



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק היצוני:

בפני כבוד השופטת רות רוני

העותרת: אקזיטוואלי בע"מ
ע"י ב"כ עוה"ד ר' יאראק, א' יאראק ואפרון

נגד

המשיבה: רשות ניירות ערך
ע"י ב"כ עוה"ד ויינבאום וכהן

פסק דין

1

1. העותרת (שתכונה להלן גם: "החברה") היא חברה שהפעילה אתר אינטרנט לצורך ביצוע גיוסי הון, אשר סיפק ליוזמים ולתאגידים שאינם רשומים בבורסה לניירות-ערך (להלן: "הבורסה") תשתית לגיוסי הון ממשקיעים פרטיים. עניינה של עתירה זו הוא בהחלטת הרשות לניירות-ערך (להלן גם: "הרשות") מיום 23.3.2016, החלטה בה הורתה הרשות לעותרת לחדול מהפעילות של גיוס הון מהציבור שלא באמצעות תשקיף, בהיותה מנוגדת לחוק. לטענת העותרת, החלטה זו של הרשות תביא הלכה למעשה לסגירת פעילותה, לפיטורי עובדיה ולכך שמשאבים רבים שהיא השקיעה - ירדו לטמיון.

10

11

רקע משפטי

12

חובת פרסום תשקיף כאשר נעשית הצעה לציבור

13

14

15

16

17

18

19

20

20

2. סעיף 15 לחוק ניירות-ערך תשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות-ערך") קובע את העיקרון הבסיסי לפיו אין להציע הצעות לציבור שלא על-פי תשקיף. הסעיף 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".

כלל זה נועד להגשים את התכלית העיקרית של חוק ניירות-ערך - גילוי מידע לציבור המשקיעים על מנת שיוכלו לקבל החלטות השקעה מיודעות ומושכלות בכל הנוגע



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 לניירות-הערך המוצעים להם. מסמך הגילוי היסודי הנדרש לציבור לשם כך הוא
2 התשקיף. בשל חשיבותו הרבה של הגילוי הראשוני שנעשה בתשקיף עבור ציבור
3 המשקיעים, חייב מסמך זה לכלול מידע רב ומפורט ביותר - הן אודות התאגיד המציע
4 והן אודות ניירות-הערך המוצעים. כך נקבע בנוגע להיקף חובת הגילוי בתשקיף בסעיף
5 16(א) לחוק ניירות-ערך:

6 **"תשקיף יכול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר,**
7 **השוקל רכישת ניירות-הערך המוצעים על-פיו, וכל פרט**
8 **ששר האוצר קבע בתקנות לפי סעיף 17".**

9 ראו גם: תקנות ניירות-ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף –
10 מבנה וצורה, תשכ"ט-1969).

11

12 זאת ועוד, מעבר לפרסומו של המידע הראשוני במסגרת התשקיף, פרסום התשקיף אף
13 הופך את התאגיד ל"תאגיד מדווח" ומכפיף אותו בכך לחובות הדיווח השוטף כגון
14 פרסום דוחות שנתיים ורבעוניים, פרסום דיווחים מיידיים ועוד. הדיווח השוטף אמור
15 לספק למשקיעים מידע נוסף שיאפשר להם לקבל החלטות השקעה מושכלות לגבי נייר
16 הערך. כמו כן, אם על-פי התשקיף מוצעות מניותיה של חברה לראשונה לציבור,
17 הופכת החברה מחברה פרטית לחברה ציבורית באופן המכפיף אותה לחובות נוספים
18 מתחום דיני החברות, בנוסף לחובותיה מכוח דיני ניירות-הערך.

19

20 כך כתבו בנושא זזה המלומדים מ' ימין וא' וסרמן בספרם **תאגידי וניירות-ערך 123**
21 (2006) (להלן: **"ימין ווסרמן"**):

22 **"חוק ניירות-ערך אוסר להציע ניירות-ערך לציבור ללא**
23 **תשקיף שהרשות התירה את פרסומו, ומעגן בכך את מקומו**
24 **של התשקיף כאמצעי המרכזי להגנת ציבור המשקיעים**
25 **בשלב שבו נוצר לראשונה צורך במידע על אודות ניירות-**
26 **ערך...**

27

28 התשקיף אינו רק אמצעי גילוי עבור ציבור המשקיעים,
29 הנדרש לקבל החלטת השקעה בנוגע לניירות-הערך
30 המוצעים אלא גם שער הכניסה למשטר הדיווחים שבו יחויב
31 התאגיד לאחר פרסום התשקיף. עם הצעת ניירות-הערך
32 לציבור על-פי תשקיף הופך התאגיד ל"תאגיד מדווח" החב
בחובות הדיווח השוטף. חובות אלו נועדו לעדכן את ציבור



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 המחזיקים בניירות-הערך של התאגיד בנוגע להתפתחויות
2 העשויות להשפיע על שווי ועל מחיר ניירות-הערך על מנת
3 שיוכל לקבל החלטות באשר להחזקת ניירות-הערך,
4 למכירתם ולמימוש הזכויות השונות הצמודות לניירות-
5 הערך”

6

7

החריגים לחובת פרסום תשקיף

8 4. לכלל בדבר חובת פרסום התשקיף נקבעה בחוק ניירות-ערך גם שורה ארוכה של
9 חריגים. בבסיס החריגים הללו עומדים בדרך כלל שיקולי עלות לעומת תועלת (ר' ימין
10 ווסרמן, עמ' 124). לענייננו חשוב החריג שנקבע בסעיף 15א(א)(1) המתיר הצעה ומכירה
11 של ניירות-ערך ללא תשקיף כאשר מספר הניצעים מוגבל ל- 35 בלבד, והחריג שנקבע
12 בסעיף 15א(א)(4) (שיכונה להלן: "סעיף 15א(א)(4) המקורי").

13

14 סעיף 15א(א)(4) המקורי נוסף לחוק ניירות-ערך במסגרת תיקון 20 משנת 2000. סעיף
15 זה התיר פרסום בדבר כוונה למכור ניירות-ערך בתנאים מסוימים וקבע:

16

17 "15א. (א) לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור –

18

...

19

20 (4) פרסום בדבר כוונה למכור ניירות-ערך –

21

22 (א) למציעים שמספרם אינו עולה על המספר הקבוע

23

24 בתקנות לענין פסקת משנה (1) [35 ר.ר.], שייבחרו בהליך

25

26 שיקבע המפרסם;

27

28 (ב) למשקיעים כאמור בפסקה (7)."

29

30

הרקע לפעילות העותרת

31 5. בסוף שנת 2010 התארגנה קבוצת יזמים (להלן: "יזמי החברה") במטרה להקים אתר
אינטרנט שישמש תשתית תפעולית ומשפטית ליזמים אחרים ולתאגידים שאינם
רשומים בבורסה, לביצוע גיוסי הון בהיקפים קטנים ממשקיעים פרטיים ללא פרסום
תשקיף.

32

33 עוד בטרם תחילת הפעילות פנו יזמי החברה לרשות בפנייה מקדימה (מכתב מיום
22.12.2010 שצורף כנספח 1 לעתירה) כדי לקבל אישור לפעילותם. יזמי החברה ביקשו



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 לשכנע את הרשות כי הפעילות המוצעת נופלת במסגרת החריגים לכלל המחייב פרסום
2 תשקיף שהיו קבועים בסעיפים 15א(א)(1) ו- 15א(א)(4) המקורי לחוק ניירות-ערך, וכי
3 לכן ניתן לבצע ללא פרסום תשקיף.
4
5 6. בנספח למכתב זה (להלן: "הנספח"), פירטו יזמי החברה את אופיו של אתר האינטרנט
6 המיועד תוך הדגשת הנושאים הבאים:
7 • אתר האינטרנט יהיה מיועד בעיקר לחברות קטנות שאינן רשומות בבורסה ואינן
8 תאגידים מדווחים (סי' 1.2 לנספח).
9 • כל חברה שתירשם באתר תקבל הקצאה של מקום בו תפרסם את פרטיה ופעילותה,
10 וכן את הסכום אותו היא מבקשת לגייס (סי' 1.3 לנספח).
11 • האתר יספק לחברות נוסח של הסכם השקעה ואת יתר המסמכים המשפטים
12 הדרושים לצורך השלמת השקעה (סי' 1.4 לנספח).
13 • כל חברה תמלא באתר את תנאי ההשקעה הספציפיים לגביה, כגון סכום גיוס
14 מינימאלי ומקסימאלי. מספר המשקיעים יוגבל לכמות בגינה לא יידרש פרסום של
15 תשקיף (סי' 1.5 לנספח).
16 • המשקיעים יהיו הן כאלה שהגיעו דרך החברה והשלימו באמצעות האתר את
17 ההתקשרות, והן כאלה שנחשפו לחברה דרך האתר (סי' 1.6 לנספח).
18 • משקיע שיהיה מעוניין לבצע השקעה בחברה, יידרש להזין את פרטיו המלאים, סכום
19 ההשקעה והסכמתו לתנאיה, וכן אמצעי תשלום (סי' 1.7 לנספח).
20 • תיבחן אפשרות לפיה השלמת גיוס הכספים תבוצע בצורה ממוכנת מלאה באתר – קרי
21 קבלת התשלום דרך האתר ומשלוח תעודת מניה לאחר השלמת הגיוס, או השלמת
22 הגיוס במשרדי החברה (סי' 1.8 לנספח).
23 • עבור השימוש בשירותי האתר ישלמו החברות דמי טיפול (סי' 1.9 לנספח).
24 • כמוצר משלים, תאפשר החברה לחברות ולמשקיעים להיעזר בשירותי האתר לצורך
25 קבלת מסמכים וטפסים במקרה בו משקיע יהיה מעוניין למכור את מניותיו לצד
26 שלישי. כמו כן, תינתן למשקיעים אפשרות לפרסם באתר מודעה למכירת מניות עם
27 פרטים ליצירת קשר, אפשרות שתיתן גם לגולשים המעוניינים לקנות מניות
28 ממשקיעים. במקרה זה, העברת המניות תעשה במשרדי החברה הרלוונטית, אך
29 תיבדק האפשרות לאפשר את העברת המניות בצורה ממוכנת מלאה באתר (סי' 1.10
30 לנספח).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק הייצוגי:

- 1 • במסגרת תנאי ההתקשרות יובהר למשקיעים כי במכירת ניירות-ערך הם כפופים
2 למגבלות החלות לפי חוק ניירות-ערך (ס' 1.11 לנספח).
3
- 4 .7. בהמשך הוסיפה העותרת והבהירה פרטים נוספים אודות המיזם, לבקשת הרשות,
5 במכתבה מיום 20.2.2011 (נספח 2 לעתירה). בסופו של דבר, בעקבות חלופת
6 המכתבים עם הרשות ופגישה שקיימו הצדדים, הודיעה הרשות לעותרת במכתבה
7 מיום 7.9.2011 (שצורף כנספח 3 לעתירה ויכונה להלן: "מכתב ספטמבר 2011") כי
8 היא לא תתערב בעמדתה לפיה בהתאם למסכת העובדתית שתוארה במכתב ובנספח,
9 פעילות העותרת נכנסת בגדר הסייגים הקבועים בסעיפים 15א(א)(1) ו- 15א(א)(4)
10 לחוק ניירות-ערך. לכן פעילות זו אינה בגדר הצעה או מכירה לציבור הטעונה פרסום
11 תשקיף. כך כתבה הרשות:
- 12 **"הרינו להודיעכם, כי סגל הרשות לא יתערב בעמדתכם**
13 **האמורה בס"ק 1א) לעיל, לפיה בנסיבות העניין הפעילות**
14 **והמיזם, המתוארים במכתביכם ובסעיף א' למכתבנו זה,**
15 **לעיל נכנסת בגדרי הסייגים הקבועים בסעיפים 15א(א)(1) ו**
16 **– 15א(א)(4) לחוק, ועל כן אינם בגדר הצעה או מכירה לציבור**
17 **הטעונה פרסום תשקיף."**
- 18
- 19 בעקבות עמדת הרשות במכתב ספטמבר 2011 הוחלפו בין הצדדים עוד מספר מכתבים
20 (נספחים 4, 4א', 4ב' ו-4ג' לעתירה) במסגרתם נדרשה העותרת לעמוד במספר דרישות
21 נוספות של הרשות. לאחר מכן החל המיזם של העותרת בפעילותו. לרשות אין כל טענה
22 לפיה העותרת חרגה מתנאי כלשהו שהיא נדרשה על-ידי הרשות לעמוד בו.
- 23
- 24 שינוי עמדת הרשות לאחר מכתב ספטמבר 2011
- 25 .8. לטענת הרשות, הפרשנות הרחבה לסעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך בנוסחו המקורי
26 כפי שהיא עולה ממכתב ספטמבר 2011, פרשנות שהביאה אותה לאשר את פעילות
27 מיזם העותרת בשנת 2011 יחד עם שני מיזמים נוספים - שונתה על-ידיה בשנים
28 שלאחר מכן. זאת לאחר שהרשות הבינה את ההשלכות הבעייתיות שיש לפרשנות זו
29 על ציבור המשקיעים, ונוכח צמיחתה של תופעת ההשקעות הבלתי מפורקות. כך בשנת
30 2013, במסגרת פניה מקדמית של חברה אחרת (שצורפה כנספחים 3א' ו-ב' לתשובת
31 הרשות), הבהירה הרשות במכתבה מיום 12.11.2013 שיש לפרש את סעיף 15א(א)(4)



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 המקורי באופן שונה מזה העולה ממכתב ספטמבר 2011. בהתאם לפרשנות המצמצמת
2 הזו, לא רק מכירה אלא גם הצעה ליותר מ- 35 ניצעים היא אסורה (מכתב הרשות
3 צורך כנספח 4 לתשובת הרשות). יחד עם זאת, הרשות לא הודיעה בשלב זה לעותרת
4 על שינוי כלשהו במדיניותה.
5
- 6 מאוחר יותר, בחודש ספטמבר 2014 פירסמה הרשות הצעה לתיקון סעיף 15א(א)(4)
7 לחוק ניירות-ערך להערוות הציבור. בהצעה זו הובהר כי הצורך בתיקון הסעיף גבר נוכח
8 הפעילות ההולכת וגדלה של אתרי אינטרנט הפונים לציבור הרחב ללא פרסום תשקיף
9 בהצעה לביצוע השקעות, על הסיכונים הנובעים מכך למעשי תרמית והונאה.
10
- 11 בשנת 2015 (הרשות אינה מציינת באיזה מועד), נוכח שאלות שעלו בהקשר זה, פרסמה
12 הרשות באתר האינטרנט שלה את מכתב ספטמבר 2011, ויחד עמו פורסמה הבהרה
13 לפיה מכתב זה אינו משקף עוד את הפרשנות הנכונה לדין, ועל כן אין לפעול על-פיו או
14 להסתמך עליו. סגל הרשות יידע את בא-כוחה של העותרת בדבר פרסום הבהרה זו.
15
- 16 ביום 31.12.2015, מספר שנים לאחר תחילת פעילות המיזם, פורסם בספר החוקים
17 חוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק)
18 (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2015 (להלן: "החוק המסדיר" או "תיקון 58 לחוק ניירות-
19 ערך") אשר נכנס לתוקף עם פרסומו. החוק המסדיר כולל הוראות המתקנות סעיפים
20 שונים בפרק ג' לחוק ניירות-ערך העוסק ב"תשקיף והיתר פרסומו". בין השאר תוקן
21 נוסח סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך. הנוסח המתוקן של הסעיף מחמיר ומצמצם
22 את החריג לחובת פרסום תשקיף – לעומת נוסחו הקודם של הסעיף. כך חלף
23 ההתייחסות העמומה ל"פרסום בדבר כוונה למכור ניירות-ערך", שהופיע בסעיף
24 15א(א)(4) המקורי, הוספה לנוסח המתוקן של הסעיף הבהרה לפיה מותר פרסום
25 "כללי" בלבד ואף פורט כי פרסום כללי כזה לא יכלול "נתונים כספיים ואת פרטי
26 ההצעה, לרבות מחיר, ריבית ותשואה". כן נוספה דרישה כי בפרסום עצמו תצוין
27 המגבלה על זהות ומספר המשקיעים.
28
- 29 כך קובע הנוסח המתוקן של סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך:
30 "15א. (א) לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור –
31 ...



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 (4) פרסום כללי בדבר כוונה להציע ניירות-ערך, שאינו כולל
2 נתונים כספיים ואת פרטי ההצעה, לרבות מחיר, ריבית
3 ותשואה, ובלבד שניירות-הערך יוצעו ויימכרו רק למשקיעים
4 שמספרם אינו עולה על המספר הקבוע בתקנות [35 ר.ר.]
5 לעניין פסקה (1) או למשקיעים כאמור בפסקה (7),
6 ושבפרסום תצוין המגבלה על הצעה ומכירה של ניירות-
7 הערך בנוגע לזהות המשקיעים או למספרם כאמור;
8 [ההדגשות שלי ר.ר., תיקון זה יכונה להלן: "סעיף 15א(4)
9 המתוקן"]:
10
11 13. במסגרת החוק המסדיר אף נוסף לחוק ניירות-ערך סעיף 15ב(4) הקובע סייג נוסף
12 לחובה להציע הצעות ולמכור לציבור ניירות-ערך רק באמצעות תשקיף. אין חולק כי
13 סייג זה עוסק באפשרות של מימון המונים. סעיף 15ב(4) לחוק ניירות-ערך (שיכונה
14 להלן גם "הסעיף לענין מימון המונים") קובע:
15 "סעיף 15 לא יחול על פעולות אלה:
16 ...
17 (א4) הצעת ניירות-ערך של תאגיד שהתאגד בישראל ואינו
18 תאגיד מדווח, ובלבד שמתקיימים כל אלה:
19 (א) ההצעה נעשית על-ידי חברה המרכזת את ההצעה
20 ומשמשת מתווכת להצעה ולמכירה של ניירות-הערך
21 באמצעות אתר אינטרנט, ונרשמה במרשם הרכזים לפי
22 הוראות פרק ה'5 (בחוק זה – רכז ההצעה);
23 (ב) התמורה שהתקבלה בהצעה כאמור בצירוף התמורה
24 שהתקבלה בהצעות אחרות של התאגיד המציע לפי פסקה זו,
25 במהלך 12 החודשים שקדמו לאותה הצעה, אינה עולה על
26 התמורה שקבע שר האוצר לפי הצעת הרשות או בהתייעצות
27 עמה;
28 (ג) התמורה שהתקבלה בהצעה כאמור ממשקיע בודד אינה
29 עולה על התמורה שקבע שר האוצר לפי הצעת הרשות או
30 בהתייעצות עמה;



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 (ד) התמורה שהתקבלה בהצעה כאמור ממשקיע בודד
2 בצירוף התמורה שהתקבלה מאותו משקיע בהצעות אחרות
3 לפי פסקה זו, במהלך 12 החודשים שקדמו לאותה הצעה,
4 אינה עולה על התמורה שקבע שר האוצר לפי הצעת הרשות
5 או בהתייעצות עמה; לעניין זה, 'הצעות אחרות' – לרבות
6 הצעות של תאגידיים מציעים אחרים לפי פסקה זו;
7 (ה) תנאים והגבלות נוספים שקבע שר האוצר לפי הצעת
8 הרשות או בהתייעצות עמה; תנאים כאמור יכול שיכללו
9 הטלת חובות על הגורמים המשתתפים בהצעה כאמור,
10 לרבות חובות רישום ברשות ותנאי כשירות;
11 תקנות לפי פסקה זו טעונות אישור ועדת הכספים של
12 הכנסת".

13
14 עוד יצוין כי להצעת החוק המסדיר צורפה טיוטת תקנות לצורך הוצאה לפועל של
15 הסעיף לענין מימון המונים אשר כונו "טיוטת תקנות ניירות-ערך (הצעת ניירות-ערך
16 באמצעות רכז ההצעה), התשע"ו-2016" (להלן: "טיוטת התקנות"), שנוסחה על-ידי
17 הרשות. תקנות אלה טרם אושרו על-ידי שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת, ועל כן
18 לא נכנסו לתוקף עד היום.

19 חילופי הדברים בין הצדדים לאחר פרסום החוק המסדיר

20
21 בעקבות פרסום החוק המסדיר, פנתה הרשות ביום 2.2.2016 במכתב לב"כ העותרת 14
22 (נספח 5 לעתירה). במכתב התייחסה הרשות לעמדתה כפי שזו נמסרה במכתב
23 ספטמבר 2011 – בו כזכור מסרה הרשות כי היא לא תתערב בעמדת יזמי החברה כי
24 הצגת תאגידיים מגייסים באתר אינטרנט ייעודי אליו יוכל כל משקיע לגלוש ולעניין
25 בפרטיהם ותנאי ההצעה של ניירות-הערך שלהן, תיחשב כתואמת את סעיף 15א(א)(4)
26 לחוק ניירות ערך הפוטר מחובת פרסום תשקיף. במכתב, נספח 5 לעתירה, הודיעה
27 הרשות לעותרת כי עמדתה הקודמת ניתנה על בסיס נוסחו הקודם של סעיף זה, ואין
28 לה עוד תוקף נוכח תיקון החוק. לכן, מעתה ונוכח הנוסח החדש של סעיף 15א(א)(4)
29 המתוקן "הצגת מידע מפורט, שאינו מידע כללי, ביחס לתאגידיים המגייסים, ובפרט
30 הצגת נתונים כספיים ותנאי ההצעה אינם עולים בקנה אחד עם סעיף 15א(א)(4)



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק היצוני:

- 1 לחוק". משכך דרשה הרשות כי העותרת תחדל מפעילותה הנוכחית, המהווה הצעה
2 של ניירות-ערך לציבור ללא תשקיף, הצעה המהווה הפרה של חוק ניירות-ערך.
3
- 4 15. העותרת פנתה אל הרשות בעקבות האמור במכתב הני"ל ביום 14.2.2016, וביקשה כי
5 הרשות תחזור בה מהחלטתה להורות לעותרת לחדול מפעילותה, וזאת מהנימוקים
6 העומדים בבסיסה של עתירה זו. במכתב הרשות מיום 16.2.2016 דחתה הרשות את
7 טענות העותרת (המכתבים הללו צורפו כנספחים 6 ו-7 לעתירה).
8
- 9 ביום 18.2.2016 פנתה העותרת פעם נוספת לרשות (מכתב זה צורף כנספח 8 לעתירה).
10 העותרת ביקשה, מבלי לגרוע מטענותיה הקודמות, כי הרשות תתיר לה לפעול למשך
11 תקופה נוספת של 30 יום, על מנת שהיא תוכל למלא את התחייבויותיה ללקוחותיה
12 ולמוער את נזקיה. ביום 24.2.2016 הודיעה הרשות כי היא מתירה לעותרת להמשיך
13 ולפעול במתכונת פעילותה עד ליום 7.4.2016 (ר' נספח 9 לעתירה).
14
- 15 16. ביום 15.3.2016 פנתה העותרת פעם נוספת לרשות במכתב שצורף כנספח 10 לעתירה.
16 העותרת ביקשה כי הרשות תתיר לה להמשיך ולפעול במסגרת המיזם כ"רכו הצעה"
17 כהגדרתו בסעיף לענין מימון המונים, סעיף שגם הוא נוסף, כאמור, במסגרת החוק
18 המסדיר. העותרת התחייבה לפעול בהתאם לסעיף זה ולתקנות שיוקנו מכוחו. עד
19 להתקנת התקנות הנדרשות ופרסומן, התחייבה העותרת לפעול בהתאם להוראות
20 המפורטות בטיטוט התקנות שהתפרסמה יחד עם הצעת החוק המסדיר, כמו גם
21 בהתאם לכל תיקון לטיטוט התקנות כפי שיהיה מעת לעת.
22
- 23 להצעה זו השיבה הרשות במכתב מיום 23.3.2016 (נספח 11 לעתירה), כי הליכי התקנת
24 התקנות ביחס לפעילות "רכו הצעה" וביצוע הצעות לציבור באמצעותו, טרם הושלמו,
25 ו"משכך, הפעילות המבוקשת במכתבכם אינה אפשרית בהתאם להוראות הדין".
26 בעקבות מכתב זה הוגשה העתירה הנוכחית. יחד עם העתירה הגישה העותרת גם
27 בקשה למתן צו ביניים. הרשות הגיבה לבקשה זו והעותרת השיבה לתגובתה. בעקבות
28 הדיון בצו הביניים שהתקיים בפני ביום 10.5.2016 הודיע ב"כ העותרת ביום 15.6.2016
29 כי הוא חוזר בו מהבקשה לצו ביניים, והבקשה נמחקה ללא צו להוצאות.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1
2
- טענות העותרת**
- 3 17. העותרת ציינה כי לאחר הדיון שהתקיים בבית-המשפט בעניין צו הביניים, ולאחר
4 שבית-המשפט הציע כי הצדדים יקיימו ביניהם הידברות, היא פנתה לרשות והציעה
5 כי זו תאפשר את פעילותה במתכונת הכוללת שלושה שלבים (להלן: "המתווה התלת
6 שלבי"): **בשלב הראשון** יפורסם לציבור מידע כללי בלבד בנוגע לחברה המגייסת
7 וההשקעה; **בשלב השני** יפורסם מידע מפורט יותר, הכולל נתונים כספיים ל- 35
8 מתעניינים שיבחרו האם לעבור לשלב השלישי. אם פחות מ-35 מתעניינים יבחרו
9 לעבור לשלב השלישי, ניתן יהיה להחליפם באחרים עד לסף של 35 ניצעים; **בשלב**
10 **השלישי** יינתן מלוא המידע הנוגע להשקעה והחברה המדוברות ל- 35 ניצעים בלבד,
11 שהם שיחליטו האם ברצונם להשקיע בחברה המגייסת. הצדדים אמנם קיימו משא-
12 ומתן בנוגע להצעה זו, אך לבסוף – כך טענה העותרת - דחתה הרשות בחוסר תום-לב
13 את המתווה התלת שלבי בטענה כי הוא נוגד את החוק המסדיר ואת נוסחו של סעיף
14 15א(א)(4) המתוקן.
15
- 16 18. העותרת טוענת כי מטרתו של החוק המסדיר הייתה להטיר פעילות דוגמת המיזם של
17 העותרת ולא לאסרה, וזאת במסגרת הוספתו של הסעיף לענין מימון המונים. חרף
18 האמור, החליטה הרשות להתייחס אך ורק לצמצום וההגבלה שנקבעו בסעיף
19 15א(א)(4) המתוקן. לכן דרישת הרשות לפיה העותרת תחדל מפעילותה עד אשר
20 יושלמו התקנות הנדרשות לצורך הפעלתו של הסעיף לענין מימון המונים היא בלתי-
21 סבירה, והיא נוגדת את חופש העיסוק וזכות הקניין שלה. בשל פגיעה זו בזכויות יסוד,
22 יש לפרש את החוק כך שיאפשר את המשך הפעילות של מי שכבר פעל עם חקיקתו,
23 וזאת עד להתקנת התקנות. העותרת הוסיפה כי היא מוכנה כבר עתה להתאים עצמה
24 לפעילות לפי הסעיף לענין מימון המונים, ולפעול כ"רכז הצעה" כהגדרתו בסעיף זה,
25 תוך התאמת פעילותה גם לטיוטת התקנות שפרסמה הרשות.
26
- 27 19. לחלופין טוענת העותרת כי אם הוראות הסעיף לענין מימון המונים אינן שלמות בטרם
28 התקנת התקנות מכוחן, אין להחילן כלל על המיזם של העותרת, והיא רשאית לפעול
29 על-פי הדין הקודם, לרבות בהתאם למכתב הרשות מספטמבר 2011, שהתיר לה לפעול.
30



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

20. העותרת התייחסה לטענת הרשות לפיה סעיף 15א(א)(4) המתוקן עומד בפני עצמו ואינו חלק מהליך החקיקה שתפקידו הסדרה של מימון המונים, וטענה כי יש לדחות טענה זו. לטענתה סעיף 15א(א)(4) המתוקן הותקן על מנת למנוע מימון המונים בדרך אחת, ולהתיר מימון המונים בדרך אחרת – זו שנקבעה בסעיף לענין מימון המונים. מסקנה זו עולה משמו של החוק המסדיר ומהדמיון בין שני הסעיפים.
- זאת ועוד, לטענת העותרת מדובר במצב בו הרשות מבקשת לחזור בה מהבטחה שלטונית שניתנה לעותרת (במכתב מספטמבר 2011). במצב דברים זה, על-פי ההלכה הפסוקה, יש לערוך איזון בין אינטרס ההסתמכות של הפרט על ההחלטה לבין האינטרס הציבורי בתיקונה של ההבטחה. באיזון זה גובר אינטרס ההסתמכות של העותרת.
- לטענת העותרת, אם הרשות תתיר לה להמשיך לפעול, לא היה בכך משום אכיפה בררנית של החוק. זאת משום שהעותרת כבר פועלת מספר שנים, ולכן יש לה מאפיינים רלוונטיים שונים ממי שלא פעל בעבר, מאפיינים המצדיקים את היחס השונה כלפיה.
21. לחלופין טוענת העותרת כי אם יש לפרש את הסעיפים הרלוונטיים כפי שטוענת הרשות, הרי שהחוק אינו חוקתי. זאת בשל פגיעתו הבלתי מידתית בחופש העיסוק והקניין של העותרת, פגיעה שאינה עומדת במבחני פסקת ההגבלה. על כן יש להורות על ביטול תיקון 58 לחוק.

טענות הרשות לניירות-ערך

22. לטענת הרשות, הרקע לתיקונו של סעיף 15א(א)(4) המתוקן במסגרת החוק המסדיר הוא גידול משמעותי בשנים האחרונות בהיקף ההשקעות הפיננסיות המוצעות לציבור המשקיעים ללא פרסום תשקיף וללא כל פיקוח, בעיקר דרך האינטרנט, על כל הסיכונים הכרוכים בכך. כל אלה היו תוצאה של פרשנות מרחיבה של סעיף 15א(א)(4) המקורי על-ידי מיזמים שונים, אשר פירשו את הסעיף כמתיר בפועל הצעה של ניירות-ערך לציבור הרחב בלא פרסום תשקיף, תוך הגבלה של היבט המכירה בלבד למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35. הרשות ראתה פרשנות מרחיבה זו בחומרה, ועל כן פעלה על מנת להגביל את התופעה באמצעות תיקון החוק.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 ואכן, לאחר שנכנס לתוקף החוק המסדיר ובכללו גם סעיף 15א(א)(4) המתוקן, הובהר
2 כי הפרסום המותר בדבר כוונה להציע ניירות-ערך הינו פרסום כללי בלבד ומוגבל
3 מאוד בתוכנו. חל איסור מוחלט על מתן נתונים כספיים בקשר להצעה העומדת על
4 הפרק, או על פרסומו של כל נתון כספי אחר הנוגע לפעילותה של החברה המגייסת.
5 תיקון זה סתם את הגולל על הפרשנויות הרחבות שניתנו בעבר לסעיף 15א(א)(4)
6 המקורי. הוא אף גובר על כל עמדות סגל הרשות שניתנו לפניו, לרבות בעניינה של
7 העותרת (במכתב מספטמבר 2011), בהיותו דבר חקיקה. על העותרת היה לפעול על-פי
8 נוסחו המתוקן של הסעיף, וזאת אף בלא פנייה כלשהי מצד הרשות בעניין זה.
9
- 10 23. הרשות הדגישה כי היא פעלה כלפי העותרת ללא דופי, באופן הוגן וסביר. מקורה של
11 דרישת הרשות כי העותרת תתאים את פעילותה לנוסחו המתוקן של סעיף 15א(א)(4)
12 הוא בהוראה מפורשת בדין, ממנה עולה כי פעילותה של העותרת במתכונתה המקורית
13 אינה חוקית. הרשות הוסיפה כי החלטתה לעניין זה התקבלה לאחר בחינה מעמיקה
14 של הנושא, לאחר שנשקלו מכלול השיקולים הרלוונטיים ולאחר שנשמעה עמדת
15 העותרת.
16
- 17 זאת ועוד, החלטת הרשות התקבלה רק לאחר תיקון סעיף 15א(א)(4), אף שעוד קודם
18 לכן סברה הרשות כי פעילות העותרת אינה עולה בקנה אחד עם הפרשנות הנכונה של
19 סעיף 15א(א)(4) המקורי. הרשות הכירה בכך שהעותרת פועלת מכוח המכתב
20 מספטמבר 2011, ולכן לא עצרה את פעילותה כל עוד החוק לא תוקן. לכן, אין יסוד
21 לטענת העותרת לפיה הרשות שינתה את החלטתה הראשונית - החוק הוא שהשתנה.
22
- 23 24. הרשות טענה כי עליה ליישם את החוק באופן שוויוני, ועל כן לא ניתן להתיר לעותרת
24 לפעול באופן שונה מגורמים אחרים בשוק, תוך אכיפה בררנית של החוק. אל מול
25 האינטרסים של העותרת, ניצב האינטרס של ציבור המשקיעים והצורך להגן עליהם,
26 והוא גובר על זה של העותרת.
27
- 28 25. הרשות ביקשה לדחות את טענת העותרת לפיה סעיף 15א(א)(4) המתוקן והסעיף לעניין
29 מימון המונים הם תיקונים השלובים זה בזה. לגישה, אין ממש בטענה לפיה סעיף
30 15א(א)(4) המתוקן לא נכנס לתוקף בטרם תיכנס לתוקף ההסדרה של האפשרות לבצע
31 מימון המונים בהתאם לסעיף לענין מימון המונים המחייבת התקנת תקנות. לגישת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 הרשות מדובר בשני סעיפים היוצרים פטורים שונים ובלתי-קשורים לחובת פרסום
2 התשקיף. שני תיקונים אלה קודמו בנפרד ומסיבות שונות, ומצאו עצמם באופן מקרי
3 באותה מסגרת של תיקון 58 לחוק ניירות-ערך.
4
- 5 הרשות הכחישה כי היא קיימה משא-ומתן עם העותרת ביחס ל"מתווה התלת-שלבי"
26 לאחר הדיון שהתקיים בבית-המשפט בבקשה למתן צו ביניים. לעמדתה המתווה
6 התלת-שלבי אינו עומד בהוראות סעיפים 15א(א)(1) ו-15א(א)(4) לחוק המגבילים את
7 מספר הניצעים הפוטנציאליים ל-35 בלבד, ומטעם זה אין לאשר לעותרת להתנהל לפיו.
8
9
- 10 הרשות אף דחתה את בקשת העותרת לפעול בהתאם לסעיף לענין מימון המונים.
11 לגישה, בטרם תיקון של תקנות לא ניתן לפעול מכוח הסעיף, ואין חשיבות לעובדת
12 פרסומה של טיוטת תקנות על-ידי הרשות.
13
- 14 הרשות הדגישה כי חופש העיסוק של העותרת לא נפגע, שכן אין חופש לעסוק בפעילות
15 בלתי-חוקית, וכזו היא פעילותה של העותרת במיזם שהקימה משעה שהחוק תוקן.
16 הפגיעה בעותרת אף אינה מהווה פגיעה אסורה - שכן מדובר בפגיעה שהיא מכוח חוק,
17 ושחיה מידתית וסבירה. מדובר בפעילות אשר נאסרה במפורש ובמכוון על-ידי
18 המחוקק וזאת לצורך תכלית ראויה - הגנה על ציבור המשקיעים. הרשות הוסיפה כי
19 לפני העותרת עומדת אפשרות להמשיך בפעילותה, בהתאם לדרכים שונות התואמות
20 את הוראות החוק. לבסוף, הוסיפה הרשות כי עתירתה של העותרת בהתייחס לפסילת
21 הוראות תיקון 58 בחוק ניירות-ערך, מהווה תקיפה ישירה של מעשה חקיקה. ככזו יש
22 להפנותה לערכאה המוסמכת לבטל חוקים, קרי בית-המשפט העליון בשבתו כבג"ץ.
23
24
- 25 במרכזה של עתירה זו עומדות מחלוקות משפטיות בין הצדדים הנוגעות לאופן בו יש
26 לפרש סעיפים שונים בחוק ניירות-ערך הנוגעים לשאלה האם פעילות העותרת היא
27 אסורה או מותרת. כן מתעוררת שאלת המשמעות שיש לתת להחלטת הרשות
28 מספטמבר 2011 שלא להתערב בפעילות העותרת - האם מדובר בהבטחה שלטונית
29 ומה נפקותה של החלטה זו בעקבות שינוי החוק. לבסוף ולחלופין, ככל שטענות
30 העותרת ביחס לפרשנות החוק יידחו, יהיה מקום לבחון את שאלת חוקתיותו של

דיון

27.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 תיקון 58 לחוק ניירות-ערך תוך התייחסות לשאלה האם יש מקום לפסילתו בהיותו
2 פוגע בחוק יסוד: חופש העיסוק.

3

4 כל הנושאים הללו יידונו בפירוט להלן.

5

6

פרשנות התיקון לחוק

7 28. כפי שתואר לעיל, הצדדים חלוקים ביניהם בשאלת פרשנותו הנכונה של החוק המסדיר
8 ושל התיקון לחוק ניירות-ערך במסגרתו. השאלה העיקרית השנויה במחלוקת בהקשר
9 זה היא שאלת היחס בין סעיף 15א(א)(4) המתוקן לסעיף לענין מימון המונים, והאם
10 – כגישת העותרת - תיקון סעיף 15א(א)(4) הותנה בכניסה לתוקף של הסדרה עתידית
11 של מימון המונים שנקבעה בסעיף לענין מימון המונים.

12

13 29. לטענת העותרת, החוק המסדיר כולל שני חלקים הקשורים ותלויים זה בזה – **איסור**
14 על קיום פעילות של מימון המונים בדרך בה פעילות כזו בוצעה בעבר, ובה בעת
15 ובמקביל **היתר** לפעילות של מימון המונים תוך הסדרתה באופן שונה (בהתאם לסעיף
16 ולתקנות שעתידות להיות מותקנות מכוחו). כך, התיקון שנכלל בסעיף 15א(א)(4)
17 המתוקן נועד למנוע מימון המונים בדרך שהותרה בעבר, ואילו הסעיף לענין מימון
18 המונים נועד להתיר מימון המונים מהסוג בו עוסקת העותרת באמצעות הסדרתו.
19 מכאן – כך טענה העותרת – שמטרתו של החוק המסדיר הייתה להתיר פעילות דוגמת
20 המיזם של העותרת, וזאת במסגרת הוספתו של הסעיף לענין מימון המונים. לכן,
21 לגישת העותרת, הפרשנות הנכונה לחוק המסדיר היא כי שני הסעיפים (האוסר
22 והמתיר) צריכים להיכנס לפעולה בו-זמנית, וזאת – כאשר יותקנו התקנות הנדרשות
23 לתחולה בפועל של התיקון לענין מימון המונים.

24

25 העותרת טענה כי למרות זאת, הרשות החליטה להתייחס אך ורק לאיסור שנקבע
26 בסעיף 15א(א)(4) המתוקן, תוך שהיא התעלמה מהקשר בין שני הסעיפים. לענין זה
27 טוענת העותרת כי יש להעדיף את פרשנות החוק שאינה פוגעת בזכויות יסוד,
28 ומאפשרת לעותרת להוסיף לפעול בתקופת הביניים עד להתקנת התקנות הנדרשות
29 להפעלת הסעיף לענין מימון המונים. אלמלא כן תיגרם פגיעה לא סבירה ובלתי
30 מידתית לחופש העיסוק וזכות הקניין של העותרת.

31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 עמדת העותרת היא כי יש לדחות את טענת הרשות לפיה סעיף 15א(א)(4) המתוקן
2 עומד בפני עצמו ואינו חלק מהליך החקיקה שנועד – כעולה משמו של החוק המסדיר
3 – להסדיר את הנושא של מימון המונים. אינדיקציה לכך שאין לראות את סעיף
4 15א(א)(4) המתוקן כעומד בפני עצמו, עולה מהדמיון בינו לבין סעיף 15ב(א)(4) לחוק
5 (הסעיף לעניין מימון המונים) – כאשר בשניהם מופיעות נסיבות בהן ניתן דווקא
6 להציע הצעה לציבור ללא תשקיף. מעבר לכך, יש להביא בחשבון את העובדה כי שני
7 הסעיפים אף נכנסו לתוקף עם חקיקת החוק המסדיר.
8
- 9 הרשות טענה מנגד, כאמור, כי יש לדחות את טענת העותרת לפיה שני הסעיפים .30
10 שלובים זה בזה, וכי משום כך לא תכנס לתוקף הוראת סעיף 15א(א)(4) המתוקן בטרם
11 ההסדרה של מימון המונים על-פי הסעיף לענין מימון המונים, עם התקנת תקנות.
12 ראשית נטען כי ככלל לדברי חקיקה יש תחולה מיידית, אלא אם נקבע בהם מפורשות
13 אחרת, מה שלא נעשה בענייננו. שנית, מדובר בשני סעיפים היוצרים פטורים שונים
14 ובלתי קשורים לחובת פרסום התשקיף – האחד מהם נכנס לתוקפו מייד, ואילו השני
15 לא יהיה תקף עד שיותקנו התקנות מכוחו.
16
- 17 הרשות הוסיפה וטענה כי בניגוד להסדרה העתידית המתוכננת בנושא מימון המונים,
18 הפטור הקבוע בסעיף 15א(א)(4) המתוקן נוגע לכל פרסום כללי הקודם להצעת ניירות-
19 ערך לציבור. הוא נועד למנוע הפרה של האיסור היסודי – וזאת לא רק במתכונת
20 הפלטפורמה האינטרנטית הנותנת שירות גיוס לחברות אחרות, אלא אף לחברות
21 המגייסות הון באופן עצמאי עבור עצמן. יתרה מזאת, האיסור בסעיף 15א(א)(4)
22 המתוקן נוגע לתאגידים המעוניינים לגייס בהיקפים שאינם מוגבלים, בעוד שמימון
23 המונים לפי סעיף 15ב(א)(4) לחוק ניירות-ערך מתוכנן להגביל את סכום הגיוס. כמו
24 כן, שני התיקונים הללו קודמו בנפרד ומסיבות שונות, ו"מצאו עצמם" בסופו של דבר
25 באופן מקרי במסגרת תיקון 58 לחוק ניירות-ערך. כלומר, הרקע החקיקתי
26 והרציונליים העומדים בבסיסם של שני סעיפים אלה הוא שונה לחלוטין, ועל כן סעיף
27 15א(א)(4) המתוקן אינו מותנה בהסדרה מלאה בפועל של מימון המונים, אלא מדובר
28 בתיקון עצמאי.
29
- 30 אני סבורה כי יש לקבל את עמדתה הפרשנית של הרשות לניירות-ערך לפיה לא הוכחה .31
31 תלות בין תחולתם של שני הסעיפים שתוקנו במסגרת תיקון 58 לחוק. לכן, לא ניתן



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 לקבוע כי תחולתו בפועל של התיקון בסעיף 15א(א)(4) המתוקן הותנתה בכך
2 שההסדרה העתידית של מימון המונים שנקבעה בסעיף לענין מימון המונים תיכנס
3 לפעולה אף היא לאחר התקנת התקנות. כפי שיפורט להלן, מסקנה זו עולה מלשון
4 החוק, מהתכלית הסובייקטיבית העולה מהרקע לחקיקתו ומהתכלית האובייקטיבית
5 המצויה בבסיסו.

6

7

לשון החוק

8 **ראשית**, באשר ללשון החוק, הרי שזו אינה יוצרת קשר בין סעיף 15א(א)(4) המתוקן
9 לבין הסעיף לענין מימון המונים. בתיקון לא נקבע כי קיימת תלות בין תחולתם של
10 שני הסעיפים, וכניסתו לתוקף של הצמצום הקבוע בסעיף 15א(א)(4) המתוקן לא
11 עוכבה על-ידי המחוקק עד להשלמת התקנות הנדרשות לפי הסעיף לענין מימון
12 המונים. פרשנות העותרת המבקשת לראות קשר ותלות בין הסעיפים אינה תואמת
13 את מילותיו הברורות של המחוקק, או במקרה זה – העדרן של מילים התומכות
14 בגרסתה.

15

16 לטעמי אין די בעובדה ששני תיקוני החקיקה הללו – סעיף 15א(א)(4) המתוקן והסעיף
17 לענין מימון המונים – נובעים מאותו דבר חקיקה (החוק המסדיר) כדי לבסס את
18 מסקנתה של העותרת על התלות במועד תחילת תחולתם. אין די גם בעובדה כי שמו
19 של החוק המסדיר הוא "חוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה
20 העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה)", או כי הוא מהווה תיקוף עקיף לחוק ניירות-ערך,
21 כדי להעיד על תלות כזו בין שני הסעיפים. אילו היה המחוקק מבקש לקבוע תלות כזו,
22 או אילו היה מבקש לעכב את תחילת התחולה של סעיף 15א(א)(4) המתוקן (ענין שהוא
23 כאמור חריג ויוצא דופן), היה עליו לציין זאת במפורש בחוק המסדיר.

24

25 **33.** כידוע, פרשנותם של דברי חקיקה על-ידי בית-המשפט צריכה לצאת מנקודת המוצא
26 של לשון החוק והמשמעות שהיא יכולה לשאת. יפים לענין זה דבריו של פרופ' אהרן
27 ברק בספרו **פרשנות במשפט** כרך שני – פרשנות החקיקה 97 (1993):

28

29

30

31

**"כלל הלשון קובע, כי יש ליתן למילותיו של דבר החקיקה
אותה משמעות שהן יכולות לשאת מבחינה לשונית. מכאן,
שאין ליתן ללשון החוק משמעות שהיא אינה יכולה לסבול.
נמצא, כי נקודת המוצא לכל בחינה פרשנית היא לשון החוק.**



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיזוני:

1 היא קובעת את המסגרת אשר בתוכה תפעל התכלית
2 החקיקתית. המשמעות הלשונית של החוק קובעת את
3 גבולות הפרשנות."
4 ראו גם: ע"א 554/83 "אתא" חברה לטכסטיל בע"מ נ' עיזבון
5 זולוטוב, פ"ד מא(1) 282, 304 (1987); ע"א 8569/06 מנהל
6 מיסוי מקרקעין חיפה נ' אלברט אברהם פוליטי, סב (4) 280
7 (2008), פסי' 26 לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) מ' נאור.

8
9 כפי שהובהר לעיל, אני סבורה כי אין בלשון החוק עיגון לשוני לתוספת אותה עותרת
10 המבקשת להוסיף להוראותיו – קרי יצירת התלות בין שני הסעיפים, ולכן לא ניתן
11 לפרש את התיקון לסעיף 15א(4) המתוקן באופן לו טוענת העותרת.

12 התכלית הסובייקטיבית

13
14 34. שנית, גם התכלית הסובייקטיבית כפי שהיא נלמדת מהרקע לחקיקתו של התיקון
15 לסעיף 15א(4) המתוקן במסגרת תיקון 58 לחוק ניירות-ערך, מעידה על העדרו של
16 קשר בינו לבין הסעיף לענין מימון המונים מבחינת תחילת תחולתם. חרף העובדה
17 שדברי ההסבר להצעת החוק המסדיר אינם מתייחסים לתיקון זה (ראו: הצעות חוק
18 הממשלה 896, ג' בחשוון התשע"ה, 27.10.2014 (להלן: "דברי ההסבר לחוק
19 המסדיר"), ניתן לנסות להתחקות אחרי תכליתו הסובייקטיבית של התיקון מהצעת
20 חקיקה קודמת לתיקון סעיף 15 לחוק, אותה פרסמה הרשות בשנת 2008.

21
22 נוסח סעיף 15א(4) לחוק ניירות-ערך שהוצע באותה הצעת חוק משנת 2008 היה:
23 "פרסום בדבר כוונה של מפרק, כונס נכסים, או ממונה אחר
24 שמונה על-ידי רשות מינהלית או על-ידי בית-משפט למכור
25 ניירות-ערך למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35 שייבחרו
26 בהליך שהודיע עליו המפרסם".

27
28 35. מהצעה זו עולה כי הסעיף נועד כדי להתמודד עם מקרים נקודתיים של פרסום כוונה
29 למכור ניירות-ערך, כמו למשל על-ידי המדינה או גורמים בעלי תפקיד רשמי, ולא כדי
30 לאפשר מימון המונים. כך נכתב בהצעה זו:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 "מוצע לקבוע בסעיף כי הוא מיוחד לפניה הנעשית על-ידי
2 גורם המחזיק במניות מכוח תפקידו כנאמן מסוג מסוים
3 (מפרק, כונס נכסים) ובמטרה לבצע הצעת מכר בפניה חד
4 פעמית למספר גדול ככל האפשר של ניצעים, ועם זאת
5 לסיים את המכירה למספר קטן של רוכשים (לרוב רוכש
6 יחיד, ובכל מקרה פחות מ-35) מטרת הסעיף היתה, כבר
7 בעת חקיקתו בשנת 2000, לאפשר פניה לכולי עלמא בכל
8 אמצעי תקשורת על-ידי גורמים כגון נאמן, כונס, מפרק
9 וכדו', כך שפניה כזו תהא פטורה מפרסום תשקיף, ובלבד
10 שברור לכל כי המכירה עצמה תהא לגורמים בודדים בסופו
11 של דבר. ואולם, הסעיף בנוסחו הקיים היה רחב מידי
12 וכיסה גם מקרים שלא כיוון אליהם מלכתחילה, כמו פניה
13 של בעל מניות בודד שלא מכוח תפקיד להציע ניירות-ערך
14 שלו לציבור בדרך של פרסום בעיתונות לדוגמא".
15
16 מכאן כי אין לקבל את עמדתה הפרשנית של העותרת ביחס לקשר בין שני התיקונים,
17 כאשר נראה כי בבסיסו של סעיף 15א(א)(4) המתוקן (לפחות ככל שהדבר נוגע להצעת
18 התיקון הקודמת שלו) לא עומד רעיון מימון ההמונים, אלא ניסיון להסדיר חריגים
19 נקודתיים בהם נדרש פרסום כללי של כוונה למכור ניירות-ערך ללא פרסום תשקיף.
20
21 זאת ועוד, כפי שצינתי לעיל, לאחר מכתב הרשות מספטמבר 2011 בו היא הודיעה .36
22 לעותרת כי לא תתערב בעמדתה לפיה פעילותה נופלת בגדרי סעיף 15א(א)(4) המקורי,
23 שינתה הרשות במשך השנים הבאות את מדיניותה. הרשות אימצה גישה פרשנית
24 מצמצמת לסעיף 15א(א)(4) המקורי, על מנת להגביל שיווק ושיווק של ציבור
25 המשקיעים להשקיע בניירות-ערך המפורסמים ללא תשקיף. זאת באופן בלתי תלוי
26 בשאלה האם יתוקן החוק באופן שיסדיר אפשרות של מימון המונים, ולאור גישת
27 הרשות בהקשר זה כפי שהיא התגבשה במהלך השנים.
28
29 גישה מצמצמת זו התבטאה – כפי שצוין לעיל, בין היתר בתשובת הרשות לפניה
30 מקדמית משנת 2013 שעסקה בכוונה להקים מיזם אינטרנטי שיהווה פלטפורמה
31 למפגש של חברות ומיזמים עם משקיעים. גישה זו התבטאה גם בפרסום הצעה לתיקון



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך להערות הציבור שפרסמה הרשות בספטמבר 2014 ;
2 ובעובדה כי עוד בטרם חקיקת תיקון 58 לחוק ניירות-ערך, בשנת 2015, פרסמה הרשות
3 באתר האינטרנט שלה את המענה שנתנה לעותרת בשנת 2011, ויחד עמו הבהרה לפיה
4 הוא אינו משקף עוד את הפרשנות הנכונה לדין, ועל כן אין לפעול על-פיו או להסתמך
5 עליו.

6
7 כלומר עוד בטרם עוגן הדבר בחקיקה ראשית ביוזמת הרשות, פעלה הרשות על מנת
8 להגביל ולצמצם את הפעילות המותרת באמצעות החריג הקבוע בסעיף 15א(א)(4)
9 המקורי – וזאת ללא קשר לשאלת קיומו של הסדר מקביל לגיוס הון באמצעות מימון
10 המונים או בדרכים אחרות.

11
12 באופן דומה, גם ההוראה שנכללה בתיקון הסעיף בחוק (סעיף 15א(א)(4) המתוקן) .37
13 מנותקת מיתר התיקונים שהופיעו בחוק המסדיר, ובפרט הסעיפים העוסקים
14 בהסדרה עתידית של אפשרות מימון המונים.

15
16 מסקנה זו עולה מפרוטוקול הדיון שהתקיים בוועדת הכספים של הכנסת ביום
17 14.12.2015 בה נידון החוק המסדיר לקראת העברתו לקריאה שנייה ושלישית
18 במליאת הכנסת. בהתייחס לתיקון המוצע לסעיף 15א(א)(4), אמרה שרה קנדלר,
19 מנהלת יחידת חקיקה ומשנה ליועמ"ש ברשות לניירות-ערך, כך (עמ' 20-21):

20 **"פה אנחנו מתקנים פטור שקיים היום בחוק ניירות-ערך,**
21 **שלא היה ברור למה הוא מתייחס בדיוק. היו פרשנויות**
22 **שונות, על אף שהרשות כבר הוציאה עמדת סגל שמפרשת,**
23 **ופה אנחנו רוצים לתת לה מעמד בתוך החוק. הפסקה**
24 **שקיימת היום באמת מוגבלת להצעות ספציפיות כמו של**
25 **מפרק, כונס נכסים ודברים כאלה, ופרסום כללי, שהוא עדיין**
26 **לא בגדר הצעה ומכירה של ניירות-ערך, הוא באמת רק משהו**
27 **מאוד-מאוד כללי, אין בו נתונים כספיים ופרטים, ורק אותו**
28 **מותר לעשות בשלב הזה שהוא לא תשקיף".**

29
30 יצוין כי באותו פרוטוקול דנו המשתתפים גם בהוספתו של סעיף 15ב(א) לחוק –
31 הסעיף לענין מימון המונים. אולם, שני הסעיפים אינם מקושרים זה לזה. למעשה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק הייצוגי:

1 נראה כי התיקון לסעיף 15א(א)(4) הוא במידה רבה חריג לשאר סעיפי החוק המסדיר
2 העוסקים, כעולה משמו, בעיקר בקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי ההיי-טק.
3 כלומר, הרקע החקיקתי לתיקון סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך מעיד על העדרו של
4 קשר בינו לבין הסדרת נושא מימון המונים במסגרת הוספת הסעיף לעניין מימון
5 המונים.
6

6

7

התכלית האובייקטיבית

8 **38. שלישית**, התכלית האובייקטיבית הנלמדת, בין השאר, מההבדלים המהותיים
9 הקיימים בין שני הסעיפים מעידה גם היא על המטרות השונות העומדות בבסיסם.
10 כך, הן סעיף 15א(א)(4) המקורי והן סעיף 15א(א)(4) המתוקן לא נועדו לפי לשונם
11 למקרים של "מימון המונים". הרציונל העומד בבסיס רעיון מימון ההמונים הוא
12 רציונל של גיוס סכומים קטנים מציבור גדול של משקיעים, תוך פיזור הסיכון אך גם
13 צמצום הפיקוח (רעיון זה מתבטא בסעיפים 15ב(א)(4) - ג) - 15ד(א)(4) לחוק, ואף עולה
14 מטיוטת התקנות המגבילה את סכום ההשקעה ממשקיע בודד ל 10,000 ₪). עוד יש
15 לציין כי מימון המונים נועד בדרך כלל להיות פתרון מימוני למיזמים חדשים או
16 לחברות פרטיות קטנות אשר אינן יכולות לפנות לגיוס דרך הבורסה בשל העלויות
17 הגבוהות הכרוכות בכך. לכן הוגבל סכום הגיוס המרבי של כל תאגיד (ראה סעיף
18 15ב(א)(4) וכן טיוטת התקנות המעמידה סכום זה, בנסיבות רגילות על מיליון ₪).
19 לעומת זאת, על-פי סעיף 15א(א)(4) בנוסחו המקורי והמתוקן, הוגבלו ההצעה
20 והמכירה לאחר הפרסום ל-35 ניצעים בלבד ולא ל"המונים", תוך שסכום ההשקעה
21 לא הוגבל, ואף סכום הגיוס המרבי של התאגיד המציע לא הוגבל. כלומר המגבלות
22 השונות הקיימות בשני הסעיפים מעידות כי הם נועדו למטרה שונה, ובפרט מעידות כי
23 מטרתו של סעיף 15א(א)(4) המקורי או המתוקן לא הייתה לאפשר מימון המונים.
24

24

25 המאפיינים הייחודיים והרציונליים של מימון המונים, הובהרו בפירוט במסגרת דברי
26 ההסבר לחוק המסדיר ביחס לסעיף בענין מימון המונים (עמ' 113-114):

27

"הרעיון העומד בבסיס מנגנון מימון ההמונים הוא

28

האפשרות לגיוס סכומי כסף קטנים מציבור רחב של

29

משקיעים. פתרון מימוני זה יכול לענות על צורכי חברות

30

טכנולוגיה עילית חדשות יחסית אשר מבחינתן הבורסה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 אינה מהווה חלופה ריאלית לגיוס הון מהציבור לנוכח
2 העלויות הגבוהות ודרישות הגילוי הנרחבות הכרוכות בכך...
3 המנגנון נועד להשיג איזון בין הרצון להפחית את הסיכון
4 הקיים למשקיעים לבין הרצון שלא להשית הוצאות
5 ומגבלות רבות מדי על התאגיד המגייס. הנחת המוצא היא
6 שעל מודל הגיוס להיות פשוט וכרוך בעלות נמוכה יחסית,
7 כדי שיהיה שימושי בעבור חברות טכנולוגיה עילית צעירות.
8 הצעת החוק קובעת כמה הסדרים לשם צמצום הסיכונים
9 הכרוכים במודל, ביניהם, קביעת מגבלות סכום הגיוסים
10 שיחולו על התאגיד המנפיק ועל משקיע בודד."
11

12 סעיף 15א(א)(4) והסעיף לענין מימון המונים נועדו אם כן להסדיר אינטרסים ציבוריים .39
13 שונים ונפרדים. לכן, אין בעובדה כי תיתכן חפיפה מסוימת במקרים בהם יחולו שני
14 הסעיפים (חפיפה הקיימת בעיקר כאשר סעיף 15א(א)(4) המקורי מתפרש בפרשנות
15 מרחיבה), כדי להביא למסקנה לפיה מדובר בסעיפים בעלי תכלית זהה או דומה.
16 התכליות השונות העומדות בבסיסם של סעיף 15א(א)(4) המתוקן והסעיף לענין מימון
17 המונים, מעידות גם הן על העדרם של קשר ותלות בין שני הסעיפים, בניגוד לטענת
18 העותרת.
19

20 סיכומה של נקודה זו, המסקנה העולה הן מלשונו הברורה של החוק, הן מהתכלית
21 הסובייקטיבית שלו והן מהתכליות האובייקטיביות השונות העומדות בבסיס סעיף
22 15א(א)(4) המתוקן והסעיף לענין מימון המונים, היא כי לא קיימת תלות בין שני
23 הסעיפים. מכאן שיישומו של תיקון סעיף 15א(א)(4) המתוקן לא הותנה בכניסה
24 לתוקף של הסדרה עתידית של מימון המונים שנקבעה בסעיף לענין מימון המונים. דין
25 טענות העותרת לענין זה להידחות.
26

27 לאור המסקנה הזו, אין מקום לקבל את טענת העותרת לפיה היא רשאית לפעול לפי .40
28 נוסחו של החוק המסדיר עוד בטרם תחילת תחולתו של הסעיף לענין מימון המונים
29 ועד להתקנת התקנות המתאימות לצורך הפעלתו. כפי שהובהר בהרחבה לעיל, אין
30 תלות בין שני הסעיפים הללו. לכן האיסור הנובע מסעיף 15א(א)(4) המתוקן (קרי



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 האיסור המתייחס למקרים שאינם כלולים בחריג המפורט בסעיף) הוא איסור עצמאי
2 ותקף, שהעותרת כפופה לו באופן מיידי.

3

4 **האם ניתן לפעול מכוח סעיף מימון ההמונים בטרם תיקון התקנות?**

5 41. העותרת טענה כי דרישת הרשות כי היא תחדל מפעילותה על כל המשתמע מכך (פיטורי
6 עובדים, הפרת התחייבויותיה, פגיעה במוניטין שלה ועוד), עד השלמת התקנות
7 הנדרשות לצורך הפעלתו של הסעיף לענין מימון המונים, היא דרישה בלתי-סבירה
8 הפוגעת בחופש העיסוק ובזכות הקניין שלה, והיא מנוגדת לדין. מדובר בפרשנות ממנה
9 עולה כי פעילות שהיתה מותרת בעבר בהעדר איסור בחוק - תהיה עתה אסורה. זאת,
10 דווקא כאשר היא עוגנה בחוק, ורק בשל ההשתהות בהתקנת תקנות מתאימות. על כן,
11 יש לפרש את החוק המסדיר באופן שיאפשר את המשך הפעילות של מי שכבר פעל עם
12 חקיקתו, כאשר לאחר שיותקנו התקנות - המשך הפעילות יעשה בהתאם להסדר
13 שייקבע בהן. העותרת מוכנה כבר עתה להתאים עצמה לפעילות לפי הסעיף לענין מימון
14 המונים ולפעול כ"רכז הצעה" כהגדרתו בסעיף זה, תוך התאמת פעילותה גם לטיוטת
15 התקנות שפרסמה הרשות.

16

17 42. הרשות טענה כי יש לדחות את בקשת העותרת לפעול כבר עתה בהתאם לסעיף לענין
18 מימון המונים וטיוטת התקנות. לגישה, בטרם התקנתן של תקנות לא ניתן לפעול
19 מכוח הסעיף, גם אם פרסמה טיוטת תקנות על-ידי הרשות. מדובר בהסדר מורכב
20 וחדשני שצפויים להתקיים בעניינו דיונים בוועדת הכספים של הכנסת, ולכן לא ברור
21 מתי ובאילו שינויים יאושרו התקנות המוצעות. כמו כן, גם לאחר התקנת התקנות,
22 לא יוכל תאגיד לפעול כרכז הצעה בטרם קבלת אישור הרשות לרישומו במרשם רכזי
23 הצעה. מצב זה מדגיש עוד יותר את חוסר היכולת של העותרת לפעול בהתאם לסעיף
24 לענין מימון המונים כל עוד התקנות לא הותקנו.

25

26

דין

27 43. ההלכה הפסוקה התייחסה לשאלה מהו דינו של חוק שנכנס לתוקף, בטרם הותקנו
28 התקנות הנדרשות לשם יישומו. כך, בבג"ץ 28/94 צרפתי ואח' נ' שר הבריאות ואח'
29 פ"ד מט(3) 804 (1995), פסי' 12 לפסק דינו של כב' השופט א' גולדברג נקבע כי:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק הייצוגי:

- 1 "שאלת יישומו של חוק טרם שהותקנו תקנות הנדרשות
2 לביצועו, תיגזר מלשונו של החוק, ממבנהו, ממטרותו
3 ומהמכשלה הצפויה לציבור מאי-התקנת התקנות".
4 (ר' גם: בג"ץ 6195/98 גולדשטיין נ' אלוף פיקוד המרכז פ"ד נג(5) 317, 331
5 (1999); בג"ץ 939/05 נעמה ברבי נ' שר התמ"ת (18.6.2007), פס" 17 לפסק דינו
6 של השופט ד' חשין).
7
8 כלומר, על מנת לבחון את טענות העותרת כי יש לאפשר לה לפעול על-פי הסעיף לענין
9 מימון המונים גם בטרם התקנת התקנות מכוחו, יש לבחון האם פעילות כזו היא
10 אפשרית על-פי לשון החוק, מטרתו והנוק שיגרם לציבור מאי הפעלתו.
11
12 אני סבורה כי בחינת הסעיף לענין מימון המונים לאור האמור לעיל, מביאה לכלל 44
13 מסקנה כי לא ניתן לפעול מכוחו של הסעיף בטרם התקנת התקנות הנדרשות לצורך
14 הפעלתו. מסקנה זו עולה הן מלשון הסעיף והן מתכליתו.
15
16 באשר ללשון הסעיף - ראשית, הסעיף לענין מימון המונים קובע כי על "רכזי הצעה"
17 כהגדרתם בחוק, וכפי שהעותרת מבקשת להיות, להירשם במרשם הרכזים המוסדר
18 בפרק ה'5 לחוק ניירות-ערך (אשר נוסף גם הוא במסגרת תיקון 58 לחוק ניירות-ערך).
19 דא עקא, מרשם כזה לא הוקם עדיין על-ידי הרשות, וטרם הוסדרו התנאים והדרישות
20 לרישום רכזי הצעה במסגרתו.
21
22 תנאים ודרישות אלה אמורים להיקבע בתקנות שיתקין שר האוצר, לפי הצעת הרשות
23 או בהתייעצות עמה, ובאישור ועדת הכספים של הכנסת (ראו סעיף 35מ לחוק ניירות-
24 ערך). תקנות כאלה טרם הותקנו. בלא רישום במרשם ובלא עמידה בתנאים ובדרישות
25 שאמורים להיקבע לצורך רישום זה, לא ניתן לפעול כרכז הצעה. יש להדגיש כי
26 הדרישות הללו אינן דרישות פורמאליות גרידא, אלא דרישות מהותיות המחייבות את
27 הרשות לבחון בקשה להירשם כרכז הצעה על בסיס קריטריונים כגון הון עצמי, פיקדון
28 וביטוח, דרישות שנועדו להגן על ציבור המשקיעים והתאגידים שיפעלו באמצעות רכו
29 הצעה.
30



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

45. **שנית**, החוק המסדיר קובע שלוש הגבלות הנוגעות לגיוס הכספים במסגרת עבודתו של רכז הצעה (סעיפים 15ב(א4)ב) - 15ב(א4)ד) לחוק ניירות-ערך): הגבלת התמורה שיכול התאגיד המציע לקבל במשך שנה – הגבלת סכום הגיוס; הגבלת הסכום שיכול משקיע בודד להשקיע בתאגיד מציע מסוים; הגבלת הסכום שיכול משקיע בודד להשקיע בכלל במסגרת הצעות של תאגידים במשך תקופה של שנה. כיוון שהסכומים של הגבלות אלו טרם נקבעו בתקנות, אין כל דרך ליישמן בשלב זה. הגבלות אלה אף הן אינן עניין פורמאלי, אלא הן העומדות בבסיס הסדרת נושא מימון המונים בתחום ניירות-ערך. מטרתה של הגבלת הסכומים היא לתחום את הגיוס בפלטפורמה זו לחברות קטנות המבקשות לגייס סכומים נמוכים יחסית, וכן למשקיעים קטנים אשר רמת הסיכון אליה יהיו חשופים באמצעות השקעה באותן חברות (שאינן מחויבות בפרסום תשקיף) תהיה מוגבלת ומפוקחת. לכן, בלא יציקת תוכן למגבלות של סכומי הגיוס וההשקעה, לא ניתן לטעמי להוציא לפועל את הסעיף לענין מימון המונים כבקשת העותרת.

46. **שלישית**, ישנה חשיבות לעובדה כי על-פי החוק המסדיר, התקנות שיותקנו מכוח הסעיף לענין מימון המונים טעונות אישור של ועדת הכספים של הכנסת, ואין די באישורו של השר או של הרשות בלבד. משמעות הדבר היא כי המחוקק ראה לנכון להעביר את בחינת הקריטריונים לעבודתו של רכז הצעה ל"כנסת זוטא". החלטה זו של המחוקק מקשה עוד יותר על קבלת טיעוני העותרת כי ניתן להפעיל את הסעיף ללא התקנת תקנות, או אף להסתמך על טיוטת התקנות שפרסמה הרשות ואשר טרם נידונה ואושרה בוועדת הכספים של הכנסת.

יפים לעניין זה הדברים שנכתבו בעניין צרפתי, פס' 14 לפסק דינו של כב' השופט א' גולדברג:

"הנה כי כן, כל עוד לא הותקנו התקנות באישור ועדת הכנסת, חייב הסדר הטוב הקפאת המצב עד להתקנת תקנות ואישורן על-ידי ועדת הכנסת, וכן מניעת אפשרות כי בתקופה זו יעקוף המשיב את הצורך באישור ועדת הכנסת וייתן רישיונות על-פי סעיף 65 המתוקן. ער אני לכך כי פרשנות זו, שעל-פיה לא היה בידי המשיב להחליט בבקשות שהוגשו בתקופת הביניים, עלולה לפגוע במבקשים ואף



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק הייצוגי:

- 1 **לגרום תקלה לכלל הציבור. אולם הפתרון למצב זה אינו יכול**
2 **להימצא בכך שנעלים עין מגילוי דעתו של המחוקק כי**
3 **הכללים ואמות המידה למתן רישיונות ייבחנו על-ידי 'כנסת**
4 **זוטא'."**
5
- 6 יתר על כן, אני סבורה כי אין די בהצעת העותרת כי היא תפעל על-פי טיוטת התקנות .47
7 לעניין ההון העצמי הנדרש ממנה, פיקדון וביטוח, כמו גם בעניין הגבלת סכום הגיוס
8 של החברות וההשקעה של המשקיעים. ראשית לטיוטת התקנות אין כל תוקף בשלב
9 זה (ראו עניין צרפתי, עמ' 815). לכן, הרשות אינה יכולה להסתמך עליהן על מנת לאשר
10 את פעילות העותרת. מעבר לכך, הדרישות המופיעות בטיוטת התקנות יכולות
11 להשתנות במסגרת הדיונים שעשויים להתקיים בעניין בוועדת הכספים של הכנסת.
12 יתכן ויוספו דרישות והגבלות נוספות, כאמור בסעיף 15ב(א4)ה(ה) לחוק ניירות-ערך.
13 במצב דברים זה לא יהיה נכון לרוקן מתוכן את החלטת המחוקק להכפיף את התקנות
14 לאישור ועדת הכספים על-ידי מתן אפשרות להפעיל את החוק בלא אותן תקנות או על
15 בסיס טיוטת התקנות שהציעה הרשות.
16
- 17 למסקנה לפיה לא ניתן לפעול מכוחו של הסעיף לענין מימון המונים בטרם התקנת .48
18 תקנות ניתן להגיע גם על-ידי בחינת תכלית הסעיף. כפי שהובהר לעיל, בבסיס הרעיון
19 של מימון המונים בתחום ניירות-הערך עומד הרצון לאפשר פעילות זאת, וכך לפתוח
20 פתח ליצירת אמצעי מימון נוספים וחלופיים לחברות קטנות שאינן מעוניינות או
21 מסוגלות לפנות לאפיק של מסחר בבורסה בשל עלויותיו הגבוהות. אולם בד בבד עם
22 הרצון לאפשר את מימון ההמונים, עומדת התכלית, החשובה לא פחות, של פיקוח
23 והגבלה של גיוס הכספים במסגרת מימון ההמונים באופן שיבטיח את האינטרסים
24 החשובים של ציבור המשקיעים (ראו: המלצות הוועדה הבינמשרדית לקידום
25 השקעות בחברות ציבוריות הפועלות בתחום המחקר והפיתוח (ינואר 2014), עמ' 51-
26 47; פרוטוקול הדיון שהתקיים בוועדת הכספים של הכנסת ביום 14.12.2015 בנושא
27 החוק המסדיר, עמ' 20-21).
28
- 29 כפי שצוין בראשית פסק דין זה, החוקים והתקנות הרבים החלים על החברות .49
30 הנסחרות בבורסה מבטיחים לציבור, בין השאר באמצעות פרסום תסקיף שאושר על-
31 ידי הרשות, כי המידע אותו הוא מקבל בנוגע לחברות הציבוריות הוא מידע מהותי



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 שלם ולא מטעה, באופן שיאפשר לו לבצע החלטה מושכלת בנוגע להשקעתו (ראו: ע"פ
2 2103/07 אביהו הורוביץ נ' מדינת ישראל (31.12.2008), פסי 33 לפסק הדין; אפרים
3 אברמזון "תחזיות וימידע רך" בחברה הציבורית – החובה לגלות ועקרונות האחריות
4 המשפטיות" משפטים כב 55, 71-72 (תשנ"ג); ימין ווסרמן, עמ' 123-124).
- 5
- 6 גיוס כספים מהציבור תחת פטור מפרסום תשקיף שנקבע בסעיף לענין מימון המונים,
7 צריך להתאפשר לכן רק בד בבד עם מנגנון פיקוח והגבלה אלטרנטיבי. מנגנון זה
8 משתקף הן בחקמת מרשם של רכזי ההצעה ופיקוח הרשות על פעילותם, והן בהגבלת
9 סכומי הגיוס של החברות המציעות וגובה ההשקעה של כל משקיע, כפי שאלה ייקבעו
10 בעתיד בתקנות שיוקנו. הפעלת הסעיף ללא תקנות - תגשים אמנם את התכלית של
11 מתן אפשרות לגייס כספים והשקעות, אולם לא את התכלית הנוספת העומדת בבסיס
12 הסעיף - הבטחת השקעתו של הציבור באמצעות אמצעי פיקוח והגבלה שונים. במילים
13 אחרות, פתיחת פתח לפעילות מועילה אך מסוכנת של הציבור כמו מימון המונים,
14 יכולה להיעשות רק אם יתקיימו לצידה אמצעי פיקוח והגבלה אשר יפחיתו סיכון זה.
15 בלא התקנת תקנות מתאימות לא יהיה פיקוח כזה, ולכן, גם מטעם זה, אין אפשרות
16 לפעול טרם התקנת התקנות.
- 17
- 18 לאור כל האמור, אני סבורה כי לא ניתן לפעול מכוחו של הסעיף לענין מימון המונים
19 בטרם יותקנו התקנות הנדרשות לצורך הפעלתו.
- 20
- 21 **האם חזרה בה הרשות מההחלטה נושא המכתב מספטמבר 2011?**
- 22 51. העותרת טוענת כי הרשות מבקשת לחזור בה ולשנות מהחלטתה הראשונית במכתב
23 מספטמבר 2011, להתיר לעותרת לפעול. לטענתה, במצב דברים כזה יש לאזן בין
24 אינטרס ההסתמכות של הפרט על ההחלטה לבין האינטרס הציבורי בתיקונה. איזון
25 זה מביא – כך נטען – למסקנה לפיה הכף נוטה לטובת העותרת - שהשקעתה במיזם
26 תרד לטמיון, עובדיה יאבדו את עבודתם, ויפגעו חופש העיסוק והקניין שלה.
- 27
- 28 הרשות טוענת, לעומת זאת, כי היא כלל לא שינתה את החלטתה הראשונית נושא
29 המכתב מספטמבר 2011, אלא החוק הוא זה שהשתנה. לכן אין מדובר בסיטואציה בה
30 ניתנה לעותרת הבטחה שלטונית אשר הרשות מבקשת לחזור בה ממנה. מעבר לכך,
31 מול האינטרסים של העותרת ניצב האינטרס של ציבור המשקיעים והצורך להגן



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 עליהם. כמו כן קיים אינטרס ציבורי של ציות להוראות החוק. באיזון השיקולים, גובר
2 לכן האינטרס הציבורי.
3
- 4 52. אני סבורה כי יש לדחות את טענות העותרת בהקשר זה.
5 בית-המשפט העליון שהתייחס לנושא של הבטחה שלטונית, קבע מספר תנאים באשר
6 למקרים בהם הבטחה כזו מחייבת את הרשות: נותן ההבטחה היה בעל סמכות לתתה;
7 הייתה לו כוונה להקנות להבטחה תוקף משפטי; הוא בעל יכולת למלא אחר ההבטחה;
8 אין צידוק חוקי לשנות או לבטל את ההחלטה. (ראו: בג"ץ 142/86 "דישון" כפר
9 שיתופי להתיישבות חקלאית נ' שר החקלאות פ"ד מ(4) 523, 529 (1986); בגץ
10 5018/91 גדות תעשיות פטרוכימיה בע"מ נ' ממשלת ישראל פ"ד מ(2) 773, 779
11 (1993); בג"ץ 4915/00 רשת חברת תקשורת והפקות (1992) בע"מ נ' ממשלת ישראל
12 פ"ד נד(5) 451, 477-478 (2000) (להלן: "עניין רשת").
13
- 14 53. במקרה דנן, העותרת לא קיבלה הבטחה כלשהי לכך שהחוק לא ישתנה בעתיד על-ידי
15 המחוקק באופן שימנע ממנה להמשיך לפעול כפי שהיא פעלה. מובן כי הבטחה כזו
16 ממילא לא הייתה יכולה להינתן על-ידי הרשות. משכך, עמדת הרשות במכתב
17 מספטמבר 2011 שניתנה על בסיס הנוסח המקורי (הקודם) של החוק, אינה יכולה
18 לעמוד אל מול שינוי החוק על-ידי המחוקק.
19
- 20 54. בית-המשפט העליון עמד במספר החלטות על כך, כי גם אם ניתנה הבטחה שלטונית
21 על-ידי רשות מרשויות המדינה, היא אינה עומדת אל מול שינוי חקיקה שנעשה מאוחר
22 יותר. לפרט אין כל ציפייה מוגנת לכך שהחוק לא ישתנה, ושינוי בחוק מצדיק שינוי
23 בהתנהלותה של הרשות. יפים לעניין זה הדברים שנכתבו בבג"ץ 3734/11 חיים דודיאן
24 ואח' נ' כנסת ישראל (15.8.2012), פסי' 24 לפסק דינה של הנשיאה מ' נאור:
25 "דברים אלו יפים מקל וחומר כאשר השינוי נעשה בחקיקה
26 ראשית של הכנסת. לבעלי הזכויות בנפט אין כל ציפייה
27 מוגנת שהכנסת לא תשנה את החקיקה ביחס למיסוי
28 הרווחים מזכויותיהם. ספק כאמור אם ניתן לומר כי
29 העותרים הסתמכו בפועל על ציפייה שכזו ליציבות הדין.
30 אכן, שינוי בדין עשוי לחייב הוראות מעבר מתאימות. יש
31 לוודא כי הוא איננו פוגע בזכויות מוקנות. לעניינים אלו אשוב



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 **בהמשך. אולם את טענת העותרים כי ההסתמכות על המצב**
2 **המשפטי הקיים מונעת את האפשרות להחיל עליהם מעתה**
3 **ועד עולם (או ל-50 שנה הקרובות) הסדר חקיקתי המשנה**
4 **את המס על רווחים – אין לקבל. מטעם זה אף יש לדחות את**
5 **טענת העותרים כי המדינה הפרה 'הבטחה שלטונית'**
6 **כלפיהם".**

7 ראו גם: עניין רשת, פסי' 38 לפסק הדין.

8
9 לאור האמור לעיל, אין צורך להכריע בשאלה האם ניתנה הבטחה שלטונית לעותרת
10 על-ידי הרשות במסגרת עמדתה במכתב מספטמבר 2011 או בשאלה האם הייתה
11 הרשות רשאית לשנות את עמדתה הקודמת בשל שינוי הנסיבות אף ללא שינוי החוק.

12
13 **האם התרת פעילותה של העותרת גם לאחר שינוי נוסח החוק תביא לאכיפה בררנית מצד**
14 **הרשות?**

15 55. לגישת העותרת, אם יינתן לה היתר להמשיך בפעילותה, הדבר לא יהווה אכיפה
16 בררנית של החוק מצד הרשות. זאת משום שהעותרת, בניגוד לגורמים אחרים,
17 הסתמכה על עמדת הרשות במכתב מספטמבר 2011, והיא פועלת מספר שנים באישור
18 הרשות. לכן מדובר ב"קבוצות יחסי" שונות שמוצדק להתייחס אליהן באופן שונה.

19
20 הרשות הדגישה מנגד כי עליה ליישם את החוק באופן שוויוני ולהימנע מאכיפה
21 בררנית. על כן לא ניתן להתיר לעותרת לפעול באופן שונה מגורמים אחרים בשוק, אשר
22 נדרשו עוד משנת 2013 לפעול בכפוף למגבלות שנקבעו היום גם בחוק. במובן זה
23 הופלתה העותרת דווקא לטובה, כאשר היא נהנתה במשך מספר שנים מחופש פעולה
24 שלא ניתן לאחרים, רק בשל פנייתה המוקדמת לרשות משנת 2011 והמכתב מספטמבר
25 2011 שנכתב בעקבותיה.

26
27 56. אני סבורה כי יש ממש בטענת הרשות. כך, אם האיסור לעסוק בסוג הפעילות אשר
28 נאסרה בחוק לא ייאכף על העותרת על-ידי הרשות באופן מודע ומושכל, הדבר יהווה
29 משום אכיפה בררנית ובלתי-מוצדקת של הרשות. משעה שהמחוקק נתן את דעתו
30 והגדיר פעילות מסוימת כבלתי-חוקית בשל האינטרס הציבורי של הגנה על
31 המשקיעים, העובדה שהעותרת עסקה בפעילות זו משך מספר שנים בעבר, אינה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק היצוני:

- 1 מצדיקה כשלעצמה את המסקנה כי החוק לא ייאכף עליה, ואינה יוצרת שונות
2 רלוונטית בהקשר זה.
3
- 4 **המתווה התלת שלבי אותו הציעה העותרת לרשות – האם נעשית על-פיו הצעה לציבור**
5 **המחייבת תשקיף?**
- 6 57. הצדדים התייחסו בסיכומיהם בהרחבה למתווה התלת-שלבי אותו הציעה העותרת
7 לרשות לאחר הדיון שהתקיים לפני בית-המשפט בבקשה למונח צו ביניים. לצורך
8 שלמות התמונה נתייחס (למעלה מן הצורך) גם למחלוקת שנפלה בין הצדדים בעניין
9 זה. תחילה יוצגו המתווה וטענות הצדדים בנוגע אליו.
10
- 11 58. כפי שציינתי לעיל, העותרת הציעה כי היא תתאים את פעילותה לנוסחו החדש של
12 סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך באמצעות פרסום שיעשה באופן מדורג בשלושה
13 שלבים:
- 14 **בשלב הראשון** תפרסם העותרת באתר האינטרנט פרסום כללי בדבר הכוונה
15 להציע ניירות-ערך של החברות המפרסמות, כגון תחום פעילותן, מוצריהן,
16 שנת הקמה וכו', מבלי לציין את שווי החברה המפרסמת ומבלי שהמידע יכלול
17 נתונים כספיים ואת פרטי ההצעה לרבות מחיר, ריבית ותשואה.
18
- 19 **בשלב השני**, ככל שמשקיעים מסוימים יביעו התעניינות בחברה המפרסמת,
20 תהיה העותרת רשאית לתת למשקיעים אלה ולהם בלבד מידע נוסף. מידע זה
21 יכלול את מחיר נייר הערך, שווי החברה וסך סכום הגיוס. מידע נוסף זה לא
22 יינתן ליותר מ-35 משקיעים פוטנציאלים. משקיעים אלה יצטרכו להודיע
23 לחברה המפרסמת תוך תקופת זמן קצובה האם ברצונם לעבור לשלב השלישי.
24 אם יתברר כי פחות מ-35 משקיעים פוטנציאלים החליטו לעבור לשלב
25 השלישי, ניתן יהיה לחשוף את המידע הנזכר למשקיעים פוטנציאלים נוספים,
26 ובלבד שהמידע המלא שייחשף בשלב השלישי לא ייחשף ליותר מ-35
27 משקיעים.
28
- 29 **בשלב השלישי** 35 משקיעים (או פחות) שיבחרו לקבל את פרטי ההשקעה
30 הנוספים יהיו רשאים לקבל מידע על החברה המפרסמת, מידע שיכלול את
31 קצב השימוש בתזרים המזומנים, תקציב, מכירות והכנסות לרבות משנים



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 קודמות, דוחות כספיים מבוקרים או סקורים. לאחר מכן יחליטו משקיעים
2 אלה אם הם מעוניינים לבצע את ההשקעה.
3
- 4 הרציונל מאחורי הצעה זו הוא כי פרסום פרטים כללים לגבי החברות המפרסמות אינו .59
5 עולה כדי "הצעה" כהגדרתה בחוק. לגישת העותרת, מאחר שעד לשלב השלישי אין
6 בידי המשקיעים די מידע לצורך קבלת החלטת השקעה, ורק עם קבלת מלוא הפרטים
7 על החברות המפרסמות ניתן יהיה לבצע את ההשקעה (שתהיה מוגבלת ל-35 ניצעים
8 בלבד), המתווה עומד בדרישות החוק. זאת משום שבכל מקרה המידע בשלב השלישי
9 לא ייחשף לפני יותר מ-35 ניצעים, בין אם הם יחליטו בסופו של דבר להשקיע בחברה
10 ובין אם לאו.
- 11
- 12 העותרת ציינה כי היא ניהלה משא-ומתן עם הרשות אודות תנאי המתווה, אולם חרף .60
13 העובדה שהיא שינתה אותה בהתאם לדרישת הרשות, הרשות החליטה בסופו של דבר
14 (לגישת העותרת בחוסר תום-לב) שלא לקבל את הצעתה.
15
- 16 לטענת העותרת, המתווה התלת-שלבי מתיישב עם הוראות חוק ניירות-ערך ועם עמדת
17 סגל הרשות בנושא פרסום טיוטת דוח הצעת מדף כפי שזו הובעה בחודש יוני 2016.
18 לגישתה, ההבחנה שעורכת הרשות בין היתר לפרסום של טיוטת דוח הצעת מדף ללא
19 היתר הרשות, לבין האיסור על המתווה התלת-שלבי של העותרת שאינו שונה במהותו
20 ממנה, יוצר אפליה אסורה.
21
- 22 מנגד, הכחישה הרשות כי היא קיימה משא-ומתן עם העותרת ביחס למתווה התלת- .61
23 שלבי. לגישתה, לאחר הדיון שהתקיים בבית-המשפט בבקשה למתן צו ביניים, היא
24 לא ביקשה לשנות אלמנטים במתווה אלא ביקשה הבהרות בלבד. לעמדת הרשות
25 המתווה התלת-שלבי אינו עומד בהוראות סעיפים 15א(4) ו-15א(א1) (1)
26 לחוק ניירות-ערך, המגבילים את מספר הניצעים הפוטנציאליים ל-35.
27
- 28 הרשות טענה כי בשלב הראשון והשני של המתווה מבקשת העותרת לבצע, הלכה
29 למעשה, "הצעה" באמצעות מסירת נתונים כספיים שלא ניתן לפרסמם על-פי הריג
30 הקבוע בסעיף 15א(4) ו-15א(א1) המתוקן ליותר מ-35 ניצעים. אם חלק מהניצעים הללו לא
31 יביעו התעניינות ורצון לעבור לשלב הבא, הרי על-פי הצעת העותרת – יימחקו ניצעים



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 אלה ממנין 35 הניצעים, וניתן יהיה להציע את ההצעה במקומם לניצעים נוספים.
2 התוצאה בפועל היא של מתן אפשרות להציע הצעה ליותר מ-35 ניצעים, וזאת בניגוד
3 לחוק.
4

5 62. מטרתה של הוראת סעיף 15א(א)(4) המתוקן היא למנוע פנייה למשקיעים לא
6 מתוחכמים שמספרם עולה על המותר (35 איש), במטרה לעניין אותם ברכישת ניירות-
7 ערך. לכן הוגבל תוכן הפנייה הראשונית ומספר הניצעים שרשאים להישפך אליה.
8 מסירת מידע בניגוד להוראה זו מהווה "הצעה לציבור". הרשות הוסיפה כי גם עמדת
9 העותרת לפיה המשקיעים נדרשים למידע הנמסר בשלושת השלבים כדי לקבל החלטת
10 השקעה מבוססת, וכי היא לא תאפשר לקבל החלטת השקעה סופית בטרם יקבלו
11 המשקיעים הפוטנציאליים גם את המידע נושא השלב השלישי (מידע שיימסר ל-35
12 ניצעים בלבד), אינה פותרת בעיה זו. לעניין זה טוענת הרשות כי בפסיקה ובספרות
13 נקבע כי המונח "הצעה" בסעיף 15 לחוק אינו חופף בהכרח את המונח מתחום דיני
14 החוזים, וכי הוא אינו מחייב את מסירת כל המידע שנדרש לצורך קיבול מיידי של
15 ההצעה והתקשרות על-פיה.
16

17 הרשות אף דוחה את ההיקש שהעותרת עורכת עם ההסדר ביחס לפרסום טיוטת דוח
18 הצעת מדף. הצעה כזו, כך נטען, נעשית על-ידי תאגיד מדווח שקיבל היתר לתשקיף
19 מדף, וכפוף לחובות רבות מכוח דיני ניירות-ערך ודיני החברות. זאת בשונה מתאגידי
20 המגייסים הון באמצעות העותרת, המעוניינים שלא יחולו עליהם הוראות חוק ניירות-
21 ערך והחובות שנקבעו בו.
22

דין

23 63. כפי שצוין לעיל, סעיף 15א(א)(4) המתוקן קובע בהתייחס לחריג להציע הצעה לציבור
24 שלא באמצעות תשקיף, כי לא יראו כהצעה או מכירה לציבור פרסום שהוא "פרסום
25 כללי בדבר כוונה להציע ניירות-ערך, שאינו כולל נתונים כספיים ואת פרטי ההצעה,
26 לרבות מחיר, ריבית ותשואה"; זאת כל עוד ניירות-הערך "יוצאו וימכרו" רק
27 למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35 או למשקיעים מתוחכמים. כלומר, הסעיף מותר
28 פרסום אודות כוונה כללית להציע ניירות-ערך לציבור, ובלבד שהצעה תוצע ל-35
29 משקיעים לא מתוחכמים. נראה כי אין מחלוקת בין הצדדים כי השלבים הראשון
30 והשלישי עומדים, על פני הדברים, בדרישות החוק: הפרסום שנעשה בשלב הראשון
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 הוא פרסום כללי בו לא יופיעו נתונים כספיים, וככזה הוא מותר; ואילו הנתונים
2 שיוצגו בשלב השלישי יוצעו ממילא ל-35 ניצעים לכל היותר, ולכן גם פרסום זה עומד
3 בדרישות החוק. המחלוקת בין הצדדים נוגעת לשלב השני של המתווה התלת-שלבי
4 בלבד.
5
- 6 .64 אני סבורה כי שלב זה אכן אינו עולה בקנה אחד עם הוראות החוק. כך, המידע אותו
7 מבקשת העותרת לחשוף בפני המתעניינים בשלב השני אינו "פרסום כללי". מידע זה
8 כולל מידע בדבר מחיר נייר הערך, שנכלל במפורש בפירוט המופיע בסעיף 15א(א)(4)
9 המתוקן המגדיר את המידע אותו אסור למסור כחלק מ"פרסום כללי". לכן, על-פי
10 החוק, ניתן לחשוף מידע זה ללא יותר מ-35 ניצעים. העותרת ניסתה להתגבר על הפגם
11 הזה בשתי דרכים – ראשית, המידע יוצג ל-35 "מתעניינים", כאשר רק כאשר מי מהם
12 יחליט שלא להמשיך לשלב הבא, הוא יוחלף באדם אחר; ושנית, המידע שיימסר בשלב
13 השני לא יהיה המידע המלא הנדרש לקבלת החלטה שקולה ומיודעת, והעותרת אף לא
14 תאפשר קבלת החלטה על השקעה רק על סמך מידע זה.
15
- 16 .65 אני סבורה כי אין בשני פתרונות אלו כדי לרפא את הפגם.
17 הטענה לפיה המידע לא יוצג לפני יותר מ-35 ניצעים במקביל, נראית מלכתחילה
18 "שובת עין". למרות זאת, אני סבורה כי אין בהצעת העותרת בהקשר זה כדי להתגבר
19 על האיסור שקיים בחוק. המחוקק ביקש – כך עולה מחוק ניירות-ערך, למנוע מסירת
20 מידע ברמת פירוט העולה על הפרסום הכללי לקבוצה המונה למעלה מ-35 אנשים. הוא
21 לא הגביל זאת לקבוצה המונה 35 איש בכל רגע נתון.
22
- 23 ואולם, על-פי הצעת העותרת עשויה קבוצת ניצעים המונה למעלה מ-35 אנשים
24 להיחשף לפרטי ההצעה, שהם פרטים מפורטים יותר מאלה נושא הפרסום הכללי של
25 השלב הראשון. כך, בלחיצת כפתור יכול אדם "להיכנס" לפרטי ההצעה ובלחיצת
26 כפתור הוא יכול "לצאת" ממנה ("לפנות" מקום לניצע אחר). מכאן שההצעה של
27 העותרת מאפשרת לה למעשה למסור למספר לא מוגבל של אנשים פרטים מפורטים
28 ואסורים הנוגעים להשקעה, כל עוד שומרת המערכת הממוחשבת על מספר קבוע של
29 35 מתעניינים במקביל. העובדה שהחשיפה לא תהיה זמינה ליותר מ-35 איש בו זמנית,
30 אין די בה. העותרת אינה מבהירה מדוע העובדה שההצעה עשויה להיחשף ליותר מ-



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק הייצוגי:

- 1 35 ניצעים, אשר לא כולם יהיו חשופים אליה בו זמנית, מרפאה את הפגם של חשיפה
2 למספר גבוה של ניצעים פוטנציאליים.
3
- 4 66. זאת ועוד, אף בעובדה שהמידע השלם יוצג בפני הניצעים רק בשלב השלישי, אין כדי
5 לפתור את העדר ההתאמה לחוק. המחוקק התכוון להגביל שיווק ושידול לרכישת
6 ניירות-ערך המפורסמים ללא תשקיף. הדגש שהושם הוא על הגבלת המידע שניתן
7 לחשוף בפני מספר רב של משקיעים פוטנציאליים מהציבור במסגרת פרסום כוונה
8 להציע ניירות-ערך. העובדה כי לא כל המידע הרלוונטי מוצג בפני אותם משקיעים
9 פוטנציאליים בשלב השני של המתווה, אינה פותרת את הבעיה העקרונית בכך שלציבור
10 גדול של פונים מוצג מידע שאסור להציגו לפניו.
11
- 12 67. בשולי הדברים אוסיף כי אני מקבלת גם את טענת הרשות לפיה אין מקום להשוואה
13 שעורכת העותרת להסדר ביחס לפרסום טיוטת דוח הצעת מדף לבין המתווה התלת-
14 שלבי. ההבדלים בין תאגיד מדווח לתאגיד שאינו מדווח מבחינת החובות הרבות
15 החלות על הראשון (והמגנות על ציבור המשקיעים), אינם מאפשרים לערוך את
16 ההשוואה האמורה.
17
- 18 לכן, אני סבורה כי ה"מתווה התלת-שלבי" אינו תואם את התנאים שנקבעו בסעיף
19 15א(א)(4) המתוקן, ועל כן העותרת אינה יכולה לפעול על-פיו.
20
- 21 **תקיפת חוקתיותו של החוק המסדיר**
22 **האם מדובר בתקיפה ישירה או עקיפה?**
- 23 68. טענתה החלופית של העותרת בעתירה, היא כי אם תתקבל הפרשנות לה טוענת הרשות
24 לחוק המסדיר, פירוש הדבר הוא כי החוק המסדיר אינו חוקתי, ולכן אין הרשות יכולה
25 לסמוך עליו. לטענת העותרת, היא אינה תוקפת את הוראות החוק בתקיפה ישירה,
26 אלא בתקיפה עקיפה. זאת משום שמטרתה היא לסכל את האפשרות שהרשות תסתמך
27 על החוק המסדיר כהגנה מפני העתירה. לכן יש לבית-המשפט סמכות עניינית לדון
28 בטענה.
29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 מנגד טוענת הרשות כי עתירתה של העותרת מהווה תקיפה ישירה של מעשה חקיקה.
2 תקיפה ישירה של דבר חקיקה בטענה שהוא אינו חוקתי צריכה להיעשות מפורשות
3 ולפני הערכאה המוסמכת לבטל חוקים – בית-המשפט העליון בשבתו כבג"ץ.

4

5

דין

6 אני סבורה כי במחלוקת זו, הדין הוא עם העותרת. 69.

7 הסעד המבוקש במסגרת העתירה המנהלית הוא מתן צו הקובע כי החלטת הרשות
8 לניירות-ערך מיום 23.3.2016 המורה לעותרת לחדול מפעילותה - בטלה ומבוטלת.
9 במסגרת זו העלתה העותרת – כפי שפירטתי לעיל - טענות הנוגעות לקיומה של הבטחה
10 שלטונית, טענות העוסקות בפרשנות הנכונה של תיקון 58 לחוק ניירות-ערך ולחלופין
11 טענה לפיה החוק המסדיר אינו חוקתי, וכי משום כך הרשות אינה רשאית להסתמך
12 עליו לצורך קבלת ההחלטה נושא העתירה.

13

14 משעה שהסעד המבוקש מצוי בסמכותו של בית-משפט זה, מוסמך בית-המשפט לדון
15 אף בטענה כי החוק המסדיר אינו חוקתי וכי יש לבטלו, וזאת במסגרת תקיפה עקיפה
16 של דבר החקיקה. לעניין זה יודגש כי בשורה של פסקי דין מהשנים האחרונות, קבע
17 בית-המשפט העליון כי אין בקיומה של אפשרות של תקיפה ישירה כדי להביא בהכרח
18 לכך שתבוטל הדרך של תקיפה עקיפה. זאת ועוד, אפשרות של תקיפה עקיפה של פעולה
19 מנהלית מוקימה לעותרים סעד חלופי. בית-המשפט העליון אינו נוהג בדרך כלל לעשות
20 שימוש בסמכותו, כל עוד עומד לרשות עותר סעד חלופי. בית-המשפט העליון אף
21 הדגיש כי גם בעל הדין שיזם את ההליך (ולא רק מי שמתגונן מפניו) יכול לתקוף
22 חוקתיות של הוראת חוק בתקיפה עקיפה (קרי ניתן להעלות את הטענה גם כ"חריב"
23 ולא רק כ"מגן").

24

25 יפים לעניין זה הדברים שנכתבו בבג"ץ 3429/11 בוגרי התיכון הערבי האורתודוקסי
26 בחיפה נ' שר האוצר (5.1.2012, פס' 34 לפסק דינה של המשנה לנשיאה (כתוארה אז)
27 מ' נאור):

28

29 **"דרך המלך' בה יש לנקוט היא בהגשת עתירה לבית-**
30 **המשפט לעניינים מינהליים. כמובן שבמסגרת העתירה**
31 **שתוגש לבית-המשפט לעניינים מינהליים יוכלו העותרים**
להעלות גם את טענותיהם בדבר חוקתיות החוק. סמכותו של



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 בית-המשפט הגבוה לצדק לדון בטענות בדבר אי חוקתיות
2 אינה מונעת דיון בטענות בבית-משפט 'רגיל'... לפיכך, בידי
3 מי שיראה עצמו נפגע מהפעלת החוק תהיה פתוחה הדרך
4 לפנות לבית-המשפט לעניינים מינהליים בדרך של הגשת
5 עתירה. במסגרת העתירה שתוגש לבית-המשפט לעניינים
6 מינהליים יוכלו מי שייפגע מהפעלת החוק להעלות, על דרך
7 של 'תקיפה עקיפה', טענות בדבר חוקתיות החוק. בעבר כבר
8 נפסק כי ערכאות דיוניות יכולות לדון בעניין פלוני בדרך של
9 'תקיפה עקיפה' הגם שלבעל הדין אפשרות עקרונית להגיש
10 עתירה לבית-המשפט הגבוה לצדק. כן צוין כי במקרים אלה,
11 ה'תקיפה העקיפה' נעשית על-ידי בעל הדין שיזם את
12 ההליך ולא כטענת הגנה... גם האפשרות להעלות טענות
13 בדרך של 'תקיפה עקיפה' מקימה לעותרים סעד חלופי".
14 ראו גם: בג"ץ 6090/08 יצחק ברגר נ' שר המשפטים (11.8.2008), פסי 5-6
15 לפסק דינו של הנשיא (בדימוס) א' גרוניס; בג"ץ 6972/07 עו"ד עקיבא לקסר נ'
16 שר האוצר (22.3.2009), פסי 29 לפסק דינו של השופט י' דנציגר; בג"ץ 6715/10
17 מוריסיו חינה נ' מדינת ישראל (17.11.2010), פסי 5 לפסק דינו של השופט ע'
18 פוגלמן; בג"ץ 2311/11 אורי סבח נ' הכנסת (17.9.2014), פסי 23 לפסק דינו של
19 הנשיא (בדימוס) א' גרוניס.
20
21 70. לאור דברים אלה, אני סבורה כי בחינת הטענה החוקתית של העותרת היא בסמכותו
22 של בית-משפט זה במסגרת העתירה. משכך, תיבחן להלן חוקתיותו של תיקון 58 לחוק
23 ניירות-ערך.
24
25 **האם תיקון 58 לחוק ניירות-ערך הוא חוקתי?**
26 71. כאמור, העותרת טענה כי אם יפורשו הסעיפים הרלוונטיים בחוק ניירות-ערך בהתאם
27 לפרשנות לה טענה הרשות, משמעות הדבר היא כי התיקון אינו חוקתי בשל פגיעתו
28 הבלתי מידתית בחופש העיסוק והקניין שלה. לגישת העותרת, כל עוד אין הוראת
29 מעבר המסדירה את המשך העיסוק הקיים של גופים כמו העותרת, או מקפיאה את
30 כניסתו לתוקף של סעיף 15א(4) המתוקן עד לכניסתו לתוקף של תקנות לפי הסעיף
31 לענין מימון המונים, נשלל חופש העיסוק של העותרת, ובעקיפין נפגע קניינה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1
- 2 פגיעה זו אינה עומדת במבחני המידתיות: אין קשר רציונאלי בין המטרה לבין
3 האמצעי, שכן על מנת להגן על המשקיעים מפני השקעה מסוכנת, אין צורך באיסורים
4 ומגבלות מעבר לאלה שתוארו על-ידי העותרת ושאותם היא מוכנה לקחת על עצמה.
5 כל איסור נוסף אינו מקדם הגנה על המשקיע, אלא "חונק" את השוק שלא לצורך. אף
6 אם מושג יתרון כלשהו בהחמרה הנוספת, הוא אינו מצדיק את הפגיעה החמורה
7 בעותרת אשר כבר השקיעה ממון בבניית עסק וכעת נאלצת להפסיקו. העותרת
8 מדגישה כי דרישת הרשות כי היא תתאים את פעילותה לדרישות החוק אינה ריאלית,
9 משום שהתוצאה של התאמה כזו תצמצם את יכולתה לגייס מהציבור את ההון הדרוש
10 ללקוחות העותרת, עד כדי הפיכתה לבלתי-אפשרית.
- 11
- 12 לחלופין, טוענת העותרת כי העדרה של הוראת מעבר אשר תחול על מי שכבר מנהל
13 עסק כדן, הוא שהופך את החוק המסדיר ללא חוקתי. פגיעה בחופש העיסוק צריכה
14 לקיים את תנאי פסקת ההגבלה, וביתר שאת כאשר אדם כבר עוסק בעיסוק ונדרש
15 להפסיקו. זאת בעיקר בנסיבות כמו נסיבות המקרה דן, קרי כאשר מדובר בהפסקה
16 זמנית עד להתקנת תקנות.
- 17
- 18 מנגד הדגישה הרשות כי חופש העיסוק של העותרת לא נפגע – שכן אין זכות לעיסוק .72
19 בפעילות שאינה חוקית, וכזו היא כיום פעילות העותרת במיזם שהקימה. מעבר לכך,
20 לגישתה של הרשות, הפגיעה בעותרת אינה פגיעה אסורה שאינה מכוח חוק, וממילא
21 מדובר בפגיעה מידתית וסבירה. הפעילות בה מבקשת העותרת לעסוק היא פעילות
22 שנאסרה במפורש ובמכוון על-ידי המחוקק, וזאת לצורך תכלית ראויה - הגנה על
23 ציבור המשקיעים.
- 24
- 25 הרשות דרשה מהעותרת כי פעילותה במסגרת המיזם שהקימה תהיה תואמת למצב
26 החוקי העדכני, והיא אינה דורשת ממנה להפסיק את פעילותה לחלוטין. כך לדוגמא,
27 יכולה העותרת לפנות בהצעות לניירות-ערך ל"מציעים מתוחכמים" המנויים בתוספת
28 הראשונה לחוק ניירות-ערך. לחלופין, היא יכולה לפנות בהצעת ניירות-ערך למספר
29 מצומצם של משקיעים, באופן שלא תחול עליה חובת פרסום התשקיף. העותרת אף
30 רשאית לבצע פרסום כללי כמשמעותו בסעיף 15א(א)(4) המתוקן מבלי להפר את הדין.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 אפשרויות אלו מדגישות את הפגיעה המצומצמת שנגרמה לעותרת בשל תיקון החוק
2 במסגרת החוק המסדיר.

3

4

דין

5 סעיף 3 לחוק יסוד: חופש העיסוק קובע כי **"כל אזרח או תושב של המדינה זכאי** .73

6 **לעסוק בכל עיסוק, מקצוע או משלח יד.**" זכות חוקתית זו אשר הוכרה עוד בראשיתו
7 של המשפט הישראלי כזכות טבעית המוקנית לכל אדם (ראו: בג"ץ 1/49 בז'רנו נ' שר-
8 המשטרה (10.02.1949), פסי' 5 לפסק דינו של השופט שי' ז' חשיף), קיבלה עם חקיקתו
9 של חוק היסוד מעמד נורמטיבי על חוקי.

10

11 יחד עם זאת, ככל זכות חוקתית, אין מדובר בזכות מוחלטת, וניתן לפגוע בה על-ידי
12 חוק רגיל, ובלבד שפגיעה זו תעשה בהתאם לפסקת ההגבלה הקבועה בסעיף 4 לחוק
13 יסוד: חופש העיסוק. סעיף זה קובע:

14

**"אין פוגעים בחופש העיסוק אלא בחוק ההולם את ערכיה
15 של מדינת ישראל, שנועד לתכלית ראויה, ובמידה שאינה
16 עולה על הנדרש, או לפי חוק כאמור מכוח הסמכה מפורשת
17 בו."**

18

19 לכן, לצורך בחינת החוקתיות של החוק המסדיר, יש לבחון בשלב ראשון האם החוק
20 פוגע בחופש העיסוק של העותרת, ואם כן – בשלב השני יש לבחון האם פגיעה זו עומדת
21 בתנאי פסקת ההגבלה.

22

23 נראה כי אין מחלוקת בין הצדדים כי החוק המסדיר, ובפרט התיקון לסעיף 15א(א)(4) .74

24 לחוק ניירות-ערך, פוגע בחופש העיסוק של העותרת. העותרת עסקה משנת 2011
25 בהפעלת מיזם אינטרנטי המאפשר לחברות לגייס הון ממשקיעים ללא פרסום תשקיף.
26 כזכור אישרה הרשות לעותרת במכתב מספטמבר 2011 כי היא לא תתערב בפעילותה.

27

28 כפי שהובהר לעיל, פעילותה של העותרת אינה עומדת בתנאים שקבועים בסעיף
29 15א(א)(4) המתוקן. לכן הרשות דרשה מהעותרת ביום 23.3.2016 להפסיק את
30 הפעילות במתכונתה הקיימת בה עסקה העותרת משך מספר שנים. דרישה זו מהווה
31 ללא ספק פגיעה בחופש העיסוק של העותרת. לכן יש לבחון האם הפגיעה הזו בחופש



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק היצוני:

- 1 העיסוק היא פגיעה כדין, קרי האם היא מקיימת את תנאי פיסקת ההגבלה הקבועה
2 בסעיף 4 לחוק יסוד: חופש העיסוק.
3
- 4 האם מקיים תיקון 58 לחוק ניירות-ערך את תנאי פסקת ההגבלה?
5 **75. הפגיעה נעשית בחוק** - החוק המסדיר אשר התקבל בכנסת בדצמבר 2015, הוא בלא
6 ספק "חוק" כמשמעו בפסקת ההגבלה.
7
- 8 **לתכלית ראויה** – תכליתו של התיקון לסעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך היא הגנה על
9 ציבור המשקיעים הלא-מתוחכמים המתכוונים להשקיע כספם בנייר-ערך שלא פורסם
10 לגביו תשקיף. כפי שהבהרתי לעיל, הגנה על ציבור המשקיעים היא ללא כל ספק תכלית
11 ראויה ההולמת את ערכיה של מדינת ישראל.
12
- 13 **במידה שאינה עולה על הנדרש** – מבחן המידתיות כולל כידוע שלושה מבחני משנה,
14 שנועדו להבטיח כי האמצעים שהחוק נוקט והפוגעים בחופש העיסוק, מגשימים באופן
15 מידתי את התכלית הראויה המונחת ביסוד החוק.
16
- 17 **76. מבחן המשנה הראשון**, הוא מבחן הקשר הרציונלי. בהתאם למבחן זה יש לוודא קיומו
18 של קשר רציונלי בין האמצעי שנקבע בחוק לבין התכלית שאותה נועד האמצעי הזה
19 להגשים. בענייננו התיקון לסעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך נועד קודם כל כדי
20 להבהיר את הסעיף – אשר לשונו לפני התיקון היתה עמומה ביחס לפרסום לציבור
21 המותר לפיו. הסעיף המתוקן נועד גם כדי לקבוע הסדר מצמצם לעומת ההסדר שקדם
22 לו, כך שהפרסום שיותר יהיה כללי בלבד, ולא יכלול נתונים כספיים ואחרים הנוגעים
23 לתאגיד המפרסם ולהצעה. להבהרה ולצמצום אלה יש קשר רציונלי לתכלית של הגנה
24 על ציבור המשקיעים מפני שיווק נרחב של ניירות-ערך בלתי מפורסמים. לטענת הרשות,
25 מדובר בתופעה שהלכה וגברה בשנים האחרונות, תוך ניצול ה"פרצות" והניסוחים
26 העמומים בנוסח הקודם של החוק.
27
- 28 **77. מבחן המשנה השני**, הוא מבחן "הפגיעה הפחותה" במסגרתו נבחנת השאלה האם
29 ניתן היה להגשים את תכלית החוק על-ידי אמצעי אחר, אשר פגיעתו בזכות האדם
30 היא קטנה יותר. לטענת העותרת, המתווה התלת-שלבי אותו היא הציעה מהווה
31 "אמצעי שפגיעתו פחותה". כעולה מהאמור בפסק דין זה לעיל, מתווה זה אינו עונה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיזוני:

- 1 לטעמי על דרישות החוק ועל הרציונלים העומדים בבסיסו. זאת משום שכתוצאה
2 ממנו עשוי להתאפשר פרסום לכמות בלתי-מוגבלת של משקיעים לא מתוחכמים
3 אודות ניירות-ערך ללא פרסום תשקיף, בסכומים בלתי-מוגבלים, ובלא אמצעי פיקוח
4 משמעותיים. משכך, אין המתווה התלת-שלבי יכול להוות אמצעי שפגיעתו פחותה על-
5 פי מבחן המשנה השני של המידתיות.
6
7 **78. מבחן המשנה השלישי**, הוא מבחן המידתיות במובן הצר. מבחן זה בודק את התועלת
8 שתצמח לציבור מהאיסור, לעומת הנזק שייגרם ממנו לפרט ולזכויותיו. מבחן זה הוא
9 המבחן בו התמקדו טענות הצדדים, כאשר לגישת העותרת - הפגיעה החמורה שנגרמת
10 לה אינה מוצדקת, לאור העובדה שהיתרון המושג בהגנה על הציבור כתוצאה
11 מההחמרה נוספת באיסורים והמגבלות, הוא קטן. זאת בוודאי אם לוקחים בחשבון
12 את האיסורים והמגבלות שהעותרת הסכימה לקבל על עצמה.
13
14 אני סבורה כי יש מקום לדחות את טענות העותרת גם לענין זה.
15 פעילותה של העותרת, לטענתה שלה, היא פעילות מסוג "מימון המונים". פעילות כזו
16 עלולה לסכן באופן משמעותי את כספי המשקיעים הרוכשים ניירות-הערך ללא פרסום
17 תשקיף. את הסכנות הגלומות בעיסוק זה ניתן להסיק מאותם מנגנוני פיקוח והגבלות
18 שנקבעו במסגרת הסעיף לענין מימון המונים אשר נועד להסדיר בעתיד את הנושא,
19 וטיוטת התקנות שנערכה על-ידי הרשות, כמו גם מדברי ההסבר לחוק המסדיר.
20
21 מאחר ומנגנוני פיקוח והגבלות אלה אינם תקפים עדיין היום, האפשרות כי העותרת
22 תוסיף לפעול ולשווק השקעות לציבור הרחב של המשקיעים הלא מתוחכמים ללא כל
23 פיקוח או הגנה וללא פרסום תשקיף, עלולה לגרום להם לנזק חמור. מובן כי ישנו
24 אינטרס ציבורי ברור כי נזק כזה יימנע. אינטרס זה גובר לטעמי על הנזק האפשרי
25 שייגרם לעותרת – בהנחה לה היא טוענת, לפיה היא תצטרך לחדול לחלוטין מפעילות
26 (טענה שהעותרת לא הוכיחה אותה). הדברים יפים מכוח קל וחומר אם העותרת תוכל
27 להמשיך לפעול, אלא שיהיה עליה לעבור למתכונת פעילות שונה, התואמת את נוסח
28 סעיף 15א(א)(4) המתוקן – כפי שהציעה הרשות (לענין סוג הפגיעה בחופש העיסוק
29 כאשר ההגבלות הן על אופן מימוש העיסוק לעומת שלילת העיסוק ראו בג"ץ 4769/95
30 **מנחם נ' שר התחבורה**, נו (1) 235, 259-261 (2002)).
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

79. יודגש כי שני הצדדים לא הפנו את בית-המשפט לראיות שיש בהן כדי לתמוך
בטענותיהם בנוגע למידת הפגיעה שתיגרם לעותרת. הרשות טענה כי ישנם גופים
רבים הפועלים לגיוס הון בהתאם למגבלות סעיף 15א(א)(4) המתוקן, אך לא גיבתה
טענה זו בדוגמאות ובראיות. העותרת טענה מנגד כי קבלת עמדתה הפרשנית של
הרשות תביא לכך שהיא תאלץ לסגור את המיזם כליל. זאת משום שפעולה בהתאם
להוראות החוק כפי שהרשות מפרשת אותו אינה יכולה להיות רווחית. גם טענה זו לא
הוכחה, ולא ניתן לכן לקבוע את ההשלכה הכלכלית על העותרת, אם תחליט לפעול
בשלב זה בהתאם לאמצעי הפעילות הלגיטימיים העומדים לרשותה. מאחר שהנטל
מוטל על העותרת, הרי העדר הראיות מכביד עליה ועל האפשרות לקבל את טענתה
ביחס למבחן המידתיות במובן הצר.
80. זאת ועוד, העותרת טענה כאמור כי הפסקת הפעילות הנכפית עליה היא ממילא זמנית,
עד להתקנת תקנות שיאפשרו לה לפעול כ"רכז הצעה" על-פי הסעיף לענין מימון
המונים. לגישת העותרת, מטעם זה הפגיעה שנגרמת לה כתוצאה מכך שהיא נכפית
להפסיק את פעילותה בנסיבות כאלה, היא חמורה יותר.
- אינני סבורה כי יש בטענה זו כדי לשנות את המסקנה שלעיל. אין כל דרך לדעת כמה
זמן יידרש לכל הגורמים המעורבים להתקין תקנות הנוגעות לשאלת מימון המונים
(אף שיש לקוות כי לא יהיה מדובר בפרק זמן שיעלה על הסביר, וכי ייעשו המאמצים
המרביים להחיש את התהליך). כך או כך, הפגיעה שעלולה להיגרם לציבור אם
העותרת תוסיף לפעול כפי שפעלה בעבר, עלולה להיות חמורה יותר מזו שעלולה
להיגרם לעותרת (ושהיקפה המלא לא הוכח).
81. העותרת הוסיפה וטענה בסיכומי התשובה מטעמה כי עד היום לא נגרם למי
מלקוחותיה כל נזק כתוצאה מפעילותה לגיוס הון מהציבור. אינני מקבלת גם טענה
זו. מטרת מנגנוני הפיקוח וההגבלה הקבועים בחוק המסדיר – הן בסעיף 15א(א)(4)
המתוקן והן בסעיף לענין מימון המונים – היא לצמצם את הסיכון שנגרם לציבור
המשקיעים במסגרת השקעה בניירות-ערך. לכן, גם בהנחה שהסיכון הזה לא התממש
עד היום, אין די בכך כדי לשלול את טענותיה של הרשות בדבר קיומו של הסיכון הזה,
והצורך למנוע אותו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 82. לאור האמור אני סבורה כי אף שתיקון סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך פוגע בחופש
2 העיסוק של העותרת, הרי פגיעה זו נעשתה כדין בהיותה ממלאת אחר הוראותיה של
3 פסקת ההגבלה.
4

5

העדרה של הוראות מעבר

6 83. טענה נוספת ואחרונה שהעלתה העותרת מתייחסת להעדרה של הוראת מעבר שתחול
7 על מי שכבר מנהל עסק כדין על-פי סעיף 15א(א)(4) המקורי, כאשר לגישת העותרת,
8 עובדה זו יש בה כדי להפוך את התיקון לחוק ללא חוקתי. כפי שהובהר לעיל, אני
9 סבורה כי אף אם התיקון לסעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות-ערך יביא לסגירת העסק של
10 העותרת תוך פגיעה בחופש העיסוק שלה (ולא הוכח כאמור כי זו אכן תהיה התוצאה),
11 אין מדובר בתוצאה בלתי-מוצדקת במידה שיש בה כדי לשלול את חוקיותו של החוק.
12 לאור הנימוקים שפורטו לעיל, יש לדחות את טענת העותרת הנוגעת להעדרה של
13 הוראת מעבר.
14

15

16 84. בהקשר זה יש להוסיף כי גם אם בפועל לא נקבעה הוראת מעבר בחוק, נהנתה העותרת
17 מ"תקופת חסד" ארוכה בה התאפשר לה לפעול – הגם שפעילותה הייתה מנוגדת לחוק.
18 כך, בעוד החוק המסדיר פורסם ביום 31.12.2015, המשיכה העותרת בפעילותה,
19 בהסכמת הרשות, עד ליום 7.4.2016, קרי לתקופה של 4 חודשים נוספים. ניתן לטעון
20 כי תקופת המעבר שהתאפשרה לעותרת הייתה ארוכה עוד יותר. זאת משום שכבר
21 בשנת 2015 פרסמה הרשות באתר האינטרנט שלה הבהרה לפיה עמדתה במכתב
22 מספטמבר 2011 אינה תקפה ואין להסתמך עליה. היא אף הודיעה על כך לעותרת. יחד
23 עם זאת, הרשות נמנעה מלאכוף על העותרת להפסיק את פעילותה עד לאחר תיקון
24 החוק.
25

26

הטענה בדבר הפלייתה של העותרת לרעה על-ידי הרשות אל מול גופים אחרים

27 85. בסיכומי התשובה שהגישה העותרת ברשות בית-המשפט, היא העלתה בין היתר טענה
28 חדשה שלא נטענה על-ידיה קודם לכן. לטענת העותרת, היא מופלית לרעה אל מול
29 גופים אחרים להם התירה הרשות להציע הצעות לציבור ללא תשקיף ובלא להתאים
30 את פעילותם לנוסח סעיף 15א(א)(4) המתוקן. לעניין זה הפנתה העותרת למכתב
הרשות מיום 14.8.2016 לקרן הגשמה בע"מ (להלן: "קרן הגשמה"). העותרת טענה כי



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

- 1 הרשות התירה לקרן הגשמה להמשיך לפעול בניגוד לחוק בתקופת "היערכות" של
2 כשלושה חודשים נוספים.
3
4 אני סבורה כי אין בטענה זו כדי לשנות את המסקנה של פסק דין זה כפי שהיא פורטה
5 לעיל, וזאת ממספר טעמים.
6
7 **ראשית**, אם ביקשה העותרת להוסיף טענה עובדתית שלא בא זכרה בעתירה 86.
8 המקורית, הדרך לעשות זאת לא היתה באמצעות התייחסות לטענה במסגרת סיכומי
9 התשובה שלה, באופן שלרשות לא ניתנה זכות להגיב לטענה. הדרך הנכונה בה היה על
10 העותרת לנקוט היתה באמצעות הגשת בקשה לתיקון עתירה – בקשה שהיתה נדונה,
11 לו היתה מוגשת, בהתאם למכלול נסיבותיה. גם לו היא היתה מתקבלת, היה כמובן
12 מקום לאפשר לרשות להגיב לדברים הן מבחינה עובדתית והן מבחינה משפטית.
13
14 **שנית**, קריאה של חלופת המכתבים בין קרן הגשמה לבין הרשות מביאה למסקנה
15 לפיה על פני הדברים, ואף בלא שהרשות הגיבה לטענות, אין מקום לקבל את טענת
16 העותרת. ראשית, על-פי חלופת המכתבים קרן הגשמה היא חברה העוסקת באיתור
17 השקעות בארץ ובחול, בעיקר בתחום הנדל"ן, ובחיבור בין משקיעים לבין הזדמנויות
18 השקעה אלה. זאת ועוד, במועד הפניה לרשות הגישה קרן הגשמה לרשות טיוטת
19 תשקיף, הנמצאת בהליכי בחינה לצורך הסדרת פעילותה של קרן הגשמה כגוף מפקוח.
20
21 מעבר לכך, בפנייתה של קרן הגשמה היא ביקשה כי הרשות תתיר לה לפעול ביחס
22 למיזמים פתוחים בלבד, לגביהם נוצרה לה מחויבות חוזית או משפטית, ואף זאת
23 למשך תקופת ביניים של שלושה חודשים שתסתיים ביום 7.11.2016 (מכתב הרשות
24 המורה לקרן הגשמה להתאים את פרסומיה לנוסחו החדש של החוק התקבל אצלה
25 ביום 2.8.2016). ואולם – וכפי שצינתי לעיל, הרשות נהגה עם העותרת באופן דומה,
26 כאשר היא איפשרה גם לעותרת להמשיך ולפעול במשך מספר חודשים נוספים לאחר
27 פנייתה הראשונית אליה, כדי לאפשר לעותרת לקיים את התחייבויותיה ללקוחותיה
28 שהגיוס עבורם כבר החל.
29
30 עוד יש לציין כי הרשות הגבילה את המידע שיימסר למשקיעים פוטנציאלים במיזמים
31 הפתוחים של קרן הגשמה בתקופת היערכות למידע אודות פרויקטים קודמים



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-04-18700 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך

תיק חיצוני:

1 והשקעות קודמות של החברה, ובדבר נתוני מכירות והיקפי השקעות שבוצעו בעבר
2 על-ידי החברה בלבד. כלומר, קרן הגשמה לא תוכל לפרסם נתונים כספיים הנוגעים
3 למיזמים הפתוחים שלה. כן הוגבל אמצעי הפרסום בתקופת ההיערכות כך שלא יכלול
4 פרסומים תקשורתיים ואינטרנטיים.
5
6 לכן, נראה כי ישנם הבדלים עובדתיים ומשפטיים רלוונטיים בין קרן הגשמה לבין 87
7 העותרת, ועל כל פנים לא ניתן לקבוע לאור עמדתה הנוכחית של הרשות בהתייחס
8 לקרן הגשמה – ודאי שלא בלא שהרשות קיבלה הזדמנות להגיב לדברים – כי היחס
9 של הרשות לקרן הגשמה מהווה הפליה לרעה של העותרת המצדיקה את קבלת
10 העתירה.

11

12

סוף דבר

13 88. לאור האמור לעיל, העתירה נדחית.
14 העותרת תישא בהוצאות הרשות לניירות-ערך בקשר עם העתירה בסכום כולל של
15 25,000 ₪.

16

17 ניתן היום, ט"ו אלול תשע"ו, 18 ספטמבר 2016, בהעדר הצדדים.

18


רות רונן, שופטת

19

20

21

22