

חברה שיווקה יחידות נופש בחו"ל, בין היתר לציבור בישראל. כל משקיע רכש יחידת נופש פרטנית במיקום ספציפי במלון, וכל יחידה כאמור נרשמה על שם המשקיע במרשם המקרקעין המקומי. הפרויקט בכללותו מומן מכספי הזימים והרוכשים בלבד, וכל יחידת נופש הקנתה לכל משקיע חלק יחסי בזכויות הנובעות מהפרויקט. כך, המשקיעים היו זכאים לקבל חלק מרווחי המלון בהתאם לחלקם היחסי למול כלל מחזיקי יחידות הנופש, ללא תלות בביצועי היחידה הספציפית. המשקיעים יכלו להתגורר למשך מספר לילות בשנה בבית המלון (לאו דווקא ביחידה המשויכת להם).

#### **ניתוח משפטי**

**עמדת סגל הרשות היא כי בנסיבות המקרה הספציפיות הסכמי ההשקעה מהווים "ניירות ערך", הן בפרשנות הלשונית והן בראיית תכליתית של החוק.**

**ההיבט הלשוני** - ההסכמים הם בגדר "תעודות" המונפקות ב"סדרה", וכלל המשקיעים בפרויקט חולקים את אותו סט של סיכונים וסיכויים, התלויים בביצועי המלון כולו.<sup>7</sup>

ההסכמים מקנים "זכות תביעה" מתאגיד – למשקיעים ישנן זכויות תביעה כלכליות מהתאגיד שגייס את הכספים, מפעיל את המלון ומנהל את ההשקעה עבור המשקיעים. כמו כן הם גם מקנים "זכות השתתפות" ברווחי התאגיד.

<sup>7</sup> יובהר כי בנסיבות מסוימות לצורך קיומה של "סדרה" די גם במספר תעודות שמקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה ומאופיינות בדמיון בסיכויים ובסיכונים ולא נדרשת זהות מוחלטת. להרחבה ראו עמדת סגל משפטית מספר 103-34: "סדרת ניירות ערך" באתר הרשות בקישור [זה](#) וכן פסק דינו של בית המשפט העליון בפרשת קדם, לעיל ה"ש 3.

**ההיבט התכליתי** - נוסף לכך, בחינה תכליתית מביאה לכדי מסקנה כי מדובר בנייר ערך: מטרת השקעת הכספים היא פיננסית, זאת לפי אופי הנכס והמגבלות בדבר השימוש בו; גיוס ההשקעה וניהולה בידי אחרים - המשקיע אינו משתתף בצורה פעילה בניהול היחידה בבעלותו, והוא אף מנוע מכך; למשקיע קיימת ציפייה כי הנהלת המיזם תוביל לתשואה מהשקעתו; ולא קיימת רגולציה פיננסית אחרת שתגן על כספי המשקיעים.

כמו כן העובדה שהמשקיע זכאי לתשואה הנגזרת מהפעילות הכוללת של המיזם (בהקשר זה דומה לזכות השתתפות ברווחי חברה הקיים לבעלי מניות) ולא רק מיחידת הדיור שנרכשה על ידו מחזקת את הצורך בהגנת דיני ניירות ערך עבור המשקיע תוך קבלת מידע על פעילות המלון בכללותו לשם פיקוח על ביצועי ההנהלה בניהול המיזם.

## 2. "מתווכים" כמציעים של ניירות ערך:

### רקע

בחלק מהמיזמים שנבדקו בביקורות שערך סגל הרשות נמצא כי בהצעת ומכירת ניירות הערך לציבור אשר מחייבות פרסום תשקיף היו מעורבים גופים שפעלו כמתווכים בלבד בשיווק ההשקעות במיזמים העסקיים, מבלי שהייתה להם מעורבות בפעילות המיזמים או בניהולם.

מעורבותם של גופים אלה העלתה את השאלה האם יש לראות בהם כמי שמציעים ניירות ערך ומשכך כפופים להוראות סעיף 15 לחוק.

### עמדת סגל הרשות

**עמדת סגל הרשות היא שפעילות "תיווך" מסוג זה אינה מוציאה את הגורם המתווך בין משקיעים מהציבור למיזם העסקי מגדר תחולת סעיף 15 לחוק.<sup>8</sup>**

סעיף 15(א) לחוק קובע כי "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות".

למעשה, סעיף 15(א) קובע כי כל מי שמציע ניירות ערך לציבור כפוף לתחולת החוק. החוק אינו מכיר במעמד של "מתווך" ככזה המעניק פטור מתחולתו. נהפוך הוא, ככל שגורם כלשהו מבקש להציע לציבור ניירות ערך של תאגיד כלשהו מוטלת עליו, מכח החוק, החובה לפרסם תשקיף של התאגיד המנפיק עבור אותם משקיעים. היות המציע – המבצע את פעולות השיווק של ניירות הערך בגדר "מתווך" אינה מעלה או מורידה לעניין החובות המוטלות עליו על פי חוק ניירות ערך.

בנוסף לכך, הובהר כי המיזמים שפועלים לשיווק ההשקעה בהם באמצעות מציעים מטעמם (מתווכים), נדרשים לפעול כך שכלל המציעים מטעמם (המתווכים) יעמדו בהוראות החוק, בפרט שהמידע שיימסר על ידי אותם מציעים (מתווכים) למתעניינים בהשקעה העולה לכדי "הצעה" כמשמעותה בחוק<sup>9</sup> לא יימסר ליותר מ- 35 ניצעים במיזם במהלך תקופה של 12 חודשים. למותר לציין כי ספירת הניצעים צריכה להיעשות במצטבר עבור כלל המציעים (מתווכים).<sup>10</sup>

<sup>8</sup> יובהר כי אין בעמדת הסגל בסוגייה זו כדי לשקף את עמדתו בנוגע לסוגיות נוספות בתחולת סעיף 15 שעשויות לעלות בקשר לפעילותם של המתווכים, ואין בה לבדה להשליך על שאלת חובת המיזם הנבדק לפרסם תשקיף או ללמד על תוצאות הליך הביקורת.

<sup>9</sup> ראו סעיפים 1 ו-15א(א)(4) לחוק ניירות ערך. בהקשר זה ראו גם עמדה 103-39, לעיל ה"ש 3.

<sup>10</sup> ראו וסרמן ומזר-לייסט, לעיל ה"ש 3, בעמ' 184 ו-191-193.

### 3. שימוש בנתונים פומביים לצורך שיווק השקעה עשוי להחשב כ"הצעה" של ניירות ערך:

#### רקע

סגל הרשות נחשף לפרקטיקה לפיה מיזמים המבקשים לגייס משקיעים מהציבור מפרסמים בכלי תקשורת ובעיקר במדיה החברתית "פרסום כללי" על ההצעה ופרטיה תוך שהם מבקשים לחסות תחת חריג הפרסום הכללי הקבוע בסעיף 15א(א)(4) לחוק. עם זאת, במסגרת "הפרסום הכללי" לציבור נמסרים על ידם נתונים כספיים **המתפרסמים באופן פומבי במקורות שונים**. נתונים אלה מתייחסים לאופי ההשקעה המוצעת ומוצגים באופן המרמז על התוצאות הצפויות של ההשקעה במיזם המגייס. לשם ההמחשה בלבד ומבלי לגרוע מכלליות האמור ניתן לציין את הדוגמאות הבאות:

- א. גופים שמפרסמים את שיעור התשואה הממוצע לטענתם על בסיס מקורות פומביים כלשהם מהשקעת נדל"ן בשכונה או בעיר בה מצוי פרויקט נדל"ן המשווק על ידי אותו גוף;
- ב. גופים שנתנו סקירה אובייקטיבית לכאורה על שיעורי הריבית הממוצעת להלוואות בנייה או גישור, לצד שיעורי ריבית מהלוואות המשמשות לצרכים אחרים;
- ג. גופים שצינו טווח של תשואות פוטנציאליות מפעילות מהסוג המוצע על ידם.

הכללתם של נתונים כספיים כאמור העלתה את השאלה האם הפרסומים חוסים בגדר חריג "הפרסום הכללי" הקבוע בסעיף 15א(א)(4) לחוק.

#### עמדת הסגל

**עמדת סגל הרשות היא שפרסומים של נתונים כספיים אובייקטיביים לכאורה שמרמזים על התוצאות הכספיות הפוטנציאליות של השקעה משווקת אינם נכללים בחריג "הפרסום הכללי" אף אם מדובר בנתונים חיצוניים לפעילות המיזם.**<sup>11</sup>

עמדה זו מבוססת על חריג "הפרסום הכללי" הקבוע בסעיף 15א(א)(4) לחוק שאוסר לפרסם נתונים כספיים.<sup>12</sup> איסור מפורש זה מעיד על חשיבותם של נתונים כספיים במסגרת הצעה של ניירות ערך. משכך, פרסומים שמטרתם לעקוף הוראה זו, לא יכולים לחסות תחת פטור הפרסום הכללי.

**אנשי קשר: שני וינברנד, עו"ד, רו"ח ; מור ברנשטיין, עו"ד;**

**רפי גולדשטיין, עו"ד**

**טל. 02-6556444 , פקס. 02-6513160**

<sup>11</sup> עמדת הסגל מתייחסת לסוגייה זו בלבד ואין בה כדי לשקף את עמדת הסגל בנוגע ליתר הסוגיות הנוגעות לתחולת סעיף 15. עמדת הסגל אינה מעידה בהכרח על העמדה ביחס לפרסומים אחרים הכוללים נתונים כספיים שונים מאלה המפורטים בדוגמאות לעיל. בפרט, היעדרו של נתון כספי כזה או אחר המופיע בדוגמאות המפורטות לעיל מפרסום פומבי לא תוביל בהכרח למסקנה שונה. לצורך ההחלטה האם פרסום עולה לכדי "הצעה" ואינו חוסה תחת "חריג הפרסום הכללי" יש לבחון את פרטי המידע הנכללים בפרסום במצטבר.  
<sup>12</sup> ראו ה"ש 6 לעיל.