

העותרת:

א.ד.ר כלכלה בטוחה בע"מ ח.פ. 514966225

על ידי ב"כ עוה"ד נועה הבדלה ו/או צבי גבאי

ו/או עדי שהם ו/או איתי חתם

ממשרד ברנע ושות', עורכי דין

מרח' הרכבת 58, תל אביב 6777916

טל': 03-6400600 ; פקס': 03-6400650

- נ ג ד -

המשיבה:

רשות ניירות ערך

ע"י ב"כ עו"ד ליאב וינבאום מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)

בית קרדן, רחוב מנחם בגין 154 תל-אביב 6492107, ת"ד 33051

טל' 073-3736222/9 ; פקס' ממוחשב 02-6467863 / 02-6468005

כתב תגובה מטעם רשות ניירות ערך

פתח דבר

1. העותרת מציעה לציבור בישראל להשקיע כספיו בהשקעה פיננסית מסוכנת, בניגוד לדין וללא כל פיקוח. העותרת רוכשת בכספי המשקיעים פוליסות ביטוח חיים המונפקות על ידי חברות ביטוח למבוטחים תושבי ארצות הברית. המשקיעים מתחייבים מול העותרת להשקיע סכום כסף שישמש לרכישת חלק מהפוליסה, וכן לשלם תשלומים שוטפים לצורך עמידה בתשלומי פרמיות עבור הפוליסה. התשואה מן ההשקעה צפויה להשתלם עם "קרות אירוע הביטוח" – קרי עם פטירתו של המבוטח האמריקאי.
2. פוליסות ביטוח החיים נרכשות מן המבוטח האמריקאי על ידי תאגיד ייעודי שמוקם על ידי העותרת. כל הזכויות מכוח הפוליסה שייכות לתאגיד הייעודי ולא למשקיעים. המשקיעים תלויים בעותרת וכל זכויותיהם (וחובותיהם) מוסדרות בהסכם השקעה מולה.
3. הסכמי ההשקעה של העותרת מהווים ניירות ערך וחל איסור על הצעתם ומכירתם לציבור הרחב ללא תשקיף שהרשות התירה את פרסומו. התשקיף הוא רק רכיב ראשון במסכת ההגנות שמקנה חוק ניירות ערך למשקיעים, ובמסכת החובות המוטלות על תאגיד המציע ניירות ערך לציבור. העותרת נמנעת מקיום חובותיה על פי החוק בטענות שווא תוך שהיא נתלית בפרשנות בלתי נכונה לדין, ובעיקר פרשנות המתעלמת מתכלית החקיקה.
4. העותרת מבקשת להציג את פעילותה כפעילות תיווך בלבד. החוק אינו מכיר בהבחנה זו. בראיית החוק העותרת מציעה לציבור ניירות ערך ועל כן פועלת בניגוד לדין. הצגת הפעילות כתיווך גם חוטאת למציאות – העותרת מארגנת את ההשקעה מתחילתה ועד סופה, היא

המביאה ומשווקת אותה לציבור המשקיעים בישראל, היא הגורם הבלעדי עימו מתקשרים המשקיעים, והיא גם בעלת הכוח המשפטי לגרום למימוש זכויותיהם וחובותיהם של המשקיעים על פי ההשקעה. תיעלם העותרת – ולמשקיעים לא יהיה כל גורם שהם יכולים לתבוע ממנו את פירעון השקעתם.

5. **העותרת עוסקת, אפוא, בגיוס כספים מהציבור הרחב למטרות של השקעה מרובת סיכונים, שמטרתה המוצהרת היא השגת תשואה כלכלית למשקיעים.** משמובנת מהותה הכלכלית של השקעה זו, המוצעת לציבור הרחב על בסיס הסכמי השקעה אחידים, שהשוני היחיד ביניהם הוא בגודל ההשקעה, ברור שהיא השקעה המחייבת את ההגנות שמקנים דיני ניירות ערך. הצעת השקעה זו לציבור הרחב אינה יכולה להיעשות ללא פיקוח. היא מחייבת בין היתר גילוי של מידע רב אשר יאפשר למשקיעים לקבל החלטת השקעה מושכלת ולהעריך את כדאיות ההשקעה והסיכונים הכרוכים בה. מידע שגדריו קבועים בדיני ניירות ערך ואשר לגביו תישא העותרת באחריות פלילית, מנהלית ואזרחית
6. בחינה של כל אחד מרכיבי ההגדרה הקבועה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך ושל תכליות החוק, מביאים למסקנה חד משמעית שפעילותה של העותרת מהווה הצעה לציבור של ניירות ערך.
7. לא רק זאת, אלא שגם בארצות הברית, שבה מתמקדת עיקר פעילות ההשקעה של העותרת, נקבע, הן בעמדת רשות ניירות ערך האמריקאית הן בפסיקת בתי המשפט, שדפוס פעילותה של העותרת צריך להיות כפוף לדיני ניירות הערך הפדראליים. זאת, בניגוד לטענת העותרת, המבקשת להתבסס על מבחנים שונים שאובים מן הדין האמריקני לביסוס טענותיה.
8. **עד היום גייסה העותרת עשרות מיליוני שקלים ממאות משקיעים בישראל. משקיעים אלה נמצאים היום במצב שבו הם אינם זוכים להגנה המגיעה להם מכוח הדין, וחשופים לסיכונים ולפערי המידע האינהרנטיים להשקעתם. יתרה מכך, העותרת מצהירה שהיא פועלת גם היום לגיוס משקיעים חדשים, באופן שיגדיל את מעגל המשקיעים המצויים באותו סיכון.**
9. עמדת הרשות לפיה העותרת חייבת להפסיק פעילותה באופן מיידי מבוססת בדין. העמדה ניתנה אחרי בחינת מכלול השיקולים, ובכלל זאת טענות העותרת כפי שפורטו במכתביה לרשות. העותרת לא הצביעה על כל טעם טוב להתערב בשיקול דעתה של הרשות, ואף לא הביאה כל טעם טוב המצדיק מסקנה אחרת לגופו של עניין.
10. לפיכך מתבקש בית המשפט הנכבד לדחות את הבקשה לסעד הזמני ובדיעבד גם את העתירה גופה.
11. להלן יובאו הדברים ביתר פירוט.

השתלשלות המגעים בין העותרת לרשות

12. ביום 24.5.2017 פנתה הרשות לעותרת מכוח הסמכות הקבועה בסעיף 56(א) לחוק ניירות ערך, בדרישה להמצאת ידיעות ומסמכים. הפניה בוצעה במסגרת פעילות שוטפת של הרשות שמטרתה לזהות ולעצור פעילות של הצעת ומכירת ניירות ערך ללא תשקיף. במכתב הראשון התבקשה העותרת פרטים שונים, ובהם פרטי הפרסומים שהיא מציגה לגיוס משקיעים, דוגמאות להסכמי השקעה, נתונים על מספר המשקיעים בה והיקפי הכספים שגייסה, ועוד.

מכתב הרשות מיום 24.5.2017 רצ"ב **כנספח 1**.

13. ביום 14.6.2017 השיבה העותרת באמצעות באי כוחה למכתב הרשות, וכן מסרה לעיון הרשות מסמכים שונים במענה לדרישות הרשות, ובכללם דוגמא של הסכם השקעה והסכם נאמנות, וחוות דעת משפטית שנערכה על ידי באי כוחה בשלהי שנת 2016 (וזאת אף שהעותרת פועלת לגיוס משקיעים בישראל כבר משנת 2014).

במאמר מוסגר יצוין שהעותרת בחרה שלא לצרף את נוסח הסכם ההשקעה לעתירתה¹, ובו בזמן הפנתה לסעיפים מתוכו המתאימים (לשיטתה) לטענותיה (למשל בסעיף 43 לעתירה). כדי לפרוש בפני בית המשפט הנכבד את מלוא התמונה הראייתית הנדרשת, כפי שראוי היה שיעשה כבר במסגרת העתירה, מצורפים לכתב תשובה זה נוסח הסכם ההשקעה ונוסח הסכם הנאמנות כפי שנמסרו לרשות על ידי העותרת במסגרת ההתכתבות. כפי שניתן להתרשם, וכפי שיפורט בהמשך הדברים, הסכם ההשקעה עצמו שומט את הקרקע תחת טענות העותרת, ונראה שלא בכדי נעלם מכתב העתירה.

דוגמת הסכם השקעה והסכם נאמנות כפי שנמסרו על ידי העותרת במסגרת מכתב העותרת מיום 14.6.2017 רצ"ב **כנספח 2 וכנספח 3**.

14. בעקבות תשובת העותרת, נערכו מספר שיחות בירור בין סגל הרשות ובאי כוחה של העותרת, שבמסגרתן התבקשה העותרת למסור פרטים נוספים על אודות פעילותה. ביום 24.8.2017 העבירה העותרת לרשות מכתב הכולל תשובות לשאלות הנוספות של סגל הרשות.

מכתב העותרת מיום 24.8.2017 רצ"ב **כנספח 4**.

15. גם לאחר משלוח מכתבה השני של העותרת נדרש סגל הרשות להבהרות נוספות מן העותרת, בין היתר בסוגיות הנוגעות למבנה הבעלות בתאגידי הייעודיים, ובסוגיות הנוגעות לחבות החוזית של העותרת והתאגיד הייעודי כלפי המשקיעים. מענה לסוגיות אלה ניתן על ידי באי כוח העותרת בשיחות טלפוניות עם סגל הרשות. כך, במסגרת הבהרות אלה מסרו באי כוח העותרת כי לא קיימת התקשרות ישירה בין המשקיעים והתאגיד הייעודי; כי התאגיד הייעודי הוא המעביר את הכספים למשקיעים לאחר פידיון הפוליסה, אולם האחריות על העברת הכספים היא של העותרת, שכן היא זו הקשורה בהסכמים עם המשקיעים; וכי התאגידי הייעודיים מנוהלים על ידי נציגים של העותרת.

תשובתה האחרונה של העותרת להבהרות שהתבקשו ניתנה ביום 19.10.2017 בשיחה טלפונית עם בא כוחה (ר' נספח 20 לעתירה).

16. על בסיס התמונה העובדתית שגובשה מן הנתונים שהתקבלו מאת העותרת, דן סגל הרשות בשאלה אם פעילות העותרת עולה כדי הצעת ניירות ערך לציבור. במסגרת זאת דן סגל הרשות גם בכל טענות העותרת בהקשר זה כפי שהובאו במכתביה ובחוות הדעת המשפטית שצורפה לתשובתה. בירור זה הוביל למסקנה כי העותרת עוסקת באופן מובהק בהצעת ניירות ערך לציבור בישראל, ומפרה באופן בוטה את חוק ניירות ערך. לפיכך, ביום

¹ בית המשפט הנכבד מופנה לכך שנספח ד' למכתבה של העותרת לרשות שצורף כנספח 18 לעתירה המהווה את ההסכמים המדוברים לא צורף לנספח 18 הני"ל, הגם שבמקור ההסכמים צורפו למכתב והועברו לעיונה של הרשות.

2.11.2017 שלחה הרשות לעותרת מכתב, ובו פירטה את עמדתה המשפטית, תוך התייחסות לטענות העותרת ודחייתן. במכתב דרשה הרשות מן העותרת לחדול באופן מיידי מפעילותה המפרה, ולהודיע על כך בתוך 14 ימים לרשות. כן צוין במכתב שככל שהעותרת לא תפעל כאמור, יושב ראש הרשות ישקול להפעיל את סמכותו ולפנות לבית המשפט בבקשה לצו מניעה שיאסור המשך הפעילות.

מכתב הרשות מיום 2.11.2017 רצ"ב כנספת 5.

איסור הצעת ומכירת ניירות ערך ללא תשקיף ותכליתו

17. **סעיף 15 לחוק ניירות ערך אוסר על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי הענין:**

"(א) 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.

(ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו".

18. סעיף 1 לחוק מגדיר את המונחים "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" באופן הבא:

"ניירות ערך" - תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה: ..."

"הצעה לציבור" - פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך; בלי לפגוע מכלליות האמור, גם אלה:

(1) רישום ניירות ערך למסחר בבורסה;

(2) פניה לציבור להציע הצעות לרכישת ניירות ערך".

פרק ה'1 לחוק העוסק בתעודות התחייבות מגדיר את המונח "תעודות התחייבות" באופן דומה וקובע (בסעיף 35א לחוק) אף הוא כי מדובר ב"תעודות המונפקות בסדרה על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר והמקנות זכות לתבוע מתאגיד כאמור כסף, בתאריך קבוע או בהתקיים תנאי מסויים ואינן מקנות זכות חברות או השתתפות באותו תאגיד ...". [הדגשה שלי – ל.ג.].

19. לאור האמור, פעולה המקיימת את שלושת התנאים הבאים – "הצעה", של "ניירות ערך", "לציבור" - מחייבת פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 15 לחוק. מכירה לציבור של ניירות ערך חייבת להיעשות על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

20. תכליתו של סעיף מרכזי זה היא קביעת תחולתו של חוק ניירות ערך על תאגידים המציעים ומוכרים ניירות ערך, לשם הגנת ציבור המשקיעים בניירות ערך. דרישת התשקיף משרתת, בין היתר, את המטרות הבאות:

ראשית, מתן גילוי מקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור. הגילוי נועד על מנת לאפשר לציבור המשקיעים לקבל החלטת השקעה מושכלת וחלה בענייני אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית.

שנית, לאחר פרסום התשקיף מוגדר התאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור כתאגיד מדווח החב בחובות גילוי שוטפות כל עוד ניירות הערך שלו מצויים בידי הציבור. חובות אלו נועדו להעניק למשקיעים יכולת לקבל החלטה מושכלת לצורך ביצוע פעולות בניירות הערך של התאגיד, בכלל זה מכירתם ורכישתם בשוק משני, לקבל החלטות הצבעה במסגרת אסיפות כלליות של התאגיד, לאמוד את שווי זכויותיהם, ולהחליט אם להשקיע כספים נוספים בתאגיד.

שלישית, דיני החברות ודיני ניירות ערך מעניקים הגנות נוספות רבות למחזיקי ניירות ערך שהוצעו על פי תשקיף, בהתאם לסוג נייר הערך שהוצע, כגון כללי ממשל תאגידי בחברה המציעה מניות או אגרות חוב, מינוי נאמן וזכויות להעמיד לפירעון מיידי בחברה המציעה אגרות חוב ועוד.

21. בתי המשפט עמדו על חשיבותם של דיני ניירות ערך בעת גיוס כספים מהציבור הרחב, כמערכת כללי התנהגות אשר נועדו להבטיח הגינות ושקיפות מלאים בהצעת ניירות ערך לציבור ובמסחר בהם, טוהר מידות בשוק ההון, ובסופו של יום את אמון המשקיעים ונכונותם להשקיע בשוק זה. האמצעים והמנגנונים השונים שנקבעו בחוק נועדו להבטיח בין היתר כי הציבור לא ישם כספו על קרן הצבי ולהפחית את הסיכון כי הציבור יפול קורבן למעשי תרמית והונאה.

22. בפרט עמדו בתי המשפט על חשיבותו של עיקרון הגילוי הנאות לנוכח מאפייניהם הייחודיים של ניירות הערך, ועל ארבע מטרותיו המרכזיות של הגילוי הנאות: מסירת מידע לציבור המשקיעים לשם קבלת החלטות רציונליות בנוגע להשקעותיהם; יצירת הרתעה בקרב החברה ומנהליה מהתנהגות בלתי ראויה; חיזוק אמון הציבור בשוק ניירות הערך; והגברת יעילותו של שוק ניירות הערך². מן האמור לעיל ברורה גם חשיבות הדרישה לפרסום תשקיף, המהווה את שער הכניסה לדיני ניירות ערך, והדינים החלים על חברות ציבוריות.

23. **דרישת התשקיף קובעת אם כן את תחולת החוק, ובכך מעניקה הגנה משמעותית לציבור המשקיעים בחברות שפרסמו תשקיף. בה בעת היא אוסרת על חברות שלא עמדו בחובות פרסום התשקיף (ועל כן המשקיעים בהן אינם זוכים להגנות הקבועות בדין) לגייס כספים מהציבור בדרך של הצעת ניירות ערך. חשיבותן של חובות התשקיף וחובות הגילוי המתמשכות אינה רק בדרישות הגילוי לשם קבלת החלטת השקעה, אלא גם בכך שהן מצמצמות את הסיכון לציבור מפני הונאות רחבות היקף באמצעות ניירות ערך.**

24. בצד זאת, סעיפים 15א ו-15ב לחוק ניירות ערך מונים מספר חריגים אשר לא יחשבו כהצעה או מכירה לציבור. אחד החריגים, הקבוע בסעיף 15א(א)(1) לחוקה מתייחס להצעה או מכירה למשקיעים שמספרם אינו עולה על מספר שייקבע בתקנות, כאשר לפי התקנות³

² ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת דיסקונט השקעות, תק-על 3)97 (513 (1997), פסקה 24; רע"פ 11476/94 מדינת ישראל נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ ואח' (ניתן ביום 21.2.2010) (פורסם בנבו), פסקאות 118 – 127.

³ תקנה 2 לתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס – 2000.

מדובר ב- 35 משקיעים. כן קובע הסעיף כי לצורך בחינת עמידת ההצעה בחריג הקבוע בסעיף, יש למנות יחד את מספר המשקיעים בסדרות שונות של ניירות ערך, תוך מיון בין שתי הקטגוריות הבאות: (1) מניות וניירות ערך המירים למניות, או (2) ניירות ערך אחרים. גם בהיתן הצעה או מכירה של סדרות שונות בתכלית של ניירות ערך, ספירת המשקיעים עשויה להיות מצרפית.

בהלכת קדם⁴ סוכם הרציונאל העומד בבסיס הסדר זה:

25. "המחוקק העניק פטור מחובת פרסומו של תשקיף מתוך הכרה שמשא ומתן הוגן אפשרי בהתקשרות עם קבוצות קטנות של משקיעים, ולא עם קבוצות גדולות. המחוקק הגביל את הפטור בכך שהורה למנות יחדיו את המשקיעים בעסקה הנדונה ואת המשקיעים שרכשו ניירות ערך בשנה שקדמה לה – בין אם מדובר בניירות ערך מאותה סדרה ובין אם בניירות ערך מסדרות שונות; זאת מתוך רצון שהפטור יחול אך על עסקאות קטנות, ולא יהיה תמריץ לפיצול עסקאות גדולות למספר עסקאות קטנות. לבסוף, המחוקק צימצם את הגבלת הפטור, בכך שאיפשר את מנייתם בנפרד של שני סוגי משקיעים; כך – מתוך רצון להקל על חברות המגייסות הון בשתי דרכים שונות מהותית זו מזו. לשון החוק מלמדת שההקלה אינה חלה על מכירת סדרות שונות בתוך כל אחת מאותן שיטות, ומסקנה זהה עולה מיישום הוראות הדין האמריקני לנידון דידן.⁵"

26. עיון בטענות העותרת מעלה, שאין מחלוקת בין הצדדים כי פעילות העותרת עונה להגדרת החוק למונחים "הצעה" ו- "ציבור". השאלה המצויה בלב המחלוקת בעתירה זאת, היא אם אפשרות ההשקעה המוצעת על ידי העותרת עונה להגדרת "נייר ערך" בחוק.

עיקרי פעילותה של העותרת

27. מן הנתונים שמסרה העותרת לרשות, שעל בסיסם גובשה עמדת הרשות שאליה מכוונת העתירה, עולה התמונה הבאה:

א. העותרת, שהיא חברה פרטית שהתאגדה בישראל, מפעילה מיזם עסקי לניהול השקעות בפוליסות ביטוח חיים בארה"ב. הזכויות בפוליסות החיים המאותרות על ידי העותרת נרכשות על ידי תאגיד ייעודי שמוקם על ידי העותרת בארצות הברית (להלן: "התאגיד הייעודי").

ב. העותרת מנהלת מערך תפעול הכולל מערך סוכנים בארה"ב לאיתור פוליסות ביטוח; ביצוע בחינות משפטיות ואקטואריות על ידי מומחים; וניהול משא ומתן לרכישה של פוליסת ביטוח עם בעלי הפוליסה ("המוכר").

ג. לאחר גיבוש טיוטת הסכם לרכישת פוליסת הביטוח על ידי התאגיד הייעודי, העותרת פונה לגייס קבוצת משקיעים מן הציבור בישראל שתעמיד לרשות העותרת כספים. באמצעות כספים אלה, המועברים לתאגיד הייעודי, רוכש התאגיד הייעודי את

⁴ עע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיידוש מבנים בע"מ (ניתן ביום 12.10.2015) (פורסם בנבו), פסקה י"ח, להלן: (עניין קדם)

⁵ עניין קדם, פסקה ל'.

הפוליסה מהמוכר, וכן משולמים תשלומי הפרמיות השוטפים לחברת הביטוח, עד לקרות אירוע הביטוח, קרי מות המבוטח.

ד. לצורך גיוס המשקיעים העותרת מפעילה מערך שיווק, הכולל אתר אינטרנט פעיל המציג את פעילות העותרת, והעברת תכנים שיווקיים למשקיעים פוטנציאליים. תכנים אלה כוללים נתונים רבים, לרבות מחירי הפוליסות שהעותרת משווקת על רכיביהם השונים, שיעורי תשואה שנתית צפויה ותשואה כוללת צפויה בהתאם למועד פטירתם של מבוטחי הפוליסות, ההכנסה הצפויה בגין כל יחידת פוליסה בתום תקופת ההשקעה; וכן נתונים כלליים בנוגע לפוליסות בהם גילאי מבוטחי הפוליסות ומועדי חיוב הפרמיות.

ה. לאחר גיבוש קבוצת המשקיעים למימון רכישת הפוליסה נחתם הסכם לרכישתה בין המוכר לבין התאגיד הייעודי ("הסכם רכישת הפוליסה"). על פי הסכם זה התאגיד הייעודי הוא אשר הופך לבעל הפוליסה, כנגד תשלום מיידי למוכר וכן התחייבות לתשלום שיעור מדמי הביטוח ליורשי המוכר המבוטח, עם קבלתם על ידי התאגיד הייעודי מחברת הביטוח במועד פטירת המבוטח ("דמי הפדיון" ו"מועד הפדיון", בהתאמה). נדגיש: רכישת הפוליסה באמצעות כספי ההשקעה של המשקיעים מבוצעת על ידי התאגיד הייעודי (ולא במישרין על ידי המשקיעים עצמם). עם ההתקשרות בהסכם רכישת הפוליסה נכנס התאגיד הייעודי בנעלי המוכר, על זכויותיו וחובותיו בהתקשרות המשפטית מול חברת הביטוח לפי תנאי הפוליסה. התאגיד הייעודי (ולא המשקיעים עצמם) הופך לבעל הזכות לקבל את דמי הביטוח. בדומה, התאגיד הייעודי (ולא המשקיעים עצמם) הופך להיות הגורם החייב מול חברת הביטוח בתשלום הפרמיות החודשיות במועדן. העותרת והתאגיד הייעודי קשורים בהסכם המסדיר את העברת הכספים ביניהן לצורך רכישת הפוליסות.

ו. **במקביל, העותרת מתקשרת עם כל משקיע בהסכם השקעה. כל זכויותיו וחובותיו של המשקיע על פי הסכם ההשקעה הן מול העותרת (לא מול חברת הביטוח ואף לא מול התאגיד הייעודי).** ראוי לציין כאן כי הסכם ההשקעה כולל אמירה שלפיה המשקיע "נהיה הבעלים של הפוליסה יחד עם יתר חברי הקבוצה" (סעיף 3 להסכם ההשקעה), אלא שעיון בתנאי ההסכם מלמד שאין ביניהם ובין אמירה זאת כל קשר מבחינה משפטית. מצג זה בהסכם ההשקעה הוא, אם כן, מצג שאינו מדויק בלשון המעטה, והוא רק דוגמא אחת לצורך בהחלת מערכת דינים מחייבת וברורה על היבטי הגילוי של ההתקשרות.

ההתחייבויות והזכויות העיקריות של העותרת ושל המשקיעים על פי הסכם ההשקעה הינן כדלקמן:

i. כל השקעה בפוליסה מחולקת ל-25 עד 125 יחידות שוות ("יחידות פוליסה" או "היחידות"), כאשר עם כל משקיע נחתם הסכם בקשר עם זכויות ביחס לכמות יחידות מתוך סך יחידות הפוליסה. המשקיע משלם לעותרת תמורה שנקבעת בהסכם, וכן מתחייב לביצוע תשלומים עיתיים לעותרת שישקפו את חלקו היחסי בהתחייבות לשלם את פרמיית הביטוח השוטפת לחברת הביטוח. המשקיע

מתחייב, בין היתר, גם לשפות את יתר חברי קבוצת המשקיעים ואת העותרת אם יפגר בתשלומים השוטפים על פי ההסכם. כן משלם המשקיע לעותרת דמי ניהול הכוללים תשלום ראשוני של אלפי שקלים, בתלות במספר היחידות הנרכשות, וכן תשלום חודשי.

ii. העותרת מעניקה למשקיע זכויות ביחס לכמות יחידות הפוליסה שרכש לקבלת חלק יחסי מדמי הפדיון שהתאגיד הייעודי יקבל מחברת הביטוח במועד הפדיון. חלקו של כל משקיע בדמי הפדיון שקול לחלקן היחסי של יחידות הפוליסה שרכש מסך יחידות הפוליסה שנמכרו על ידי העותרת בניכוי דמי הפדיון והסכום שהובטח ליורשי המוכר.

iii. העותרת מתחייבת לבצע בדיקות נאותות בקשר עם הפוליסה; ולבצע את התשלומים הנדרשים לצורך מימוש הסכמי ההשקעה ורכישת הפוליסה על ידי התאגיד הייעודי. העותרת גם מתחייבת כלפי המשקיעים להשלים מאמצעיה תשלומי פרמיה שוטפת שלא ישולמו על ידי משקיעים אחרים, לאורך תקופת ההשקעה עד לגובה פרמיה חודשית אחת מלאה של כל הפוליסה.

ז. כספי ההשקעה מופקדים בחשבון נאמנות על שם העותרת המנוהל על ידי צד שלישי, למשך התקופה שבה המשקיע מחויב להעביר כספים לטובת חברת הביטוח ועד למועד תשלום דמי הפדיון.

ח. מיום תחילת פעילותה העותרת גייסה העותרת כמה מאות משקיעים בישראל, והקימה 12 תאגידים ייעודיים, אשר כל אחד רכש פוליסת ביטוח בודדת. למיטב ידיעת הרשות, העותרת גייסה ממשקיעים סך של כ-3,400,000\$ לצורך רכישת פוליסות, וכן שולמו תשלומים שוטפים של משקיעים בסך של כ-3,000,000\$ נוספים. נכון להיום, לא שולמו דמי פדיון בגין אף אחת מהפוליסות (מאחר שטרם נפטר מי מבין המבוטחים במסגרתן).

על פי הגדרת החוק העותרת מציעה לציבור ניירות ערך

28. כאמור, רכיביה העיקריים של הגדרת "נייר ערך" בחוק הם א. תעודות; ב. המונפקות בסדרות; ג. המקנות זכות חברות או השתתפות או תביעה במנפיק.

בחינה של מאפייני פעילותה מלמדת כי רכיבים אלה מתמלאים כולם.

"תעודות"

29. הפסיקה שפירשה את הגדרת ניירות ערך המוצגת לעיל, קבעה כי יש לפרש את המונח "תעודות" בהרחבה. על פי הפסיקה, המונח אינו מתייחס רק למסמך פורמלי כתעודת מניה, וכעיקרון כל מסמך, קרי נוסח כתוב, עשוי לבוא בגדר ההגדרה.⁶

30. העותרת מתקשרת עם המשקיעים בהסכם - חוזה השקעה בכתב - המעגן את זכויותיהם וחובותיהם של הצדדים לו - המשקיע מצד אחד והעותרת מהצד השני. הסכמים אלו עונים על דרישת ה"תעודות", אשר מונפקות על ידי תאגיד - הוא העותרת.

⁶ רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5) 1993.

31. על פי ההלכה, לשם קיומה של "סדרה" יש לבחון את הדימיון במהותן הכלכלית של ההצעות. ככלל, אין הכרח כי תתקיים זהות בין ההסכמים, ולא די בהבדלים קטנים בתנאי התעודות כדי להוציאן מהגדרת סדרה. די בכך שתנאי התעודות דומים במידה רבה, כמו גם מטרת ההשקעה לשמה נועדו⁷. ההלכה אף הבהירה שיש ליתן למונח פרשנות **תכליתית**, שלא תאפשר ליצור פרצות בחוק ולהתחמק מחובת פרסום תשקיף על ידי ביצוע שינויים פורמליים קטנים בתנאי התעודות⁸.

32. נראה שאין מחלוקת בין הצדדים כי יסוד זה מתקיים בעותרת. אין מחלוקת כי כל הסכמי ההשקעה הנוגעים לזכויות הנובעות מפוליסה אחת צריכים להיחשב כסדרה אחת. הדברים מצוינים בחוות דעתו של ד"ר גבאי שסופקה לחברה (סעיף 5.4(ו) לחוות הדעת), ובעתירה לא הועלתה כל טענה על ידי העותרת ביחס לכך. מהמסמכים שהעבירה העותרת לרשות עולה כי כל קבוצת הסכמים של העותרת עם משקיעים ביחס לפוליסה ספציפית הם בנוסח אחיד וזהים בתנאיהם ונבדלים רק בחלק היחסי של כל משקיע מתוך סך הזכויות שמוקנות לו ביחס לפוליסה. ברור אם כן, שהסיכונים והסיכויים שנושאים המשקיעים האלו הם זהים, לא כל שכן דומים ואין חולק כי מקיימים אם כן את יסוד "הסדרה" שנקבע בפסיקה.

33. טענתה של העותרת לפיה אין בהסכמי ההשקעה כולם משום סדרה אחת של ניירות ערך אינה משפיעה כלל על ניתוח זה. בניגוד לטענת העותרת וכפי שפורט במכתב הרשות לחברה, הרשות לא טענה כי יש לראות בכל הסכמי ההשקעה במצטבר משום סדרה אחת של ניירות ערך, אלא שיש לראות בכל הסכמי ההשקעה המתייחסים לפוליסה ספציפית משום סדרה של ניירות ערך, טענה עליה כאמור העותרת אינה חולקת. מרגע שמתקיימת סדרה כאמור הרי שהסכמי ההשקעה מהווים נייר ערך (ונוכח התקיימות יתר היסודות של נייר ערך הקבועים בחוק) ומכאן שהצעתם לציבור כפופה לחובת פרסום תשקיף ולדיני ניירות ערך. בעניין זה אין כלל נפקות לשאלה האם מדובר בסדרה אחת או במספר סדרות שונות שכן חובת פרסום התשקיף קמה מרגע הצעתם של הסכמי ההשקעה לציבור. שאלת אופן סיווג הסדרות וזהות מנפיקן עניינה לכל היותר בבחינת הכניסה בגדר סעיף 15א(א)(1) לחוק הקובע חריג לחובת פרסום התשקיף מקום בו מוצעים במצטבר ניירות ערך (בחלוקה בין ניירות ערך הוניים לאחרים) ללא יותר מ- 35 ניצעים במהלך תקופה של 12 חודשים.

34. הנתונים שמסרה העותרת מצביעים בבירור על כך שהיא אינה עומדת בתנאי החריג הקבוע בחוק: היא הציעה ליותר מ- 35 משקיעים להשקיע כספים בהסכמים הנוגעים לפוליסה אחת, ואף התקשרה עם יותר מ- 35 משקיעים בהסכמים הנוגעים לפוליסה אחת. כל אחד מהסכמי ההשקעה שכרתה העותרת עם משקיע הוא נייר ערך, וכל קבוצת הסכמים כזו

⁷ ראה פסקה י"ח לפסק הדין בעניין קדם.

⁸ שם, בפסקה 11 לפסק דינו של כב' השופט רובינשטיין. עמדה פרשנית זו באה לידי ביטוי גם מסגרת "עמדה משפטית של סגל רשות ניירות ערך מספר 103-34 - סדרת ניירות ערך" מיום 20.7.2014. ניתן לצפיה בכתובת:

http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/103-34.pdf

מהווה סדרה של ניירות ערך. זאת ועוד, העותרת הציעה מספר סדרות כאלה של ניירות ערך, להשקעה בפוליסות שונות, ובהתאם לסעיף 15א(א)(1) לחוק יש למנות את מספר המשקיעים בכל הסדרות האלה במצטבר. כלומר, מניין הניצעים לצורך קביעת קיומה של חובת פרסום התשקיף הוא מצטבר ביחס לכל הניצעים והמשקיעים עמם העותרת מתקשרת, ביחס לכל הפוליסות.⁹

35. הפרת האיסור הקבוע בדין בידי העותרת היא מתמשכת, חמורה ומשמעותית: על פי הנתונים שמסרה העותרת לרשות, בשנת 2014 מכרה העותרת ניירות ערך לכ- 300 משקיעים, בשנת 2015 לכ- 150 משקיעים, בשנת 2016 לכ- 200 משקיעים, ובשנת 2017 לכ- 70 משקיעים. אלה הנתונים הנוגעים למכירת ניירות ערך לציבור, ומובן כי הנתונים הנוגעים להצעת ניירות ערך לציבור לא יפלו מהם, ויש להניח כי הפנייה היתה למספר רב בהרבה של משקיעים. זו הפרה בוטה של הדין שמשמעה סיכון משקיעים רבים מאוד מקרב הציבור הרחב.

"מקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם"

36. גם רכיב זכות התביעה המנוי בהגדרת נייר ערך, מתקיים בעניינה של העותרת. כמפורט לעיל, הסכמי ההשקעה מקנים למשקיעים זכות תביעה מן העותרת לקיום התחייבויותיה לפי ההסכם ובעיקר להעברת חלקם היחסי בדמי הפדיון במועד תשלומם על ידי חברת הביטוח לתאגיד הייעודי, כמו גם זכות תביעה מהעותרת ביחס ליתר התחייבויותיה על פי ההסכם.

בהקשר זה טוענת העותרת כי בשל העובדה שהסכמי ההשקעה אינם מקנים למשקיעים זכות חברות או השתתפות בעותרת, אין מקום לסווגם כניירות ערך. לשון הגדרת נייר ערך בחוק סותרת טענה זו: זכות החברות, זכות השתתפות או זכות התביעה הינם תנאים חלופיים, כך שישוד זה של ההגדרה מתגבש בעת קיומה של זכות התביעה גם בהעדר זכות השתתפות או חברות. ואכן, קיימים גם ניירות ערך מסוגים נפוצים ומקובלים (דוגמת אגרות חוב המונפקות לציבור) שאינם מעניקים זכות לדיבידנד, זכות הצבעה או זכויות בפירוק, אך ברור שהם נכנסים להגדרת החוק כניירות ערך.

גם מבחינת תכלית הדין, אין כל מקום להבחין בין ניירות ערך על פי סוג הזכות שהם מקנים לבעליהם. משקיע המחזיק בנייר ערך המקנה לו זכות תביעה עשוי להיות חשוף למערך סיכונים, מסוג הסיכונים שמפניהם נועד חוק ניירות ערך להגן, גם אם אינו בעל זכות השתתפות בתאגיד. סיכוניו של נושה מכוח זכות תביעה, במיוחד בכל הנוגע לחשיפה לסיכונים חדלות פירעון של מקנה הזכות, עשויים להיות לא פחותים מן הסיכונים הניצבים למשקיע הרוכש זכות מסוג אחר במנפיק.

37. יש לתמוה על טענת העותרת (בסעיף 126 לעתירה) שלפיה "הרוכשים אינם נושים של העותרת, אלא של הפוליסה", וכי "ההתחייבות כלפי הרוכשים אינה של העותרת בלבד, אלא של חברת הביטוח כלפי בעל הפוליסה, שהומחתה ל-LLC". עיון בהסכם ההשקעה, כמו

⁹ על פי הנתונים שמסרה העותרת לרשות, בשנת 2014 מכרה העותרת ניירות ערך לכ- 300 משקיעים, בשנת 2015 לכ- 150 משקיעים, בשנת 2016 לכ- 200 משקיעים ובשנת 2017 לכ- 70 משקיעים.

גם במצגים שהציגה העותרת עצמה במכתביה לרשות מעלה כי אין כל קשר חוזי ישיר בין המשקיעים ובין חברת הביטוח. ברור אם כן שככל שלמשקיעים קמה זכות נשיה, זכות זו קמה מכוח החיובים החוזיים של העותרת בהסכם ההשקעה, וכי לחברת הביטוח אין כל התחייבות משפטית תקפה כלפי המשקיעים, אלא כלפי התאגיד הייעודי.

ההשקעה שמציעה העותרת היא נייר ערך גם במהותה הכלכלית

38. לא זו בלבד שישודותיה הלשוניים של הגדרת "ניירות ערך" מתקיימים, אלא שמתאור תנאיה הכלכליים של ההתקשרות בין העותרת והמשקיעים עולה, כי לא מדובר במקרה "גבולי" או "קשה" לסיווג. מהותה הכלכלית של העסקה המוצעת על ידי העותרת למשקיעים מצביעה בבירור כי מדובר בעסקה שבה מעביר המשקיע כספים לעותרת (ואף מתחייב להמשיך ולהעביר כספים לעותרת), ובתמורה מקבל זכות לתקבולים בהתקיים תנאי מסוים, שהוא קרות אירוע הביטוח. ויודגש: עם שכלול העסקה והפקדת הכספים על ידי המשקיע, המשקיע אינו רוכש במישרין חלק בפוליסת הביטוח העומדת בבסיס ההסכם ואין לו שום מעמד עצמאי או יריבות משפטית אל מול חברת הביטוח, אלא אך זכות לתבוע מן העותרת סכומי כסף בשווי הנגזר מחלקו היחסי בסכום ההשקעה הכולל. נדבך נוסף משמעותי בתנאי העסקה הוא שהעותרת כלל אינה רוכשת הפוליסה, ולכן למשקיע כלל אין קשר חוזי ישיר עם הישות בעלת הזכויות בפוליסה, וכל הזכויות הנובעות מהשקעתו הן זכויות חוזיות מול העותרת.

העותרת אינה "מתווכת" אלא מציעה ומוכרת

39. מהותה הכלכלית של העסקה בין העותרת ומשקיעיה מבהירה גם שהטענה, העוברת כחוט השני בעתירה, ולפיה העותרת אינה אלא "מתווכת", אינה יכולה לעמוד. מתווך, במהותו, הוא גורם המצוי בתמונת היחסים בין הצדדים להתקשרות עד נקודה מסוימת, ויוצא מן התמונה לאחר השלמת העסקה. ההתקשרות החוזית הישירה נוצרת בין הרוכש למוכר, וכפועל יוצא מכך, הקצאת הסיכונים החוזיים מתבצעת בין צדדים אלה. המתווך אינו נוטל התחייבויות כלפי מי מהצדדים, קל וחומר שאין הוא נוטל כל התחייבות כלפי מי מהצדדים לאחר ש"הציג" אותם זה לזה והביא לקשירת העסקה. בנוסף, בהתקשרות שבה מעורב מתווך, בדרך כלל, הצדדים להתקשרות אינם חשופים לסיכונים מהותיים הקשורים לטיב המתווך או למאפייניו.

40. להבדיל – בהסכמי ההשקעה שמציעה העותרת, המשקיעים לעולם אינם רוכשים זכות ישירה בפוליסת הביטוח, ואף לא בתאגיד הייעודי. מימוש זכויותיהם על פי ההשקעה, כמו גם חיוביהם העתידיים בתשלום, תלויים בקיומה של העותרת, שרק עימה הם קשורים בהסכם מחייב. אם תיעלם העותרת מהתמונה, לא יהיה למשקיעים כל גורם שהם יכולים לתבוע ממנו את פירעון השקעתם. בדומה, אם תיעלם העותרת, לא יהיה גוף שלו זכות לתבוע מהמשקיעים את המשך תשלום הפרמיה.

41. מכאן, שמבחינה כלכלית לא ניתן לסווג את פעילותה של העותרת כפעילות תיווך. גם לאחר קשירת העסקה עם המשקיעים, העותרת "נותרת בתמונה" ההתחייבויות שנטלה על עצמה מולם נותרות על כן, היא ממשיכה להוות הגוף המקבל ומעביר כספים וברי שאינה בחזקת מתווך בלבד. מדובר בפעילות מובהקת של גיוס השקעות, שבתורן מנותבות לרכישת נכסים,

במטרה להניב תשואה כלכלית למשקיעים. תשואה כלכלית זאת אינה נובעת ישירות מן הנכס, אלא מן הזכות שרוכשים המשקיעים לקבל כספים מן העותרת.

42. די באמור כדי למקם את ההתקשרות בין הצדדים כהצעת ומכירת נייר ערך לכל דבר. יתירה מכך, החוק כלל אינו מכיר במעמד של "מתווך" ככזה המעניק פטור מתחולתו. נהפוך הוא, החוק קובע כי כל מי שמציע ניירות ערך לציבור כפוף לתחולת החוק.

43. לשם המחשה: יש תאגידי המציעים לציבור להשקיע כספים המושקעים על-ידם בזכויות שהם רוכשים בנכסי נדל"ן; יש תאגידי המציעים לציבור להשקיע כספים המושקעים על-ידם בפיקדונות בנקאיים; ויש תאגידי המציעים לציבור להשקיע כספים המושקעים על-ידם בנכסים פיננסיים אחרים¹⁰. העותרת מציעה לציבור להשקיע כספים המושקעים על-ידה בפוליסות ביטוח. בכל אותם מקרים מדובר בהצעה להשקיע באופן פסיבי, על מנת לקבל תשואה, ודמה של השקעה בפוליסות ביטוח חיים של אזרחי ארה"ב אינו סמוק מדמה של כל השקעה פיננסית אחרת. אין הבדל של ממש בין המקרים, וחובת פרסום התשקיף חלה בכולם. ככל שתאגיד מבקש להציע ניירות ערך מסוגים אלה, מוטלת עליו החובה לפרסם תשקיף, וחייב הוא להיות בעל יכולת למסור גילוי אודות ההשקעה. אם התאגיד אינו מוכן או יכול למסור את הגילוי באמצעות התשקיף, אזי אינו יכול לבצע את ההצעה לציבור, והסתרת תחת כותרת של "מתווך" אינה פוטרת אותו מתחולת הדין.

הסכמי ההשקעה אינם רק "התקשרות חוזית"

44. העותרת העלתה טענה לפיה הסכמי ההשקעה בינה ובין משקיעיה הם בגדר "התקשרות חוזית" ומשכך אין לסווגם כנייר ערך. טענה זאת חסרת שחר. בכל התקשרות עסקית בין תאגיד מנפיק ובין משקיעיו יש היבט חוזי. גם עסקה שבה מנפיק תאגיד מניות למשקיעים במסגרת הנפקה לציבור, משכללת התקשרות חוזית בין הרוכשים והתאגיד המנפיק, לכל הפחות ביחס לרוכשים שרכשו את נייר הערך בשוק הראשוני.¹¹ מניה היא אגד של זכויות בחברה הנקבעות בדין ובתקנון, ודין התקנון כדין חוזה.¹² בדומה, גם בהנפקת אגרות חוב נוצרים יחסים חוזיים בין התאגיד המנפיק, ורוכשי אגרות החוב, שהופכים להיות נושיו של המנפיק, בעלי זכויות הנובעות בין היתר מתנאי אגרות החוב ושטר הנאמנות.

45. **לפיכך אין בסיס לטענה שקיומה של התקשרות חוזית בבסיס ההצעה לציבור של הסכמי ההשקעה מוציאה אותה מגדר דיני ניירות הערך.** קבלת טענה זו היתה מרוקנת מתוכן את הגדרת ניירות ערך ומותירה אותה כאות מתה, שאינה כוללת אף ניירות ערך מובהקים כמניות וכאגרות חוב. ההתקשרות החוזית יוצרת את החיובים והזכויות של כל אחד מן הצדדים, והיא זאת שמכוננת את זכות ההשתתפות, החברות או את זכויות התביעה של המשקיעים מן החברה. אולם ברור שתחולתה של מערכת דינים אחת (דיני החוזים) על

¹⁰ כך, למשל הונפקו בעבר לציבור בישראל אגרות חוב המגובות בכתבי התחייבות שרכש המנפיק מגוף פיננסי אחר, כאשר תנאי האג"ח עוצבו בהתאם לתנאי רכישת תעודת ההתחייבות על ידי המנפיק.

¹¹ ראו: ת"צ 38167-09-12 שייביץ ואח' נ' תמיר פישמן קרן נדל"ן בע"מ ואח', (ניתן ביום 29.12.2016) (פורסם בנבו), בעמ' 14 להחלטה, והאסמכתאות שם.

¹² ראו הגדרת "מניה" בסעיף 1 לחוק החברות וכן סעיף 17 לחוק החברות.

ההתקשרות אינה מוציאה את תחולתה של מערכת הדינים האחרת (דיני ניירות ערך). דיני ניירות ערך מוחלים על נייר הערך בנוסף על מסכת הדינים הרלבנטית הקיימת ביחס לאותו מוצר השקעתי (דיני חוזים, דיני חברות וכו') כאשר ההצעה לרכוש ניירות ערך מופנית לציבור הרחב.

ההצדקה התכליתית להחלת דיני ניירות ערך על פעילות העותרת

46. מעבר לכך שבעניינה של העותרת מתקיימים כל הרכיבים המנויים בהגדרת ניירות ערך בחוק, ואף מהותה הכלכלית של ההשקעה בה מלמדת שמדובר בנייר ערך, התכלית העומדת בבסיס דיני ניירות הערך מחייבת להחיל על פעילותה את דיני ניירות ערך, על מנת להגן על משקיעיה ועל ציבור המשקיעים הפוטנציאליים אליו פונה העותרת בהצעת השקעה ואשר חשוף לפרסומי העותרת באפיקים השונים.

47. כאמור, תכליתם הבסיסית של דיני ניירות ערך, וחובת פרסום תשקיף בכלל זאת, היא ההגנה על ציבור המשקיעים. הצורך בהגנה זאת קם כאשר ציבור זה נחשף להצעות מטעם חברות ומיזמים עסקיים להשקיע בהם כספים לשם השקעה פאסיבית בציפייה להשאת רווחיהם הכספיים של המשקיעים.

הסכמי ההשקעה שמציעה העותרת לציבור המשקיעים הם מקרה מובהק המצדיק הגנה על האינטרסים הכלכליים של המשקיעים. מהות הסכם ההשקעה היא השקעה פסיבית מצד המשקיעים, ובצידה ציפיה לתשואה פיננסית בגין אותה השקעה.

בניגוד לטענותיה, המיזם העסקי של העותרת מחייב אותה לנקוט פעולות מהותיות להבטחת כספי ההשקעה. **אין בסיס לניסיונה של העותרת להסתמך על אמירות בספרות האקדמית שלפיהן ההצדקה לסיווג השקעה סבילה כנייר ערך פוחתות כאשר לא מדובר ב"השקעה בעסקו של אחר" (פסקה 135 לעתירה).** ראשית, הן בשלב הקמת המיזם (איתור הפוליסה וההתקשרות עם בעליה ועם חברת הביטוח), הן במהלך תקופת חיי ההשקעה (פעולות ניהול ההשקעה והיחסים החוזיים עם חברת הביטוח), נדרשת העותרת לבצע פעולות המצויות בסמכותה הבלעדית, ושהצלחת ההשקעה תלויה בהן.

שנית, גם אם העותרת לא היתה עושה דבר מלבד גיוס הכספים ממשקיעים כנגד הנפקת ניירות ערך על-ידה, היתה זו הצעה לציבור המחויבת בפרסום תשקיף. העותרת אינה יכולה להימלט מחובת פרסום התשקיף בטענה כי אינה מכירה את ההשקעה, אינה נוקטת בפעולות להגנת ציבור המשקיעים, וכדומה. טענות אלה רק מתדדות את הצורך בהגנת ציבור המשקיעים מפני הסיכונים האורבים לו כאשר העותרת מציעה לו את ניירות הערך. כלומר, גם אם העותרת היתה מגייסת כספים מהמשקיעים כנגד הנפקת ניירות ערך, ומשקיעה אותם באופן "עיוור" בפוליסות ביטוח בארה"ב, היה חל עליה החוק.

שלישית, כפי שיפורט להלן, גם בדין האמריקני, שאליו מתייחסת הכתיבה האקדמית הרלוונטית, נקבע שבמיזמים מסוג זה שבו עוסקת העותרת, יש לסווג את פעולות היזם כמאמצים לקידום ההשקעה, ובשל כך להחיל עליהם את דיני ניירות הערך.

הסיכון למשקיעי העותרת

48. העותרת מגייסת כספים מן הציבור לצורך מימון הפעילות העסקית שלה ושל התאגידים הייעודיים ברכישה והשקעה בפוליסות ביטוח חיים, כאשר עיקר רווחיה נגזרים מעמלות המשולמות להם מהצדדים. המשקיעים מעבירים כספים לצורך הרכישה, תוך נטילת שלל סיכונים בקשר עם מעורבות הצדדים השונים לעסקה, וזאת מתוך ציפייה לרווח פיננסי שמקורו בהפרש בין סכום השקעתם המצטבר עד למועד הפדיון לבין חלקם בדמי הפדיון.

49. **בניגוד לטענת העותרת, משקיעיה חשופים לשלל סיכונים. סוג אחד של סיכונים גלום בהשקעה עצמה.** לדוגמא, ההסתברות כי פוליסת הביטוח שרוכש התאגיד הייעודי תניב את התזרים המצופה, והמועד בו תניב תזרים זה. או לדוגמא, הסיכון כי חברת הביטוח לא תשלם את כספי הביטוח מסיבה זו או אחרת. או לדוגמא, סיכון המטבע הנובע מכך שתשלום כספי הביטוח ייעשה בדולרים ולא בשקלים, ולכן ערך ההשקעה תלוי בין היתר בשער חליפין עתידי. **סוג אחר של סיכונים נוגע לאופן שבו העותרת מתפעלת את ההשקעה.** כך, המשקיעים חשופים לסיכונים הנובעים מטיב השירותים שמספקת העותרת עצמה, ובכלל זאת איכות הבדיקות שהיא מבצעת לצורך איתור פוליסות להשקעה, והאופן שבו היא מעריכה את שוויין הכלכלי של הפוליסות. **עוד חשופים המשקיעים לסיכונים הכרוכים בפעילות הניהול של ההשקעות על ידי העותרת,** ובכלל זאת ביצוע התשלומים השוטפים לחברות הביטוח המבטיחים את אי ביטול הפוליסה שיביא לאובדן כספי המשקיעים.

50. **בצד אלה, חשופים משקיעיה של העותרת לסיכון הנוגע ליציבותה הפיננסית של העותרת,** שכאמור מתחייבת כלפיהם להיכנס בנעליהם של משקיעים שלא יעמדו בהתחייבותם על פי הסכם ההשקעה, עד לגובה מסוים¹³, וליציבותם של המשקיעים האחרים בקבוצה¹⁴. מנגנון הנאמנות הקבוע בהסכם ההשקעה אינו מנטרל סיכון זה שכן בקרות אירוע הביטוח, קרי בעת שסכומי הכסף המשמעותיים צריכים להשתלם חזרה למשקיעים, כספים אלה מועברים מחברת הביטוח לתאגיד הייעודי, וממנו דרך העותרת למשקיעים (סעיפים 52 ו-57 לעתירה). כלומר – דווקא בנקודת הזמן הקריטית למשקיעים של קבלת התמורה להשקעתם, מנגנון הנאמנות אינו מגן עליהם, וייתכנו נסיבות שבהן חוסנה הפיננסי של העותרת עשוי להיות גורם מכריע באלה אם יקבלו את תמורת השקעתם אם לאו. כך, למשל במצב שבו יוטלו עיקולים או הגבלות אחרות על חשבונות העותרת או התאגיד הייעודי בשל התחייבויות אחרות של העותרת.

51. בהקשר זה טוענת העותרת כי היא "גוף בעל איתנות פיננסית". אלא שבהיותה חברה פרטית שאינה מציינת לדרישות דיני ניירות ערך, אמירות אלה יכולות להיות בעלמא. בהיעדר גילוי כדין, אין כל דרך לבדוק מה עומד מאחוריהן. לכן הצהרה מטעם המנפיק שהוא בעל אמצעים אינה יכולה לשמש תחליף, מבחינת הגנה על ציבור המשקיעים, לגילוי נאות של נתונים הכספיים באופן שנקבע בחוק ניירות ערך ובתקנות מכוחו. בהקשר זה יוזכר כי על פי הנתונים שמסרה העותרת לרשות, עד היום גויס סכום של למעלה מ-10 מיליון ש"ח (כ-3.4

¹³ יצוין שהעותרת טוענת (בסעיף 174 לעתירה) שסיכון המשקיע מנוטרל שכן העותרת תיכנס לנעלי המשקיע המפר עד לאיתור משקיע אחר, אך היא לא ציינה בעתירה שהתחייבותה זאת מוגבלת בסכום, כמפורט בהסכם ההשקעה.

¹⁴ ואכן, גם בהסכם ההשקעה, כחלק מהצהרות המשקיע, מוצהר שכל משקיע יודע ש"אי עמידה בתנאי ההסכם עלולה לגרום נזק גם ליתר חברי הקבוצה" (סעיף 6 להסכם ההשקעה). בדומה, סעיף 23 להסכם קובע שבמצב שבו משקיע מפרג בתשלומים עד כדי "השפעה על כלל הקבוצה" מחויבת העותרת להודיע על כך לשאר חברי הקבוצה.

מיליון דולר) ממאות משקיעים בישראל, וסכום דומה נוסף שולם על ידי המשקיעים בגין פרמיות. לעניין זה יפים דבריו של בית משפט נכבד זה ב-עת"מ ת"א (26602-01-17 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב (מיום 2.3.2017):

גם בהנחה שהעותרת אכן מקיימת מערכת ביטחונות שיש בה כדי להבטיח את המשקיעים, אין די בכך כדי לקבוע כי פיקוח על מערכת זו אינו הכרחי. יתכן כי מערכת הביטחונות של העותרת היא מערכת טובה ומספקת. אולם – כדי שניתן יהיה לקבוע זאת, נדרש פיקוח. כדי שאפשר יהיה להבחין בין מערכת ביטחונות יעילה לבין כזו החושפת את המשקיעים לסיכונים – נדרש פיקוח.

52. **הסיכונים הכרוכים בהשקעה המוצעת על ידי העותרת הינם משמעותיים ביותר.** כאמור, ההתקשרות החוזית הישירה היחידה של המשקיעים היא מול העותרת. זכויותיהם המהותיות הנובעות מן ההשקעה תלויות כולן ביכולתה וברצונה של העותרת לקיים את התחייבויותיה על פי הסכמי ההשקעה. השקעתם של המשקיעים אינה מובטחת באמצעות נכס כלשהו שממנו יוכלו להיפרע במידה שהעותרת לא תקיים התחייבויותיה. תוצאות ההשקעה תלויות בנכסים מורכבים במדינה זרה, בסביבה אשר למשקיע ממוצע אין כל דרך להתמודד עמה בכוחות עצמו. פערי הכוחות הקיימים בין העותרת, המחזיקה הלכה למעשה בכוח בלעדי להוציא אל הפועל את השקעתם של המשקיעים, ובין המשקיעים התלויים בה באופן מוחלט למימוש השקעתם, הם גורם סיכון משמעותי המוטל על כתפי המשקיעים.

המידע הנחוץ למשקיעים

53. **לאור סיכונים אלה, מתחדד הצורך בגילוי מלא של מידע רלוונטי למשקיעים.** קשה להעלות על הדעת השקעה בה מידע מכוח דיני ניירות ערך יהיה רלבנטי ונחוץ יותר להגנת המשקיעים מאשר ההשקעה המוצעת על-ידי העותרת.

54. ראשית, נחוץ למשקיעים מידע רב על ההשקעה בפוליסת הביטוח. הם זקוקים למידע על הפוליסה, פרטים אודות המבוטח ומצבו הבריאותי, סטטיסטיקה לגבי מבוטחים בחתך דומה. פירוט המתודולוגיה האקטוארית המשמשת לחישוב התשואה הצפויה המוצגת בפני המשקיע וזהות הגורמים שביצעו את החישוב; מידע בדבר הבדיקות שבוצעו בקשר לפוליסה ובדבר תוקפה (כגון וידוא תוקפה של הפוליסה ביחס להצהרות הבריאותיות של המבוטח בפני חברת הביטוח במועד ההתקשרות של המבוטח עם חברת הביטוח);

55. בנוסף לכך, נחוץ למשקיעים מידע רב אודות מצבה הפיננסי של העותרת, הן בנקודת הזמן של ההשקעה, הן במהלך חייה של ההשקעה. ההשקעה שמציעה העותרת היא השקעה לאורך זמן. לכן, ישנה חשיבות רבה לגילוי השוטף והעיתי של מצבה הפיננסי ויכולתה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי המשקיעים. שכן, אף אם אכן נכון להיום מצבה של העותרת איתן, מי יתקע לכפם של משקיעיה שזה יהיה מצב גם בעוד שנה או בעוד חמש שנים, כאשר יבוא יום פירעון, והעותרת תידרש לעמוד בהתחייבותה?

56. עוד זקוקים המשקיעים למידע אודות הבעלים של העותרת והמנהלים העומדים בראשה. האם יש להם ניסיון בביצוע השקעות דומות? מהו הרקע העסקי שלהם? האם יש להם פעילויות היוצרות ניגודי עניינים מול ההצעה למשקיעים? מהו מערך התמריצים שלהם?

מהו התגמול לו יזכו כתוצאה מהפעילות? מתי יזכו בו, ומהם התמריצים שלהם להגן על כספי המשקיעים? ; ועוד

57. בדומה, משקיעיה של העותרת חסרים מידע גם בכל הנוגע ליציבות חברות הביטוח המוציאות את הפוליסות הנרכשות על ידי התאגידים הייעודיים. מדובר אמנם בסיכון אקסוגני לפעילות העותרת, אולם זהו סיכון רלוונטי ביותר מנקודת המבט של המשקיעים. גם בהקשר זה, טענתה של העותרת לפיה פרטי חברת הביטוח גלויים למשקיעים לפני ביצוע ההשקעה אינה מאיינת את הסיכון או את הצורך בגילוי זה.

58. העותרת טוענת כי התנאי המסחרי היחיד סביבו נסוב המשא ומתן בין הצדדים הוא גובה דמי הרכישה בעבור הפוליסה, כי תפקידו של התאגיד הייעודי והעותרת הם טכניים אדמיניסטרטיביים וכי העותרת אינה בעלת מידע עודף בקשר עם דמי הרכישה על פני המשקיעים וכי על כן, בין היתר, לא נדרשת הגנת דיני ניירות ערך. טיעונים אלו אין להם על מה לסמוך. בכל נייר ערך פרט עיקרי לצורך הערכת טיב ההשקעה הינו מחיר נייר הערך. מחיר הרכישה של הפוליסה הוא תנאי בסיסי שהמשקיע נדרש לגילוי מספק בעניינו כדי להעריך את כדאיות ההשקעה. תחולת דיני ניירות ערך בנדון תחייב מתן גילוי מקיף כאמור למשקיעים בדבר ההשקעה אשר יאפשר להם לקבל החלטת השקעה מושכלת ואשר בעניינו תישא העותרת באחריות פלילית, מנהלית ואזרחית כלפיהם.

כך למשל, לצורך קבלת החלטת השקעה בעותרת המשקיעים נדרשים בראש ובראשונה לגילוי אודות האופן בו נקבע מחיר רכישת הפוליסה על ידי העותרת. הלכה למעשה, גילוי אודות הערכת השווי של מחיר הרכישה. מחיר זה וכדאיות ההשקעה לאורו תלויים בגורמים רבים ובכלל זה חישובים אקטואריים המשקפים את מועד הפדיון החזוי, מתודולוגיית הערכה העומדת בבסיס חישובים אלו, תקפותה המשפטית של הפוליסה והתנאים בהתקיימותם יכולה חברת הביטוח לסגת מהתחייבותה לתשלום דמי הפדיון, טיבן של הצהרות המבוטח שניתנו על ידו לחברת הביטוח במועד בו נקבעו תשלומי הפרמיה ועוד. קבלת החלטת השקעה מושכלת במסגרתה יוכל המשקיע להעריך את כדאיות ההשקעה והסיכונים הטמונים בה מחייבת פריסת פרטים אלו ונוספים בפני המשקיע.

59. **נמצא, אפוא, שהמשקיעים בעותרת נדרשים למידע רב ובכלל זה גילוי אודות מכלול הסיכונים הכרוכים בהשקעה לצורך הערכת כדאיותה. תכליתם של דיני ניירות ערך אם כן, להגן על ציבור המשקיעים ובפרט באמצעות הטלת חובת גילוי על העותרת בקשר עם ההשקעות המוצעות על ידה, גילוי עליו תישא העותרת אחריות מכוח הדין.**

60. כמו כן, כאמור לעיל, חובת פרסום התשקיף תקים גם חובות נוספות ובעיקר חובות גילוי שוטפות של העותרת למשקיעים המחזיקים בניירות הערך, שמטרתן לאפשר להם בין היתר, לאמוד את שווי זכויותיהם ולבקר את פעולותיה של העותרת. בעניינה של העותרת, מידע שוטף זה יאפשר למשקיעים גם לאמוד את כדאיות המשך ההשקעה בעותרת בדמות התשלומים השוטפים בהם הם מחויבים המיועדים לתשלומי הפרמיה. כך למשל, ככל שבקשר עם פוליסה מסוימת תודיע חברת הביטוח לתאגיד הייעודי כי אין בכוונתה לשלם את דמי הפדיון עקב הפרת תנאי הפוליסה על ידי התאגיד הייעודי או על ידי המבוטח, ברי שידיעת המשקיע על כך תשליך על שיקוליו בהמשך העמדת התשלומים השוטפים. חובות

הגילוי השוטפות יאפשרו למשקיעים גם לבקר את פעילותה של העותרת, לוודא כי היא עומדת בהתחייבויותיה כלפיהם, ולנקוט פעולות נגדה במידת הצורך.

61. העותרת טענה כי למעשה לא קיימים פערי מידע בינה ובין המשקיעים, שכן כל הפרטים הידועים לה על ההשקעה, לרבות הפרטים על אודות הפוליסה, חברת הביטוח והגורם המבוטח, נמסרים למשקיעים. לא ניתן לקבל טענה זו. ראשית, חובות הגילוי אינן מסתכמות במידה שהתאגיד רוצה למסור למשקיעים, אלא במידע שעליו לתת להם. מכאן שהעותרת אינה יכולה "לחסות" תחת טענה כי היא מוסרת כל מה שידוע לה, ותו לא. שנית, כפי שפורט, מכלול הסיכונים העומד בפני המשקיע בעותרת מורכב ממספר רבדים, אשר לא כולם נכללים במידע שמוסרת העותרת למשקיעיה. כך, העותרת אינה מוסרת פרטים על מצבה הפיננסי למשקיעים, ואף אינה מוסרת מידע על אודות משקיעים אחרים בקבוצה. בנוסף, מעבר למידע שנמסר בעת ביצוע ההשקעה, העותרת אינה מחויבת במסירת מידע מלא ומעודכן למשקיעים במהלך תקופת ההשקעה, ואף אינה טוענת שמוסרת מידע כזה בפועל. שלישית, המידע שנמסר על-ידי העותרת לא נמסר בהתאם לדין, לא נבדק על-ידי הרשות, ולא חלה אחריות כנדרש בגינו.

62. מן האמור עולה שלא נמסר למשקיעים בעותרת המידע הנחוץ להם לשם השקעה בניירות ערך. ויודגש – טענתה של העותרת כאילו היא מוסרת את מלוא המידע הנדרש למשקיעים, אף אם היה בה מן האמת, אינה משחררת אותה מתחולת דיני ניירות ערך. הוא הדין בטענת העותר לפיה המשקיעים יכולים לקבל את המידע בעצמם לו יחפצו לפנות למי מהגורמים אליהם העותרת מפנה אותם בעתירה, לצורך קבלת מידע (חברות הביטוח, ה-provider וכו'). הפסיקה הבהירה כי דיני ניירות ערך הם דינים קוגנטיים, שאינם ניתנים להתניה, גם ברצון הצדדים להשקעה. על המידע להגיע אל המשקיעים בדרכים הנקובות בהוראות חוק ניירות ערך וזאת ביוזמת החברה ולא בכל דרך אחרת, קל וחומר לא על דרך "אפשר" למשקיעים לפנות בעצמם, לפי שיקול דעתם, לגורם שלישי ולקבל מידע אודות השקעתם. הפסיקה הבהירה כי "הדין הישראלי קבע הוראות שנועדו להגן על ציבור המשקיעים, ובכלל זה הוראה המחייבת כי ניירות ערך יוצעו לציבור רק בדרך של תשקיף שתוכנו ואופן פרסומו נקבעו במפורט בדין. הוראות אלה הן 'דין מגן' שלא ניתן להתנות עליהן"¹⁵. לפיכך, גם האופן שבו נמסר המידע על אודות הצעת ניירות ערך, צריך להיות האופן שנקבע בחוק, קרי באמצעות תשקיף שהרשות התירה את פרסומו, ותוך נשיאה באחריות הקבועה בדיני ניירות הערך לגביו.

63. נמצא, אפוא, שהמשקיעים בעותרת נדרשים למידע רב ובכלל זה גילוי אודות מכלול הסיכונים הכרוכים בהשקעה לצורך הערכת כדאיותה. הם נדרשים למידע רב גם אודות הסיכויים הכרוכים בהשקעה, כדי לבחון אותה מול אפשרויות השקעה אחרות העומדות לפנייהם. תכליתם של דיני ניירות ערך מתיישבת עם צרכים אלה, ומטרתם להגן על ציבור המשקיעים בין היתר באמצעות הטלת חובת גילוי על העותרת בקשר עם ההשקעות המוצעות על ידה, גילוי עליו תישא העותרת אחריות מכוח הדין.

שיקולי מדיניות

¹⁵ ת"א (ת"א) 18668-12-13 אורן ואח' נ' טי, גי אי, השקעות נדל"ן בע"מ (מיום 24.4.2014) פסקה 22 להחלטה.

64. העותרת העלתה טענות הנוגעות לשיקולי מדיניות משפטית שלטענתה צריכים להוציא את פעילותה מגדרי דיני ניירות ערך, בין היתר על בסיס מבחנים שנקבעו בפסיקה בארה"ב לסיווג השקעה בגדר "נייר ערך". בטרם תתייחס הרשות לכל אחת מטענות אלה, יש להפריך טענה בסיסית באשר להגדרת ניירות ערך: העותרת טוענת כי הגדרת ניירות ערך בחוק היא הגדרה פגומה, שיוצרת סיכון לתחולת יתר של האסדרה מכוח חוק ניירות ערך, גם להשקעות שמטיבן אינן אמורות להיכלל בה. העותרת מביאה דוגמאות מן הכתיבה האקדמית והפסיקה, של מצבי קיצון אבסורדיים כגון כרטיסיית אוטובוס או מנוי למועדון, שבקריאה דווקנית של הגדרת נייר ערך בחוק עשויים להיכלל בה. אלא שבין דוגמאות אלה ובין ההשקעות המוצעות על ידי העותרת אין ולא כלום. להיפך, דווקא במבחן הקרבה לסוגי ניירות ערך טיפוסיים, הצעתה של העותרת לציבור דומה לניירות הערך האמורים, ואינה דומה כלל למקרים שהיא מציגה ככאלה שאינם צריכים להיכלל בגדרי החוק. כל שיקולי המדיניות והתכלית, כמו גם כל רכיבי ההגדרה הלשוניים, מצביעים על מסקנה אחת ויחידה, לפיה יש לסווג את פעילות העותרת כהצעת ניירות ערך.

טענה השוק המשנהי

65. העותרת טוענת כי העובדה שהגבילה את סחירותם של הסכמי ההשקעה, וכפועל יוצא את יכולתם של המשקיעים לקיים שוק משני של הסכמי ההשקעה, צריכה להוציא את פעילותה מגדרי החוק. קיומו של שוק משני הוא אחת ההצדקות לתחולתם של דיני ניירות ערך. אלא ששיקול זה אינו שיקול בלעדי בשאלה אם השקעה צריכה להיות מסווגת כנייר ערך, ולראיה - בפסק דינו של בית המשפט העליון בפרשת **קדם** הוכרע שמדובר בניירות ערך אף שלא היה שוק משני בהם. בדומה, בפסיקה קודמת נקבע כי הגבלת הסחירות של התעודות אינה שוללת את הגדרתן כניירות ערך¹⁶. כאשר קיימת אפשרות לסחור בניירות הערך לאחר רכישתם, תורמות חובות הגילוי ליכולתם של המשקיעים להעריך את שווי ניירות הערך הנרכשים והנמכרים. אך יכולת הערכה זו נחוצה למשקיעים גם בהיעדר שוק משני, ומובן שאין היא הצורך היחיד שלהם. לדוגמא, בעניינה של העותרת המשקיעים זקוקים למידע שוטף גם כדי לדעת אם נדרשת פעולה מצידם כלפיו, וכן כדי לבחון את כדאיות עמידתם בתשלומים השוטפים לעותרת. למעשה, היעדרו של שוק משני בו מתומחרים ניירות הערך מגביר את הקושי של המשקיעים להעריך את שווי ניירות הערך שלהם ולממשם במהלך חייהם. במובן זה הסיכון שלהם משמעותי יותר, וכך גם הצורך בגילוי.

66. העותרת טוענת שאין הצדקה להחיל עליה את דיני ניירות ערך, שכן למשקיעיה אין ציפיה שדינים אלה יחולו. בין היתר מפנה העותרת להצהרה בהסכם ההשקעה שלפיה מובהר שההשקעה אינה בגדר נייר ערך ולא יחולו עליה דיני ניירות ערך. טיעון זה מעגלי ולא ניתן לקבלו. ציפייתו של משקיע לקבל את הגנת דיני ניירות ערך אינה נגזרת מהצהרתו של המנפיק שהמוצר שהוא מוכר אינו נייר ערך. צפיית המשקיע היא שמקום בו הדין מעניק לו הגנה, הגנה זו אכן תחול. ויודגש – ההחלטה אם מדובר בנייר ערך אינה יכולה להתקבל בהסכמה חוזית בין הצדדים. דיני ניירות ערך אינם ניתנים להתניה, וההחלטה על סיווגה של השקעה מתקבלת בהתאם למבחני הדין.

¹⁶ ת"א (ת"א) 2969/00 יו"ר רשות ניירות ערך נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ (מיום 30.7.2002), פסקה 16 לפסק הדין.

67. יתרה מכך, מפרסומים של העותרת עצמה עולה שכאשר הדבר מתאים לאינטרס שלה, היא דווקא משתמשת בהשוואה בין ההשקעה שהיא מציעה ובין ניירות ערך הנסחרים בבורסה. כך בכתבה פרסומית המופיעה באתר האינטרנט של העותרת¹⁷ צוטט נציג החברה, עו"ד משה רוט כאומר שעיקרון ההשקעה בעותרת "מזכיר את הרעיון של מניה בבורסה. פיזור סיכוי. פיזור סיכון." נראה כי טענת העותרת כי למשקיעיה, הנחשפים לתכנים שיווקיים מעין אלה, אין ציפיה שתיתן להם ההגנה הניתנת לרוכשי ניירות ערך, מאבדת כל תוקף. מצ"ב הפרסום מאתר המבקשת **כנספת 6**.

טענת הפיקוח החלופי

68. טענה נוספת של העותרת היא שאין הצדקה להחיל בעניינה את דיני ניירות ערך, שכן פעילותה כפופה לפיקוח של רגולטור אחר, הוא ה- Provider, המאשר את עסקת רכישת הפוליסה ומפוקח על ידי רגולטור בארצות הברית.

אלא שהפיקוח החל בארצות הברית על פעילות ה- Provider הוא פיקוח שמקורו בדיני הביטוח. גורם זה אולי מבצע בדיקות בקשר עם תוחלת חיי המבוטח הצפויה ויציבותה הפיננסית של חברת הביטוח שהנפיקה את הפוליסה, אולם מידע זה מושג בשם התאגיד המממן את הפוליסה – התאגיד הייעודי בענייננו – ואין חובת גילוי לגביו כלפי המשקיעים, אלא להיפך – על ה-Provider מוטלות חובות לשמור על פרטיות המבוטחים.¹⁸ כמו כן חובות הגילוי המוטלות עליו הן כלפי מוכרי הפוליסה, בקשר עם חלופות פעולה אפשריות במקרה שאינם עומדים בתשלומי הפרמיות.¹⁹

מובן, אפוא, שאין מדובר במשטר פיקוח חלופי לאסדרה שתכליתה להגן על המשקיעים בישראל. בעוד שהפיקוח האמריקני מכוון ליחסים בין מוכר הפוליסה ורוכש הפוליסה (התאגיד הייעודי), הוא כלל אינו מגן על האינטרסים של המשקיעים הישראלים שאינם צד לעסקת רכישת הפוליסה כלל. כך, למשל, ניתן להניח שאסדרה המגינה על מוכר הפוליסה לא תחייב גילוי מלא בדבר הסיכונים הגלומים בהשקעה בעותרת, שכן גילוי זה כלל אינו רלוונטי למוכר הפוליסה.

69. זאת ועוד, ספק אם פיקוח בארה"ב שכלליו אינם נוגעים לציבור המשקיעים בישראל, ואינו מיועד כלל לטפל בעניינם, יכול להיות רלבנטי לתחולת דיני ניירות ערך בישראל. בפסיקת בית משפט נכבד זה נקבע לא מכבר כי על מנת שניתן יהיה לתת משקל לקיומה של אסדרה חלופית בעת בחינת שאלת התחולה של דיני ניירות ערך, נדרש שהאסדרה החלופית תספק "מטריית פיקוח" מספקת שדי בה כדי להסיר את כל החששות מפני פעילותה של

¹⁷ ראו:

<http://adr-ltd.co.il/wp-content/uploads/2017/03/%D7%A4%D7%98%D7%A0%D7%98-%D7%A8%D7%A9%D7%95%D7%9D.pdf>

¹⁸ Securities and Exchange Commission *Life Settlements Task Force Report* 7, 33 (July 22 2010) ("דוח ה-SEC או "הדו"ח").

¹⁹ שם, בעמ' 34.

העותרת²⁰. מובן שאסדרה שאינה מכוונת להגנת המשקיעים בישראל אינה יכולה לענות למבחן זה. בדומה, המקרים שבהם הוכר בדין האמריקאי קיומו של משטר פיקוח חלופי עסקו בעיקר בפיקוח על מוסדות בנקאיים, המספק מערך מקיף של רגולציה המגינה על המשקיעים במוצרים בנקאיים²¹.

70. יתרה מכך, כפי שיוצג להלן, בארה"ב הוכר סוג הפעילות של העותרת כהצעה של ניירות ערך הן על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית, הן על ידי בתי משפט שדנו בסוגיה. עובדה זאת משמיטה את הקרקע תחת טענת העותרת, שכן גם בשיטת המשפט שבה פועל משטר הפיקוח של ה-Provider, שנטען על יד העותרת שהוא חלופי לאסדרת דיני ניירות ערך, נקבע שקיימת תחולה לדיני ניירות ערך על פעילות דומה לזו של העותרת. לבסוף יאמר כי מקום בו הוצעו לציבור בישראל, ניירות ערך, חל על הפעולה חוק ניירות הערך הישראלי ואין תחולה לאסדרה אחרת, זולת אם הדבר נאמר מפורשות בחוק, כדוגמת תחולה מסויימת של דין זר על הצעת ניירות ערך לציבור הישראלי אשר נרשמו למסחר באחת הבורסות המוכרות לצרכים אלו בחוק.

הטענה הכללית בדבר עלות-תועלת

71. טענה אחרת נגד החלתם של דיני ניירות ערך על פעילות העותרת היא שהדבר אינו מתבקש משיקולי עלות תועלת. לטענת העותרת, ניתוח עלות תועלת מעלה שהסיכונים הגלומים בפעילותה אינם מצדיקים הקצאת משאבי אסדרה ופיקוח על פעילותה, ולפיכך יש להוציא את פעילותה מגדרי חוק ניירות ערך.

לשיטת הרשות, דינה של טענה זאת להידחות. פעילותה של העותרת מסוכנת ביותר לציבור. מיליוני שקלים כבר הושקעו בה על-ידי הציבור הרחב ומיליוני שקלים רבים נוספים עוד עלולים להיות מושקעים בה ולרדת לטמיון. הפעילות אינה עונה לחריגים הקבועים בחוק המשקפים שיקולי עלות-תועלת (כגון חריג המתיר הצעה ומכירה של ניירות ערך ל- 35 משקיעים), והעותרת אינה יכולה להתלות בטענה כללית של עלות-תועלת, שעה שהיא מנוגדת לדין. אין היא יכולה להמציא יש מאין חריגים נוספים שאינם נזכרים בדין. ניסיון השנים האחרונות מלמד כי הנזק לציבור ממיזמים המציעים ניירות ערך לציבור הרחב, בניגוד להוראות הדין, עלול להיות כבד ביותר.

מכל האמור לעיל עולה בבירור כי על פי כל מבחן פעילותה של העותרת היא הצעה לציבור של ניירות ערך, ולפיכך מחויבת בתשקיף וחלה עליה המסגרת הנורמטיבית של חוק ניירות ערך והוראותיו.

פעילות מסוג פעילותה של העותרת כפופה גם בארה"ב לדיני ניירות ערך

72. בפסק דין קדם עמד בית המשפט העליון על מגבלות ההסתייעות בדין האמריקאי לצורך פרשנות הגדרת "ניירות ערך" בדין הישראלי, לנוכח ההבדלים המהותיים בין ההגדרות בשני הדינים. אף שמוכן שבית המשפט הנכבד יכריע בשאלות שבמחלוקת בין הצדדים על פי הדין החל בישראל, ואף שברור שקיימים הבדלים מהותיים בין הדין החל בישראל והדין החל

²⁰ עת"מ 26601-01017 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב, פסקה 80. (ניתן ביום 03.17.02) (פורסם בנבו).

²¹ *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982)

בארצות הברית לעניין הגדרתו של נייר ערך ויישום המבחנים השונים של הגדרה זאת²², נראה כי בנסיבות עתירה זאת ישנה חשיבות להציג את עמדת הדין האמריקני ביחס לפעילות העותרת. זאת, הן כיוון שפעילות ההשקעה שמציעה העותרת למשקיעים ישראלים מתמקדת בהשקעה בפוליסות ביטוח חיים בארצות הברית, הן כיוון שחלק ניכר מטענות העותרת מבוססות על מבחנים שפותחו בפסיקה האמריקנית לזיהויה של השקעה כנייר ערך. העובדה שהדין בארצות הברית הוא שהשקעות מסוג ההשקעות המוצעות על ידי העותרת נכנסות להגדרת נייר ערך, מצביעה על חולשת טענות העותרת.

73. על פי הגדרת חוק ניירות ערך בארה"ב, דיני ניירות ערך חלים על שורה של מכשירים, לרבות "חוזה השקעה" (investment contract), ושטרי חוב (notes). בהתאם לפסיקה ענפה וארוכת שנים בארה"ב שמקורה בפסק הדין המנחה של בית המשפט העליון בארה"ב בעניין ²³Howey, לצורך התקיימותו של investment contract נדרשת התקיימותם של ארבעה תנאים: (1) השקעה של כסף; (2) במיזם משותף; (3) וציפייה לרווחים; (4) שינבעו ממאמצי היזם או של צד שלישי. על פי פסיקה ענפה וארוכת שנים נוספת שמקורה בפסק הדין המנחה של בית המשפט העליון בארה"ב בעניין ²⁴Reves, על מנת לסווג מכשיר חוב כ-note לגביו חלים דיני ניירות ערך יש לבחון את מבחן "הדמיון המשפחתי" אשר כולל ארבעה רכיבים: (1) מניעיהם של מוכר וקונה סבירים להתקשר בעסקה מן הסוג הנבחן; (2) תכנית ההפצה של המכשיר; (3) ציפיית המשקיע הסביר לתחולה של דיני ניירות ערך; (4) קיומו של גורם אחר או רגולציה חלופית שיש בהם כדי להפחית את הסיכון הטמון במכשיר.

74. במהלך כ-20 השנים האחרונות הובעו עמדות של רשות ניירות הערך בארה"ב ה-SEC, וכן ניתנו פסקי דין של ערכאות שונות בארה"ב בדבר היותן של התקשרויות מסוג הפעילות של החברה משום investment contracts או notes, אשר חלים לגביהן דיני ניירות ערך.

75. בשנת 2010 פרסמה ה-SEC דו"ח מקיף בעניין "Life Settlements"²⁵ ("הסדרי חיים") שפעילות החברה שבנדון באה בגדריהם, במטרה לבחון אפשרויות פעולה לשיפור נוהגי השוק בתחום והפיקוח עליו. במסגרת הדו"ח בחנה ה-SEC בין היתר כיצד מתנהל שוק הסדרי החיים, באיזה אופן הוא מפוקח הן ברמה הפדראלית הן ברמה המדינתית, מי השחקנים המעורבים בו, ומהן השפעותיו על בעלי הפוליסות וציבור המשקיעים בהן.

76. לעמדת ה-SEC, כפי שהוצגה בבתי המשפט לא פעם, ועל פי הדו"ח, ההשקעות במכשירים שבנדון מקיימות את כלל התנאים הן של investment contract בהתאם לפסק דין Howey הן של note בהתאם למבחן הדמיון המשפחתי בפסק דין Reves, בהתאם למודל שעל פיו נבנה המכשיר הפיננסי. כפי שיפורט להלן, במספר מקרים נקטה ה-SEC בהליכי אכיפה כנגד חברות שמכרו הסכמי חיים, בטענה לתרמיות, שהיקפיהן נעו בין עשרות מיליוני דולרים למיליארד דולרים.

²² עניין קדם, פסקה י"ב.

²³ S.E.C v. W. J. Howey co., 328 u.s. 293 (1946)

²⁴ Reves v. Ernst & Young, 494 U.S. 56, 60-62 (1990)

²⁵ דו"ח ה-SEC, לעיל הערה 3.

77. עמדה זו של ה-SEC התקבלה גם בפסיקת בתי המשפט הפדראליים. פסק דין מרכזי לעניין זה הוא פסק הדין של בית המשפט הפדראלי של ערעור במחוז ה-11, בעניין Mutual Benefits Corp.²⁶ בפרשה זאת נדונה שאלת תחולתם של דיני ניירות ערך האמריקאים על מיזם להשקעה ברכישת פוליסות ביטוח חיים. בדומה לעניינה של העותרת, פעילות היזם כללה, בין היתר, את בחירת הפוליסות להשקעה, ניהול משא ומתן בנוגע למחיר רכישתן מהמוכר, קביעת הסכום הנדרש להפקדה בנאמנות לצורך כיסוי תשלומי הפרמיות וביצוע הערכת תוחלת החיים הצפויה של המבוטחים.

בית המשפט קבע שפעולות אלה של היזם מקיימות גם את התנאי הרביעי של הלכת Howey, שכן מדובר בפעילות ניהולית משמעותית שננקטת לצורך הבטחת הצלחת ההשקעה (עובר לביצוע ההשקעה על ידי המשקיע בפועל).²⁷ בית המשפט אף קבע שהעובדה שחלק משמעותי מן הפעולות בוצעו לפני ההתקשרות בהסכם ההשקעה אינה מורידה ממסקנתו. עוד התייחס בית המשפט לכך שבהיעדר גישה לתיקים הרפואיים של המבוטחים לא היו למשקיעים כלים להעריך את מהימנות הנתונים שהציג היזם ולא היה באפשרותם להעריך את כדאיות ההשקעה בהתאם למגמות שוק.²⁸

פסקי דין מאוחרים יותר הסתמכו על פסיקתו של בית המשפט בעניין Mutual Benefits Corp., וחזרו על הקביעה כי מיזמים העוסקים בגיוס משקיעים לצורך מימון רכישת פוליסות ביטוח חיים עונים להגדרת הדין האמריקני לנייר ערך²⁹.

78. דו"ח ה-SEC כולל גם המלצה לשינוי החוק והבהרת תחולתו על מכירה של הסדרי חיים³⁰, על מנת שהשחקנים המעורבים במכירתם יהיו מחויבים בדרישות שקובעות הוראות הדין לשם הגנה על משקיעים מפני פרקטיקות פוגעניות, ועל מנת לקדם שוק יעיל והוגן בתחום. תיקון אשר טרם בוצע למועד זה.

79. ניתן לראות, אם-כן, כי גם רשויות האסדרה בארצות הברית, וכן הפסיקה שם תומכים בגישה לפיה פעילות מסוג ההשקעות שמציעה העותרת צריכה להיות כפופה לדיני ניירות ערך, על פי המבחנים המקובלים שם, שעל חלקם ביקשה העותרת כאן להתבסס. מכאן שהעותרת מבקשת לסכן את ציבור המשקיעים בישראל באופן שהיה אסור לה אפילו במדינה בה מתרחשת פעילות ההשקעה עצמה.

²⁶ SEC v. Mutual Benefits Corp. 408 F.3d 737, 744 (11th Cir. 2005).

²⁷ שם.

²⁸ שם. יצוין כי בפסיקה מוקדמת יותר של בית המשפט הפדראלי של ערעור במחוז DC משנת 1996 נקבע כי פעילות מסוג זה אינה מקימה את התנאי לסיווג ההשקעה כחווה השקעה, מאחר שהפעולות המהותיות של יזמי ההשקעה נעשות לפני מועד גיוס כספי ההשקעה, בעוד שהחל ממועד ההשקעה רווחיותה תלויה באורך חייו של המבוטח. כאמור פסיקה מוקדמת זאת היא חריגה בנוף הפסיקה. ראו: SEC v. Life Partners, Inc. 87 F.3d 536 (D.C. Cir. 1996).

²⁹ ראו למשל: SEC v. Torchia, 183 F.Supp.3d 1291 (2016).

³⁰ דו"ח ה-SEC, לעיל הערה 3, בעמ' 39.

מענה לטענות נוספות של העותרת

טענת אי הסבירות

80. בעתירה "עוטפת" העותרת את טענותיה במסגרת הטענה המנהלית של חוסר סבירות בהחלטת הרשות. לשיטת העותרת חוסר הסבירות "הקיצוני" בהחלטת הרשות מתבטא בכך שהרשות לא שקלה, כביכול, את כל טענות העותרת.
81. אלא שמקרא ההתכתבות בין העותרת לרשות, כמו גם הפירוט וההרחבה המובאים בתשובה זאת מלמדים שאין כל ממש בטענה זו של העותרת. טענות העותרת נבחנו ביסודיות על ידי סגל הרשות לפני גיבוש העמדה ביחס לפעילות העותרת. כל השיקולים המפורטים בעתירה הוצגו גם לרשות, והובאו בחשבון במסגרת ההחלטה להורות לעותרת להפסיק את פעילותה.
82. לא היעדר שקילה של הטענות נמצא בעניינה של העותרת, כי אם שקילת כל הטענות ודחייתן. ההחלטה נשוא הליך זה התקבלה על ידי הרשות בכובד ראש, תוך התייחסות והתחשבות בכל טענותיה של העותרת, לאחר בחינה של פעילות העותרת, התאמת הפעילות לדין ויישום הדין על פעילותה. כל זאת תוך הפעלת שיקול דעת המצוי בתחום סמכותה, כגורם האמון על יישומו של חוק ניירות ערך, ובעל סמכויות הפיקוח והאכיפה על מיזמים המציעים ניירות ערך לציבור.
83. העותרת טוענת כי פרק הזמן ממועד פנייתה הראשונה של הרשות מעיד על כך שאין צורך בהפסקת פעילותה פרק הזמן בבדיקות מסוג זה תלוי בגורמים שונים כגון עומס המטלות השונות לפתחה של הרשות, הקצאת משאבים, וכדומה. פרק הזמן שחלף ממועד הפנייה הראשונה אינו חריג בבדיקות דומות של הרשות, ואין הוא מעיד על דבר למעט הבחינה היסודית שקיימה הרשות.
84. עוד טוענת העותרת כי דרישת הרשות שתפרסם תשקיף בתוך 14 ימים אינה סבירה. ואולם, הרשות לא דרשה כי העותרת תפרסם תשקיף בתוך 14 ימים, אלא כי תחדול מפעילותה המפרה בתוך פרק זמן זה.
85. נמצא אם כן, שאין ממש בטענת חוסר הסבירות שמעלה העותרת. משכך, אין גם כל עילה להתערב בשיקול דעתה של הרשות ובעמדתה.
86. בעת בחינתה של עילת הסבירות, אין מסתפקים בבחינת השאלה, האם פעולה או החלטה מנהלית היא שרירותית, אלא בוחנים את האיזון הפנימי בין השיקולים שהפעילה הרשות (כדברי השופט ברק בבג"צ 389/80 דפי זהב בע"מ נגד רשות השידור, פ"ד לה(1) 421 (1980)). פסילת החלטה של רשות מנהלית, מפאת חוסר סבירות, תתרחש רק כאשר ניתן להצביע על האופי הבלתי מאוזן של ההחלטה, בהתחשב במניעיה הגלויים של הרשות. מצב קיצוני של חוסר סבירות מתקיים במקרה שבו הרשות התעלמה התעלמות מוחלטת משיקול מסוים.
87. גדר התערבותו של בית המשפט בהחלטה מנהלית, קל וחומר בהחלטה מנהלית בעלת אופי מקצועי, המצויה בלב שיקול הדעת המנהלי של גוף מומחה, כדוגמת ההחלטה שבנדון, היא מצומצמת. בית המשפט המנהלי לא יבצע הפעלת שיקול דעת, כשם שנעשה על ידי הרשות המנהלית, אלא יבחן את סבירות שיקול דעת הרשות בדיעבד. חוסר הסבירות נבחן על ידי בית המשפט ב"אמות מידה אובייקטיביות", והוא יתערב רק במקרים של "חוסר סבירות

מהותי או קיצוני" (השופט ברק בבג"צ 389/80 דפי זהב בע"מ נגד רשות השידור, פ"ד לה(1) 421 (1980), 437).

88. בתקיפת החלטותיה של רשות מנהלית-מקצועית, ייטה בית המשפט ליתן משקל רב לשיקוליה של הרשות ולא יתערב לגופה של החלטה, נוכח בקיאותה ומומחיותה בתחום עליו היא מופקדת. בתי המשפט נוהגים להתערב ביתר קלות בנושאים משפטיים שבתחום מומחיותם, ולמעט להתערב בנושאים שהם בתחום המומחיות המיוחדת של הגוף המקצועי שקבל את החלטה. בתי המשפט התבטאו לא אחת לגבי מקצועיותן של רשות ניירות ערך ואף של הבורסה לניירות ערך בתל אביב,³¹ ובעשותם כך, הפעילו בתי המשפט כהנחת מוצא את "חזקת תקינות פעילות הרשות". בפועל, מיעט בית המשפט להתערב בהחלטות הרשות והבורסה.³²

89. בית המשפט העליון קבע אף הוא, לא אחת, כי אין הוא יושב כוועדת ערעור עליונה על החלטות רשות מנהלית, ורק אם לוקה החלטת הרשות מבחינה משפטית, יתערב בה. כאשר מכוונת טענת העותר נגד תוכן החלטה מבחינה מקצועית, ואין טענה זו מעוררת בעיה משפטית כלשהי, בית המשפט אינו רואה עצמו כמעין מומחה עליון שבכוחו להכתיב מה סביר ומה אינו סביר בהחלטות של מומחים במסגרת מומחיותם.³³ עוד קבע בית המשפט העליון (בבג"ץ 338/87 דן מרגליות נ' שר המשפטים, פ"ד מב(1) 122), כי "בית המשפט אינו מחליף את שיקול דעתה של הרשות המוסמכת ויתערב רק במקרה של שקילת שיקולים לא ענייניים או אי סבירות מובהקת". (ראו גם: בג"ץ 2324/91 התנועה לאיכות השלטון בישראל נ' המועצה הארצית לתכנון ולבנייה, משרד הפנים, פ"ד מה (3) 678).

90. בעניינה של העותרת מתקיים הן בהתנהלותה של הרשות הן בהחלטתה מבחן הסבירות, כמפורט להלן. החלטת הרשות נעשתה מכוח הוראת חוק מפורשת, ממנה עולה כי פעילותה של העותרת אינה חוקית. חובתה של הרשות בהקשר זה היא לאכוף את החוק ומכאן לא ניתן לכנות פעילות זו של הרשות "חוסר סבירות". החלטת הרשות נתקבלה לאחר בחינה והכרות מעמיקות עם הנושא, לאחר שנבחנו ונשקלו מכלול השיקולים הרלבנטיים, ולאחר שנשמעה עמדתה של העותרת. עובדה זו מעוגנת היטב בחילופי המכתבים המפורטים והמנומקים בין הרשות והעותרת. עסקינן בהחלטת רשות, כגוף בעל מומחיות מקצועית מיוחדת, שקיבל החלטה מנהלית על פי סמכות שבדין, שאינה חריגה, ומצויה בליבת הסמכות והעשייה של הרשות. טענת העותרת, כי על הרשות להתיר לה לפעול בניגוד לחוק אינה מתיישבת עם לשון החוק ועם תכלית התיקון לעצור פעילות מסוג זה.

טענות העותרת לחוסר עקביות בעמדת הרשות

³¹ לגבי רשות ניירות ערך ראו: ע"א 5320/90 א.צ ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818; ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ, תק-על 397(3) 513; לגבי הבורסה: ע"א 1717/04 כים ניר שרותי תעופה בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, תק-על 2008(2) 4400 (29.6.08);

³² סקירה במאמרן של ד' רימון וט' אמיר, "בית משפט כלכלי מדלור לישראל" תאגידים 41, 3, בעמ' 90 - 91 (נובמבר 2010).

³³ בבג"ץ 555/77 בצ'וק נ' הבורסה לניירות-ערך, פ"ד לב(2) 377 (1978).

91. טענה נוספת שמעלה העותרת היא שהחלטת הרשות בעניינה אינה עולה בקנה אחד עם עמדה שהובעה על ידה במסגרת תשובה לפנייה מקדמית מיום 5.6.2016 בעניין מיזם לרכישת נדל"ן בחו"ל. אלא שבחינה של עובדות המקרה בפניה המקדמית הרלוונטית דווקא מדגישה את השוני הרב בין המקרים, המחדד גם את ההצדקה שיש בתחולת החוק על העותרת, להבדיל מנסיבות הפניה המקדמית.
92. בפניה המקדמית הוצג מתווה פעילות של חברה ישראלית העוסקת ברכישת נדל"ן בגרמניה. החברה ביקשה לאתר בניינים בגרמניה שטרם נרשמו כבתים משותפים, ולאחר בישראל משקיעים לצורך רכישת דירות במבנה מגורים קונקרטי שיאותר על ידה. לצורך כך ביקשה החברה לפנות למספר בלתי מוגבל של רוכשים פוטנציאליים בהצעה לרכישת הדירות במבנה.
93. לצורך ביצוע הרכישה, ועל פי הפרקטיקה הנהוגת בגרמניה, הפונה ביקשה להקים שותפות גרמנית, שבה יהיו יחידי קבוצת הרוכשים שותפים, ויתקשרו בהסכם שותפות עם חברה בת של הפונה. כל אחד מיחיד הרוכשים יוכל להתקשר עם תאגיד פיננסי גרמני שהשותפות תאטר, לצורך קבלת הלוואה למימון רכישת הדירה הספציפית אותה הוא עתיד לרכוש. ההלוואה תהיה עצמאית ללא אחריות צולבת בין השותפים.
94. לאחר קבלת המימון והשלמת רכישת הבניין השלם על ידי השותפות, השותפות תפעל לרישומן כבית משותף ולהעברת כל אחת מהדירות לבעלותו הישירה של הרוכש הספציפי. הפונה העריכה שמשך תהליך זה, שבסופו תפורק השותפות וכל אחד מהמשקיעים יהפוך להיות בעליה הישיר של דירת מגורים, צפוי להיות כ-12 חודשים.
95. לאחר רישום הדירה על שם הרוכש הספציפי, הרוכש יישא בכל הזכויות והחובות הנובעות מן הבעלות בנכס, ובכלל זאת יהיה זכאי לקבל שכר הדירה מן השוכרים בדירה, יהיה זכאי לשנות את גובה שכר הדירה בדירה בהתאם להוראות הדין, ויהיה חייב בתשלום דמי ניהול לחברת הניהול של המבנה בהתאם לחלקה היחסי של הדירה בבניין.
96. לאור נתונים אלה הודיע סגל הרשות לפונה כי לא יתערב בעמדתה שלפיה אופן פעולתה אינו מגיע כדי הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור. הנימוקים המרכזיים לעמדה זאת של הרשות היו שמהותה הכלכלית של העסקה היא רכישת נכס נדל"ן הניתן לזיהוי, ואינה בגדר השקעה פיננסית.
97. ההבדלים בין נסיבות המקרה בפניה המקדמית ונסיבות פעילותה של העותרת ברורים על פניהם. בעניינה של הפונה בפניה המקדמית, מהות העסקה היתה רכישת נכס נדל"ן ספציפי על ידי כל אחד מהמשקיעים, - דירת מגורים מזוהה - כאשר כל ההכנסות וההוצאות הנובעות ממנה וההחלטות הנוגעות אליה מיוחסות למשקיע עצמו, והמבנה התאגידי שהוקם (השותפות הייעודית) נוצר כאמצעי ביניים כדי לאפשר את התוצאה של רישום זכויות של כל רוכש בדירה שרכש. לעומת זאת, המבנה התאגידי בעניינה של העותרת מצוי במהות ההשקעה בה. המשקיעים אינם רוכשים נכס ספציפי וניתן לזיהוי. למשקיעים אין בשום שלב של חיי ההשקעה זכות ישירה בפוליסת הביטוח, והם לא זכאים לכל תמורה ישירה מפוליסה זאת. כל זכותם נובעת מזכות התביעה שלהם על פי הסכם ההשקעה עם העותרת. הבדלים מהותיים אלה הם המבחינים בין השקעה ריאלית בנדל"ן בנסיבות

המקרה של הפניה המקדמית, להשקעה פיננסית בפעילות העותרת, בנסיבות המקרה הנדון בעתירה.

98. בדומה, אין כל בסיס לטענת העותרת לחוסר עקביות בעמדת הרשות בהתייחס לפרקטיקה של הלוואות P2P, שעניינן מתן הלוואות בין יחידים באמצעות פלטפורמות תיווך. הרשות אינה מוצאת מקום להכביר במילים בעניין זה נוכח חוסר הרלוונטיות להקבלה בין המקרים שברור על פניו. בתמצית יצוין כי העדר ההקבלה לחברות אליהן התייחסה העותרת מקורו בין היתר בכך שבעניינן מדובר בנטילת הלוואות על ידי אנשים **יחידים** שאינם תאגידים. בעניינה של העותרת לעומת זאת כספי ההשקעה מועמדים לעותרת שאין חולק שהינה תאגיד, ומכאן שאין מקום להקביל את פעילותה לפעילות של לקיחת הלוואות על ידי לווים יחידים.

99. ואכן – כאשר מהותה של פעילות מימון ההמונים היא העמדת הלוואות ללווים שהם תאגידים, הוראות חוק ניירות ערך חלות עליה באופן מפורש. רק לאחרונה הותקנו תקנות העוסקות בפטור ייעודי מחובת פרסום תשקיף בפעילות של מימון הלוואות המונים מסוג זה, בכפוף לעמידה בשורה ארוכה של תנאים ובכלל זה חובות רישום ופיקוח של הרשות על פלטפורמות העוסקות בתיווך אשראי מסוג זה.³⁴

100. נמצא, אפוא, שאין כל חוסר עקביות בין יחס הרשות לפעילותה של העותרת ובין יחס הרשות למקרים אחרים.

יש לדחות את הבקשה לצו ביניים

101. אף שבית המשפט הנכבד קבע בהחלטתו מיום 19.11.2017, כי החלטת הרשות תושהה עד להכרעה בעתירה, ולאור העובדה שהחלטה זאת ניתנה במעמד צד אחד ובטרם ניתנה לרשות הזדמנות להעלות טענותיה לעניין הבקשה לצו ביניים, תבקש הרשות להציג את עמדתה לפיה אין מקום להיעתר לבקשת העותרת לצו ביניים.

102. בצד כל הנימוקים שפורטו לעיל, המצדיקים את דחיית העתירה לגופה, תעתור הרשות גם לדחיית בקשת העותרת לצו ביניים עד להכרעה בעתירה.

103. העותרת לא הצביעה על כל טעם טוב למתן צו ביניים כאמור. כפי שפורט בתגובת הרשות, סיכויי העתירה קלושים נוכח התקיימותם של כל המבחנים הקבועים בחוק ובהלכה הפסוקה להיותה של פעילות העותרת הצעה של ניירות ערך לציבור.

104. גם בהיבט מאזן הנוחות, אין ממש בטענת העותרת שלפיה חל עיכוב או שיהוי כלשהו בטיפול הרשות בעניינה. כפי שתואר בפרק העובדתי, תהליך בחינת פעילותה של העותרת היה ענייני וארך מספר מועט של חודשים. אין מדובר בפרק זמן חריג ביחס לבדיקות דומות. במהלך תקופת הבירור התבקשו הבהרות מנציגי העותרת, שגם קבלתן ארכה זמן. רק לאחר קבלת מלוא הנתונים וההבהרות ניתן היה לגבש את עמדת הרשות ביחס לפעילות העותרת. מכתבה של הרשות שבו פורטה עמדתה לגבי פעילות העותרת נמסר לעותרת שבועיים בלבד לאחר קבלת ההבהרות האחרונות מבא כוח העותרת. ניכר כי התנהלות זאת אינה מלמדת על גרירת רגליים מצידה של הרשות, וממילא ברור שאין בעובדה שהרשות נקטה בהליך

³⁴ תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכז הצעה), התשע"ז 2017, ק"ת 7828.

בירור יסודי ומעמיק לפני גיבוש העמדה, כדי להצדיק השהיה של החלטתה ביחס לעותרת. נהפוך הוא, העותרת היא שצריכה היתה להעריך, לאור התהליך שקיימה מול הרשות, שקיים סיכוי לא מבוטל שעמדת הרשות תהיה שהיא נדרשת להפסיק את פעילותה או להתאים עצמה לדרישות החוק.

105. אמירת המבקשת כי ציבור המשקיעים לא יפגע כתוצאה מפעילותה סותרת כמובן את הנחת היסוד של הדין. ודאי כי ציבור המשקיעים עלול להיפגע מהשקעה בניירות ערך שאינה כפופה לדין, שהרי אחרת לא היה צורך במסכת ההוראות הנרחבת שנועדה להגן עליו ולמנוע הצעת/הפצת ניירות ערך לציבור ללא תשקיף. דיני ניירות ערך הנם דינים קוגנטיים, לא ניתן להתנות עליהם, ותאגידים אינם רשאים לפעול בניגוד אליהם גם בהסכמת המשקיעים. המחוקק הוא זה שקבע כי פעילות דוגמת זו שמבצעת המבקשת דורשת רשיון ולכן הוא אסר אותה ללא קבלת רשיון כדין.

106. הדברים מקבלים משנה תוקף נוכח העובדה שכאמור פעילות מסוג זה שמבצעת העותרת כפופה בארצות הברית לפיקוח של דיני ניירות הערך. חזקה על העותרת, שבעלי השליטה בה הם אמריקאים, ואשר מבצעת את פעילות ההשקעה שלה בשוק האמריקאי, שלקחה בחשבון או צריכה היתה לקחת בחשבון כי פעילותה כפופה לדיני ניירות ערך גם בישראל.

107. ויודגש – עמדת הרשות אינה שהעותרת לא רשאית לפעול להצעת השקעות לציבור בישראל. עמדת הרשות היא שהעותרת צריכה לעמוד בדרישות הקבועות בחוק ביחס להצעת השקעות אלה, ובכלל זאת עמידה בדרישות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו.

108. בצד האמור, העותרת לא הביאה כל ביסוס לטענתה שלפיה הפסקת פעילותה בהתאם לדרישת הרשות תביא לנזק בלתי הפיך. יותר מכך – לפי טענת העותרת עצמה למשקיעים קיימים ממילא לא צפוי להיגרם כל נזק שכן ביחס אליהם עוסקת העותרת בתפעול השקעתם בלבד. לפיכך, הנזק שעשוי להיגרם, מכוון לעותרת עצמה, ורק ביחס לגיוס משקיעים חדשים. אלא שבמצב דברים שבו לכל הפחות שוררת מחלוקת בשאלה אם העותרת פועלת כדין בגיוס המשקיעים נראה שנימוק זה אינו יכול לשמש בסיס למתן צו ביניים. משמעותו של מתן צו כזה הוא הנצחת המצב שבו העותרת מגייסת משקיעים מן הציבור, בניגוד להוראות הדין, ולא רק ממשיכה את פעילותה מול המשקיעים הקיימים. לעניין זה אף יצוין כי גם המשקיעים הקיימים של העותרת חשופים לתוצאות הקשות של אי קיום הוראות דיני ניירות ערך על-ידי העותרת. לפיכך, גם השארת המצב הקיים כפי שהוא, גורמת לפגיעה מתמשכת במשקיעי העותרת.

סוף דבר

109. על בסיס כל המפורט לעיל, מתבקש בית המשפט הנכבד לדחות את הבקשה לסעד הזמני ובדיעבד גם את העתירה גופה.



ליאב זינבאום, עו"ד

מנהל המחלקה המסחרית

פרקליטות מחוז (ת"א) אזרחי