

עדכון לקוחות: גיוס כספים לפרויקט נדל"ן - מתי עשוי להיחשב כהצעת ניירות ערך המחייבת פרסום תשקיף?

עמדת סגל רשות ניירות ערך שפורסמה לאחרונה מדגימה כיצד גיוס כספים למיזמי נדל"ן עשוי להיחשב כהצעה ומכירה של ניירות ערך המחייבת פרסום תשקיף, וזאת גם אם ההשקעה כוללת רישום זכויות על שם הרוכש במרשם המקרקעין.

חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך") קובע איסור לבצע הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור ללא פרסום תשקיף, וזאת במטרה להבטיח שגיוס כספים מהציבור ייעשה על בסיס גילוי מלא על המציע ועל ההשקעה. גילוי בתשקיף נבדק על ידי רשות ניירות ערך והתאגיד המגייס ומנהליו נושאים באחריות עליו. בנוסף, לאחר פרסום התשקיף התאגיד שגייס את הכספים הופך לתאגיד מדווח, חב בחובות גילוי שוטפות, וכן חלים עליו כללי ממשל תאגידי, כשכל אלו נועדו להגן על המשקיעים ולתת להם כלים להעריך את השקעתם.

בשנים האחרונות נפוצים מאוד מיזמי השקעה בתחומים שונים, ובהם גם נדל"ן, שבהם מגייסים כספים מהציבור ללא תשקיף. מיזמים כאלה הם מותרים כל עוד הם אינם כוללים הצעה ומכירה של ניירות ערך, או אם ההצעה והמכירה של ניירות הערך מוגבלת ל-35 משקיעים שאינם משקיעים מתוחכמים בשנה.

לאורך השנים רשות ניירות ערך פרסמה עמדות סגל וממצאי ביקורות שערכה ביחס לתחולת חוק ניירות ערך על מיזמי השקעה. בנוסף, היות שמדובר בתופעת נרחבת, שכוללת סיכונים משמעותיים לציבור המשקיעים, רשות ניירות ערך בודקת באופן שוטף מיזמים שונים כאלה ובוחנת האם הופרה החובה לפרסם תשקיף, ובמקרים מתאימים מורה על הפסקת פעילות של מיזמים ואף נוקטת באמצעי אכיפה נגד התאגידים, בעלי השליטה ומנהליהם.

בחינת הרשות מתמקדת בדרך כלל בשאלות האם ההשקעה המוצעת היא "נייר ערך" כהגדרתו בחוק, האם המיזם מבצע "הצעה" או "מכירה" של ניירות הערך, והאם ההצעה או המכירה נעשו למספר משקיעים המהווה "ציבור".

לאחרונה פרסמה הרשות עמדת סגל בעקבות ביקורות שערכה ובה התייחסה לשני מקרים שבהם השקעה בפרויקט נדל"ן, **שכללה רישום זכויות במרשם המקרקעין**, היוותה למעשה מכירה של ניירות ערך המחייבת פרסום תשקיף:

במקרה הראשון דובר על רכישה על ידי משקיעים ישראלים של יחידות דיור בחו"ל. כל רוכש קיבל יחידת דיור והזכויות בה נרשמו על שמו במרשם המקרקעין המקומי. עם זאת, המחיר ששולם עבור כל יחידה היה דומה ולא הביא בחשבון מאפיינים ספציפיים של כל יחידה, כל רוכש התחייב להשכיר את היחידה ליזם לתקופה של עשר שנים ולתת לו את זכויות הניהול של היחידה, והתשלומים שהובטחו לכל רוכש לא נגזרו מביצועי היחידה הספציפית אלא מסכום השקעתו; הוא נדרש להסכמת היזם לצורך מכירת הנכס או השכרתו בתום התקופה, והיה זכאי למכור את הנכס בחזרה ליזם במחיר שנגזר מהיקף ההשקעה ולא ממחירי השוק של היחידה במועד הרלוונטי.

במקרה השני דובר על רכישה על ידי משקיעים ישראלים של יחידות נופש בחו"ל, כשכל יחידה נרשמה על שם הקונה במרשם המקרקעין המקומי. הפרויקט בכללותו מומן מכספי היזמים והרוכשים וגם במקרה הזה הזכויות של כל רוכש לא נגזרו מהיחידה הספציפית שנרשמה על שמו אלא מהמלון בכללותו – התשלומים שהיו זכאים להם הרוכשים נקבעו בהתאם לרווחי המלון כולו, לפי החלק היחסי ביחס ליתר מחזיקי היחידות, והם גם היו זכאים להגיע לחופשה שנתית במלון – לאו דווקא ביחידה שרשומה על שמם.

בשני המקרים, דובר בהתקשרות שכללה רישום זכויות בנכס מקרקעין ספציפי, עסקאות שלרוב תהיינה מוגדרות כעסקאות שאינן פיננסיות. עם זאת, עמדת הרשות הייתה כי במקרים אלו מאפייני ההשקעה ואופן ביצועה מעידים שההתקשרות במהותה היא לביצוע השקעה פיננסית פאסיבית הנושאת אופי כלכלי מובהק תוך ציפייה לתשואה ולכן יש לראות בהשקעה כרכישה של ניירות ערך.

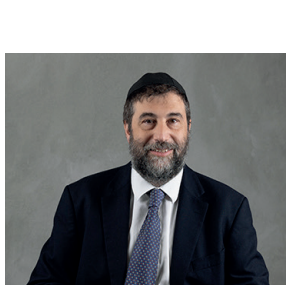
עמדת הרשות מבהירה כי גיוס כספים עבור פרויקטי נדל"ן, גם אם כולל רישום זכויות של המשקיע על נכס ספציפי במרשם המקרקעין, עשוי להיחשב כהצעה ומכירה של ניירות ערך הכפופות לחוק ניירות ערך. בחינת ההשקעה היא בחינה מהותית ובבסיסה השאלה האם אכן מדובר בהשקעה בנדל"ן או שמא הסתכלות על התמונה המלאה, הכוללת את כל מארג ההתקשרויות ואת תנאי ההתקשרות, מצביעה על כך שהנכס שנרכש הוא למעשה נייר ערך. בתוך כך נבחנים הפרמטרים הבאים בהשקעה:

- אופן ההצגה של ההשקעה ושיווקה למשקיעים;
- ציפיית המשקיע לתשואה שאינה נגזרת מביצועי הנכס שרכש או ממצבו אלא מהיקף ההשקעה או מרווחי הפרויקט בכללותו;
- השכרת הנכס ליזם לתקופה ארוכה מראש;
- הסכמה מראש לביצוע עסקה מול היזם במחיר שאינו מביא בחשבון את מחיר השוק;
- מתן סמכויות ליזם לקבל החלטות ביחס לנכס, מתן זכויות ניהול נרחבות בנכס ליזם והוצאת הרוכש מהשתתפות בניהול הנכס;
- מגבלות על יכולתו של הרוכש להעביר את זכויותיו בנכס לאחר;
- היעדרה של רגולציה פיננסית אחרת שתגן על כספי המשקיעים.

קיומם של מאפיינים אלו, או חלקם, בהשקעה, עשויים להצביע על כך שמדובר בהשקעה בניירות ערך ולפיכך יש להימנע מגיוס כספים לפרויקטים בעלי מאפיינים דומים ללא קבלת חוות דעת ביחס לעמידה בהוראות חוק ניירות ערך.

עוד יש לשים לב כי בהתאם לעמדת הסגל, גם מתווכים שמשווקים את הפרויקטים בשם היזמים, ואינם מעורבים בפרויקטים עצמם, נחשבים כ"מציעים" של ניירות הערך ולכן חובת פרסום התשקיף חלה גם עליהם.

לרשותכם לכל שאלה,



עו"ד דוד גילינסקי

DavidG@ayr.co.il



עו"ד ורד פיליכובסקי ססיק, שותפה

VeredPi@ayr.co.il

AYR

עמר רייטר ז'אן שוכטוביץ ושות'