

06 אפריל 2025
ח' ניסן תשפ"ה

דוח ריכוז ממצאים

בנושא הצעה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף

רקע

סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק" או "חוק ניירות ערך") קובע איסור לבצע הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור ללא פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו, או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כדין. יחד עם זאת, סעיף 15א לחוק קובע רשימת פעולות שלא יראו בהן הצעה לציבור, אשר מאפשרות למיזמי השקעה לפרסם, לשווק ולגייס משקיעים ללא פרסום תשקיף, במגבלות הדין. כך למשל ניתן להציע ניירות ערך למספר מוגבל של עד 35 ניצעים במהלך 12 חודשים עוקבים ללא תשקיף וכן ניתן להציע ניירות ערך ללא תשקיף למשקיעים כשירים כהגדרתם בתוספת הראשונה לחוק ("משקיעים כשירים")¹. בנוסף ניתן לפנות לציבור בפרסום כללי בדבר כוונה להציע ניירות ערך, בתנאי שהפרסום לא יכלול נתונים כספיים ואת פרטי ההצעה, לרבות מחיר, ריבית ותשואה, ובלבד שניירות הערך יוצעו ויימכרו למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35 או למשקיעים כשירים ("חריג הפרסום הכללי")².

מחלקת ביקורת ואכיפה, בשיתוף עם מחלקת תאגידיים ("סגל הרשות") מבצעת באופן שוטף בדיקות ("בדיקות סגל הרשות" או "הבדיקות") של מיזמים אשר לא פנו לרשות בבקשה לקבלת היתר לפרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק ופונים למשקיעים פוטנציאליים בהצעה להשקעת כספים ("מיזמי השקעה" או "מיזמי השקעה לא מפוקחים"). זאת, בין היתר, לצורך בחינת עמידתם בתנאים הקבועים בסעיף 15א לחוק ניירות ערך.

יודגש כי המקרים והממצאים נשוא דוח זה, אינם ממצים, ותכליתם היא לפרט ממצאים שעלו במסגרת הבדיקות השוטפות הנערכות על ידי הרשות, במטרה לשקף את עמדות סגל הרשות בעניינים הקשורים לעמידה בתנאי סעיף 15א לחוק, ולנסיבות העשויות לעלות לכדי הפרה של הוראות חוק ניירות ערך.

עוד יצוין כי תוצאות בדיקות אלה, עשויות להוביל להשלכות משמעותיות על המשך ואופן הפעילות של מיזמי ההשקעה וציבור המשקיעים בהם. כך למשל, מקום בו נמצא כי המיזם שנבדק פועל תוך הפרה של הוראות הדין, המיזם נדרש על ידי סגל הרשות לחדול מפעילותו המפרה, ולפי נסיבות העניין, עשויה הרשות לפתוח בהליכי אכיפה כנגד מיזמים מפרים וזאת בהתאם לסמכויות האכיפה המוקנות לה.

יצוין כי דוח ממצאים זה עוסק בעיקרו בבדיקות של מיזמי השקעה, שהציעו ניירות ערך לציבור בניגוד להוראות סעיף 15א לחוק ניירות ערך, אך מסקנותיו רלבנטיות בשינויים המחויבים גם להצעת מוצרי השקעה על פי הוראות הפטור הקבועות בחוק השקעות משותפות, התשנ"ד-1994.

¹ ראו בהתאמה סעיפים 15א(א)(1) ו-15א(א)(7) לחוק ניירות ערך.

² סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך.

להלן הממצאים העיקריים שהתגלו במסגרת הבדיקות כאמור, וכן עמדת סגל הרשות בהתייחס לממצאים אלה:

מקרה 1: היעדר תיעוד ניצעים

במסגרת בדיקה שנערכה לחברת נדל"ן יזמית שפעלה לגיוס הון בהצעה פרטית, התגלה כי החברה לא רשמה ולא תיעדה את הניצעים אליהם פנתה בהצעות השקעה. היעדר התיעוד מנע מהחברה לוודא בזמן אמת את עמידתה בהוראות הדין, הקובעות תקרה של 35 ניצעים בתקופה של 12 חודשים עוקבים.

גם אם ניתן לשחזר את רשימת הניצעים בדיעבד באמצעות יומני פגישות, מיילים וכדו', שחזור זה אינו אפקטיבי מאחר שהוא עלול להיות חלקי ולא מדויק, ומכל מקום אינו מאפשר לחברה להבטיח כי היא פועלת כדין ועומדת בדרישות החוק בכל רגע נתון בתהליך ההצעה.

מקרה 2: חריג הפרסום הכללי - פגמים בסיווג ורישום ניצעים

בבדיקה של חברה שפעלה לגיוס מלווים למימון פרויקטים להשקעה בארץ, נמצא כי החברה מסרה מידע כספי למשקיעים פוטנציאליים רבים, בשיחות טלפון, באמצעות דוא"ל ובמצגת שנשלחה תוך הצגת תשואות צפויות ונתונים השוואתיים מפרויקטים דומים. זאת, ללא רישום במערכות החברה של הניצעים שקיבלו מידע כאמור. הבדיקה העלתה, כי בפועל רק משקיעים שהגיעו למשרדי החברה וחתמו על טופס הצטרפות להשקעה נרשמו במערכות החברה כ"ניצעים". בתגובה טענה החברה כי ראתה בשיחות ובמידע שהועבר "שלב ראשוני" בלבד בהצעה, ולכן לא היה צורך ברישום של אותם מתעניינים כ"ניצעים".

טענת החברה אינה עולה בקנה אחד עם הוראות החוק ועמדות סגל הרשות, המחייבות התייחסות לכל מתעניין שקיבל את פרטי ההצעה ונתונים כספיים כ"ניצע". ודוק - מידע כספי שנמסר בעל-פה על ידי החברה או מי מטעמה, אינו חוסה תחת חריג הפרסום הכללי.³

מקרה 3: חריג הפרסום הכללי - מסירת נתוני בנצ'מרק

בדיקה של מיזם שגייס משקיעים ישראלים להשקעה בקרן נדל"ן בפלורידה בארה"ב, חשפה כי נציג השיווק של החברה הציג באופן שיטתי למשקיעים פוטנציאליים שנפגשו עימו, נתוני תשואה בהסתמך על נתונים פומביים מסוג ובאזור של ההשקעה המוצעת (דוגמה להמחשה: "באזור פלורידה נכסים מסחריים מניבים בממוצע 12% תשואה על ההשקעה"). נציג השיווק השתמש בנתונים אלה כדי להמחיש את פוטנציאל הרווח בהשקעה המוצעת. ממצאי הבדיקה העלו כי המשקיעים הפוטנציאליים שנפגשו עם המשווק לא נרשמו במערכות החברה כ"ניצעים". בתגובתה טענה החברה כי מאחר שהתשואה שהוצגה התבססה על נתונים חיצוניים לפעילות המיזם ולא לפרויקט הספציפי, הדבר נכלל בחריג הפרסום כללי.

סגל הרשות דחה את טענת החברה, וקבע כי בהתאם לחוק, מסירת נתון כספי אובייקטיבי המרמז על התוצאות הפוטנציאליות מהשקעה אינו בגדר "פרסום כללי", גם כאשר מדובר בנתון חיצוני לפעילות המיזם.⁴

³ להרחבה, ראו שו"ת מס' 2 בעמדת סגל 103-39. בעמדת סגל 103-39 הבהיר סגל הרשות, כי האיסור חל על פרסום של כל נתון כספי (למעט סכום ההשקעה המינימלי הנדרש מהמשקיעים, כנתון המהווה כלי סינון ראשוני של משקיעים ולא לשם תיאור ההצעה). איסור זה תקף הן ביחס להצעה העומדת על הפרק והן ביחס לפעילות החברה המגייסת או פעילות המיזם המארגן את ההשקעה.

⁴ מסקנה זו נובעת מלשון החוק המפורשת האוסרת על פרסום של נתונים כספיים לרבות מחיר תשואה וריבית, ונסמכת על עמדת הרשות 103-45 לפיה גם נתונים כספיים המרמזים על התוצאות הצפויות מההשקעה לא יחסו תחת חריג הפרסום הכללי. עמדת סגל 103-45 (פברואר 2022) בדבר ריכוז ממצאים בנושא הצעה לציבור של ניירות ערך - [כאן](#).

מקרה 4: פרסום של נתונים כספיים בשילוב עם השארת פרטים בטופס

חברה פרסמה מודעת באנר באינטרנט ובו הציעה הזדמנות השקעה בקרן שבניהולה. הבאנר כולל טופס 'השארת פרטים' המאפשר למתעניינים להשאיר את שמם ומספר הטלפון שלהם על מנת שהחברה תיצור עמם קשר. במהלך מילוי הטופס, מתעניין בהשקעה נחשף לנתונים כספיים העשויים לרמז על תשואת הקרן (דוגמה להמחשה: "התשואה מהשקעה בקרן הייתה דו ספרתית כמעט באופן קבוע"). ממצאי הבדיקה העלו כי החברה לא ניהלה רישום מסודר של פרטי הניצעים שהשאירו את פרטיהם בטופס. עמדת סגל הרשות הינה כי כל אדם שנחשף לבאנר הפרסומי של החברה, נחשב לניצע, שכן עצם החשיפה לפוטנציאל תשואת הקרן הופכת אותו לניצע אותו יש לספור במניין 35 הניצעים. מכאן שפתיחת הטופס ליותר מ-35 משקיעים מהווה הפרה של החוק.

מקרה 5: תיעוד ניצעים - כשירים

במספר מקרים נמצא כי חברות וקרנות השקעה שגייסו כספים ממשקיעים, שלטענתן הינם משקיעים כשירים, לא הסתמכו על הצהרה בניגוד לנדרש בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך ועמדות סגל הרשות המחייבות הסכמה כתובה, לפני כל ביצוע רכישה, כי מתקיימים במשקיע הכשיר התנאים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך וכי הוא מודע ומסכים למשמעות הסיווג כמשקיע כשיר⁵.

בהתאם להוראות החוק, יש לסווג כניצעים שאינם כשירים את כל מי שלא מילא הצהרה כאמור טרם ביצוע ההשקעה.

מקרה 6: תיעוד ניצעים - כשלים בבקרה של החברה על תיעוד על ידי משווקים

בבדיקה שנערכה לחברה שגייסה הלוואות ממשקיעים ישראלים, עלה כי על אף קיומו של נוהל פנימי בחברה האוסר על מסירת מידע כספי ללא רישום מקבל המידע כ"ניצע", מרבית אנשי השיווק לא הכירו את הנוהל הקיים בחברה או לא יישמו אותו. לפיכך, רק מיעוט מהמשווקים דיווחו במערכת על מסירת מידע כספי. כתוצאה מכך, בשום שלב בתהליך ההצעה לא היה לחברה מידע עדכני על מספר הניצעים ולא ניתן היה לעקוב אחר מספר הניצעים בזמן אמת, ובפרט לא ניתן היה לוודא כי לא נחצה הגבול המותר של 35 ניצעים.

מקרה 7: תיעוד וסיווג ניצעים - כשלים בבקרה על משווקי החברה

בבדיקה של חברה העוסקת בגיוס משקיעים לקרנות הון, נמצא כי חלק מהמשווקים מסרו מידע כספי למתעניינים בלי להגדירם כ"ניצעים" במערכת. בנוסף, הבדיקה העלתה כי משווק החברה שינה בדיעבד במערכת ה-CRM הקיימת בחברה, סטטוס של "ניצע" ל"לא ניצע", פעולה שנועדה לעקוף בקרה שלא מאפשרת להציע הצעה למעבר ל-35 ניצעים המותרים על פי הדין. דברים אלה הובילו בסופו של יום לחריגה ממספר הניצעים המותר. החברה טענה בתגובה לממצאים כי בעקבות האמור דאגה לביצוע ריענון לאנשי השיווק בעניין הוראות הדין ונהלי החברה. ממצאי הבדיקה מצביעים על הצורך בחיזוק מנגנוני הבקרה והפיקוח של החברה על פעילות המשווקים, באופן שיבטיח ציות מלא להוראות החוק ולנהלים הפנימיים שקבעה החברה.

מקרה 8: תיעוד ניצעים - כשלים בבקרה על שיווק על ידי משווקים חיצוניים

חברות מסוימות מבצעות גיוס ממשקיעים באמצעות מתווכים פיננסיים שונים דוגמת סוכנויות ביטוח או מתכננים פיננסיים ("משווקים חיצוניים"), בתמורה לתשלום עמלות גיוס המשולמות על ידי החברות. בדיקת סגל הרשות העלתה כי במקרה שנבדק המשווקים החיצוניים חרגו במקרים מסוימים ממניין הניצעים המרבי המותר בחוק. בנוסף, במקרה אחד התגלה כי המשווקים החיצוניים לא ניהלו רישום של ניצעים שקיבלו מידע

⁵ בהתאם להוראות התוספת הראשונה, על המציע מוטלת החובה לבצע בדיקה כי מתקיימים במשקיע התנאים המנויים בתוספת הראשונה וכן בשלב ההצעה נדרש לקוח כשיר לתת את הסכמתו בכתב לפיה הוא מודע ומסכים למשמעות סיווגו כמשקיע כשיר.

מפורט ונתונים כספיים החורגים ממגבלות החריג הפרסום הכללי. המשווקים טענו כי אינם מחויבים בתיעוד שכזה מאחר שתפקידם מתמצה בהפניית לקוחות בלבד. לעמדת סגל הרשות, תהליכי שיווק וגיוס משקיעים נאותים כוללים הטמעת מנגנוני פיקוח ובקרה אפקטיביים על פעילות המשווקים החיצוניים, במטרה להבטיח כי פעילותם עומדת בדרישות הדין.

יצוין כי לצורך עניין זה, המשווקים החיצוניים נחשבים "ידה הארוכה" של החברה, כך שכל משווק חיצוני המבצע "הצעה", הצעתו נספרת כאחת מההצעות שמבוצעות על ידי החברה בקשר עם אותה הצעת השקעה. לפיכך, החברה מחויבת לבצע מעקב ובקרה, על כלל משווקיה, על מנת לוודא ש**סך ההצעות** לניצעים שאינם כשירים לא יעלה על 35 ניצעים.

עמדת הסגל

המקרים המתוארים לעיל חושפים כשלים במנגנוני התיעוד, הפיקוח והבקרה על פנייה למשקיעים פוטנציאליים בהצעות השקעה בניירות ערך. כשלים אשר יש בהם כדי להשליך על עמידת המיזמים בהוראות החוק, ובהתאם חושף אותם, בין היתר, לפעולות אכיפה של הרשות.

על מנת לוודא כי חברה מקיימת את הוראות חוק ניירות ערך, חברה הפועלת לגיוס משקיעים ומציעה ניירות ערך למשקיעים פוטנציאליים, נדרשת לאמץ נהלי עבודה מסודרים - שיחייבו הן את עובדיה והן את משווקיה החיצוניים - ולוודא כי הנהלים מיושמים על ידם. כמו כן, נדרשת חברה כאמור, לערוך בקרה שוטפת על הצעת ניירות ערך על ידי עובדיה ומשווקיה החיצוניים ולהקפיד כי לא תהא חריגה מהוראות החריגים שנקבעו בחוק.

בנוסף, לצורך הבטחת ציות להוראות חוק ניירות ערך בדבר מגבלת ניצעים ומשקיעים, על החברה מוטלת החובה להבטיח כי כל פניה בהצעת השקעה למשקיעים פוטנציאליים תתועד באופן מלא ומדויק. תיעוד הניצעים וביצוע בקרה, הם המאפשרים לחברה לוודא כי היא פועלת תחת מגבלות דיני ניירות ערך, שכן ללא תיעוד לא תוכל לנהל מעקב אפקטיבי אחר מספר הניצעים והמשקיעים בכל רגע נתון, ולוודא את עמידתה במגבלות הקבועות בדיני ניירות ערך.

ויובהר, היעדר תיעוד ובקרה עלולים להוביל להטלת אחריות, הן על החברה והן על מנהליה, במסגרת הפעלת סמכויות האכיפה על פי דין⁶. מנגד, קיומם של מנגנוני תיעוד ובקרה סדורים עשויים לשמש ראיה לכך שנקטו כל האמצעים הסבירים למניעת עבירות או הפרות על ידי המנהלים, ובכך להקים הגנה מאחריות בגין עבירות התאגיד, בהתאם לסעיף 53(ה) לחוק ניירות ערך או חזקה בדבר חובת הפיקוח של המנכ"ל לפי סעיף 52(ג) לחוק ניירות ערך⁷.

⁶ עמדת ועדת האכיפה המינהלית, כפי שהובעה בשורה של החלטות, היא כי במסגרת בחינת הסדרי אכיפה מינהליים יש לתת את הדעת לאחריותם הפיקוחית של נושאי משרה מכח סעיף 52 לחוק ניירות ערך. ראו בהקשר זה, ת"מ 5/13 יו"ר רשות ניירות ערך נ' חברת החשמל, פס' 18 (28.11.2023); ת"מ 4/16 יו"ר רשות ניירות ערך נ' הוט מערכות תקשורת בע"מ, סעי' 34 (9.5.2016); ת"מ 9/22 יו"ר רשות ניירות ערך נ' פנטה ריי אינהאוס בע"מ, פס' 13 ו-17 (7.12.2022); ת"מ 1/23 יו"ר רשות ניירות ערך נ' מגדלור מוצרים אלטרנטיביים בע"מ, פס' 26-39 (2.2.2025).

⁷ חובת הפיקוח הקבועה בסעיף 52 לחוק ניירות ערך מטילה על המנהל הכללי ועל שותף (שאינו שותף מוגבל) את החובה "... לפקח ולנקוט את כל האמצעים הסבירים בנסיבות העניין למניעת ביצוע ההפרה...". הפרת החובה מקימה חזקה הניתנת לסתירה, בין היתר באמצעות הוכחת קיומם של נהלים מספקים למניעת ההפרה, מינוי אחראי לפיקוח על קיומם, הדרכת עובדי התאגיד לקיומם, ובנוסף נקיטה באמצעים סבירים לתיקון ההפרה ומניעת הישנותה (סעיף 52(ג)), כאשר הנטל להוכיח כי החזקה אינה מתקיימת רובץ על כתפי הטוען לכך. סעיף 53(ה) לחוק קובע הסדר דומה בתחום האחריות הפלילית. בשונה מהסדר בדבר אחריות פיקוחית המינהלית בסעיף 52, הוראה זו חלה הן על המנהל הכללי והן על הדירקטורים. בנוסף, הסעיף מעניק הגנה אם יוכיחו כי לא ידעו על ביצוע העבירה או שלא היה ביכולתם לדעת עליה, וזאת מבלי להתנות את ההגנה בעמידה בדרישות ספציפיות כמו אלה המנויות בסעיף 52(ג).