



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-11-42487 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות לניירות ערך

היעדר שוק משני; היעדר כספים המועברים דרך העותרת; קיומו של ה-provider כגוף רגולטורי וקיומו של הנאמן כשומר סף – כולם מחייבים את המסקנה כי אין להחיל את דיני ניירות ערך על פעילות העותרת.

45. דעתי שונה. העותרת היא היוזמת, המנהלת והמארגנת של פעילות ההשקעה בביטוחי חיים בארצות הברית ומהווה את ה"רוח החיה" מאחוריה. העותרת משווקת ומוכרת מכשיר השקעה פיננסי פסיבי שמטרתו השגת תשואה עבור המשקיעים, מכשיר אשר מעמיד את כספי המשקיעים בפני סיכונים ואי ודאות. אלו מתעצמים עקב משך הזמן הארוך עד להחזר ההשקעה (תשלום דמי הביטוח) ו"ריחוק פעילות ההשקעה" (חברת ביטוח זרה).

בראי תכלית החוק ואופי פעילות ההשקעה – השקעה כלכלית פסיבית שמטרתה השאת תשואה, פערי הכוחות (הבאים לידי ביטוי בין היתר בקיומם של משקיעים רבים והיעדר יכולת לנהל משא ומתן) ופערי והמידע בין הצדדים, הסיכונים אליהם חשופים המשקיעים ובהיעדר פיקוח רגולטורי חלופי מספק – סבורני כי אין מקום להחריג את הסכמי ההשקעה מתחולת ההגדרה הלשונית של "ניירות ערך", וכי החלת דיני ניירות ערך על פעילות העותרת היא ראויה ומוצדקת. אפרט.

הטעמים להחלת דיני ניירות ערך על פעילות ההשקעה שמציעה ומוכרת העותרת

תפקיד העותרת בפעילות ההשקעה

46. הצדדים הקדישו חלק ניכר מטענותיהם למהות תפקיד העותרת בפעילות ההשקעה – האם היא מתווכת ומתאמת גרידא בין המשקיעים לבין אפשרות ההשקעה בביטוחי חיים בארצות הברית או שמא היא בעלת "תפקיד קריטי שאינו מתמצה בשירותי תיווך".

47. דעתי הינה כי תפקיד העותרת אינו תיווך גרידא או טכני בלבד.

פעילות מקדימה להשקעה – העותרת היא יוזמת פעילות ההשקעה, היא המאתרת את הפוליסות ה"כדאיות" להשקעה והיא המנהלת משא ומתן מול מוכרי הפוליסות וכן את ההתקשרות עם חברת הביטוח, כאשר כל אלו ממוקמים בארצות הברית. פעולות אלו מעגנות את התנאים להשקעה וקובעות במידה רבה את התשואה הצפויה והמוצגת למשקיעים. כך, מחיר הרכישה מושפע מטיב ניהול המשא ומתן עם מוכרי הפוליסות, ומהערכת תנאי הפוליסה ותוחלת החיים של המבוטח (המוערכת על ידי העותרת, או מי מטעמה).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-11-42487 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות לניירות ערך

פעילות בתקופת ההשקעה – למשקיעים בפוליסות הביטוח אין בעלות ישירה או זכויות כלשהן בפוליסות הביטוח, ואף לא יריבות משפטית או מעמד עצמאי מול חברת הביטוח. התאגידים הייעודיים הם הרוכשים את הפוליסה, הם המחויבים בתשלום הפרמיות והם הזכאים לקבל את דמי הביטוח מול חברת הביטוח. למשקיעים אין כל קשר חוזי מול התאגידים הייעודיים או זכות בהם (בהיעדר כל התקשרות ישירה ביניהם) אלא קשר חוזי עם העותרת בלבד (יוער כי התאגיד הייעודי מוגדר בהסכמי ההשקעה שבין העותרת למשקיעים). בהתאם, גם מימוש זכויות המשקיעים ובעיקר מימוש הזכות לקבלת דמי הביטוח תלויה בעותרת שכן כאמור רק עמה המשקיעים קשורים בהסכם והיא המחויבת הבלעדית כלפיהם בהקשר זה; המשקיעים אינם בעלי המידע, המשאבים או היכולת הנדרשים לתפעל את התיאום בינם לבין עצמם – אותו תיאום המאפשר את קיום ההשקעה המשותפת והאחריות הצולבת בין יתר המשקיעים בפוליסות הביטוח. כך לעותרת תפקיד מרכזי גם בתפעול מנגנון ההשקעה בהיבט העברת הכספים, שכן הפרמיות ודמי הביטוח אינם מועברים ישירות מהמשקיעים לחברת הביטוח וישירות למשקיעים מחברת הביטוח אלא דרך התאגידים הייעודיים שהתאגדו בארצות הברית ומתופעלים (כך נטען) על ידי עורך דין אמריקאי שלא התקשר באופן ישיר עם המשקיעים. הצורך והקושי הנובע מתיאום ומתפעול מתגבר על רקע השנים הרבות שעשויות לחלוף עד ל"החזר ההשקעה" (קבלת דמי הביטוח) ובשים לב שחברת הביטוח והתאגידים ממוקמים בארצות הברית; מנגנון ההשלמה, אשר בהתאם אליו העותרת נושאת בתשלום פרמיות שלא שולמו על ידי אחד מן המשקיעים מתופעל אף הוא על ידי העותרת ומחייב איתנות פיננסית מצדה, והוא בעל חשיבות למניעת ביטול הפוליסה ואובדן ההשקעה מצד כלל המשקיעים בפוליסה.

48. מן האמור לעיל עולה כי ההשקעה בהסכמי ההשקעה היא פאסיבית, כאשר לעותרת תפקיד משמעותי בניהולה – המשקיעים יתקשו לתפעל ולממש את אותה ההשקעה ואף קיים חשש לעצם קיומה ללא העותרת והמנגנונים המתופעלים על ידה. מאפיינים אלו מטים את הכף לסיווג הסכמי ההשקעה כניירות ערך. יחד עם זאת, מסקנה זו אינה מכריעה, וייתכן כי גם אם היתה מתקבלת הטענה כי תפקיד העותרת בהשקעה אינו "קריטי", השיקולים שיוצגו להלן מעידים באופן ברור כי עסקינן בנייר ערך.

פערי המידע והסיכונים הכרוכים בפעילות העותרת המחייבים הטלת חובות גילוי ופיקוח

49. העותרת צירפה לעתירה את פריטי המידע והמסמכים אותם היא מציגה למשקיעים במעמד ההשקעה. אלו כוללים, בין היתר, את פרטי ההתקשרות והתשלומים הנדרשים וכן טבלת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-11-42487 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תשואות ממוצעות; אישור חברת הביטוח בדבר רכישת הפוליסה על ידי התאגיד הייעודי; מכתב מה-provider המאשר את העברת הבעלות בפוליסה לתאגיד הייעודי; העתק הפוליסה נשוא ההשקעה; הערכת תוחלת החיים של המבוטח בפוליסה נשוא ההשקעה ו-"disclaimer" לפעילות העותרת.

לטענת העותרת, לא קיימים פערי מידע בינה לבין המשקיעים מאחר והיא מעבירה אליהם את כל הנתונים שהתקבלו מחברת TrackLife ביחס לפוליסה, מציגה את כל המידע המצוי ברשותה בקשר עם הפוליסה ואף מעודדת את המשקיעים הפוטנציאליים לשאול שאלות ולבחון בעצמם את העסקה, לרבות ישירות מול חברת TrackLife. גם במהלך חיי הפוליסה מוסרת העותרת לרוכשים עדכונים שנתיים ביחס לפוליסה וסטטוס השקעתם. לפיכך, העותרת טוענת כי אין לה יתרון או מידע נוסף ביחס למשקיעים – החלקים הפיננסיים בעסקה פשוטים (מחיר הפרמיה ודמי הביטוח קבועים וידועים) וערכן הריאלי של הפוליסות ידוע לרוכשים וניתן לגביו גילוי מלא. בהתאם, גם לאחר כריתת העסקה אין כל משמעות לאירועים כלשהם מלבד פטירת המבוטח.

הרשות טוענת כי לא נמסר למשקיעים כלל המידע הנחוץ ויש צורך במסירת מידע לפי חוק ניירות ערך והטלת החובות והאחריות המוטלת מכוחו. כך למשל, המשקיעים זקוקים למידע על פוליסות הביטוח (המבוטח ומצבו הבריאותי, סטטיסטיקות רלוונטיות, בדיקות שבוצעו על ידי העותרת בקשר לפוליסה כדוגמת תוקף הפוליסה ביחס להצהרות הבריאותיות של המבוטח); מידע על מצבה הפיננסי של העותרת ויתר המשקיעים (נוכח מבנה ההשקעה בפוליסה והתחייבות העותרת להחליף משקיעים שלא יעמדו בתשלומי הפרמיה); מידע אודות הבעלים ומנהלי העותרת (האם בעלי ניסיון, מהו הרקע העסקי שלהם, האם יש להם פעילויות היוצרות ניגודי עניינים, מה מערך התמריצים, מהו התגמול לו הם זכאים ומתי וכיצד יזכו בו); מידע ביחס ליציבות חברות הביטוח (אמנם מדובר בסיכון חיצוני לפעילות העותרת, אך בעל משמעות רבה למשקיעים) ופרטים נוספים ביחס למחיר הרכישה של הפוליסה על ידי העותרת (כיצד נקבע, כדאיות ההשקעה על בסיסו, מתודולוגיית הערכת השווי לפיה נקבע).

50. אינני נדרש לקבוע מהם פריטי המידע הדורשים גילוי מבין פריטי המידע שציינה הרשות. אולם, אני סבור כי פריטי המידע הדורשים גילוי לטענתה (למצער חלק מהם) תומכים בטענה כי אכן קיימים פערי מידע משמעותיים בין העותרת לבין המשקיעים, ובכללם מידע הנדרש למשקיעים לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת. פערי מידע אלו מהווים הצדקה להטלת חובות גילוי מכוח חוק ניירות ערך.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-11-42487 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות לניירות ערך

51. זאת ועוד. פעילות ההשקעה בענייננו כרוכה בסיכונים משמעותיים עבור המשקיעים.

כך למשל, סיכון היציבות הפיננסית של העותרת רלוונטי ביחס למנגנון ההשלמה (התחייבות העותרת להשלים תשלומי פרמיה של משקיעים שלא יעמדו בתשלום חלקם, וייתכן שאף להחליפם). אי עמידת העותרת בהתחייבות זו עקב קשיים פיננסיים עלולה לגרום לביטול הזכויות בפוליסה וירידת כספי ההשקעה לטמיון. מעבר לכך, סיכון היציבות הפיננסית עלול לשבש גם את פעילות התיאום וניהול ההשקעה בפוליסות המתופעל על ידי העותרת.

העותרת טוענת בהקשר זה כי בניגוד למצב הרגיל בדיני ניירות ערך, היא אינה מחזיקה בכספים ועושה בהם כבשלה וכי מדובר בסיכון נמוך מאחר וסכום התשלום אשר לו עשויה להידרש במסגרת מנגנון ההשלמה הוא מוגבל (תקרה של פרמיה חודשית אחת לכל פוליסה); מאחר והיא מקפידה שלא למכור יותר משלוש יחידות השתתפות בפוליסה למשקיע אחד; מאחר ומדובר בתקופת ביניים עד למציאת משקיע חלופי ומאחר כי עד היום לא נתקלה בקושי לאיתור משקיעים חלופיים.

גם אם טענות העותרת מעידות על כך שהסיכון הנובע מהיציבות הפיננסית שלה או הסיכון כי לא תמצא משקיעים חלופיים אינו גבוה, ואינני קובע אם כך הדבר, אין בכך כדי לאיין את הסיכון ואת הצורך בגילוי פרטים בקשר אליו.

אוסף, כי העותרת מציינת בעצמה בכתבי הטענות כי היא גוף בעל איתנות פיננסית אשר במסגרת ניהול הסיכונים שלה נלקח בחשבון כי היא עשויה במקרה הצורך "להיכנס בנעלי רוכש מסוים" שעזב. כלומר, גם העותרת מודעת לחשיבות הדבר. בשים לב לכך שמאות משקיעים השקיעו סכומי כסף נכבדים בפעילות העותרת, סבורני כי נדרש גילוי מפורק ומבוקר בעניין זה מעבר לגילוי הוולונטרי שנמסר למשקיעים על ידי העותרת, לפי שיקול דעתה הבלעדי, במעמד ההשקעה.

52. סיכונים כלליים נוספים נובעים מפעילות ההשקעה. כך למשל, הסיכון שחברת הביטוח לא תשלם או תתעכב בתשלום דמי הביטוח במועד פטירת המבוטח בפוליסה. ההשלכות של סיכון זה מתגברות בענייננו מאחר וחברת הביטוח היא זרה ונוכח היעדר התקשרות ישירה בין חברת הביטוח לבין המשקיעים הישראלים.

53. סיכון נוסף הוא סיכון הנוגע להערכת תוחלת החיים של המבוטחים. תשואת המשקיעים נובעת באופן ישיר מתוחלת החיים של המבוטח – תוחלת חיים קצרה יותר פירושה "מפגש" מוקדם



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-11-42487 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות ניירות ערך

יותר עם הכסף והגדלת התשואה על ההשקעה. העותרת מציגה למשקיעים הערכת תוחלת חיים של המבוטח בפוליסה הרלוונטית, שנערכה עבורה על ידי צד ג'. הדעת נותנת כי המשקיעים מייחסים לתוחלת החיים חשיבות משמעותית בהערכת כדאיות ההשקעה. הסיכון בפניו ניצבים המשקיעים בהקשר זה הוא אי עמידה בהערכת תוחלת החיים שהוצגה להם, שכן התממשותו משמע הקטנת התשואה על בסיסה נכנסו לפעילות ההשקעה. מכאן גם עולה הצורך בעדכון שוטף של הערכה זו.

54. סבור אני כי נוכח פערי המידע המשמעותיים בין העותרת לבין המשקיעים ונוכח הסיכונים הלא מבוטלים הגלומים בהשקעה במסגרת הסכמי השקעה, כמפורט לעיל, יש בהחלט הצדקה להחלת דיני ניירות ערך. הטלת חובות גילוי לפי דיני ניירות ערך, בהתאם לפעילות העותרת, תהא אפקטיבית, תוביל לצמצום פערי המידע בין העותרת לבין המשקיעים ותבטיח כי כלל הסיכונים הגלומים בפעילות יגולו לציבור המשקיעים כמו גם יתר המידע הרלוונטי, כך שאלו יוכלו לקבל החלטת השקעה מושכלת.

55. החלת דיני ניירות ערך גם תכפיף את העותרת ואת המידע שניתן על ידה לפיקוח הרשות, כך שזה ייבדק על ידי הרשות וכן תחול לגבי אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית. פיקוח על ידי רשות ניירות ערך הוא בעל חשיבות רבה להבטחת איכות המידע שנמסר ואמינותו ולצורך הגנה מלאה ושלמה על ציבור המשקיעים. גילוי וולונטרי אינו כגילוי סטטוטורי. חובות הגילוי של תאגיד עליו חלים דיני ניירות ערך אינן מסתכמות במידע שהתאגיד בוחר למסור כתלות ברצונו הטוב, אלא במידע שעליו לגלות מכוח הדין ואשר כפוף לפיקוח הרשות (ולרשות סמכויות לדרוש גילוי נוסף ככל שתמצא לנכון), וחלים לגביו כללי האחריות בחוק ניירות ערך.

אין לצפות או להניח כי כל אחד מן המשקיעים יחקור בנוגע לכל הפרטים הרלוונטיים להשקעתו וידאג להציף את פערי המידע המרכזיים (גם אם "ההתקשרות במרבית הפעמים היא פרונטלית, והרוכשים יכולים לשאול שאלות... והם עושים זאת בפועל... מוצע לרוכשים הפוטנציאלים להיוועץ גם עם חברת Track Life" (סעיף 40 לעתירה)). מאפייני פעילות ההשקעה, פערי המידע והסיכונים הטמונים בה מחייבים כי כל המידע הרלוונטי יוצג לציבור המשקיעים, מבלי שיידרש מהם לבצע פעולות אקטיביות מורכבות כדי לדלותו (כך לדוגמה ביחס לטענת העותרת כי המידע ביחס לחברות הביטוח הוא פומבי).

