



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

לפני כב' השופט חאלד כבוב, סגן נשיא

העותרת: א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ

ע"י ב"כ עוה"ד נועה הבדלה ו/או צבי גבאי ו/או אלעד פלפל ו/או אח' ברנע ושות', עורכי דין  
מרחוב הרכבת 58, תל-אביב  
טל': 03-6400600; פקס': 03-6400650

נגד

רשות ניירות ערך

המשיבה:

ע"י ב"כ עו"ד ליאב וינבאום  
פרקליטות מחוז תל אביב (אזרחי)  
מבית קרדן, רחוב מנחם בגין 154, תל-אביב  
טל': 073-3736222; פקס': 02-6467863

### פסק דין

### רקע

1. בפניי עתירה מנהלית שהגישה א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ (להלן: "העותרת" או "החברה") נגד רשות ניירות ערך (להלן: "המשיבה" או "הרשות"), אשר עניינה בהחלטת הרשות כי על העותרת לחדול מלשווק את פעילותה מאחר וזו מתבצעת תוך הפרת הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך" ו"העתירה").

במסגרת העתירה מתבקש בית המשפט להצהיר כי החלטת הרשות בטלה וכי פעילות העותרת אינה מפרה את הוראות סעיף 15 לחוק.

### העובדות הנדרשות

2. העותרת היא חברה פרטית העוסקת בפעילות של איתור וקיבוץ משקיעים פוטנציאליים לרכישת זכויות בפוליסות ביטוח חיים של מבוטחים בארצות הברית המעוניינים למכור את זכויותיהם באותן פוליסות.

3. פוליסת ביטוח חיים היא אפיק ביטוחי. תמורת תשלום עיתי (פרמיה) שמשלם בעל הפוליסה (המבוטח) לחברת הביטוח, זכאי מוטב שנקבע בפוליסה לתשלום חד פעמי עם פטירתו של



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

המבוטח (להלן: "דמי הביטוח"). גובה הפרמיה ודמי הביטוח מוסכמים בין המבוטח לבין חברת הביטוח בהתאם לתנאים האישיים של המבוטח.

ייתכנו מקרים בהם המבוטח אינו מעוניין עוד בפוליסה או בתשלום הפרמיה. מאחר ואי-עמידה בתשלומי הפרמיה עשויה להוביל לביטול הפוליסה על ידי חברת הביטוח, בעלי פוליסה עשויים לבחור למכור את זכויותיהם בפוליסה לצדדי ג' על מנת שהסכומים ששילמו לאורך השנים לא ירדו לטמיון. כך, מוכר הפוליסה נהנה מקבלת תמורה עבור הזכויות בפוליסה והשקעתו לאורך השנים, ורוכש הפוליסה – תמורת תשלום למוכר הפוליסה (להלן: "דמי הרכישה") והמשך תשלום הפרמיה לחברת הביטוח – נהנה מזכויות הפוליסה. ככל שמועד פטירת המבוטח חל מוקדם יותר, כך גדלה התשואה (במונחים שנתיים) של רוכש הפוליסה על השקעתו.

4. העותרת החלה את פעילותה בשנת 2014, כאשר מהות פעילותה היא תיאום בין מוכרי פוליסות לבין משקיעים, ארגון ההשקעות וניהולן (להלן: "הפעילות" או "פעילות ההשקעה").

בשלב הראשון, העותרת מאתרת פוליסות כדאיות שהונפקו על ידי חברות ביטוח בארצות הברית. לצורך כך, נעזרת העותרת בחברת TrackLife, המהווה לטענתה "גורם מומחה ומוכר בבחינת חלופות, אילוסטרציות ובדיקות של עסקאות שונות לרכישת פוליסות ביטוח חיים וליווי שלהן" (להלן: "Track Life"). TrackLife מלווה את העותרת גם בהמשך ניהול ההשקעה. עם איתור פוליסה מתאימה מנהלת העותרת משא ומתן עם בעל הפוליסה בנוגע לדמי הרכישה.

לאחר מכן, מאתרת העותרת משקיעים בישראל לרכישת הפוליסות. איתור המשקיעים וגיוסם מבוסס על אתר האינטרנט של העותרת והעברת חומר שיווקי למשקיעים פוטנציאליים הכולל נתונים ומידע אודות ההשקעה.

לאחר איתור המשקיעים מתבצעות ההשקעות במתווה הבא –

א. ההתקשרות המשפטית עם חברת הביטוח מתבצעת על ידי תאגיד ייעודי (LLC) הרוכש את הפוליסה מידי המוכרים (להלן: "האיגוד" או "התאגיד הייעודי" או ה"LLC"). לכל פוליסה מוקם תאגיד ייעודי נפרד במדינת ניו יורק בארצות הברית על ידי עורך דין אמריקאי שנשכר לשם כך על ידי העותרת, ג'וזף לייכטר (להלן: "עו"ד לייכטר").



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

כבר עתה יצוין כי העותרת לא צירפה כל הסכם או מסמך המגדיר או מסדיר את התפקיד של עו"ד לייכטר ואת היחסים בינו לבין המשקיעים.

תמורת תשלום דמי הרכישה למוכר הפוליסה, נכנס התאגיד הייעודי בנעלי המוכר בהתקשרות המשפטית מול חברת הביטוח. כך, הופך התאגיד הייעודי לישות בעלת הזכות לקבלת דמי הביטוח וכן לגורם החייב בתשלום הפרמיות, בהתאם לפוליסה. כלומר, למשקיעים אין זכויות ישירות בפוליסה מול חברת הביטוח.

ב. במקביל, המשקיעים מתקשרים בהסכם עם העותרת המסדיר את רכישת הזכויות בפוליסה (להלן: "**הסכם השקעה**") ובהסכם נוסף המסדיר את העברת הכספים מהמשקיעים (דמי הרכישה והפרמיות) למוכר ולחברת הביטוח, דרך נאמן, עו"ד דוד שמרון ממשרד עוה"ד שמרון, מלכו, פרסקי ושות' (להלן: "**הנאמן**") או "**הנאמן בישראל**" ו"**הסכם הנאמנות**").

כל השקעה בפוליסה מחולקת ל-25 עד 125 יחידות שוות (להלן: "**יחידות פוליסה**") או "**היחידות**"). העותרת מציינת כי היא מקפידה שלא למכור למשקיע אחד יותר משלוש יחידות בפוליסה, וכי חלקם הארי של הרוכשים רכשו יחידה אחד בלבד בפוליסות שנרכשו.

במסגרת **הסכם השקעה** מתחייב המשקיע לשלם את חלקו (בהתאם למספר היחידות שרכש) בדמי הרכישה ואת חלקו בתשלומי הפרמיה, כאשר הכספים מופקדים ישירות לחשבון נאמנות המנוהל על ידי הנאמן. בנוסף משלם המשקיע לעותרת דמי ניהול הכוללים תשלום ראשוני של אלפי ש"ח ותשלום חודשי.

המשקיעים אינם רשאים לשתף או להסב את זכויותיהם וחובותיהם, אלא על ידי העותרת.

העותרת מתחייבת לבצע פעולות משפטיות בשם המשקיעים ובשם התאגיד הייעודי הנדרשות לביצוע השקעה; לגבות ולהעביר את דמי הרכישה ותשלומי הפרמיה למוכרים ולחברת הביטוח ולהעביר את חלקו של כל משקיע בדמי הביטוח שהתקבלו בידי התאגיד הייעודי לחשבון הבנק של המשקיע.

בנוסף, העותרת מתחייבת להשלים תשלומי פרמיה שלא ישולמו על ידי משקיעים (בכפוף לתקרה בגובה של פרמיה חודשית אחת לכל משקיעי אותה פוליסה יחד), זאת על מנת למנוע את אובדן הזכויות בפוליסה של כל קבוצת המשקיעים בפוליסה. במצב של אי-





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

תשלום חלקו בפרמיה של אחד מן המשקיעים בפוליסה, תפעל העותרת, במקביל לתשלום כאמור של החלק הפרמיה שלא שולם על ידו, לאיתור משקיע חלופי והעברת זכויות המשקיע המפר למשקיע החלופי או לחילופין לחברה (להלן: "מנגנון השלמה").

ג. במסגרת **הסכם הנאמנות**, עליו חתומים המשקיע, העותרת והנאמן, מוסדר מנגנון העברת הכספים, כך שהמשקיע מעביר את דמי הרכישה ואת הפרמיות לחשבון הנאמנות, והנאמן מעביר את כספי הנאמנות בהתאם להסכם ההשקעה ועל פי הוראות העותרת. העותרת מציינת כי הנאמן מעביר את הכספים לתאגיד הייעודי (לחשבון הנאמנות של עו"ד לייכטר), ולאחר מכן הכספים מועברים מהתאגיד הייעודי לחברת הביטוח.

בהסכם ההשקעה נקבע כי בהיעדר הוראות אחרות מהעותרת, הנאמן "יסגור את כספי הנאמנות בפיקדון יומי" (רלוונטי בתקופת "צבירת הכספים" מכל המשקיעים בכל פוליסה עד להעברתם המרוכזת). שכר הנאמן ישולם על ידי העותרת.

ד. לאחר השלמת רכישת הפוליסה מפקחת העותרת על העברת הפרמיות בסיוע TrackLife, ומוודאת כי כל אחד מהמשקיעים עומד בדרישות התשלום וכי תשלומי הפרמיות מועברים לחברות הביטוח.

ה. הגורם המבצע את עסקת המכירה הוא ה-Life Settlement Provider, גוף בעל רישיון בארצות הברית לפקח ולבצע עסקאות רכישת פוליסות ביטוח חיים (להלן: "ה-provider"). ה-Provider מבצע בדיקת נאותות בקשר לעסקה, מאשר ומבצע אותה ואף חותם על מסמכי הרכישה בנוסף למוכר ולרוכש. ביצוע הרכישה טעון גם את אישור חברת הביטוח.

5. עד היום גייסה העותרת כמה מאות משקיעים בישראל והקימה 12 תאגידים ייעודיים, כאשר טרם שולמו דמי ביטוח בגין הפוליסות שנרכשו (נכון למועד זה כל המבוטחים בפוליסות בהן השקיעו המשקיעים, חיים). כפי שעולה מטענות הצדדים, העותרת גייסה סך של כ-3.4 מיליון דולר דמי רכישה ועוד כ-3 מיליון דולר תשלומי פרמיות.

6. ביום 24.5.2017 פנתה הרשות לעותרת, מכוח הסמכות המוקנית לה בסעיף 56א לחוק ניירות ערך, בדרישה להמצאת ידיעות ומסמכים על הפעילות כדי לברר אם הפעולות שמבצעת העותרת מהוות הצעה ומכירה של ניירות ערך שלא על פי תשקיף. ביום 14.6.2017 השיבה העותרת לרשות וכן מסרה מסמכים שונים לדרישת הרשות ובכללם דוגמה של הסכם ההשקעה והסכם הנאמנות





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

וכן חוות דעת משפטית שנערכה על ידי באי כוחה בשנת 2016. לאחר מכן התקיימו מספר שיחות בירור בין הצדדים וביום 24.8.2017 העבירה העותרת לרשות מכתב נוסף הכולל תשובות לשאלות הנוספות שנשאלו על ידי סגל הרשות. לאחר מכן התקיימו שיחות טלפוניות נוספות בין הצדדים וביום 19.10.2017 השיבה העותרת לשאלות נוספות בתכתובת דואר אלקטרוני.

ביום 2.11.2017 שלחה הרשות לעותרת מכתב בו פירטה את עמדתה כי "פעילות החברה מהווה הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור ללא תשקיף או טיוטת תשקיף, בניגוד להוראות סעיף 15 לחוק", ועל כן עליה לחדול באופן מיידי מפעילותה המפרה (הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור) תוך 14 ימים (להלן: "החלטת הרשות").

7. ביום 19.11.2017 הגישה העותרת את העתירה דן לצד "בקשה דחופה לצו ביניים ולצו ארעי במעמד צד אחד". באותו היום קבעתי כי עד להכרעה בעתירה הרשות תשהה את דרישתה לפיה על המבקשת לחדול מלשווק את פעילותה. ביום 13.12.2017 התקיים דיון בעתירה ולאחר מכן הוגשו סיכומי הצדדים.

### תמצית טענות הצדדים

#### טענות העותרת

8. לטענת העותרת, החלטת הרשות מתעלמת מכך שרובם המכריע של מאפייני ניירות ערך אינו מתקיים בפעילות ולמעשה הרשות בחרה את אותם מאפיינים בודדים של נייר ערך המתקיימים לשיטתה בפעילות ועל בסיסם נימקה את החלטתה. מדובר בראיה לחוסר הסבירות של החלטת הרשות. העותרת מציינת כי הראתה שמדובר בהחלטה חסרת סמכות, בלתי סבירה, שרירותית ומפלה, אשר אם תתקבל תוביל לסגירת פעילות העותרת ולפגיעה בלתי מידתית בחופש העיסוק שלה.

בנוסף, העותרת מזכירה כי בית המשפט הוא הגורם האמון על פרשנות החוק ועצם העובדה שרשות פלונית נוקטת בפרשנות של חקיקה מסוימת אינה מחייבת את בית המשפט. אין בית המשפט יכול להסתפק רק בבחינת הסבירות של פרשנות הרשות אלא מתפקידו להכריע בסוגיה המשפטית.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

9. העותרת טוענת כי הזכויות אותן היא משווקת אינן עולות כדי "ניירות ערך" כהגדרת המונח בחוק – הזכויות שונות מפוליסה לפוליסה כך שאינן מהוות "סדרה אחת" ואף אינן מקנות "זכות תביעה".

העותרת מוסיפה כי ההסכמים בהם היא מתקשרת עם המשקיעים אינם נמנים על "ניירות הערך הקלאסיים", אינם עומדים במבחן ה"דמיון המשפחתי" שהוצע בספרות ומפרטת כי לא מתקיימים המאפיינים המוכרים של ניירות ערך – לא מוענקת למשקיעים זכות לדיבידנד; לא מוענקת זכות חברות; לא מוענקת זכות לרכוש נייר ערך; אין למשקיעים זכויות כלשהן במקרה של פירוק; המשקיעים לא רשאים למשכן או לשעבד את זכויותיהם; לא מוענקות למשקיעים זכויות הצבעה; קיימת הגבלת מכירת פוליסות לכל משקיע וקיימת מגבלה על עבירות וסחירות היחידות.

10. בנוסף, החלת דיני ניירות ערך על פעילות העותרת לא ישרתו את התכלית העומדת בבסיסם מאחר ולא קיימים פערי מידע בין העותרת לבין המשקיעים וגורל ההשקעות אינו פונקציה של ניהול ההשקעה על ידי העותרת.

לשיטת העותרת, כל המידע הרלוונטי והמהותי לפוליסה נפרס בפני המשקיעים, ומידע אודות מצבה הפיננסי של העותרת או מידע בנוגע לעומדים בראשה אינו רלוונטי – משזו כלל לא מחזיקה בכספי הרוכשים ועושה בהם כשלה. כמו כן, מידע אודות יציבות חברת הביטוח הוא פומבי.

11. עוד מוסיפה העותרת כי דיני ניירות הערך נועדו להגן על משקיעים מפני סיכונים הכרוכים בהשקעה פסיבית המצויה בניהולו של אחר, אך מאחר והסיכונים בענייננו הם סיכונים סטנדרטיים, לא משמעותיים, הקיימים בכל התקשרות מסחרית ורלוונטיים לכל עסקה בה מספר רוכשים מתגבשים לידי רכישה משותפת – אין בחובות הגילוי המתבקשות כדי להועיל למשקיעים (העותרת מתייחסת לסיכוני ההשקעה, שער המטבע, הערכת השווי הכלכלי של הפוליסות, הבטחת ביצוע תשלומי הפרמיה ויציבותה הפיננסית של העותרת).

12. לעמדת העותרת, הרשות לא העניקה משקל ראוי לטענות העותרת בניתוח המהות הכלכלית של העסקה, שכן זו אינה מציגה ללקוחותיה "חישובי תשואות" כפי שסבורה הרשות ואינה עושה שימוש בכספי הרוכשים לצורך מימון פעילותה, והרשות אף מתעלמת באופן בלתי סביר מטענות העותרת ביחס לסיכונים בפעילותה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

13. עוד נטען כי היעדר הסחירות בזכויות הנמכרות והיעדרו של שוק משני מהווה טעם נוסף לאי תחולת דיני ניירות ערך, וכי גם הדרישות לגילוי ראשוני הנדרש על ידי הרשות שגויות שכן זה אינו רלוונטי.
14. העותרת מוסיפה וטוענת כי הרשות מפלה את העותרת אל מול פעילויות דומות שנקבע כי אין להחיל עליהן את דיני ניירות ערך – הצעה לציבור של יחידות בשותפות בפרויקט מקרקעין ותחום מימון ההמונים (P2P).
15. העותרת טוענת כי מסקנות הרשות השגויות נובעות, בין היתר, מכך שהרשות התעלמה מנספחים מסחריים של ההסכמים בין החברה למשקיעים המצביעים על כך שהחברה משמשת כמארגנת ומתווכת בלבד, זאת מאחר והכספים כלל לא עוברים דרכה (אלא דרך הנאמן וה- LLC); החברה אינה שולטת ב-LLC ואלו מוקמים על ידי עו"ד בארצות הברית הפועל בנאמנות עבור המשקיעים וחיב באחריות כלפיהם; ל-LLC מחויבות כלפי הרוכשים העומדת גם בעת חדלות פירעון של העותרת.
- העותרת מדגישה כי מידת ההצלחה של ההשקעות כלל אינה תלויה בפעילותה שכן זו נעדרת כל מימד עצמאי וכי תפקיד החברה מתמצה בתפקיד טכני-אדמיניסטרטיבי בלבד.
16. עוד טוענת העותרת כי קיימת רגולציה חלופית המפקחת על עסקאות המשקיעים (ה-Provider) ומציינת מספר שיקולי מדיניות התומכים בגישתה כי לא מדובר בנייר ערך.
17. העותרת מציינת כי היא פועלת למעלה משלוש שנים ולא התקבלה תלונה כלשהי נגדה ולפיכך כל טענה בהקשר לסכנה לציבור היא שגויה ומופרכת. לעניין זה מציינת העותרת כי הרשות הציגה את החלטתה לעותרת כ-6 חודשים מיום הפניה אליה לראשונה, ללמדך כי אם הרשות עצמה היתה סבורה כי קיים סיכון אמיתי בפעילות העותרת היא היתה פועלת בנחרצות רבה יותר כדי לסגור את פעילות העותרת.
18. לסיום, העותרת מתייחסת לדין האמריקאי וטוענת כי בפסיקה בארצות הברית ישנן דעות שונות אשר תומכות הן בעמדת הרשות והן בעמדתה (ומביאה דוגמאות לכך). עוד טוענת העותרת כי עמדת ה-SEC (רשות ניירות ערך האמריקאית), התומכת לטענת הרשות בעמדתה, היא טיוטת עמדה אשר אין לדעת אם תיכנס לתוקף ובאיזה אופן וממילא מדובר בטיוטה שפורסמה במדינה זרה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

### טענות הרשות

19. הרשות טוענת כי שקלה את כל טענות העותרת ודחתה אותן וכי ההחלטה התקבלה בכובד ראש תוך הפעלת שיקול דעת המצוי בתחום סמכותה ובלב עיסוקה כגורם האמון על יישום חוק ניירות ערך ובעל סמכויות הפיקוח והאכיפה. הרשות מציינת כי גדר התערבות בית המשפט בהחלטה מנהלית היא מצומצמת, כי בית המשפט יתערב רק במקרים של "חוסר סבירות מהותי או קיצוני" וכי יש ליתן משקל רב לשיקוליה של הרשות ולא להתערב לגופה של ההחלטה נוכח הבקאות והמומחיות של הרשות בתחום. מאחר ומתקיים מבחן הסבירות הן בהחלטת הרשות והן בהתנהלותה, ומשהחלטתה התקבלה מכוח הוראת חוק מפורשת ממנה עולה כי פעילות העותרת אינה חוקית – לא ניתן לכנות את פעילות הרשות בעניין כ"חסרת סבירות".

20. לשיטת הרשות, העותרת מציעה לציבור בישראל להשקיע כספיו בהשקעה פיננסית מסוכנת בניגוד לדין וללא כל פיקוח. העותרת גייסה עד היום עשרות מיליוני ש"ח ממאות משקיעים בישראל ואלו אינם זוכים להגנה המגיעה להם מכוח דין. הרשות מציינת כי העותרת אף מצהירה כי היא פועלת לגיוס משקיעים חדשים כך שמעגל המשקיעים המצויים באותו סיכון יגדל.

21. בנוסף, הרשות מציינת כי העותרת אמנם מציגה את פעילותה כפעילות תיווך בלבד, אולם החוק אינו מכיר בהבחנה זו – העותרת מציעה ניירות ערך לציבור ועל כן פועלת בניגוד לדין. החוק אינו מכיר במעמד של "מתווך" ככזה המעניק פטור מתחולתו ואף קובע כי כל מי שמציע ניירות ערך לציבור כפוף לתחולת החוק.

מעבר לכך, העותרת אינה מתווכת כטענתה אלא מציעה ומוכרת. העותרת (ולא חברת הביטוח ואף לא ה-LLC) מתחייבת בהסכם ההשקעה להחזקת ההשקעה של המשקיעים; מארגנת את ההשקעה מתחילתה ועד סופה, משווקת אותה, מבצעת בדיקות נאותות של הפוליסה ומתמחרת את שווייה; מתחייבת להקים גוף ייעודי (LLC) שירשם כבעלי הפוליסה; בעלת הכוח המשפטי לגרום למימוש זכויותיהם וחובותיהם של המשקיעים (היא המתחייבת להשקיע את הכספים לרכישת הפוליסה ולבוא בנעלי המשקיעים שחדלו לשלם את התשלומים השוטפים); משלמת את שכר הנאמן וגובה תשלומים עבור שירותיה. ה-LLC הוא הרשום כבעל הפוליסה ובעל הזכויות מכוח הפוליסה והוא בעל היריבות המשפטית מול חברת הביטוח. לשיטת הרשות, אם העותרת תיעלם למשקיעים לא יהיה כל גורם ממנו יוכלו לתבוע את פירעון השקעתם.

הרשות מדגישה כי העותרת מציעה את ההשקעה לציבור על בסיס הסכמי השקעה אחידים (ללא יכול ניהול משא ומתן מטעם המשקיעים), כאשר השוני היחיד ביניהם הוא בהיקף ההשקעה.







## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

לפיכך, ברי כי מדובר בהשקעה המחייבת את ההגנות שמקנים דיני ניירות ערך – גילוי מידע שיאפשר למשקיעים לקבל החלטת השקעה מושכלת ולהעריך את כדאיות ההשקעה והסיכונים הכרוכים בה. למשקיעים נחוץ מידע רב על פוליסות הביטוח ועל יציבות חברות הביטוח; מידע אודות מצבה הפיננסי של העותרת; מידע אודות הבעלים של העותרת והעומדים בראשה והאופן בו נקבע מחיר רכישת הפוליסה על ידי העותרת.

מעבר לגילוי האמור הנדרש, חובת פרסום התשקיף תקים גם חובות גילוי שוטפות שיאפשרו למשקיעים, בין היתר, לאמוד את שווי זכויותיהם, לבקר את פעולותיה של העותרת ולאמוד את כדאיות המשך ההשקעה בעותרת.

חובות הגילוי האמורות קבועות בדיני ניירות ערך ולגבי המידע תישא העותרת באחריות פלילית, מנהלית ואזרחית.

הרשות מבהירה כי טענת העותרת לפיה גילתה את כל המידע הנדרש למשקיעים, גם אם נכונה – אינה משחררת מתחולת דיני ניירות ערך. מדובר בדינים קוגנטיים שאינם ניתנים להתניה, לפיכך גם האופן בו נמסר המידע צריך להיות בהתאם לחוק, כלומר באמצעות תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

22. עוד טוענת הרשות כי גם בחינת ההגדרות בחוק (תעודות; המונפקות בסדרות; המקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם), גם בחינה מהותית-כלכלית של ההתקשרות בין המשקיעים לבין העותרת (המשקיע אינו רוכש במישרין חלק בתקבולים מחברת הביטוח ואין לו מעמד עצמאי מול חברת הביטוח, אלא זכות תביעה מול העותרת; הן בתקופת הקמת המיזם והן בתקופת ההשקעה נדרשת העותרת לבצע פעולות בסמכותה הבלעדית, אשר הצלחת ההשקעה תלויה בהן) וגם תכליות החוק (העותרת מגייסת כספים מהציבור לצורך מימון הפעילות העסקית שלה ושל התאגידים הייעודיים, כאשר עיקר רווחיה נגזר מעמלות; המשקיעים נוטלים סיכונים תוך ציפייה לרווח פיננסי), כולן מובילות למסקנה כי פעילות העותרת מהווה הצעה לציבור של ניירות ערך. מדובר במקרה מובהק המצדיק הגנה על האינטרסים הכלכליים של המשקיעים.

לעמדת הרשות, המשקיעים חשופים לשלל סיכונים – סיכונים הגלומים בהשקעה עצמה (אי תשלום על ידי חברת הביטוח, סיכון מטבע, סיכון תפעול הקשור בין היתר לאיכות איתור ההשקעה על ידי העותרת, סיכון ניהול הקשור בין היתר להעברת התשלומים השוטפים לחברת הביטוח בזמן וכנדרש); סיכון הנוגע ליציבות הפיננסית של העותרת אשר מתחייבת כי תיכנס



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

בנעלי משקיעים שלא יעמדו בהתחייבותם על פי הסכם ההשקעה; וסיכון העברת הכספים מחברת הביטוח, דרך התאגיד הייעודי וממנו דרך העותרת למשקיעים. בהקשר זה מציינת הרשות כי פערי הכוחות בין העותרת, המחזיקה בכוח בלעדי להוציא לפועל את השקעת המשקיעים, ובין המשקיעים התלויים בה באופן מוחלט למימוש השקעתם – הם גורם סיכון משמעותי המוטל על כתפי המשקיעים. בהתאם, אם תיעלם העותרת מהתמונה, לא יהיה למשקיעים כל גורם שהם יכולים לתבוע ממנו את פרעון השקעתם.

23. עוד טוענת הרשות כי לא די במנגנון נאמנות על מנת לפטור את העותרת מתשקיף. גם אם מנגנון הנאמנות מפחית במידה מסוימת את הסיכונים, אין בו כדי לנטרלם או כדי לייתר את הגילוי הנדרש לצורך קבלת השקעה על ידם (כך למשל אין בו כדי לייתר את הסיכון בנוגע לאי יכולת העותרת להיכנס בנעלי המשקיעים שלא ישלמו את חלקם בפרמיה, זאת מעבר לכך שהאחריות על העברת הכספים היא של העותרת מאחר והיא הקשורה בהסכמים עם המשקיעים).

בנוסף, מסמכי ההתקשרות סותרים את טענת העותרת כי ה-LLC אינה בבעלותה, וממילא החבות של המשקיעים היא מול החברה ול-LLC אין חבות ישירה להעברת הכסף למשקיעים.

24. עוד לשיטת הרשות, היעדרו של שוק משני אינו בבחינת שיקול בלעדי בשאלה אם השקעה צריכה להיות מסווגת כנייר ערך (ומפנה לעע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיזוש מבנים בע"מ (12.10.2015) (להלן: "עניין קדם")), וגם הגבלת הסחירות אינה שוללת את הגדרת הסכמי ההשקעה כניירות ערך.

25. הרשות מוסיפה וטוענת כי הפיקוח על ידי ה-Provider בארצות הברית אינו רלוונטי שכן מקורו בדיני הביטוח ומכאן שאינו מגן על האינטרסים של המשקיעים הישראלים אשר כלל אינם צד לעסקת רכישת הפוליסה, קל וחומר משמדובר בפיקוח בארצות הברית. כמו כן, גם בשיטת המשפט האמריקאית, בה פועל ה-Provider, נקבע כי קיימת תחולה לדיני ניירות ערך על פעילות דומה לזו של העותרת. הרשות מפרטת בהקשר זה את הדין והפסיקה האמריקאית ותומכת עמדתה בעמדת ה-SEC כפי שהוצגה בבית המשפט האמריקאי על ידה ועל פי דו"ח מטעמה. עמדת ה-SEC התקבלה גם בבתי המשפט הפדראליים, כך נטען.

אשר לטענת העותרת בנוגע לאי העקביות שבעמדת הרשות (ביחס להחלטה בנוגע למיזם הנדל"ני), הרי שקיים שוני רב בין המקרים אשר דווקא מחדד את ההצדקה שיש בתחולת החוק על העותרת. במקרה המתואר מהותה הכלכלית של העסקה היא רכישת נכס נדל"ן ספציפי הניתן לזיהוי ואינה בגדר השקעה פיננסית, ומבנה התאגיד הייעודי שהוקם נוצר כאמצעי בנייים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

כדי לאפשר את רישום הזכויות של כל רוכש דירה. בענייננו, מנגד, המשקיעים אינם רוכשים נכס ספציפי וניתן לזיהוי, אין להם זכות ישירה בפוליסת הביטוח והם לא זכאים לתמורה ישירה בגינה ולמעשה כל זכותם נובעת מהסכם ההשקעה מול העותרת.

### דיון והכרעה

26. סדר הדברים בפסק הדין יהיה כדלקמן:

ראשית, אדון במסגרת המשפטית המתאימה לביקורת על החלטת הרשות. לאחר מכן, אבחן האם פעילות העותרת מהווה הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור בהתאם ללשון ותכלית חוק ניירות ערך. לבסוף, אקבע את הנפקות האופרטיבית של המסקנה שהתקבלה.

### א. ביקורת שיפוטית על החלטת הרשות בנוגע לפרשנות החוק

27. עיקר המחלוקת בין הצדדים נוגעת לפרשנות המשפטית של המונח "ניירות ערך" בחוק ניירות ערך והאם פעילות ההשקעה המוצעת והנמכרת על ידי העותרת נכללת בגדרו. העותרת חולקת על הפרשנות שהציגה הרשות בהחלטתה מיום 2.11.2017 לפיה פעילות העותרת מהווה הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור, ולפיכך עליה לפרסם תשקיף בהתאם לסעיף 15 לחוק או לחדול מפעילותה.

28. הלכה היא כי נקיטת עמדה פרשנית של רשות מנהלית בנוגע לדבר חקיקה אינה מחייבת את בית המשפט (רע"פ 8135/07 גורן נ' מדינת ישראל, פסקה מ"א (11.2.2009); בג"צ 693/91 אפרת נ' הממונה על מרשם האוכלוסין, פ"ד מז(1) 749, 761-762 (1993); בג"צ 399/85 כהנא נ' הוועד המנהל של רשות השידור, פ"ד מא(3) 255, 305-306 (1987)) וכי בית המשפט אינו יכול להסתפק בבחינת סבירות החלטת רשות מנהלית שעניינה פרשנות חוק ולהשתחרר מחובתו להכריע בסוגיה (עע"מ 6884/12 פלוני נ' משרד הבינוי והשיכון, פסקה 18 (8.8.2013); רע"א 3898/04 קיבוץ להב נ' מדינת ישראל, פסקה 26 (4.10.2010)). יפים לענייננו הדברים הבאים [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"...עקרון 'מיתחם הסבירות', לפיו אין השופט מחליף דעתה של הרשות המבצעת באשר לדרכי הפעולות החוקיות הראויות, חל לעניין ביצוע פעולות סבירות במסגרת מיתחם הסבירות (...). עיקרון זה יונק חיותו מעקרון הפרדת הרשויות. ביצוע אופציה חוקית הוא פונקציה ביצועית הנתונה לרשות המבצעת. על-פי עיקרון זה עצמו, פרשנות דברי חקיקה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

היא פונקציה שיפוטית הנגזרת מחובתו של השופט להכריע בסכסוך. על-כך אין עקרון 'מיתחם הסבירות' חל לעניין פרשנות דבר חקיקה. החובה לומר מהו הדין - אם בפירושו, אם בהשלמתו ואם בפיתוחו - היא חובה שיפוטית. היא החובה השיפוטית העליונה ביותר. ממנה איננו רשאים להשתחרר" (בג"צ 869/92 זילי נ' יושב ראש ועדת הבחירות המרכזית לכנסת השלוש עשרה, פ"ד מו(2) 692, 703 (1992)).

לאור האמור, יש לבחון את החלטת הרשות בכל הנוגע לפרשנות חוק ניירות ערך לגופה.

29. ככל שיימצא כי פרשנות הרשות היא הנכונה, יש לבחון האם דרך הפעולה שנקטה על ידה בעקבות אותה פרשנות עומדת בתנאי הביקורת השיפוטית של המשפט המנהלי – אשר במרכזה העיקרון כי החלטת או פעולת רשות מנהלית נבחנת על פי עמידתה בגדר מתחם הסבירות, וכי התערבות בית המשפט מוגבלת לאותן החלטות או פעולות החורגות ממתחם הסבירות (ראו בג"צ 4838/17 אוניפארם בע"מ נ' מנהל רשות הגז הטבעי, פסקה 32 (4.1.2018); בג"צ 6274/11 דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ נ' שר האוצר, פסקה 11 (26.11.2012); בג"צ 389/80 דפי זהב נ' רשות השידור, פ"ד לה(1) 421, 437 (1980)).

### ב. האם פעילות העותרת מהווה הצעה ומכירה של ניירות ערך

30. המונחים "הצעה לציבור" ו"ניירות ערך" מוגדרים בסעיף 1 לחוק כך [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"הצעה לציבור" - פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך; בלי לגרוע מכלליות האמור, גם אלה:  
(1) רישום ניירות ערך למסחר בבורסה;  
(2) פניה לציבור להציע הצעות לרכישת ניירות ערך."

"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:  
(1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור;  
(2) הם מונפקים לפי חיקוק מיוחד."

סעיף 15 לחוק ניירות ערך, שכותרתו "הצעה ומכירה לציבור", אוסר על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף:



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

15. (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".

31. אחד מ"שערי הכניסה" לתחולתם של דיני ניירות ערך הוא ביצוע הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור, המחייבים פרסום תשקיף (או טיוטת תשקיף כמפורט) לפי הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך.

אין חולק כי פעילות העותרת עולה כדי הצעה ומכירה – שיווק והנעה לרכישת הסכמי ההשקעה ומכירתם בפועל (הסכמי ההשקעה נמכרו למאות משקיעים, ומכאן ניתן להניח כי אף הוצעו למספר רב יותר של משקיעים – כך שלא מתקיים החריג שנקבע בסעיף 15א(א)(1) לחוק ובתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס-2000 לפיו הצעה או מכירה לפחות מ-35 משקיעים אינה מהווה הצעה או מכירה לציבור).

32. הצדדים חלוקים בשאלה האם הסכמי ההשקעה מהווים ניירות ערך. בעוד שלעמדת העותרת הסכמי ההשקעה המוצעים והנמכרים על ידה אינם מהווים ניירות ערך כהגדרתם בחוק, לשיטת הרשות מדובר בניירות ערך, ולכן מששיווקה ומכרה העותרת את ההשקעה בפוליסות ביטוח חיים שלא באמצעות תשקיף הפרה את הוראות סעיף 15 לחוק.

מדובר במחלוקת פרשנית שעניינה הגדרת המונח "ניירות ערך" בחוק ניירות ערך. פרשנות הוראת חוק נעשית על ידי בחינת לשון החוק, התכליות העומדות בבסיס החוק ואיזון בין תכליות אלו ככל שנדרש, הכול בהתאם לכללים שנקבעו בפסיקה (להרחבה ראו בג"ץ 7803/06 אבו ערפה נ' שר הפנים, פסקאות 29-32 לפסק דינו של כב' השופט ע' פוגלמן (13.9.2017); דנ"א 5783/14 צמח נ' אל על, פסקה 52 (12.9.2017); אהרן ברק פרשנות במשפט כרך שני - פרשנות החקיקה, 80-81).

### "ניירות ערך" - לשון החוק

33. הסכמי ההשקעה בפוליסות ביטוח חיים בארצות הברית המשווקים ונמכרים על ידי העותרת נכנסים תחת ההגדרה הלשונית של "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק. אפרט.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

הסכמי ההשקעה מהווים תעודות (להרחבה ראו רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5) 476, 481 (1993).

הסכמי ההשקעה מונפקים בסדרות – כל היחידות של אותה פוליסה מהוות סדרה אחת (השוו עם עניין קדם, שם נקבע כי כל אחד ממסלולי ההשקעה שהציעה קבוצת קדם מהווה סדרה בפני עצמה וכי המשקיעים בסדרות השונות יימנו יחדיו לעניין סעיף 15א(א)(1) לחוק).

אשר ל"זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם", סקירת הסכמי ההשקעה מלמדת כי העותרת נטלה על עצמה התחייבויות שתכליתן לאפשר את מנגנון ההשקעה בפוליסות ביטוחי החיים בארצות הברית. התחייבויות אלו מקנות למשקיעים זכות תביעה כלפי העותרת, לקיומן. כך למשל בהסכם ההשקעה:

**"16. החברה תגבה את הפרמיות, דמי הרכישה ושאר התשלומים מהמשקיע ותעביר אותם לחברת הביטוח ולמוכרים".**

**"18. החברה תעביר את חלקו של המשקיע שתתקבל [כך במקור] מדמי הביטוח שבידי האיגוד לחשבון הבנק של המשקיע, המוסכם על הצדדים, תוך שלושים יום ממועד ההודעה כאמור והאפשרות להעבירם על פי כל דין. החברה תנכה מדמי הביטוח את דמי הרכישה, ההוצאות והתשלומים המגיעים לה ע"פ הסכם זה".**

בנוסף, בסעיפים 24-27 להסכם ההשקעה מתחייבת העותרת למנגנון השלמה, הקובע כאמור כי העותרת תשלים עבור המשקיעים בפוליסה תשלומי פרמיה של משקיעים שלא יעמדו בהתחייבויותיהם (עד לתקרה של פרמיה חודשית אחת עבור כלל משקיעי הפוליסה יחד) ותפעל במקביל לאיתור משקיע חלופי או תיכנס בעצמה כמשקיע חלופי, זאת כדי למנוע הפרה של תשלומי הפרמיה כלפי חברת הביטוח וביטול כלל הפוליסה.

34. אם כן, הסכמי ההשקעה שמציעה ומוכרת העותרת נכנסים תחת הגדרת "ניירות ערך", ובהתאם מבחינת לשון החוק פעילות העותרת עולה כדי הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור.

35. קל להבחין כי הגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק היא רחבה וחובקת מקרים ומצבים רבים אשר מקיימים את תנאי ההגדרה הלשונית. על פניו, כרטיסייט אוטובוס, כרטיס מנוי לתזמורת, כרטיס מועדון לקוחות ותלושי קניות – כולם תואמים את לשון הגדרת "ניירות ערך" בחוק. ואולם, ברי כי דיני ניירות ערך לא נועדו להקיף כל השקעה או עסקה הנכנסת תחת ההגדרה הלשונית אלא רק את אותם מקרים בהם ראוי, נדרש ומתאים להחיל את החובות, הכללים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

והסטנדרטים של הגילוי והפיקוח המוטלים מכוח חוק ניירות ערך (וראו גם עת"מ (מחוזי ירושלים) 34589-05-41 **קבוצת קדם חיזוק וחיידוש מבנים** בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פסקה 10 (1.10.2014); מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** 132-133 (2006) (להלן: "ימין ווסרמן"); שרון חנס ואיתי פינגנבאום "עיון מחדש בהגדרת 'נייר ערך' בדין הישראלי" **משפט ועסקים** ז 11, 14, 25 (התשס"ז) (להלן: "חנס ופינגנבאום").

36. מאחר והסכמי ההשקעה נכנסים כאמור תחת לשון הגדרת "ניירות ערך", יש לבחון האם תכלית החוק תואמת תוצאה זו, והאם קיימים טעמים להחרגת תחולת דיני ניירות ערך עליהם (אבהיר כי הדיון להלן אינו עוסק בתכליות נוספות של חוק ניירות ערך אשר אינן במרכז המחלוקת דנן).

### תכלית חוק ניירות ערך הרלוונטית לענייננו

37. דיני ניירות ערך, המוסדרים בחוק ניירות ערך ותקנותיו, עוצבו במטרה לגשר על פערי הכוחות שבין הגורם המנפיק את נייר הערך לבין ציבור המשקיעים, אשר במקרים רבים אינם בעלי מיומנות בתחום ההשקעה. פערי הכוחות נובעים במידה רבה מפערי המידע בין הצדדים.

הגישור על פערי המידע מושג באמצעות חובות גילוי קוגנטיות, כאשר עיקרון הגילוי הנאות הוא עיקרון יסוד הניצב בבסיס דיני ניירות ערך. פסיקת בתי המשפט עמדה לא אחת על חשיבותו של עיקרון זה לקיומו של שוק הון הוגן, יעיל ומשוכלל. ראו לעניין זה דבריו של כב' הנשיא ברק בע"א 218/96 **ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ**, פסקה 20 (21.8.1997):

**"תפיסת היסוד של דיני ניירות ערך היא גילוי, ושוב גילוי ועוד גילוי".**

מטרתן של חובות הגילוי היא להבטיח, בין היתר, כי לרשות המשקיעים יעמוד כל המידע הרלוונטי לצורך קבלת החלטת השקעה מיועדת ומושכלת (להרחבה בדבר עיקרון הגילוי הנאות ראו ת"צ 38731-08-15 **לויין נ' די פארם בע"מ**, פסקאות 58-59 (31.12.2017) והפסיקה המאוזכרת שם). יודגש, כי מטרת הגילוי היא כאמור לאפשר למשקיעים להיחשף לכל המידע הרלוונטי על מנת שיוכלו לקבל החלטות ההשקעה באופן מושכל וללא פערי מידע, ולא על ידי מתן הנחיות והמלצות השקעה.

38. חובות הגילוי כוללות חובות גילוי ראשוני (במסגרת התשקיף) וחובות גילוי שוטף, וחלה לגביהן אחריות אזרחית, מנהלית ופלילית, לפי העניין. כמו כן, דיני ניירות ערך מקנים לרשות ניירות ערך סמכויות פיקוח במטרה לשמור על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך (סעיף 2 לחוק





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

ניירות ערך). כלים אלו מטרתם לסייע בהבטחת האינטרסים הכלכליים של ציבור המשקיעים ולהפחית את הסיכון כי משקיעים ייפלו קורבן למעשי תרמית והונאה. כך גם גוברת ההרתעה ומתחזק אמון הציבור בשוק ההון ובשוק ניירות הערך, אשר קריטיים לצמיחת הכלכלה והמשק.

39. בעניין קדם (פסקה י"ח) התייחס בית המשפט העליון לתכלית דיני ניירות ערך –

**"תכלית דיני ניירות ערך היא להגן על המשקיעים בשוק, מתוך הבנה שקיימים פערי כוחות בין התאגידים המנפיקים את ניירות הערך לבין הציבור הרחב המשקיע בהם את כספם".**

כאמור לעיל, פערי הכוחות נובעים במידה רבה כתוצאה מפערי המידע הקיימים בין הצדדים.

40. תכלית זו עולה גם ממאמרם של **חנס ופינגבאום**, אשר מוסיפים כי דיני ניירות ערך נועדו לתת מענה לחשש מהטעיה של משקיעים בהשקעות פסיביות אשר אינם מעורבים בפעילות הכלכלית שמאחורי ההשקעה, המנוהלת על ידי אחרים, ומשכך מאופיינת בנחיתות מידע של המשקיעים. ההגנות מכוח דיני ניירות ערך מעודדות את המשקיעים להשקיע באותם אפיקי השקעה, החיוניים למשק, מאחר והם מאפשרים ליזמים אפיקי מימון נוספים. חנס ופינגבאום מציעים, בין היתר, לאמץ לדין הישראלי אמת מידה לקביעה האם מדובר בנייר ערך – השקעה כספית סבילה למטרת רווח בעסקו של אחר (אמת מידה זו מבוססת על חלק מיסודות המושג "חווה השקעה" (Investment Contract) הנכלל בהגדרת "נייר ערך" בדין האמריקאי, כפי שנקבעו בפסק הדין המרכזי לעניין זה (SEC v. Howey Co. 328 U.S. 293 (1946)).

41. לשיטת המלומדת לאה פסרמן-יוזפוב, יש להעניק למונח "ניירות ערך" פרשנות הקשורה לשוק ההון ולאמץ את המבחן הקבוע בדין האמריקאי, לפיו כאשר מטרת המשקיע היא להשיג תשואה על כספו מדובר בנייר ערך, זאת לעומת מקרים בהם המוטיבציה של הרוכש היא צרכנית. בהתאם, פסרמן תומכת בעמדת חנס ופינגבאום לפיה השקעה סבילה למטרת רווח בעסקו של אחר תיחשב לנייר ערך (לאה פסרמן-יוזפוב **דיני ניירות ערך חובת הגילוי** 324-326, 341 (2009) (להלן: "פסרמן").

42. **ימין ווסרמן** (בעמ' 134) מציעים לפרש את המונח "ניירות ערך" על רקע שלושה עקרונות יסודיים בדיני ניירות ערך. ראשית, **הגנה על אינטרסים כלכליים** – דיני ניירות ערך נועדו להסדיר מכירה ומסחר של ניירות בעלי מהות כלכלית השקעתית (בהיותם השקעה פיננסית בעלת פוטנציאל לרווח או קבלת תזרים מזומנים עתידי). לפיכך, הזכויות המגולמות בניירות ערך צריכות לשאת







## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

אופי כלכלי מובהק. מסיבה זו למשל זכות חברות במועדון חברתי אינה מצדיקה את החלת דיני ניירות ערך על אף שתואמת את ההגדרה הלשונית; **שנית, גילוי נאות** – דיני ניירות ערך מבקשים לגשר על פערי מידע בין הקונה למוכר כאשר אותו גישור מושג על ידי גילוי מלא מצדו של המנפיק, לכן יש לבחון אם אכן החלת חובות גילוי תועיל להגנת הציבור העומד בפני מידע חסר אודות נייר הערך והשווי שהוא מגלם; **שלישית, מכלול הדינים הרלוונטיים ונסיבות העניין** – קיימים מקרים בהם החלת חובות הגילוי ודיני ניירות ערך יימצאו כבלתי נחוצים או בלתי ישימים. לכן אין להסתפק רק ביישום מילולי של לשון החוק להגדרת "ניירות ערך", ויש להביא בחשבון גם שיקולים נוספים כדוגמת נסיבות עובדתיות מיוחדות או קיומה של רגולציה חלופית. אף חנס ופיגנבאום מציינים במאמרם, על בסיס הדין האמריקאי, כי קיומו של משטר רגולטורי חלופי הוא שיקול שיש לקחת בחשבון (**חנס ופיגנבאום**, בעמ' 44-41). מכאן, כי היעדרה של רגולציה חלופית ביחס למכשיר השקעה עשויה לתמוך, במקרים מסוימים, בהחלת דיני ניירות ערך כדי לאפשר את פיקוח והגנת רשות ניירות ערך על המשקיעים, הן במישור הגילוי והן במישורים אחרים.

43. מן האמור עולה כי תכלית חוק ניירות ערך הרלוונטית לענייננו, בעיקרה, הגנה על האינטרסים הכלכליים של אלו המשקיעים בהשקעות כלכליות פסיביות למטרת רווח. במסגרת הבחינה האם השקעות אלה מהוות ניירות ערך או אם לאו, ניתן לשקול את השיקולים הבאים, תוך מתן משקל מתאים לכל אחד מהם (אם בכלל) בהתאם לנסיבות: פערי המידע בין הצדדים והאם עומד בפני המשקיעים כלל המידע הרלוונטי הנדרש לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת; מידת המעורבות בפעילות ההשקעה של הגוף המציע, המרכז או המנהל את פעילות ההשקעה והשפעתו על הפקת רווחי המשקיעים; קיומה של רגולציה מקיפה חלופית; עבירות הזכויות בהשקעה וקיומו של שוק משני; האם תהא אפקטיביות בהטלת חובות גילוי ופיקוח לפי דיני ניירות ערך. אין מדובר ברשימת שיקולים ממצה, וכל מקרה ייבחן על פי נסיבותיו ותנאיו.

לצד זאת, חשוב לזכור כי להחלת דיני ניירות ערך השפעה נכבדת על הפעילות הכלכלית המפוקחת (עלויות כלכליות לא מבוטלות, נטל הגילוי והפיקוח, כללי האחרייות וסטנדרט הענישה), ויש להקפיד כי דינים אלו לא יוחלו במקרים שהחלתם אינה יעילה או מוצדקת.

### ג. מן הכלל אל הפרט

44. לשיטת העותרת, נוכח אופייה הייחודי של ההשקעה המוצעת על ידה כבעלת קבועים רבים ומשתנה אחד בלבד (מועד פטירת המבוטח); מתן גילוי וולונטרי מלא על ידה והיעדר פערי מידע;



## 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).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

### דיווח שוטף

56. החלת דיני ניירות ערך על פעילות העותרת תקים לעותרת גם חובות דיווח שוטף, אשר יאפשרו למשקיעים להתעדכן ביחס למצב ההשקעה, לאמוד את כדאיותיה ולבקר את פעילות העותרת. אזכיר כי תקופת ההשקעה (ההחזקה בפוליסה) עשויה להימשך זמן רב, כאשר במשך כל אותה תקופה יידרשו המשקיעים לשאת בתשלומי הפרמיה.

אינני מקבל בהקשר זה את הנחת העותרת בסיכומיה כי "כל עוד הרוכשים מסוגלים להמשיך לשלם את הפרמיה החודשית, כל מידע שיסופק להם לא יגרום לו לוותר על ההשקעה. ויתור על השקעה הינו בגדר של הפסד כספי שאינו כדאי מבחינה כלכלית, ולכן כל מידע שיסופק במהלך חיי הפוליסה אינו מהותי לרוכש פוליסה סביר". למשקיעים נדרש מידע שוטף ועקבי בנוגע להשקעתם – כך למשל האם הפרמיות משולמות באופן מלא לחברת הביטוח; האם מי מ"שותפיהם" לפוליסה לא עומד בהתחייבויותיו לתשלום פרמיות; האם העותרת שילמה פרמיות במקום משקיעים שלא עמדו בתשלומים; האם העותרת הגיעה לגבול אליו היא מחויבת בהתאם למנגנון ההשלמה (פרמיה חודשית בגין כל פוליסה); מידע בנוגע למצבה הפיננסי של העותרת; והאם משקיעים אחרים זכו לקבל את דמי הביטוח ככל שהתרחש אירוע הביטוח בפוליסות אחרות.

57. לא נעלם מעיני הדו"ח השנתי אותו מעבירה העותרת למשקיעים (הכולל מכתב המאשר כי כל תשלומי הפרמיה ביחס לפוליסה שולמו ומכתב בו מפורטים התשלומים ששולמו על ידי כל משקיע וסכום הזכאות לדמי ביטוח של כל משקיע בהתאם למספר היחידות בהן מחזיק). אפנה בהקשר זה לדברים לעיל בנוגע לגילוי וולונטרי מול גילוי סטטוטורי, אשר רלוונטיים גם לעניין הדיווח השוטף.

### היעדר רגולציה חלופית מספקת

58. כאמור, היעדר קיומה של רגולציה ביחס לפעילות השקעה הוא שיקול נוסף התומך בהחלת דיני ניירות ערך.

לטענת העותרת "לא מדובר בעסקה בין שני אנשים פרטיים בסמטה אפלה, המחאת הזכויות...נעשית על ידי גוף מפקח בארה"ב...הכל נעשה תחת רגולציה רלוונטית ובפיקוח רלוונטי הרשות לא צריכה לדאוג, זה לא קורה במחשכים" (פ/13.12.2017, עמ' 5, ש' 5-7). לשיטתה, ה-Provider מהווה רגולציה אלטרנטיבית שיש בה כדי להגן על המשקיעים.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

59. לא התרשמתי כי ניתן לראות ב-Provider, בהיותו גוף הממוקם בארצות הברית ואשר עיקר עניינו בעסקי הביטוח – כגורם המספק הגנה נאותה על משקיעים פיננסיים ישראלים בפוליסות ביטוח, ולבטח לא כתחליף להגנות הניתנות מכוח חוק ניירות ערך שמטרתן בעיקר להבטיח גילוי מלא למשקיעים בישראל. ספק אף אם ה-Provider, אשר תפקידו מתמקד באסדרת היחסים בין מוכר הפוליסה לבין רוכש הפוליסה בארצות הברית (התאגיד הייעודי בענייננו) מודע לעצם קיומם של משקיעים בישראל שאינם צד לרכישת הפוליסה ולמנגנון ההשקעה דנא.

60. אשר לדין הכללי, כדוגמת דיני החוזים ודיני הנזיקין, הרי שזה אכן מקנה למשקיעים זכויות תביעה מסוימות בקשר להפרות ההסכמים שנחתמו במסגרת ההשקעה בפעילות (ככל שיתרחשו). אולם, מקום שהמשקיעים נדרשים להשקיע כספים רבים במשך תקופה ארוכה עד להחזר ההשקעה, כאשר חברת הביטוח והתאגיד הייעודי נמצאים במדינה זרה וספק אם קיימת יריבות ביניהם לבין המשקיעים, וכאשר ההגנות הניתנות בדין הכללי הן ברובן הגנות הניתנות "אקס פוסט" – אינני סבור כי הדין הכללי כשלעצמו מעניק הגנה מספקת למשקיעים בישראל באופן המהווה תחליף לדיני ניירות ערך ומייתרם, ובפרט בהיבטי הגילוי הנחוץ למשקיעים.

61. מהמפורט לעיל עולה כי הרגולציה הקיימת לגביה נטען – פיקוח ה-Provider והדין הכללי הישראלי – אינה מספקת ולא מהווה תחליף להגנות הנדרשות על המשקיעים בהיבטי הגילוי והפיקוח. כמו כן, העובדה שפעילות ההשקעה נמכרה עד כה למאות משקיעים מחזקת את הצורך בהחלת דיני ניירות ערך ופיקוח רשות ניירות ערך (וראו גם **חנס ופיגנבאום**, בעמ' 71-70).

### היעדר קיומו של שוק משני

62. דיני ניירות ערך לא נועדו להגן רק על המשקיעים הראשוניים לגביהם מושגת ההגנה, בין היתר, באמצעות החובה לפרסם תשקיף, אלא גם על משקיעים ב"שוק המשני", היינו אלו המבצעים עסקאות בניירות הערך לאחר הנפקתם. הגנה על משקיעי השוק המשני מושגת באמצעות חובות הדיווח השוטף המוגדרות בחוק ניירות ערך, המסדירות אספקת מידע מעודכן ורלוונטי למשקיעים גם בתקופות שלאחר ההשקעה הראשונית. הגילוי השוטף אף מסייע בהפחתת פערי מידע בין המשקיעים השונים בשוק ההון וניצול פערים אלו על ידי המחזיקים במידע על חשבון הציבור. בכך יש להגביר את אמינות המשקיעים בשוק ההון, לקדם את ערכי השוויון במסחר ולהבטיח את המסחר ההוגן בשוק.





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

63. בענייננו, לא קיים שוק משני להשקעות בפוליסות הביטוח מאחר והמשקיעים אינם רשאים לסחור בהשקעתם אלא על ידי העותרת עצמה (סעיף 35 להסכם ההשקעה).

אכן, בית המשפט העליון קבע כי "סיכוי גבוה להיווצרות 'שוק משני' יטה את הכף לעבר הגדרת מכשיר החוב כנייר ערך - ולהיפך" (עניין קדם, פסקה ט"ו). ואולם, אינני סבור כי היעדר קיומו של שוק משני לפעילות ההשקעה בענייננו מטה את הכף באופן שאין להחיל את דיני ניירות ערך על פעילות העותרת. השיקולים שמניתי לעיל מצדיקים את הגדרת הסכמי ההשקעה כ"ניירות ערך" והחלת דיני ניירות ערך, זאת על אף היעדרו של שוק משני להסכמי ההשקעה. כמו כן, חובות הדיווח השוטף המעוגנות בחוק ניירות ערך נדרשות כאמור בענייננו גם בהיעדר שוק משני סחיר.

### השקעה פיננסית שאינה ב"עסקו של אחר"

64. העותרת טוענת כי מאחר ומדובר בהשקעה פיננסית שאינה ב"עסקו של אחר" לא מתקיימים בענייננו הרציונאלים להחלת דיני ניירות ערך.

65. דיני ניירות ערך עוצבו כאשר לנגד המחוקק עמד הצורך בעידוד השקעות יזמיות הנחוצות למשק ואפיקי ההשקעה הרלוונטיים לכך. במצב ה"קלאסי" בו מגויסת השקעה לטובת עסקו של אדם אחר – מתעצמים פערי המידע בין מגייס ההון הפעיל לבין המשקיע המרוחק, ואיתו גם החשש שהמשקיע יתפתה להשקיע במחירים מנופחים או בהשקעות בלתי ראויות (חנס ופיגנבאום, בעמ' 60).

בהתאם, וכאמור בפסקה 43 לעיל, לא כל השקעה פסיבית מחייבת את החלת דיני ניירות ערך, בפרט במקרים בהם לא עולים החששות והסיכונים האופייניים לניירות ערך. כך למשל במקרים בהם ליזם אין דרך ישירה להפיק טובות הנאה מהסכום שהושקע או להשפיע על תשואת המשקיע, אז חלק מן ההצדקות להחלת דיני ניירות ערך פוחתות.

66. יחד עם זאת, יתר ההצדקות העומדות בבסיס דיני ניירות ערך – כך למשל הצורך למנוע פערי מידע ולאפשר למשקיעים פסיביים לקבל החלטות השקעה מושכלות, כמו גם הצורך בפיקוח רשות ניירות ערך – בהחלט עשויות להיות רלוונטיות גם להשקעות פסיביות שאינן ב"עסקו של אחר".



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

לטעמי, המקרה דנו מהווה אחד מאותם מקרים. הצורך באיזון פערי הכוחות בין הצדדים, מניעת פערי המידע, הצורך ליידע את המשקיעים בקשר לכלל הסיכונים ואי-הודאות הכרוכים בהשקעה (ופיקוח על גילוי זה), משך תקופת ההשקעה הארוך, היותה של ההשקעה בארצות הברית, ריבוי המשקיעים ויתר הטעמים המפורטים לעיל – כל אלו מצדיקים כאמור את החלת דיני ניירות ערך על פעילות העותרת, כך שהחלתן תהיה מוצדקת ומתאימה אף שלא מדובר בהשקעה "קלאסית" בעסקו של אחר.

67. מאותו הטעם גם אינני סבור כי העובדה שמאפיינים רבים ומוכרים של ניירות ערך "קלאסיים" לא מתקיימים בפעילות העותרת – כמו למשל זכות לדיבידנד, זכות במקרה של פירוק, זכות הצבעה, הגבלת סחירות – מהווה הצדקה לאי החלת דיני ניירות ערך בענייננו.

### הנאמן בישראל והתאגיד הייעודי

68. מהסכם ההשקעה והסכם הנאמנות עולה כי העותרת לא מחזיקה את כספי המשקיעים (דמי הרכישה והפרמיה), שכן אלו מועברים מהמשקיעים לחשבון נאמנות של הנאמן בישראל ומשם לחברת הביטוח (בפועל, וכפי שמציינת העותרת, הכספים עוברים מחשבון הנאמנות של הנאמן בישראל לחשבון הנאמנות של עו"ד לייכטר, במסגרת התאגיד הייעודי). העברת הכספים מהמשקיעים שלא דרך קופת העותרת מפחיתה חלק מן הסיכונים הנובעים מהסכם ההשקעה, ובעיקר את אלו הקשורים בהבטחת הגעת הכספים ליעדם וקיומה של הונאה. ואולם, אין בכך כדי ליתר את הצורך בהחלת דיני ניירות ערך שמטרתם כאמור רחבה יותר מהבטחת העברת הכספים. קיומו של מנגנון העברת הכספים המתואר אינו מגשר על פערי המידע הקיימים בין הצדדים הן במועד הכניסה להשקעה והן בתקופת ההשקעה עד לקבלת דמי הביטוח.

69. זאת ועוד. כאמור, הכספים עוברים מחשבון הנאמנות של הנאמן בישראל לחשבון הנאמנות של עו"ד לייכטר, במסגרת התאגיד הייעודי. לטענת העותרת, התאגידים הייעודיים מנוהלים על ידי נציגיה ומוקמים על ידי עו"ד ג'וזף לייכטר בארצות הברית הפועל בנאמנות עבור המשקיעים. ואולם, לא הוצג כל הסכם בין התאגידים הייעודיים השונים לבין המשקיעים או בין עו"ד לייכטר לבין המשקיעים המבטיח את נאמנותו למשקיעים (פרט להתייחסות לתאגיד הייעודי בהסכם ההשקעה).

משאלו פני הדברים, ספק אף אם קיומו של הנאמן בישראל, המהווה גורם ראשוני ב"שרשרת" העברת הכספים לחברת הביטוח, מבטיח את העברת הכספים לחברת הביטוח. אין לגזור גזירה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

שווה ממעמדו של נאמן ישראלי הקשור בהסכם עם המשקיעים הישראלים לעניינו של עו"ד לייכטר, הממוקם בארצות הברית, ושאינו קשור בהסכם עם המשקיעים.

70. בנוסף, תפקידי הנאמן בישראל אינם עוסקים במנגנון ההשלמה אליו מתחייבת העותרת וגם לא בהבטחת העברת דמי הביטוח למשקיעים (הנאמן בישראל אינו חלק ממנגנון העברת דמי הביטוח מחברת הביטוח למשקיעים).

יתרה מכך, התאגיד הייעודי, הממוקם בזכור בארצות הברית; מופעל בלעדית על ידי העותרת או מי מטעמה; ואשר המשקיעים לא מתקשרים עמו בהסכם – הוא בעל הזכויות הישירות בפוליסת הביטוח מול חברת הביטוח. גם לעניין זה קיומו של הנאמן בישראל חסר נפקות.

71. ניתן לראות כי קיומם של הנאמן בישראל ושל התאגיד הייעודי אינו מאיין את הסיכונים שבפעילות העותרת, לא כל שכן משנה את המסקנה כי יש להחיל את דיני ניירות ערך על פעילות העותרת מהטעמים שפורטו לעיל. יחד עם זאת, יובהר כי אין באמור כדי לקבוע האם פעילות ההשקעה מסכנת את כספי המשקיעים אם לאו.

### הערות לסיום

72. הצדדים התייחסו בטענותיהם להגדרת נייר ערך בדין האמריקאי והפנו לפסקי דין של הערכאות הפדראליות בארצות הברית הדנים בהגדרה בהקשר של פעילות חברות שהציעו השקעות בביטוחי חיים בארצות הברית.

אינני נדרש להרחיב ביחס לדין האמריקאי.

ראשית, בהתאם לפסיקה בית המשפט אינו מחויב להיזקק לדין הזר (קדום, בפסקה י"ב).

מעבר לכך, מעיון בפסקי הדין אליהם הפנו הצדדים עולה כי הפעולות אותן ביצעו מארגנות ההשקעה באותם מקרים, מעורבותן בפעילות ההשקעה כמו גם נסיבות נוספות – כל אלו הן שהובילו, בין היתר, למסקנות **שונות** של הערכאות הפדראליות ביחס לתחולת הגדרת נייר ערך בדין האמריקאי. פעולות מארגנות ההשקעה שנדונו באותם פסקי דין אינן זהות לפעולות ההשקעה המבוצעות על ידי העותרת, ולפיכך קשה לגזור מסקנה חדה וברורה על בסיסם ביחס לענייננו (להרחבה ראו: SEC v. Life Partners Inc., 87 F.3d 536 (D.C.Cir.1996); SEC v. Torchia, 183 (Mutual Benefits Corp., 408 F.3d 737 (11th Cir. 2005); (F.Supp.3d 1291 (2016)).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

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

73. לבסוף, אדגיש כי החלת דיני ניירות ערך על פעילות העותרת אין פירושה הפסקת הפעילות, אלא המשכה אך בכפוף לחוק ניירות ערך והחובות המוטלות מכוחו, ובכלל זאת חובת פרסום תסקיף.

אכן, ייתכן ויש בכך כדי להשית על העותרת עלויות, הן כספיות והן למשל במישור החשיפה לאחריות מכוח חוק ניירות ערך. אף על פי כן, סבורני כי הדבר מתחייב מכל הנימוקים שפירטתי לעיל.

### סוף דבר

74. לאור כל האמור לעיל, המסקנה היא כי פעילות ההשקעה המשווקת, מוצעת ונמכרת על ידי העותרת מהווה הצעה ומכירה לציבור של ניירות ערך, ומחייבת פרסום תסקיף בהתאם להוראות סעיף 15 לחוק.

בהתאם, העתירה נדחית.

75. מאחר והמשך שיווק פעילות ההשקעה, הצעתה ומכירתה לציבור ללא פרסום תסקיף מהווה הפרה של הוראות חוק ניירות ערך, אני קובע כי על העותרת לחדול מפעילות זו תוך 14 יום, אלא אם כן יגיעו הצדדים להסדר אחר והכול בהתאם להוראות חוק ניירות ערך ולסמכות רשות ניירות ערך. מדובר בפרק זמן סביר בהתחשב בכך שעמדת הרשות ידועה לעותרת עוד מיום 2.11.2017.

כמו כן, מצופה מרשות ניירות ערך לפעול בהקדם האפשרי על מנת לאפשר לעותרת, ככל שתבחר בכך, לפרסם תסקיף התואם את אופי פעילותה והכול בהתאם לדין.

76. העותרת תישא בהוצאות המשיבה בסך כולל של 10,000 ש"ח.

ניתן היום, ח' אייר תשע"ח, 23 אפריל 2018, בהעדר הצדדים.

חאלד כבוב, שופט, סגן הנשיא