

עת"מ 14-05-14-05-34589
קבוע ליום 21.9.2014 בשעה 11:00
בפני כב' השופט דוד מינץ

בבית המשפט המחוזי לעניינים מנהליים
בירושלים

העותרת: קבוצת קדם חיזוק וחיידוש מבנים בע"מ ח"פ 0-434900-51

באמצעות ב"כ עוה"ד אילן מריאנו ו/או נטלי יוסף ואח'
מרח' מנחם בגין 7, רמת גן 52521
טל' 03-6128840 ; פקס 03-6128841

- נ ג ד -

המשיבה: רשות ניירות ערך

ע"י ב"כ עוה"ד ליאב וינבאום ו/או שלמה כהן
מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)
מדרך מנחם בגין 154 (בית קרדן), ת"ד 33051, תל-אביב 6133001
טל' 073-3736222 / 073-3736229 ; פקס' 073-3736490/1

כתב תשובה מטעם רשות ניירות ערך

בהתאם להחלטת בית המשפט הנכבד מיום 4.9.2014, מתכבדת המשיבה, רשות ניירות ערך (להלן-
הרשות) להגיש כתב תשובה מטעמה לעתירה נשוא ההליך. בית המשפט הנכבד מתבקש לקבל את
עמדת הרשות ולדחות את העתירה, והכל מן הנימוקים שיפורטו להלן:

א. הקדמה

1. סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן – **החוק**), קובע חובת פרסום תשקיף לצורך הצעת ניירות ערך לציבור. ללא פרסום תשקיף חל איסור על גיוס כספים מהציבור בדרך זו. המדובר בהוראת יסוד בדיני ניירות ערך, שכן ממנה נגזרת תחולת החוק, וכפועל יוצא מכך נגזר היקף ההגנה הניתן לציבור המשקיעים בישראל.
2. עניינה של העתירה אשר הובאה לפתחו של בית המשפט הנכבד הינה בקליפת אגוז תקיפת החלטה מנהלית-מקצועית של רשות ניירות ערך, דהיינו, גוף מומחה בעניין ההחלטה, בתשובה לפניה מקדמית של העותרת. בתשובה זו נמסר לעותרת כי המתווה המוצע על-ידה לגיוס כספים מהציבור מהווה הצעת ניירות ערך שלא ניתן לבצעה ללא פרסום תשקיף.
3. הלכה פסוקה היא שכאשר מדובר ברשות מקצועית לה ניתנה סמכות להחליט לאור בקיאותה ומומחיותה בתחום עליו היא מופקדת, ייטה בית המשפט ליתן משקל רב לשיקוליה של הרשות ופחות להתערב לגופה של ההחלטה.

4. לא למותר לציין, כבר על אתר, כי אף לשיטתה של העותרת (סעיף 9 לעתירה) הרשות הינה "הישות המשפטית והגוף הציבורי האמון על אופן פרשנות החוק ואכיפתו". דהיינו, אף לדידה של העותרת הרשות היא הישות המתאימה ליתן פרשנות להוראות חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - החוק) ולאוכפו על פי אותה הפרשנות (בכפוף להוראות הדין, לרבות הפסיקה, בעניין בחינה נוספת של החלטה מנהלית על ידי בית המשפט הנכבד). מסיבה זו אף פנתה העותרת ביוזמתה לרשות לקבל את עמדתה בנדון.
5. זאת ועוד, אף מבלי להידרש לחזקת תקינות החלטת הרשות, הרי שלאחר בחינת נימוקי העתירה, דומה כי אין לקבלה וזאת מן הנימוקים שיפורטו להלן.

ב. ההליך המנהלי

ב.1 רציונאל ההליך המנהלי וסוג הביקורת המופעלת

6. הרציונאל העומד בבסיסו של כל בית משפט מנהלי, בין בית המשפט הגבוה לצדק ובין בית משפט לעניינים מנהליים, הוא בחינה נוספת של מעשה מנהלי (העברתו של המעשה המנהלי בשבת ביקורתו של בית משפט) ותו לא. מהווה זו נגזרת דרך ניהול ההליך המנהלי, בין שהיא כתובה עלי תקנות סדרי דין באופן פורמאלי ובין שהיא מהווה מנהג, נוהג או הלכה פסוקה.
7. חזרה על המעשה המנהלי אינה חוסה תחת "בחינה" ו/או "ביקורת שיפוטית" של המעשה המנהלי. נגזר מכך שבית המשפט המנהלי לא מבצע את הליך הפעלת שיקול הדעת כשם שנעשה על ידי הרשות המנהלית אלא בוחן את סבירותה וכו', בדיעבד.
8. הלכה פסוקה היא שבתי המשפט, בבואם לדון בתקיפת שיקול דעתה של הרשות ו/או הבורסה הלכו עקב בצד אגודל בכל הקשור להתערבות בשיקול דעתם של הנ"ל. הפסיקה קבעה שכאשר מדובר בתקיפה של החלטות רשות מנהלית, וככל שמדובר ברשות מקצועית לה ניתנה סמכות להחליט לאור בקיאותה ומומחיותה בתחום עליו היא מופקדת, ייטה בית המשפט ליתן משקל רב לשיקוליה של הרשות ופחות להתערב לגופה של החלטה. בית המשפט הנכבד התבטא לא אחת לגבי מקצועיותה של רשות ניירות ערך וכן מקצועיות הבורסה לניירות ערך בתל אביב.¹
9. בעשותם כך, הפעילו בתי המשפט כהנחת מוצא את "חזקת תקינות פעילות הרשות". בפועל, מיעט בית המשפט להתערב בהחלטות הרשות והבורסה.²

¹ 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 ישקור בע"מ נ. חברת דיסקונט השקעות בע"מ, תק-על 513 (3)97; לגבי הבורסה: ע"א 1717/04 כים ניר שרותי תעופה בע"מ נ. הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ, תק-על 4400 (2)2008 (29.6.08);

² ראו סקירה במאמרו של דניאל רימון וטל אמיר, "בית משפט כלכלי מדלוור לישראל, תאגידים 41, 3, בעמ' 90 - 91 (נובמבר 2010).

10. יפה לענייננו החלטתה של כב' השופטת ר' רונן, מהמחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בת"א, אשר ניתנה לפני כחודש ימים בעת"מ (ת"א) 37447-10-13 אפריקה ישראל תעשיות נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 2.8.2014) (להלן- עניין אפריקה), ובמסגרתה נותחו סוגי הביקורת השיפוטית על החלטות של רשות מנהלית ולגבי הביקורת השיפוטית מנהלית (בדומה לעניינו) נקבע כך:

"סוג הביקורת השלישי הוא הביקורת השיפוטית המנהלית. במסגרת ביקורת זו, שיקול הדעת של בית-המשפט הוא מצומצם יותר, כאשר בית- המשפט בוחן רק אם ההחלטה הנתקפת מצויה ב"מיתחם הסבירות" אם לאו. כך קבע בית-המשפט העליון לא אחת כי:

"אין אנו יושבים בוועדת ערעור עליונה על החלטות רשות מנהלית, ורק אם לוקה החלטתה של הרשות מבחינה משפטית, נתערב בה. במקרה דנן, מכוונת טענת העותר נגד תוכן ההחלטה מבחינה מקצועית, ואין טענה זו מעוררת בעיה משפטית כלשהי. כאמור בבג"ץ 16-20/77, 151. בעמ' 540 'אין בית-משפט זה רואה את עצמו כמעין מומחה עליון שבכוחו להכתיב מה סביר ומה אינו סביר בהחלטות של מומחים במסגרת מומחיותם'" (ר' בג"ץ 555/77 בבצ'וק נ' הבורסה לניירות-ערך, פ"ד לב(2) 377 (1978))" (ההדגשות אינן במקור, ל"ו וש"כ).

2.2. העקרונות להיקף ההתערבות של בית המשפט בהחלטות מנהליות

11. בעניין אפריקה פרש בית המשפט את היקף ההתערבות של בית-המשפט וקבע כי זה נגזר ממספר שיקולים, ובין היתר – אופיו של הטריבוטל שקיבל את ההחלטה, סוג ההליך בבית- המשפט (עתירה או ערעור), מהות הזכויות שההחלטה עשויה לפגוע בהן, המומחיות של הגוף שקבל את ההחלטה והשאלה האם מדובר בהחלטה שבה יש לגוף המחליט יתרון בשל המומחיות המיוחדת שלו, ונוסף לכל אלו השיקול ולפיו ישנה הבחנה בין התערבות בענין משפטי לבין התערבות בנושאים עובדתיים.

12. שיקולים אלו יבחנו להלן, אחד לאחד:

12.1. אופיו/מהותו של מקבל ההחלטה- עניינו בהחלטה מנהלית (הנחיה מקדמית לעותרת) שנתקבלה ע"י סגל רשות ניירות ערך. דהיינו, גוף בעל מומחיות מקצועית מיוחדת (כפי שניתן ללמוד מפסקי הדין שהובאו במסגרת סעיף 8 לעיל).

12.2. סוג ההליך בבית המשפט- עניינו בעתירה, ולגבי הליך זה נקבע בעניין אפריקה כך: **"היקף הביקורת השיפוטית בהליך של "עתירה" הוא מצומצם יותר מזה שחל בהליך של ערעור".**

בבג"ץ 338/87 דן מרגליות נ' שר המשפטים, פ"ד מב(1) 122 קבע בית המשפט העליון בשבתו כבג"ץ בזו הלשון:

"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.

12.3. טיבן של הזכויות הנפגעות מכוח ההחלטה - לפי מבחן זה, בבחינת שאלת מידת ההתערבות של בית-המשפט, יש לקחת בחשבון גם את שאלת סיווג הזכויות הנדונות. ככול שמדובר בזכויות יסוד משמעותיות יותר – תגדל נטייתו של בית-המשפט להתערב בהחלטות הנתקפות גם לגופן. בענייננו מדובר בהחלטה מנהלית המהווה, לבקשת העותרת, הנחיה מקדמית כיצד לפעול בהתבסס על המסכת העובדתית שנפרשה על-ידי העותרת במסגרת פניותיה לרשות, ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלוונטיים לאשורם.

וממה נפשך? אין ענייננו נסוב על זכויות יסוד בסיסיות או משמעותיות ביותר כדוגמת הזכויות נושא פסה"ד ע"ב 1/88 ניימן נ' יו"ר ועדת הבחירות המרכזית לכנסת השתיים-עשרה פ"ד מה(4) 177 (1988) או בג"ץ 7542/05 גל פורטמן נ' מאיר שטרית (פורסם בנבו, 11.2.2007) שדן בהליך של שלילת תעודת עולה ואזרחות. כך גם לא מדובר בהחלטה שעניינה הטלת עיצום כספי על העותרת. משמעות ההחלטה נושא הליך זה הינה חיוב העותרת לנקוט בדרך פעולה אלטרנטיבית לזו בה חפצה ולפרסם תשקיף, וזאת לצורך ביצוע מנגנון גיוס האשראי מהציבור הרחב. היינו, אין מדובר בפגיעה בזכות קנויה של העותרת ו/או במניעתה של העותרת מהגשמת מטרתה, אלא אך בדרישה שזו תבוצע בדרך העולה בקנה אחד עם הדין בישראל.

במצב דברים זה, **"יש לאזן את הפגיעה בזכויות עם הכלל ביחס להתערבות המצומצמת על ידי בית-המשפט בעתירות מנהליות"** (ר' עניין אפריקה).

12.4. התערבות בנושאים בהם יש לגוף המחליט מומחיות מיוחדת - בית-המשפט נוהג להתערב ביתר קלות בנושאים משפטיים שהם בתחום מומחיותו שלו, ולמעט להתערב בנושאים שהם בתחום המומחיות של גוף מקצועי שקבל את ההחלטה. כאמור, עניינו בגוף בעל מומחיות מקצועית מיוחדת (כפי שניתן ללמוד מפסקי הדין שהובאו, כאמור, במסגרת סעיף 8 לעיל) שקיבל החלטה מנהלית על בסיס פרשנותו להוראת חוק ניירות ערך.

13. בחינת מכלול השיקולים שלעיל, מביאים למסקנה כי אין עובדות העתירה מקימות סעד לקבלתה.

14. למעלה מכך, ביחס להתערבותו של בג"ץ, נפסק כי בג"ץ לא יתערב בכל מקרה של טעות משפטית. כך למשל בבג"ץ 5944/92 סעדה ח'ליל ח'טיב נ' בית הדין הארצי לעבודה (פ"ד מז(1) 824 (1993)) נקבע כי בית-המשפט העליון יתערב רק אם נתגלתה טעות משפטית מהותית בפסיקת בית-הדין לעבודה, והצדק מחייב התערבות של בג"ץ (ר' בעמ' 827). מבחינת עובדות העתירה ניתן ללמוד כי אין זה המקרה בענייננו.

ג. עיקרי העובדות הרלוונטיות ועמדת העותרת

15. ביום 10.10.2013 פנתה העותרת בבקשה לקבלת הנחיה מקדמית של סגל הרשות (להלן - הפניה הראשונה). עיקרי העובדות שתוארו על ידיה בפניה הראשונה, נטענים במסגרת העתירה נשוא ההליך, והם כדלהלן:³

א. העותרת עוסקת בייזום פרויקטים על פי הוראות תמ"א 38. בשל קושי בקבלת ליווי בנקאי לפרויקטים מסוג זה, העותרת מעוניינת ביצירת מנגנון של ליווי פרויקט על ידי משקיעים פרטיים, באמצעות גיוס אשראי ממלווים פרטיים בסכום של החל מ- 200,000 ₪, עד לגיוס מלוא סכום המימון הדרוש (8,000,000 ₪).

ב. ייעוד כספי ההלוואה לטובת ביצוע הפרויקט יובטח באמצעות הפקדת הכספים ישירות לחשבון נאמנות ייעודי עבור כל המלווים, כאשר שחרור הכספים יעשה על ידי הנאמן אך ורק בהתאם לקצב התקדמות הבנייה, ובכפוף לאישור מפקח על השלמת השלב הרלוונטי בבנייה.

ג. לצורך גיוס האשראי ממלווים, כאמור, בכוונת העותרת לפנות למספר רב של מלווים פוטנציאליים ולהציע להם להתקשר בהסכמי הלוואה בשיעורי ריבית משתנים, הנובעים מהיקף ההלוואה, באמצעות ההתקשרות ספציפית עם כל מלווה ומלווה בנפרד, כאשר כל מלווה מיוצג על ידי עורך דין ויכול להעיר הערותיו על הסכם הלוואה. זאת, מבלי שיתקיימו שינויים מהותיים במתווה העסקה הבסיסי, שכן המדובר בעסקה אחת לגיוס מימון לפרויקט ספציפי.

ד. בכוונת העותרת לתת לחלק מהמלווים, על פי סדר התקשרותם עמה, את האפשרות לקבל את החזר ההלוואה במועד מאוחר יותר, בתוספת ריבית נוספת על תקופה זו וזאת כהטבה נוספת על מנת לתמרץ מלווים לחתום על הסכם הלוואה עמה בהקדם.

16. במסגרת הפניה הראשונה ביקשה העותרת לקבל את עמדת הרשות לגבי השאלה האם הסכמי הלוואה שהעותרת מעוניינת להציע למלווים נכנסים לגדרי המונח "סדרות", כמשמעותו בהגדרת המונח "ניירות ערך" בחוק.

17. לעמדת העותרת, כפי שהובעה בפניה הראשונה, הסכמי הלוואה האמורים אינם נכנסים בגדרי המונח "סדרות" בחוק, ולפיכך אין מדובר ב"נייר ערך", ולכן לשיטת העותרת פטורה היא מהוראות הדין ביחס לדרך הצעת ניירות ערך לציבור. זאת, היות ושיעורי הריבית ומועדי הפירעון לא יהיו זהים לכל המלווים, כי לא תתקיים תקרה למספר ההסכמים הכולל לצורך גיוס סך המימון הדרוש לפרויקט, וכן כי ידובר בהתקשרות ספציפית עם כל מלווה ומלווה בנפרד.

³ למען הסר ספק יובהר כי אין בציון העובדות המתוארות על-ידי העותרת בכתב תשובה זו כדי לאשרן כי אם כדי ליתן את עמדת הרשות ביחס לאותן עובדות נטענות, למעט תשובות הרשות מיום 13.1.2014 ומיום 25.8.2014.

18. במכתבה של הרשות מיום 13.1.2014 כמענה לפנייתה הראשונה של העותרת הובהר, כי בנסיבות העניין ועל רקע העובדות שתוארו בפניה הראשונה כמפורט לעיל, סגל הרשות לא קיבל את עמדת העותרת. לעמדת סגל הרשות, הסכמי ההלוואה כפי שתוארו בפניה הראשונה מהווים "תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה" ומשכך הם מהווים "ניירות ערך", כהגדרתם בחוק. זאת, בעיקר לאור העובדה שלא קיים הבדל מהותי בין הסכמי ההלוואה השונים לעניין התשלום והערובה לתשלום. סגל הרשות ציין את פסיקת בית המשפט העליון בעניין טבע,⁴ אשר פירש את המונח "סדרה" כמתייחס לשני ניירות או יותר שהם שווי דרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום.⁵

▪ העתק פנייתה הראשונה של העותרת לרשות וכן העתק מכתבה של הרשות במענה לה, מצ"ב ומסומנים **נספחים 1 ו-2**, בהתאמה.

19. בעקבות הפניה הראשונה ומענה סגל הרשות בעניינה, וכן בעקבות שיחות שניהלו נציגי העותרת עם מלווים פוטנציאליים, פנתה העותרת פעם נוספת לרשות (להלן - **הפניה השנייה**), בבקשה לבחון מתווה שונה במקצת מזה שתואר בפניה הראשונה לצורך גיוס המימון הדרוש, ואשר לטענת העותרת יעמוד בפרשנות החוק (לעניין המונחים "סדרה" ו"נייר ערך") (להלן - **המתווה המוצע**).

▪ העתק פנייתה השנייה של העותרת לרשות, מצ"ב ומסומן **נספח 3**.

20. השינוי העיקרי במתווה המוצע, ביחס לזה שבפניה הראשונה, היה יצירת מגוון של רכיבים שונים בהתקשרות, אשר יכול וישתנו בין מלווה אחד למשנהו ויכול שיקבעו במשא ומתן פרטני מול כל מלווה ביחס לתנאי ההתקשרות הספציפיים. בין רכיבי ההתקשרות השונים הציעה העותרת לכלול את העניינים שלהלן (בדומה לנטען במסגרת סעיפים 35 - 56 לעתירה):

א. **רכיב ייעוד התמורה** - עם כל מלווה יוסכם איזה סכום מתוך כלל סכום ההלוואה יועמד לטובת מימון בנייה בפרויקט ספציפי בו ניתן היתר בניה ואיזה חלק מסכום ההלוואה, אם בכלל, יועמד לטובת מימון פעילותה השוטפת של העותרת;

⁴ רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ ואח', פ"ד מז(5) 476, 481.

⁵ בנוסף, הסב שם סגל הרשות את תשומת לבה של העותרת לכך שאף אם היה ניתן לראות בהסכמי ההלוואה מספר סדרות של ניירות ערך לאור ההבדלים שתוארו בפניה הראשונה (וכאמור הרשות בדעה אחרת), הרי שלאור סעיף 15א(א1) סיפא לחוק יש למנות את כלל המלווים לעניין מגבלת 35 המשקיעים. לפנייה הראשונה והתשובה לה ר' באתר הרשות בכתובת:

http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Pages/default.as

- ב. רכיב הבטוחה - למלווה תועמד כבטוחה דירה בפרויקט, כאשר לא יוכלו להיות יותר מ- 7 מלווים להם יינתן ביטחון באותה דירה. בנוסף, שווי הבטוחה לעומת סכום ההלוואה ישתנה ממלווה למלווה בהתאם לשיעור הריבית שישולם למלווה. קשת האפשרויות של כל מלווה תנוע בין בטוחה ביחס של פי אחד וחצי מסכום ההלוואה (המהווה את רמת הסיכון הנמוכה ביותר) שתזכה את המלווה בריבית של 12%, לבין בטוחה ביחס של פחות מאחד לאחד ביחס לסכום ההלוואה (המהווה את רמת הסיכון הגבוה ביותר) שתזכה את המלווה בתשואה של 21% או בזכות למימוש אופציה לדירה בתנאים מועדפים;
- ג. רכיבי בטוחות נוספות - ככל שהמלווה יחליט שחלק מסכום ההלוואה ישמש לצורך מימון הפעילות השוטפת של העותרת, תינתן לאותו מלווה אופציה לרכישת דירה, כאשר יתנהל מו"מ ספציפי מול המלווה ביחס למיקום הדירה ולמחיר מימוש האופציה; בנוסף, תועמדה לטובתו בטוחות נוספות, בדמות שעבוד זכויות בפרויקט, שטרם ניתן בו היתר בנייה סופי אלא רק היתר בתנאים, כאשר זהות הפרויקט יקבע במשא ומתן בין המלווה לעותרת.
- ד. רכיב שיעור הריבית - שיעור הריבית שישולם לכל מלווה ינוע בטווח שבין 12% ל- 21% כפונקציה של טיב הביטחונות שיועמדו למלווה, כמפורט לעיל;
- ה. רכיב מועד התחזר - מועדי החזר ההלוואות יהיו שונים בין מלווים שיעמידו מימון רק לבנייה לבין מלווים שהעמידו חלק מההלוואה לבניה וחלק לפעילות השוטפת של העותרת; בין מלווים שיקבלו כביטחון חלקים באותה הדירה לבין עצמם וכן בין המלווים שהעמידו הלוואה לצורכי בניה בלבד, שכן המקור להחזר ההלוואה יהא מהתשלומים שיתקבלו ממכירת הדירה שהועמדה לכל מלווה כשעבוד, כאשר מועדי המכירה של כל אחת מהדירות בפרויקט יהיו שונים. בנוסף, קיימת גם האפשרות שהעותרת תציע לחלק מהמלווים, לפי סדר ההתקשרות שלהם עמה, אפשרות להאריך את תקופת ההלוואה, ככל שתקופת הבנייה תחרוג מהתקופה הנקובה בהסכם ההלוואה.
- ו. מועדי פירעון – קביעת הבדלים בין מועדי פירעון הקרן והריבית של ההלוואה בהתאם לשיעור התשואה ויחס הבטוחות שקיבל המלווה.
21. עוד ציינה העותרת בפנייתה כי היא תהיה מוכנה להחיל על עצמה סייג נוסף, באופן שלטענתה יוכל בפרשנות מרחיקת לכת ביותר להביא לכל היותר לכדי מסקנה כי מדובר ב- 5 סדרות שונות. על פי סייג זה תציע העותרת למלווים חמש אפשרויות שונות להתקשרות עימה, אשר בכל אחת מהן יכללו טווחים של הרכיבים המפורטים לעיל, כולם או חלקם, שישתנו בין אפשרות אחת למשנתה, כאשר העותרת תגביל עצמה כך שלא תחתום עם יותר מ- 35 מלווים בכל אחת מאפשרויות אלה. יצוין, כי גם על פי סייג זה עשויה החברה להתקשר עם עד 175 משקיעים מהציבור.

22. לשיטת העותרת, בהתאם למתווה המוצע הסכמי הלוואה לא יהוו ניירות ערך. זאת, לאור העובדה שעם כל מלווה (גם אלו אשר אותה דירה משמשת להם כבטוחה להלוואתם), יתנהל משא ומתן בנפרד, על פי קריטריונים מסחריים מקובלים של היצע וביקוש ואינטרסים מסחריים שונים ונפרדים של כל אחד מהצדדים, וזאת בהתייחס לכל אחד מהרכיבים השונים בהסכמי הלוואה - סכומי ההלוואות, שיעור הריבית, הבטוחות, משך תקופת הלוואה ומועדי פירעון ההלוואות. עניין זה, יוביל בהכרח, לעמדת העותרת, למגוון רחב יותר של הסכמי התקשרות, בעלי תנאים שונים, באופן שאלו לא יהוו סדרה של ניירות ערך.

23. במכתבו מיום 25.8.2014, הודיע סגל הרשות לעותרת כי בנסיבות העניין ועל רק העובדות שתוארו בפניות דלעיל, סגל הרשות לא קיבל את עמדת העותרת, לפיה במסגרת המתווה המעודכן הסכמי הלוואה אינם עולים כדי "ניירות ערך", כמשמעותם בחוק. הנימוקים לכך פורטו במכתב הרשות הנ"ל ומובאים להלן בהרחבה.

▪ העתק מכתב סגל הרשות מיום 25.8.2014, מצ"ב ומסומן נספח 4.

ד. מסגרת נורמטיבית

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

"(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".

25. 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."

26. 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 גם היא ערך מחייבת פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

27. תכליתו של סעיף מרכזי זה היא קביעת תחולתו של חוק ניירות ערך על תאגידי המציעים ומוכרים ניירות ערך, לשם הגנת ציבור המשקיעים בניירות ערך.
28. האיסור האמור חל בקשר עם הצעה או מכירה של "ניירות ערך" כהגדרתם בסעיף 1 לחוק, וחלים בעניינו מספר חריגים המפורטים בסעיפים 15א ו-15ב לחוק. אחד החריגים העיקריים מנוי בסעיף 15א(א)(1) לחוק, העוסק בהצעת או מכירת ניירות ערך למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35. בהמשכם של דברים תתייחס המשיבה למשמעות המונח "סדרה" בהגדרת "ניירות ערך", ולאופן ספירת המשקיעים בהתאם לסעיף 15א(א)(1) לחוק.

1.ד. הרציונאלים לדרישת פרסום תשקיף ולתחולת דיני ניירות ערך

29. **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. הגילוי עצמו נבדק על-ידי הרשות, וחלה בעניינו 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 לחקנות למשקיעים יכולת לקבל החלטה מושכלת באשר לניירות הערך שבידיהם גם לאחר ביצוע ההשקעה הראשונית, ולאמוד בין היתר את שווי זכויותיהם.

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 מידי בחברה המציעה אגרות חוב ועוד.

30. בתי המשפט עמדו על חשיבותם של דיני ניירות ערך בעת גיוס הון 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 כי הציבור לא ישים כספו על קרן הצבי או חלילה יפול קורבן למעשי תרמית והונאה. 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 החבה ומנהליה מהתנהגות בלתי ראויה; חיזוק אמון הציבור בשוק ניירות הערך; והגברת יעילותו של שוק ניירות הערך.⁶

31. מן האמור לעיל ברורה גם חשיבות הדרישה לפרסום תשקיף, המהווה את שער הכניסה לדיני ניירות ערך. לצורך כך טובים דברי כב' השופטת ה' בן עתו בעניין ת"פ (ת"א) 31/73 **מדינת ישראל נ' אפרים אברון**, פ"מ תשל"ז (1) 329 (להלן- **עניין אברון**):

⁶ 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.

"אחד הכללים הבסיסיים בדיני המכר, שכולנו אמונים עליו, הוא הכלל הנקרא CAVEAT EMPTOR "יזהר הקונה". כלל זה מטיל על הקונה את האחריות לבדיקת כל פגם בממכר ואם כי אין בו כדי להתיר למוכר מצג-שוא או מסירת מידע כוזב, אין הוא מטיל על המוכר את החובה לנדב מידע מבלי שנתבקש לעשות כן. עם התפתחותה של הכלכלה המודרנית, שאחד המאפיינים שלה הוא גיוס הון מהציבור על-ידי חברות באמצעות מכירת ניירות-ערך, נתגלה הכלל האמור כחסר ערך מבחינת הגנת ציבור המשקיעים. לא מדובר עוד ברכישת מוצר שהקונה יכול לבחון אותו במו עיניו ולמששו במו ידיו כדי לעמוד על טיבו, אלא ברכישת זכויות המוצאות את ביטויין המוחשי בפיסת-נייר הנקראת תעודת-מנייה או אגרת-חוב, ובהעדר מידע מפורט ואמין, המאפשר לקונה הערכה נכונה ושיקול אינטליגנטי לגבי כדאיות השקעתו, הוא אכן עלול למצוא את עצמו מחזיק בסופו של דבר פיסת נייר ותו לא. לכן הגיעו כל המדינות המודרניות למסקנה כי ציבור המשקיעים זקוק להגנה בנושא זה. ואם כי כל מדינה מגינה על הציבור בדרכים שהיא מוצאת אותן מתאימות הרי המטרה, דהיינו מניעת ניצולו של המשקיע הבודד על-ידי חברות ציבוריות, מאפיינת את חוקיהן של המדינות השונות" (ההדגשה שלנו, ל"ו וש"כ).

32. 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 הנפקת ניירות ערך.

33. לנוכח תכלית ההגנה על ציבור המשקיעים, והגיוון הרב האפשרי בפעילויות בעולם העסקי, נוסחו הגדרות "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" שבחוק בהרחבה וכך גם יש לפרש אותן. באופן כללי, מטרתם של הגדרות אלו ושל האיסור הקבוע בסעיף 15 לחוק הינם להגן על הציבור כאשר מיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה.

34. פעילות גיוס הכספים המוצעת על-ידי העותרת, כפי שתוארה במכתביה ובעתירה, היא מסוג הפעילויות שדיני ניירות ערך נועדו לפקח עליהן שעה שהן מכוונות לציבור, מתוך כוונה להקנות לציבור זה את ההגנה הנדרשת לו בהתאם להוראות הדין. המדובר בפנייה למספר רב של מלווים פוטנציאליים, במטרה לגייס מהם כספים למימון פעילותה של העותרת העוסקת בייזום פרויקטים על פי הוראות תמ"א 38. כנגד השקעת הכספים בעותרת מובטחת למשקיעים תשואה פיננסית בהתאם להסכמי ההלוואה שייחתמו בינם ובין העותרת.

35. קבלת תשואה זו תלויה בפעילותו של המיזם ובאופן ניהולו, ולפיכך נחוצים המנגנונים הקבועים בדיני ניירות ערך ובדיני החברות להגנת המשקיעים. יובהר, כי מטבע הדברים לא כל מיזם עסקי יכול לעמוד בדרישות הקבועות בדיני ניירות ערך, מפאת גודלו, יכולותיו הפיננסיות והארגוניות, או סוג ההצעה שהוא מבקש להציג לציבור.

36. בפני מיזם כאמור פתוחות דרכים רבות אחרות למימון פעילותו, כגון גיוס כספים מהמערכת הבנקאית, ממשקיעים מתוחכמים (כהגדרתם בחוק ובתקנות) או ממספר משקיעים שאינו עולה כדי "ציבור" בהתאם לחריג הקבוע בסעיף 15א(א)(1) לחוק. ואולם, האפשרות לפנות לציבור תהא חסומה בפניו אם אינו יכול לקיים את דרישות הדין.
37. כאמור לעיל, העותרת טוענת כי מטרת הפנייה לציבור הינה מימון פעילותה העסקית של החברה, וביקשה להישען בעיקר על הטיעון כי הסכמי ההלוואה אינם מהווים "תעודות המונפקות בסדרה" כמפורט בהגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק, ועל הטיעון כי יתקיים מו"מ אישי עם כל משקיע ומשקיע אשר ישפיע על הזכויות הגלומות בהסכם ההלוואה.
38. אולם, וכאמור לעיל, הרשות סבורה כי אין לקבל טענות אלו, ולטעמה יש לפרש את רכיב ה"סדרה" בהתאם לרציונל שלשמו חוקקו דיני ניירות ערך ונקבע האיסור על הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור מבלי שקדם לכך פרסום תשקיף.
39. בית המשפט העליון פירש בעבר⁷ את המונח "תעודות" בהרחבה, וקבע כי אין לפרש מונח זה כמסמך פורמלי כתעודת מניה, וכי מסמך, קרי נוסח כתוב, מצוי אף הוא בגדר ההגדרה באותו מקרה התייחס בית המשפט העליון אף למונח "סדרה" באומרו כי "תכונתה של סדרה היא שהיא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום אשר יש תקרה למספרן הכולל".⁸
40. אמירה זו של בית המשפט יש להבין על רקע העניין הפשוט שהובא לפניו באותו מקרה, ועסק בכתבי אופציה שהוצעו על פי תשקיף.
41. ואולם, לנוכח תכליות החוק כפי שצוינו לעיל, פרשנות המונח "סדרה" לענין הגדרת "ניירות ערך" אינה מוגבלת, הן מבחינה לשונית הן מבחינה תכליתית, למצב בו מתקיימת זהות בין התעודות וההבדל ביניהן מתמצה במספר סידורי.
42. לצורך "סדרה" די בקיומן של מספר תעודות אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים. הבדלים בין התעודות, אשר אינם נוגעים למהות ההשקעה, אינם מחריגים, לפיכך, את התעודות מגדר סדרה אחת כאמור בהגדרת "ניירות ערך".⁹ עמדה זו קיבלה לאחרונה ביטוי גם במסגרת "עמדה משפטית של סגל רשות ניירות ערך מספר -103 34 - סדרת ניירות ערך" (להלן- העמדה המשפטית של סגל הרשות).¹⁰
- העתק העמדה המשפטית של סגל הרשות, מצ"ב ומסומן נספח 5.

⁷ רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיית בע"מ נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5), 476, 481.

⁸ לעיל, בעמ' 481 - 482. מאפיינים אלה לא נקבעו בלשון החוק עצמו.

⁹ יובהר, כי פרשנות המונח "סדרה" בהקשרים אחרים, כגון זיהוי סדרת אגרות חוב שהונפקה לציבור על פי תשקיף לשם קביעת חובות שונות מכוח דיני ניירות ערך ודיני החברות, עשויה להיות שונה ומצמצמת יותר.

¹⁰ ר' באתר האינטרנט של הרשות בכתובת האינטרנט:

2.ד. ספירה יחד של משקיעים בסדרות שונות

43. סעיף 15א(א)(1) לחוק קובע כי לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור "הצעה או מכירה למשקיעים שמספרם אינו עולה על מספר שייקבע בתקנות, ובלבד שמספר המשקיעים שלהם ימכור המציע ניירות ערך בהצעה או במכירה כאמור, בצירוף מספר המשקיעים שלהם מכר ניירות ערך במהלך שנים עשר החודשים שקדמו לאותה הצעה או מכירה, לא יעלה על המספר שנקבע; לעניין זה יימנו בנפרד משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות, ומשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים".

44. כפי שעולה מהסיפא של סעיף 15א(א)(1) לחוק, יש למנות יחד את מספר המשקיעים בסדרות שונות של ניירות ערך, תוך מיון בין שתי הקטגוריות הבאות: (1) מניות וניירות ערך המורים למניות, או (2) ניירות ערך אחרים. לאור האמור, גם בהינתן הצעה או מכירה של סדרות שונות בתכלית של ניירות ערך, ספירת המשקיעים עשויה להיות מצרפית.

כלומר, בעניינה של החברה, מאחר שכל הסכמי הלוואה, על ה"מסלולים" השונים שבהם, מהווים "ניירות ערך אחרים", הרי שאף לו היתה מתקבלת עמדת העותרת לפיה יש להכיר בכל אחת מאפשרויות ההשקעה או בכל אחד ממסלולי ההשקעה כסדרה נפרדת של ניירות ערך (עמדה שכאמור המשיבה דוחה מכל וכל), לצורך מנין ה-35 משקיעים יש למנות את כל המלווים יחדיו ובמצטבר גם אם השקיעו במסלולים שונים. לכן, ככל שתציע החברה ליותר מ-35 משקיעים להתקשר בהסכמי הלוואה ו/או לתקשר החברה עם למעלה מ-35 משקיעים בהסכמי הלוואה, באיזה מהמסלולים במצטבר, תהיינה ההצעה והמכירה כפופות להוראות סעיף 15 לחוק ותחייבנה פרסום תשקיף.

3.ד. סדרות הנוגעות לפרויקטים שונים

45. זאת ועוד, פרשנות המונח "סדרה" והדרישה לספור סדרות שונות יחד, נועדו להגשים את תכלית החוק, ולמנוע גיוסים בהיקפים משמעותיים מהציבור הרחב בדרך של הנפקת ניירות ערך, אשר לא יהיו נתונים לפיקוח ולחובות המקיפות הקבועות בדין.

46. הצעת ניירות ערך שונים על-ידי חברה, כאשר התשואה על כל סוג של נייר ערך תלויה בהצלחת פרויקט אחר של אותה חברה, עשויה להיחשב אמנם כהצעת ניירות ערך מסדרות שונות, אולם עדיין מדובר יהיה בהצעות של אותו גורם, אשר יש למנותן יחד מכוח סעיף 15א(א)(1) לחוק. הסיבה לכך אינה נעוצה רק בלשון החוק, אלא גם בעובדה כי המשקיעים (כולם) אינם תלויים בהצלחת פרויקט ספציפי בלבד, אלא גם ביציבותה של החברה המנפיקה, במצבה הפיננסי, ביכולותיה הניהוליות, וכו'.

47. האפשרות שלא למנות את הסדרות השונות יחד, תיתכן לדוגמא, במקרה שבו המשקיעים בכל סדרה מחזיקים בניירות ערך בחברה נפרדת שתחתיה נמצא הפרויקט, כך שלמשקיעים יש זכויות ישירות כלפיה, ומדובר למעשה בהשקעה נפרדת בחברות שונות, אשר הסיכונים והסיכויים הכרוכים בה הינם עצמאיים, ובלבד שאין מדובר בהפרדה מלאכותית לחברות שונות, שנועדה לעקוף את הוראות סעיף 15א(א)(1) לחוק.

ה. מן הכלל אל הפרט

48. לאור המפורט לעיל, תטען הרשות כי אין במתווה המוצע על-ידי העותרת כדי להוציא את הסכמי ההלוואה אשר העותרת מבקשת להציע לציבור מגדר המונח "סדרה", ומשכך אף אין להוציאם מהגדרת "ניירות ערך". נראה כי המתווה המוצע נועד להוציא באופן מלאכותי את גיוס הכספים מהציבור מגדרו של החוק. ואולם, החוק חל על פי תכליתו ולשונו גם על המתווה המוצע, ואין להתיר עקיפה שלו.

49. העיקר נותר בכך שהעותרת מתעתדת להציע מכשירי חוב לציבור משקיעים, מבלי שניתן להם המידע הנדרש להם לצורך קבלת החלטת השקעה מצדם; כאשר עצם הנכונות להשקיע והערכת שווי ההשקעה (החל במועד ההצעה ועד פירעון החוב) תלויים בסיכויים ובסיכונים של העותרת בכללותה, ולמצער באלו של פרויקט ספציפי שלה המנוהל על-ידי העותרת או על ידי מי מטעמה באופן בלעדי ולכן כל המידע אודותיהם מצוי בידיה בלבד; וכן - כאשר מהות ההשקעה הינה השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה.¹¹

50. בכך, אין העותרת שונה באופן מהותי מחברות נדל"ן יזמי המגייסות כספים מהציבור בדרך של הנפקת אגרות חוב, ונדרשות לשם כך לפרסם תסקיף שקיבל את היתר הרשות, בהתאם להוראות הדין. לאור האמור, אין לגישת הרשות חשיבות מכרעת להבדלים מסוימים בתנאים הכלכליים בין הסכמי ההלוואה השונים, שכן אין בהבדלים אלה כדי לגרוע מהעובדה, שבסופו של יום מדובר עדיין בניירות ערך כמשמעותם בחוק.

51. למעלה מן הצורך יצוין, כי גם פרשנות מצומצמת יותר של המונח "סדרה" הייתה מביאה למסקנה דומה, שכן, אין בריבוי מספרם של הרכיבים הכלכליים השונים בכל הלוואה, קרי בכל "סדרה", ומשכך גם בריבוי מספר השילובים הפוטנציאליים שלהם בהסכמי ההלוואה, כדי ליצור הבדל מהותי בתנאי התשלום ובערובה לתשלום. זאת מאחר שגובהו או היקפו של כל רכיב צפוי להשפיע בשיעור דומה על גובהו או היקפו של רכיב אחר, בהתאם להרכבם הכולל בהסכם. משכך, הלכה למעשה, ממילא יתקיימו יחסים קבועים בין הרכיבים השונים, ובכלל זה, בין תנאי התשלום והערובה לתשלום, על בסיס מעין "מפתח" מוגדר מראש. רציונאל דומה מביא למסקנה שאף לפי הפרשנות המצמצמת של המונח "סדרה", במניין ה-35 משקיעים יש לחבר את כל ה"סדרות" השונות של "ניירות הערך האחרים".

¹¹ יצוין, כי בית המשפט העליון קבע, כי לצורך פירוש חוק ניירות ערך הישראלי ניתן לפנות לשם השוואה גם לדיני ניירות הערך הפדרליים של ארה"ב, שם קיימת פסיקה מפותחת ועניפה בנושא. ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך פ"ד מו(2) 818, בפסקה 7 לפסק הדין. בהתייחס לשאלה, האם דיני ניירות ערך האמריקאיים יכולים להיות מקור פרשני באשר להגדרת "ניירות ערך" בדין הישראלי הובעו דעות שונות בפסיקת בתי המשפט, אולם מכל מקום המאפיינים שזכרו לעיל עולים בקנה אחד עם אלו שנדונו ארוכות בפסיקה האמריקאית בדבר המאפיינים אשר מקימים "נייר ערך" שדיני ניירות הערך חלים לגביו. ר' בעניין זה את פסק הדין המכונן בארה"ב S.E.C v. W.J. Howey Co. 328 U.S. 293 (1946) ור' גם המ' (ת"א) 3199/95 רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ, דינים מחוזי, כרך כו(5), 338.

52. לא למותר לציין כי הרציונאל בפטור של ה-35 משקיעים נובע משיקולי עלות מול תועלת, ולפיהם אין מקום להשית על המציע הוצאות כבדות הכרוכות בפרסום תשקיף כאשר הוא מציע ניירות ערך למספר מצומצם של משקיעים, ואולם, רציונאל זה לא מתקיים בענייננו כאשר הפניה היא למספר רב מאד של משקיעים המושקעים בסופו של דבר באותה השקעה.
53. זאת ועוד, קיים חשש ממשי של מדרון חלקלק שעלול להיגרם כתוצאה מקבלת העמדה הפרשנית של העותרת. קבלת עמדה זו תסלול את הדרך לעקוף בנקל את חובת פרסום התשקיף באמצעות יצירת דיפרנציאציות כאלו ואחרות בין ניירות ערך, וכך המשקיעים לא יזכו להגנת התשקיף הגם שבמהות הם משקיעים כולם באותו מושא השקעה עם סיכונים וסיכויים דומים.
54. ודוק, כי מנקודת מבטם של המשקיעים, ההבדלים הפוטנציאליים בין מסלולי ההשקעה השונים, לא מאיינים את הצורך שלהם לקבל את המידע שנכלל בתשקיף לגבי מושא ההשקעה, ומכיוון שמדובר במושא השקעה דומה, גם הגילוי שהם צריכים לו דומה.
55. באשר לטענת העותרת לקיומו של מו"מ אישי בין החברה לבין כל משקיע ומשקיע, יובהר כי אין בתהליך מעין זה, המתקיים בין העותרת ובין מלווה פוטנציאלי, קודם לחתימת הסכם ההלוואה עמו, כדי להוציא את הסכם ההלוואה מהגדרת "ניירות ערך", ואף לא מגדר פעולה של "הצעה", שכן יהא תוכנו של תהליך זה אשר יהא, אין הוא יכול להחליף את הדרישות שנקבעו בדיני ניירות ערך לעניין הדרך לביצוע "הצעה לציבור של ניירות ערך", ובכלל זה את ההגנה הניתנת מכוחם לציבור המשקיעים.
56. דיני ניירות ערך נועדו, בין היתר, להעמיד בפני ציבור המשקיעים את מלוא המידע הדרוש לו לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת. בהיותם דינים קוגנטיים, אין העותרת רשאית לעשות דין לעצמה, ולמצוא להם תחליף בדרך של שיחות עם המשקיעים, או בהצגת מידע אלטרנטיבי למידע שנקבע בדין.
57. בנוסף, המונח "הצעה לציבור" המחייבת פרסום תשקיף מנוסח בחוק בהרחבה כ"פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך", ואינו מסויג לאופן פניה זה או אחר. החוק אינו נוקט לשון ספציפית באשר לדרך שבה יש לבצע הצעה לציבור. לכן, הצעה לציבור יכולה להיעשות גם בדרך של מפגשים פרטניים, עם כל משקיע ומשקיע, בהם מוצע לכל אחד מהמשקיעים לרכוש ניירות ערך. כלומר, היה ולא חלים החריגים הקבועים בחוק (לרבות החריג שעניינו מספר המשקיעים המותר - 35), אזי מדובר בהצעה לציבור. סיכומו של דבר, כאשר בוחנים את השאלה האם נעשתה "הצעה לציבור" של ניירות ערך, **החשיבות אינה באופן הפניה לציבור אלא בעצם הפניה אליו במטרה להניעו לרכוש ניירות ערך.**
58. בעניינה של העותרת - ניהול משא ומתן עם המלווים, כולם או חלקם, אינו גורע מהיות פעילותה בגדר הצעה לציבור של ניירות ערך, אלא רק ממחיש את מאמצי השכנוע וההנעה של העותרת כדי שהציבור ירכוש את ניירות הערך שלה.

59. למען שלמות התמונה בלבד, יאמר כי אין רבותא במספר המשקיעים שיחתמו לבסוף על הסכמי ההלוואה מול העותרת, כשם שאין רבותא במספר המשאים ומתנים שינוהלו על ידי העותרת. סעיף 15 לחוק קובע את הכלל לפיו אסורה הצעה, ולא רק מכירה ליותר מ-35 ניצעים, אלא על פי תשקיף. וכך ההלכה היא ש: **"מספר הניצעים (OFEREES) הוא כמספר החלטות ההשקעה"**.¹² לשון אחר, די שיחשפו להצעת העותרת לבוא עימה בעסקת הלוואה מספר ניצעים הגדול מהמספר המוזכר בדין (35) כדי שיהא על החברה לפרסם תשקיף, שכן גם החלטה שקיבל משקיע שלא להתקדם מול החברה במו"מ ו/או בהתקשרות, הינה "החלטה השקעה" כאמור לעיל. מכל מקום, העותרת הצהירה באופן ברור על כוונתה להתקשר עם יותר מ-35 משקיעים מהציבור הרחב.

ו. סיכום

60. בנעילה לכל האמור לעיל, תטען הרשות כי **הסכמי ההלוואה מהווים "ניירות ערך" כהגדרתם בחוק**. עמדה זו עולה בקנה אחד עם תכלית החוק ועקרונות היסוד של דיני ניירות ערך המיועדים להסדיר שווקים למכירה או למסחר במכשירים בעלי אופי פיננסי, בעלי שווי כלכלי ממשי, שהינו פרי הסיכונים והסיכויים הגלומים בהם, כדוגמת הסכמי ההלוואה, לשם הגנת ציבור המשקיעים. עמדה זו מתיישבת עם המבחנים התכליתיים לפרשנות המונח ניירות ערך, ועם העמדה שפרסם סגל הרשות באתר האינטרנט של הרשות (ראו סעיף 42 לעיל).

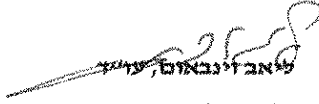
61. **הואיל וכך, יצירת מנגנון גיוס חוב ממלווים מהציבור הרחב במסגרת המתווה המוצע במתכונתו כמפורט לעיל, אסורה ללא פרסום תשקיף בהתאם לסעיף 15 לחוק הקובע את הכלל לפיו, לא ניתן לעשות הצעה לציבור או מכירה לציבור אלא על פי תשקיף.**

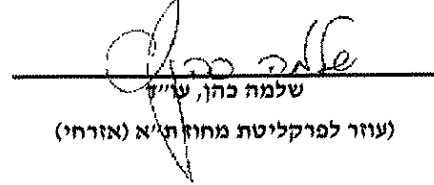
62. באשר להצעתה החלופית של העותרת כמפורט בסעיף 21 לעיל לפיה תציע העותרת חמש אפשרויות התקשרות שונות עם המלווים בחמישה "מסלולים", כאשר בכל אחד מהם לא תתקשר העותרת עם יותר מ-35 מלווים: ראשית, יובהר כי גם ביחס להצעה חלופית זו תקפה עמדת סגל הרשות כמפורט לעיל, לפיה כלל הסכמי ההלוואה מהווים סדרת ניירות ערך. נוסף על כך ולמעלה מן הצורך יצוין עוד, כי גם לו ניתן היה לראות בכל אחד מחמשת "המסלולים" משום סדרה נפרדת, לא היה בכך בכדי להוציא את התקשרותה של העותרת בהסכמי ההלוואה מגדר תחולתם של דיני ניירות ערך, כמוסבר בסעיפים 43 - 44 לעיל.

63. מבלי לגרוע מכל האמור לעיל, תטען הרשות כי יש לדחות את העתירה אף מהטעם של הרציונאל העומד בבסיס ההליך המנהלי והביקורת המופעלת, אם בכלל, על החלטות מנהליות ובפרט של גוף מומחה בתחום מקצועיותו. כאמור לעיל, ההלכה הפסוקה הינה כי כאשר מדובר בתקיפה של החלטות רשות מנהלית, וככל שמדובר ברשות מקצועית לה ניתנה סמכות להחליט לאור בקיאותה ומומחיותה בתחום עליו היא מופקדת, ייטה בית המשפט ליתן משקל רב לשיקוליה של הרשות ופחות להתערב לגופה של החלטה.

¹² ראה עניין "אברון" לעיל.

64. אשר על כן, מתבקש בית המשפט הנכבד לדחות את העתירה, על כלל הטיעונים במסגרתה, ולחייב את העותרת בהוצאות הרשות לרבות שכר טרחת עו"ד כדין.


יאב זינבאום, עו"ד
מנהל המחלקה המסחרית
פרקליטות מחוז (ת"א) אזור חי


שלמה כהן, עו"ד
(עוזר לפרקליטת מחוז ת"א (אזור חי))

ב"כ רשות ניירות ערך

תל-אביב, י"ט באלול תשע"ד (14 בספטמבר 2014).
פמת"א עתמ/14/4354, ש.כ. 1124592.

עת"מ 14-05-34589
קבוע ליום 21.9.2014 בשעה 11:00
בפני כב' השופט דוד מינץ

בבית המשפט המחוזי לעניינים מנהליים
בירושלים

העותרת: קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ ח"פ 51-434900-0
באמצעות ב"כ עוה"ד אילן מריאנו ו/או נטלי יוסף ואח'
מרחה' מנחם בגין 7, רמת גן 52521
טל' 03-6128840 ; פקס 03-6128841

- נגד -

המשיבה: רשות ניירות ערך
ע"י ב"כ עוה"ד ליאב וינבאום ו/או שלמה כהן
מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)
מדרך מנחם בגין 154 (בית קרדוף), ת"ד 33051, תל-אביב 6133001
טל' 073-3736222 / 073-3736229 ; פקס' 073-3736490/1

תצהיר מטעם הנתבעים

אני החתומה מטה, **צפנת מזר**, עו"ד מס' זהות 066390832, לאחר שהוזהרתי כי עלי לומר את האמת כולה ואת האמת בלבד, וכי אם לא אעשה כן אהיה צפויה לעונשים הקבועים בחוק, מצהירה בזה לאמור:

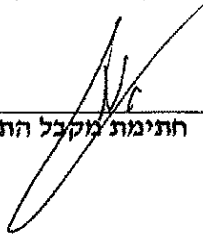
- אני משפטנית בכירה במחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך, ואני נותנת את תצהירי זה על סמך המידע והמסמכים שהיו בפניי, ובכללם העתירה על נספחיה ונספחי כתב התשובה וכן שיחות עם גורמים רלוונטיים.
- תצהירי זה ניתן לתמיכה בכתב התשובה מטעם רשות ניירות ערך בהליך העתירה עת"מ 14-05-34589 קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ נ' רשות ניירות ערך, הנדון בבית המשפט המחוזי בירושלים.
- העובדות המפורטות בסעיפים 15 - 23 לכתב התשובה הינן נכונות לפי אמונתי, המקור לאמונתי הוא מידע שנמסר לי, מסמכים שהיו בפניי, ובכללם העתירה על נספחיה ונספחי כתב התשובה וכן שיחות עם גורמים רלוונטיים.
- אני מצהירה כי השם דלעיל הוא שמי, החתימה דלמטה היא חתימתי, וכי תוכן תצהירי זה אמת.


חתימת המצהירה

אישור

אני החתום מטה אריאל, עורך דין, מאשר בזה כי ביום 14/9/14 הופיעה בפני, צפנת מזר, עו"ד מס' זהות 066390832 המוכרת לי אישית / שזיהיתיה על-פי מס' תעודת הזהות שלעיל, ולאחר שהוזהרתיה כי עליה לומר את האמת כולה ואת האמת בלבד, וכי תהיה צפויה לעונשים הקבועים בחוק אם לא תעשה כן, אישרה את נכונות הצהרתה דלעיל וחתמה עליה בפני.

צמיר הלמר, עו"ד
מ.ר. 23418


חתימת מקבל התצהיר

חתימת

תוכן עניינים

מס' נספח	תוכן
1	העתק פנייתה הראשונה של העותרת מיום 10.10.2013.
2	העתק תשובתה של הרשות (במכתב) מיום 13.1.2014.
3	העתק פנייתה השנייה של העותרת לרשות.
4	העתק מכתב סגל הרשות מיום 25.8.2014.
5	העתק העמדה המשפטית של סגל הרשות.