



## בבית המשפט העליון בשבתו כבית משפט לערעורים בעניינים מינהליים

עע"מ 7313/14

לפני : כבוד המשנה לנשיאה א' רובינשטיין  
כבוד השופט נ' סולברג  
כבוד השופט א' שהם

המערערת : רשות ניירות ערך

נגד

המשיבה : קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ

ערעור על פסק דינו של בית המשפט לעניינים מינהליים  
ירושלים (השופט ד' מ'ינץ) מיום 01.10.2014 בתיק עת"מ  
34589-05-14

תאריך הישיבה : כ"ד באייר התשע"ה (13.05.2015)

בשם המערערת : עו"ד ליאב וינבאום ; עו"ד שלמה כהן  
בשם המשיבה : עו"ד אילן מוריאנו ; עו"ד יולה דומנסקי

### פסק-דין

המשנה לנשיאה א' רובינשטיין:

א. ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית משפט לעניינים מינהליים (השופט ד' מ'ינץ) בעת"מ 34589-05-14 מיום 21.9.14, בגדרו נקבע כי הסכמי ההלואה שתוכננו על-ידי המשיבה אינם מהווים ניירות ערך לעניין חובת פרסום תשקיף. עסקינן במיזם מימון פרויקטים של תמ"א 38 על-ידי הלואת כספים מן הציבור הרחב.

רקע והליכים קודמים

ב. המשיבה היא חברה המבקשת ליזום פרויקטים של תמ"א 38, במסגרתם מחוזקים מבנים נגד רעידות אדמה תוך שמתאפשרת, לעתים, תוספת בניה. לטענתה, פרויקטים מסוג זה נתקלים בקשיים בהשגת מימון בנקאי, ולפיכך מבקשת היא להשיג את המימון הנדרש על-ידי הלואת כספים מן הציבור הרחב. ביום 10.10.13 פנתה המשיבה לרשות לניירות ערך (להלן הרשות) לקבלת התייחסותה בשאלה האם צורת

מימון זו מהוה מכירת ניירות ערך לעניין חובת פרסום תשקיף, המעוגנת בסעיף 15 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן החוק). החוק מגדיר נייר ערך באופן הבא:

“תעודות המונפקות בסדרות [...] ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם [...]” (ההדגשה הוספה – א”ר).

פרשנות הגדרה זו בכלל, ובמיוחד פרשנות המונח “סדרה”, היא העומדת במרכז ענייננו. המשיבה טענה בפני הרשות, כי אין מדובר ב”תעודות המונפקות בסדרות” אלא בשורה של הסכמים נפרדים ושונים; זאת מאחר שהסכמי ההלוואה מיועדים להיחתם במסגרת משא ומתן שיתנהל עם כל מלוה בצורה פרטנית, ומאחר ושיעור הריבית לו זכאי המלוה משתנה בהתאם לסכום ההלוואה. ביום 13.1.14 השיבה הרשות כי הסכמי הלוואה – במתכונת שהוצגה על-ידי המשיבה – מהוים ניירות ערך המחייבים פרסום תשקיף.

ג. פרסום תשקיף כרוך בהוצאות אשר המשיבה ביקשה להימנע מהן. החלטת הרשות הובילה איפוא לחליפת מכתבים, שבמהלכה שונה מתוה המימון המוצע על-ידי המשיבה, בניסיון למצוא הסדר שאינו מחייב פרסום תשקיף. לבסוף, ביום 20.4.14 הציעה המשיבה את המתוה הבא (להלן המתוה המוצע): למלוים יוצעו חמש אפשרויות הלוואה, והמשיבה תתחייב שלא ללוות כספים ממספר מלוים העולה על 35 בכל אחת מן האפשרויות. אפשרות א’ כוללת מתן הלוואה שכולה תוקדש לצרכי הפרוייקט, להבדיל ממימון הפעילות השוטפת של המשיבה, ותניב תשואה שנתית של 12%. אפשרות ב’ כוללת מתן הלוואה ש-90% ממנה יוקצו לצרכי הפרוייקט והשאר לפעילות השוטפת של המשיבה; אפשרות זו כוללת תשואה שנתית שתנוע בין 12% ל-14%; בנוסף, תינתן אופציה לרכישת דירה בפרוייקט אחר של המשיבה בהנחה של 10% ביחס למחיר השוק. אפשרות ג’ כוללת מתן הלוואה ש-80% ממנה יוקצו לצרכי הפרוייקט; התשואה השנתית תנוע בין 14% ל-16%, והאופציה לרכישת הדירה תהיה בהנחה של 20% ממחיר השוק. אפשרות ד’ כוללת מתן הלוואה ש-70% ממנה יוקצו לצרכי הפרוייקט; התשואה השנתית תנוע בין 16% ל-18%, והאופציה לרכישת הדירה תהיה בהנחה של 26.66%. אפשרות ה’ כוללת מתן הלוואה ש-60% ממנה יוקצו לצרכי הפרוייקט; התשואה השנתית תנוע בין 18% ל-21%, והאופציה לרכישת הדירה תהיה בהנחה של 33.3%. ההבדל בריבית בתוך כל אפשרות נובע מקיום משא ומתן פרטני בין המשיבה למלוה בנוגע לגובה הריבית ושווי הבטוחה שיתקבלו בתמורה להלוואה. בהקשר זה יצוין, כי המשיבה התחייבה שלא תלווה כספים ממלוה שאינו מיוצג על-ידי עורך-דין במהלך המשא והמתן. פרמטר נוסף היוצר שונות בין המלוים הוא מועד החזר

ההלואה, שיהא מוקדם יותר ככל שחלק גדול יותר מן ההלואה יוקצה לפעילות השוטפת של המשיבה. ביום 25.8.14 השיבה הרשות שהסכמי הלואה – גם במתכונתם העדכנית – עדיין מהוים ניירות ערך המחייבים פרסום תשקיף; זאת בנימוק כי השוני בין האפשרויות השונות אינו מהותי דיו כדי להוציא את ההלואות מגדר "סדרה", המהוה חלק חיוני בהגדרת "ניירות ערך".

ד. ביום 20.5.14, טרם קבלת תשובת הרשות, הגישה המשיבה עתירה מינהלית נגד החלטת הרשות לבית המשפט לעניינים מינהליים בתל אביב. ביום 5.6.14 הועבר התיק לבית המשפט לעניינים מינהליים בירושלים, וזה דן בו מכוח סעיף 79(ב) לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], תשמ"ד-1984; כך – אף שהטיל ספק אם הנושא מתאים לבית משפט לעניינים מינהליים ואף אני תוהה, אך לא שמענו טענות בנושא זה ועל כן לא נידרש אליו. בית המשפט קיבל את העתירה, ביום 1.10.14, בפסק דין מפורט, בעיקר תוך הסתמכות על הגדרתו מכבר של הנשיא שמגר, לפיה "תכונתה של סדרה היא שהיא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום ואשר יש תקרה למספרן הכולל" (רע"א 1701/93 טבע בע"מ נ' חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פסקה 6 לפסק-דינו (1993) (להלן עניין טבע)). לפי בית המשפט, הסכמי ההלואה בנידון דידן יוצרים רמת סיכוי וסיכון שונה לכל מלוה, ולפיכך אינם "שוי מעמד ודרגה". בין נימוקי בית המשפט הודגשה יכולתם של המלוים לנהל משא-ומתן על תנאי ההלואה, באופן המטה את הכף כנגד הגדרת הסכמי ההלואה כ"סדרה". בית המשפט נעזר גם במשפט האמריקני כמקור השראה, תוך שנקבע כי הסכמי ההלואה אינם נכנסים בגדרי "חוזה השקעה" (investment contract) – אחת החלופות המנויות בהגדרת החוק האמריקני ל"נייר ערך". הוצאות משפט נפסקו לטובת המשיבה. ביום 30.10.14 הגישה הרשות ערעור לבית משפט זה.

טיעוני הרשות לניירות ערך

ה. מטעם הרשות נטען, כי ההגדרה שניתנה למונח "סדרה" בעניין טבע ("שורה של ניירות [...] שוות מעמד ודרגה") נועדה לצורך המקרה ה"פשוט" שעמד באותו עניין בפני בית המשפט – מכירת כתבי אופציה – ולא למקרה מורכב דוגמת הנידון דידן. נוכח תכליתם של דיני ניירות ערך, כך נטען, ראוי לפרש את המונח "סדרה" כ"מספר תעודות אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרה השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים וסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים" (ההדגשה במקור – א"ר). לפיכך טוענת הרשות, כי יש לראות בכל הסכמי ההלואה בנידון דידן סדרה אחת של ניירות ערך.

ו. לחלופין טוענת הרשות, כי יש לראות את חמש האפשרויות שנסקרו בפסקה ג' למעלה כחמש סדרות נפרדות של ניירות ערך. כזכור, המשיבה הסכימה שבכל אחת מחמש האפשרויות לא תפעל מול יותר מ-35 מלוים. בכך התכוונה המשיבה להחיל על עצמה את החריג לחובת פרסום התשקיף, המעוגן בסעיף 15א(א)(1) לחוק:

"לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור – הצעה או מכירה למשקיעים שמספרם אינו עולה על מספר שייקבע בתקנות [המספר – 35 – נקבע בסעיף 2 לתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), תש"ס-2000 – א"ר], 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; לענין זה יימנו בנפרד משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות, ומשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים".

לשיטת המשיבה, מכירת ניירות ערך מאותה סדרה ל-35 משקיעים לכל היותר, אינה מחייבת פרסום תשקיף; כיון שבעניינה מדובר, אם בכלל, ב-5 סדרות, ובכל אחת מהן 35 משקיעים לכל היותר, אין המשיבה מחויבת בפרסום תשקיף. מנגד טוענת הרשות, כי חובת פרסום התשקיף חלה גם בהינתן חמש סדרות שונות שכל אחת מהן אינה נמכרת למעל ל-35 משקיעים. זאת – מהטעם הבא: סיפת סעיף 15א(א)(1) מבחינה בין "מניות וניירות ערך הניתנים להמרה למניות" לבין "ניירות ערך אחרים", ומורה על מנייתם בנפרד לעניין החרגה מחובת פרסום תשקיף. מכאן מסיקה הרשות, כי כל ניירות הערך הבאים תחת הגדרת "ניירות ערך אחרים", וכך ענייננו – גם אם מקורם בסדרות שונות – נמנים יחד לעניין הפטור מחובת פרסום תשקיף. לפיכך, לטענת הרשות, על המשיבה לפרסם תשקיף גם ככל שמדובר בחמש סדרות שונות, שכל אחת מהן נמכרת ללא יותר מ-35 משקיעים.

ז. לטענת הרשות, שגה בית המשפט המחוזי בקביעתו, לפיה קיומו של משא ומתן בין המשיבה למשקיעים הפוטנציאליים מהווה אינדיקציה לכך שאין מדובר ב"סדרה" לעניין חובת פרסום תשקיף. טענת הרשות נשענת על מספר נימוקים. ראשית, לשון החוק אינה מורה על פטור מחובת פרסום תשקיף מקום שמתקיים משא ומתן בין הצדדים; שנית, משא ומתן מתנהל לעתים גם במסחר במניות בבורסה לניירות ערך – ושם אין חולק, כי מדובר בניירות ערך; שלישית, קיומו של משא ומתן אינו מגשר על פערי המידע בין הצדדים, שכן – בניגוד לפיקוח השוטף מכוח דיני ניירות ערך – אין במשא ומתן ערובה לקיומו של מידע באופן רציף, אלא רק בנקודת הכניסה להשקעה;

רביעית, הרשות מצביעה על בעייתיות בהגדרת היעדרו של משא ומתן כתנאי לקיומה של סדרת ניירות ערך. לשיטתה, ניתן ללמוד על קיומו של משא ומתן בפועל – בניגוד לעצם האפשרות לקיום משא ומתן – רק בדיעבד, בעוד שחובת התשקיף חלה מעיקרא; חמישית, החוק מגלם בתוכו הנחה בלתי ניתנת לסתירה, לפיה משא ומתן אמיתי אינו יכול להתקיים עם מספר משקיעים העולה על 35.

#### טענות המשיבה

ח. בפתח דבריה מונה המשיבה שורת מקרים שלכאורה נופלים תחת הגדרת "ניירות ערך", אך אין הרשות פועלת בעניינם. בין היתר צוינו עסקאות אשראי בין ספקים, וכן הממשק העסקי בין בנקים ללקוחותיהם המקבלים ריבית בעבור הפקדת כספם בבנק. לטענת המשיבה, מקרים מהסוג המתואר ממחישים את הבעייתיות הקיימת בהגדרה הנוכחית של "ניירות ערך", ואת הצורך בתיקון המצב הקיים בחקיקה ראשית. עד שלא תתוקן ההגדרה הנוכחית, טוענת המשיבה, מנועה הרשות מהחלת פרשנות יצירתית ומרחיבה של החוק שתאפשר לה בפועל לאכוף את החוק בצורה בררנית. הרשות השיבה לטענה וציינה, כי עמדתה היא שדוקא בגלל התחולה הרחבה של לשון החוק – אותו אין לשנות, לטעמה – יש צורך בקבלת פרשנותה, היוצרת ודאות משפטית.

ט. לטענת המשיבה, צדק בית המשפט המחוזי בפרשנותו להגדרה שניתנה בעניין טבע למונח "סדרה". המשיבה סבורה, כי המתווה שהוצע על-ידיה אינו נכנס לגדרי "סדרה" גם אם נקבל את פרשנות הרשות, לפיה סדרה היא "מספר תעודות [...] המאופיינות בסיכויים וסיכונים דומים [...]"; זאת שכן המתווה המוצע כולל הסכמי הלואה הכוללים רמות שונות של סיכויים וסיכונים. כך, יתכנו הסכמי הלואה המניבים ריבית שנתית של 12%, לצד הסכמים אחרים המניבים 21%. עוד טוענת המשיבה, כי רמת ההגנה הניתנת למשקיע במתווה שהוצע על-ידיה מצביעה על כך שאין מדובר בסדרת ניירות ערך; והרי אחד המאפיינים של סדרת אגרות חוב הוא שהמשקיעים נדרשים להחלטה קיבוצית בבואם להחליט על מימוש הבטוחות שהוענקו להם. לעומת זאת, במתווה שהוצע על-ידיה, כל מלוה יכול להחליט על דעת עצמו לממש את הבטוחה שהוענקה לו, והחלטתו אינה משפיעה בהכרח על הבטוחות שהוענקו למלוים אחרים.

י. בא-כוח הרשות הדגיש בפנינו את חשיבות ההכרעה בתיק לגורמים רבים בשוק ההון. עוד נטען, כי המתווה המוצע מהווה סדרה, שכן "לא מדובר באירוע בודד. מדובר בקבוצה [...] יותר מאחד". בא-כוח המשיבה חזר וטען שהמתווה המוצע, אילו התקיים בארצות-הברית, לא היה מוגדר כנייר ערך החייב בפרסום תשקיף לפי הדין האמריקני. עוד הודגשה המשמעות הכלכלית כבדת המשקל של פרסום תשקיף.

#### הכרעה

יא. התיק שבפנינו מתכנס לשלוש שאלות עיקריות: האם המתווה המוצע מהווה "סדרה" לעניין חובת פרסום תשקיף; האם מדובר בסדרה אחת או בחמש סדרות שונות; ככל שמדובר בחמש סדרות שונות, האם ניתן למנות את המשקיעים בסדרות השונות יחד לעניין סעיף 15א(א)(1), המחריג מחובת הפרסום ניירות ערך הנמכרים לפחות מ-35 קונים? את הבסיס לתשובות נמצא בעיקר תוך עמידה על תכליתם של דיני ניירות ערך. בפתיח ראוי לומר, כי עסקינן בתיק בו נהגו הצדדים בהגינות הדדית בכתב ובעל פה ועל כך יבואו על הברכה.

יב. אציין כבר כאן, כי במהלך הדיון בתיק, הן בבית משפט זה והן בערכאות קודמות, נדונה עמדת המשפט האמריקני בנוגע למתווה המוצע על-ידי המשיבה. אולם בעניין ניירות ערך בכלל, ראו דברי חברתי, השופטת חיות (ת"א (ת"א) 2969/00 הרשות לניירות ערך נ' מונדרגון, פסקה 14 לפסק-דינה):

"נראה לי, כי קשה להקיש מן ההלכות האמריקניות לענייננו, מן הטעם שהגדרה למושג 'ניירות ערך', הכלולה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, הינה הגדרה ישראלית מקורית, ואין היא דומה כלל להגדרה האמריקנית של המונח Security. ממילא, אין היא כוללת, במפורש או במשתמע, 'חוזה השקעה'. נראה לי, איפוא, כי ככל שאנו נדרשים לבחון את השאלה האם הפרסומים של הנתבעות או מי מהן מתייחסים ל'ניירות ערך', יש להזקק להגדרה הכלולה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, ואין 'לייבא' בהקשר זה הלכות אמריקניות, העוסקות בחקיקה אמריקנית ספציפית, שהגדרותיה שונות".

ואכן, גם בסוגיה נשוא ענייננו, נדמה כי אין במשפט האמריקני כדי לסייע בפתרון השאלה האם יש לסווג את המתווה הרלבנטי כ"נייר ערך" לפי הדין הישראלי, שכן שיטת המשפט האמריקנית, בשונה מזו הישראלית, אינה כוללת את רכיב ההנפקה

(כמו גם שיטות המשפט של האיחוד האירופי (ראו דירקטיבה 93/22/EEC), קנדה (מחוז אונטריו – ראו Securities Act, RSO 1990) אוסטרליה (ראו Corporations Act Securities Contracts (regulation) Act, 1956) (ראו (Cth) s 92 (2001), ואף הודו (ראו Securities Contracts (regulation) Act, 1956) (42 of 1956)). בנוסף לכך, ומבלי להידרש במפורט לאופן בו ניתח בית המשפט המחוזי את המבחנים שנקבעו ב *S.E.C v. W. J. Howey co.*, 328 u.s. 293 (1946) (להלן עניין *Howey*), על פני הדברים מעיקרא ההחלטה בעניין *Howey* אינה ממצה את האפשרויות הבאות בגדרי "נייר ערך" בדין האמריקני, כפי שהובהר בפסק הדין של בית המשפט העליון בארה"ב ב *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56, 60-62 (1990), ואין הכרח כי החלת המבחנים הנוספים שנקבעו בפסיקה האמריקנית לעניין זה הייתה מביאה לתוצאה זהה לזו שאליה הגיע בית המשפט המחוזי בענייננו. מכל מקום, ספק כאמור אם מעיקרא יש לגזור גזירה שוה מן הדין האמריקאי לזה הישראלי בסוגיה זו. מן הטעמים האמורים, ואף שסוגיית הדין הזר עמדה לדיון הן בבית המשפט המחוזי והן בטענות הצדדים לפנינו, אינני מוצא כי יש בה כשלעצמה כדי לסייע בפתרון השאלה היש לסווג את המתוה האמור כנייר ערך, כהגדרתו בסעיף 15 לחוק, לעניין חובת התשקיף.

שונים הדברים, ולכך נגיע בהמשך, בכל הנוגע למקרים בהם יש להחריג מתוה זה או אחר מחובת פרסום תשקיף. ברי, כי מקום שבו נשאבה השראה ישירה ספציפית בחקיקה מן המשפט האמריקני – וכפי שנראה בהמשך, כך גם בענייננו בכל הנוגע לסוגיה האחרונה – יש מקום להסתייע בו כאמצעי להבנת הוראות המשפט הישראלי, כמובן תוך שימוש בשכל ישר (בג"ץ 2920/94 אדס טבע ודין נ' המועצה הארצית לתכנון ובניה, פסקה 22 לפסק-דינו של השופט – כתארו אז – חשין (1996); ע"פ 6322/11 אלכסנדר צבטקוביץ' נ' היועץ המשפטי לממשלה, פסקה 18 לפסק-דינו של השופט ג'ובראן (2012)). גישת המשפט הישראלי ככלל – שלא, למשל, כחלק השמרני בבית המשפט העליון של ארה"ב – אינה שוללת היוקקות לדין זר כהשראה, אך כמובן אין הדבר מחויב, והשימוש בו צריך שיהא בהתאם ל"תנאי הארץ ותושביה". בענייננו שלנו, כפי שנראה להלן, יש מקום להסתייעות מסוימת במשפט ארה"ב בסוגיה זו.

דיני ניירות ערך – תכליתם

יג. בשנת 1929 קרסה הבורסה האמריקנית, ומשכה עמה מטה את כלכלת ארה"ב – וכלכלות העולם כולו – באופן שהוביל לתקופה כלכלית קשה וארוכה בת שנים, המכונה "השפל הגדול" ("the great depression"). אחד הלקחים שנלמדו מן המשבר ההוא היה, כי אין להשאיר את שוק ניירות הערך ללא פיקוח ממשלתי; נחקקו, כחלק מן ה- New Deal של הנשיא פ"ד רוזוולט, the Securities Act 1933 ו- the

Securities Exchange Act, 1934. בישראל, לאחר שהנושא טופל חלקית בשעתו בפקודת החברות, הוצעה (בעקבות דו"ח ועדה בראשות המשנה ליועץ המשפטי לממשלה ד"ר אורי ידין) הצעת חוק ניירות ערך, תשכ"ה-1964, ולימים נחקק חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968.

יד. הכלי העיקרי שבאמצעותו נעשה הפיקוח הוא הטלתה של חובת תשקיף (שעד חקיקת חוק ניירות ערך כונה פרוספקט) בגדרי "גילוי נאות" (ראו מ' חת "הפיקוח על שוק ניירות הערך: האם די בגילוי נאות?" עלי משפט ח', 29 (תש"ע)). חובת התשקיף הקבועה בחוק היא ביסודה קוגנטית, קרי, בלתי-ניתנת להתניה ואין ציבור המשקיעים יכול לוותר עליה. ככלל, חוקים קוגנטיים מאפיינים מצבים בהם המחוקק רואה לנגד עיניו מערכת יחסים כלכלית לא שיונית, וחושש מניצול החלש על-ידי החזק. כך, בין היתר, בדיני העבודה (ראו ס' דוידוב מוטולה "דיני עבודה: סקירה והתפתחות" עיוני משפט כ"ב 175, 184 (תשנ"ט)); בדיני הגנת הצרכן (ס' דויטש "דיני החוזים והחקיקה להגנת הצרכן" מחקרי משפט ט' 133, 140 (תשמ"ב)); ובדיני המכרזים (ע' דקל מכרזים 174 (2004)). באופן דומה, דיני ניירות ערך עוצבו תוך תשומת לב לפערי הכוחות בין הגורם המנפיק את נייר הערך לבין ציבור המשקיעים, שלא אחת אינם בעלי מיומנות בתחום. כמו ענפי הדין שהוזכרו, גם דיני ניירות ערך מתחשבים במעמד הכלכלי העדיף של המנפיק, ובקושי של ציבור המשקיעים לשתף פעולה נגדו ביניהם לבין עצמם. פערי הכוחות בדיני ניירות ערך מבוססים במידה רבה על פערי המידע בין הצדדים. ניתן אמנם לטעון, כי פער במידע קיים בכל התקשרות חוזית, בה הצדדים כורתים הסכם מחייב מבלי שתחול עליהם חובת גילוי סטטוטורית, אך הפער הקיים בדיני ניירות ערך חמור במיוחד; זאת שכן המוצר הנמכר – נייר הערך – חסר כל שווי כשלעצמו, ושוויו נגזר ממידע המוחזק בידי המוכר, דוגמת רווחיות התאגיד שמניותיו מוצעות למכירה (מ' ימין וא' וסרמן תאגידים וניירות ערך 10 (2006) (להלן ימין ווסרמן); ל' פסרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך – חובת הגילוי 11 (התשס"ט-2009) (להלן פסרמן-יוזפוב)). בהצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), תש"ס-2000 (הצעות חוק תש"ס, 220), נאמר בדברי ההסבר, וזו במידה רבה תורת התשקיף בקליפת אגוז; "פרסום התשקיף נועד להגן על משקיעים השוקלים את רכישת ניירות הערך, וזאת בשל היותו מכשיר לגילוי מידע"; אותה הצעת חוק אכן עסקה בחריגים לכך, אך אלה מעידים על הכלל. ונוסיף: ניירות ערך הם יציר החברה המודרנית ולא שערורם אבותינו. הם מועדים מטבעם למניפולציה העלולה לשמוט את הקרקע מתחת לרגלי משקיעים, שאינם בקיאים ברזים שמאחורי הפרגוד. מכאן האסדרה (הרגולציה), שרבים משמיציה אך ביום פקודה רבים המתאבלים על מחדליה, כפי שאירע בארה"ב גם בעת המשבר הכלכלי ב-2008; ראו גם Steven Schwarcz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, Utah



L. Rev. 1109 (2008). בשל "יצר לב האדם" וההיסטוריה נטועה האסדרה ב"מקדם חשדנות" שהמציאות האנושית היא שגרמה לו; וכבר אמרו חכמים מפי התנא רבי חנינא סגן הכהנים, "הוי מתפלל בשלומה של מלכות, שאלמלא מוראה איש את רעהו חיים בלעו" (משנה אבות ג', ב').

טו. מעבר להגנה הניתנת למשקיע, חיוני הגישור על פער המידע גם לשם יצירת שוק יעיל, המנתב את כספי ההשקעה ליוזמות המתאימות למידע; זאת הסיבה שגם הסבורים כי דיני ניירות ערך לא נועדו להגנה על המשקיע ה"פשוט", אלא דווקא על משקיעים מתוחכמים, תומכים בחובת הגילוי (ראו ז' גושן וג' פרחמובסקי "תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך" קרית המשפט ו' 3, 28 (תשס"ו)). בנוסף, דיני ניירות ערך לא נועדו להגן רק על המשקיעים הראשונים, אלא גם על המשקיעים ב"שוק המשני", המבצעים עסקאות בניירות הערך לאחר הנפקתם (ראו ימין ווסרמן 387). הרצון להגן על משקיעי "השוק המשני" עומד בבסיסה של חובת הדיווח התקופתי המעוגנת בחוק, לצד החובה לפרסם תשקיף מעיקרא. בבואנו להכריע האם מכשיר חוב מסוים מהוה נייר ערך, עלינו לתת את הדעת גם לסיכוי היוצרותו של "שוק משני", קרי, לסיכוי שייערכו במכשיר החוב עסקאות לאחר הנפקתו. סיכוי גבוה להיוצרות "שוק משני" יטה את הכף לעבר הגדרת מכשיר החוב כנייר ערך – ולהיפך.

טז. עוד נציין, כי הספרות המקצועית מותחת ביקורת נוקבת על כך שהחוק הישראלי אינו משרת די הצורך את תכליתם של דיני ניירות ערך; זאת הן בשל תחולת יתר והן בשל תחולת חסר (ראו י' גרוס דיני ניירות ערך ובדרסה 51-53 (1973); ימין ווסרמן, 133; ש' חנס וא' פיגנבאום "עיון מחדש בהגדרת 'נייר ערך' בדין הישראלי" משפט ועסקים ז' 11, 17 (2007) (להלן חנס ופיגנבאום); פטרמן-יוזפוב, 324)). כזכור, החוק מגדיר ניירות ערך כ"תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה [...] ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם [...]". כפי שציינו המלומדים כמובא מעלה, הגדרה זו חלה לכאורה גם על קניית כרטיסיה לנסיעה באוטובוס, אשר ברור שדיני ניירות ערך לא לה נועדו; ומנגד, רשתות החוק אינן "לכודות" בהכרח מכשירי חוב שנוסחו בצורה יצירתית כדי לחמוק מהוראותיו. כמו בתחומים משפטיים-כלכליים אחרים, בדיני המס ועוד, מתנהל לא אחת מעין "משחק של חתול ועכבר" או "משיכת חבל" בין הרשויות לבין גורמים פעילים במשק, שאלה האחרונים מחפשים לזהות פרצות, ואלה הראשונים – לסתמן; הרשויות משרתות הציבור מפעילות סמכויות אסדרה וגביה, וגורמים במשק מתלוננים על יד כבדה של עומס רגולטיבי ועל לחץ-יתר בגביית מסים. התגובות השיפוטיות יינתנו, כמובן, בכל מקרה לגופו על בסיס פרשנות הדין.

ה"סננים" לחובת פרסום תשקיף – המונח "סדרה" וסעיף 15א(א)(1)

יז. המונח "סדרה" מופיע בחוק כחלק מהגדרת ניירות ערך ("תעודות המונפקות בסדרות"), אך החוק אינו מפרש במה דברים אמורים, ודברי ההסבר לחוק אף הם אינם כוללים התייחסות למונח. בית משפט זה נדרש לביאור המונח "סדרה" פעם אחת בלבד – בעניין טבע הנזכר, בו ציין הנשיא שמגר, אגב אורחא, כי "תכונתה של סדרה היא שהיא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום ואשר יש תקרה למספרן הכולל" (פסקה 6 לפסק-דינו). מכאן שעלינו לתת את הדעת לשאלה איזו רמת זהות נדרשת בין ניירות שונים כדי להגדירם כ"שוי מעמד ודרגה". נזכור כי המשפט – והחיים – דינמיים המה, ואת דברי הנשיא שמגר מלפני 22 שנה יש לפרש על יסוד תכלית החוק, כפי שתוארה מעלה. ייאמר מיד, השכל הישר מקשה על קבלתה של פרשנות דווקנית לפיה די בהבדל קטן ביותר כדי לקבוע, בחינת פרשנות לעניין טבע, שהתנאים אינם שווים. גישה זו עלולה לפתוח פרצה בחוק, המאפשרת לבצע בקלות שינויים פורמליים קטנים ולהתחמק על-ידי כך מחובת פרסום תשקיף. אם כן, לא יתכן חולק כי אין להלום פרשנות קיצונית; אך שאלת הגדרתו של המונח "סדרה" נותרה בעינה.

יח. כרי, כי בבואנו לפרש את המונח "סדרה", עלינו לשוות לנגד עינינו את נסיבות המקרה הפרטי על רקע תכלית החוק (א' ברק פרשנות במשפט – תורת הפרשנות הכללית 263 (1992)). כאמור, 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 כספו; וכאמור, ההגנה מיועדת הן למשקיעים הראשונים והן למשקיעי "השוק המשני". לשם התאמת תחולת החוק לתכליתו, כולל החוק – בין היתר – שני סננים: הראשון הוא המונח "סדרה", המהווה חלק מהגדרת "נייר ערך", והשני הוא סעיף 15א(א)(1) המחריג מחובת פרסום תשקיף מכירת ניירות ערך לפחות מ-35 משקיעים. מטרת שני הסננים זהה – הגבלת תחולת החוק למקרים בהם, ראשית, קיימים פערי כוחות משמעותיים בין הצדדים שאינם מאפשרים משא-ומתן הוגן; ושנית, ישנו חשש מהיוצרותו של "שוק משני" המצריך "חגורת ביטחון". כך מציינים המלומדים ימין ווסרמן בנוגע למונח "סדרה" (עמוד 136):

"המונח 'סדרה' מצביע על כך שתנאי נייר הערך, או לפחות תנאיו העיקריים, בדרך כלל אינם נתונים למיקוח אמיתי בין המוכר לבין הקונה, ומבחינה זו קיים בו הסיכון שיש בחוזה אחר. הקשר שבין התאגיד המנפיק לבין המשקיע אינו שוויוני, ולכן אין למשקיע לעתים דרך לעמוד על טיבם של ניירות הערך באופן בלתי אמצעי.

יתרה מכך, משמעות האופי 'הסדרתי' היא כי קיים פוטנציאל רב מן הרגיל למסחר בניירות הערך בין המשקיעים השונים, וגובר הסיכון הנובע מאי-הסדרה של שוק ניירות ערך. השוק בסדרת ניירות הערך עשוי להיווצר בעקבות הצעתה לציבור".

באשר לסעיף 15א(א)(1), ניתן ללמוד על תכליתו מעיון בפרוטוקול ועדת הכספים שעמלה על עיצובו (פרוטוקול הדיון מיום 1.3.00), ובדברי נציגות רשות ניירות ערך, עמ' 10):

עו"ד ליזה חיימוביץ: "[...] עד שלושים וחמישה משיקולי עלות תועלת, אם אדם הולך להציע לעשרים ושמונה אנשים, לא תעמיס עליו את ההוצאות של התשקיפים. יש ביניהם איזו שהיא התקשרות, איזה שהוא משא ומתן.

[...]

עו"ד מירי כץ: זה כאילו דו-צדדי. כשיש לך קבוצה, מה הנחת היסוד שעומדת מאחורי תשקיף? כשאתה פונה לציבור שהוא מספר גדול, אתה לא תשב ותנהל משא ומתן עם כל אחד בנפרד. ההנחה הסמויה שעומדת מאחורי הדברים, והיא השלמה למה שאמרה הגברת ליזה חיימוביץ, זה כשיש לך מספר יותר קטן של אנשים, כל אחד כאילו מנהל איתך עסקה דו-צדדית; הוא יכול לנהל איתך משא ומתן, לשאול את כל השאלות שמעניינות אותו".

המלומדים חנט ופיגנבאום מתארים הצדקות נוספות לסעיף (עמוד 71):

"ככל שמספרם של המשקיעים רב יותר כן מתרבות ההצדקות להתערבות של הדין ולהחלתם של דיני ניירות-הערך. ראשית, לעתים ריבוי משקיעים מעיד בעקיפין על מורכבות ההשקעה, ומכאן על פערי מידע גדולים יחסית בין היזם לבין כל משקיע יחיד. שנית, ריבוי משקיעים משמעו לעתים קרובות שחלקו של כל משקיע קטן, ובהתאם לכך גם תשומת הלב שהוא מקדיש להשקעה ומעורבותו בו קטנה. בהיעדר מנגנוני הגנה הולמים במקרים אלה, יוכל יזם מפוקפק לנצל את אדישותם של המשקיעים לגריפת רווח על חשבונם. שלישית, ריבוי משקיעים מגביר את הסיכוי למסחר עתידי בתכנית ההשקעה, המהווה זרז להתערבות המחוקק [...] רביעית, אמת-המידה של ריבוי משקיעים חוסכת אולי את ההתעסקות במקרים של מה בכך [...] לבסוף, במצב של ריבוי משקיעים, השקעה פזיזה וכושלת עלולה לגרום לתהודה, אשר תרתיע אחרים מלהצטרף להשקעות רצויות אחרות".

יט. כיצד פועלים הסננים באופן מעשי? סעיף 15א(א)(1) לחוק משתמש בכמות המשקיעים המצומצמת כאינדיקציה למקרים בהם אין חשש מפערי כוחות בין הצדדים; זאת מתוך הנחה שפערי הכוחות אינם גדולים בעסקאות מול מספר מצומצם של משקיעים, ומתאפשר בהן משא-ומתן הוגן. המונח "סדרה" מגשים אותה מטרה בצורה שונה, תוך שימוש בשונות בתנאי ההצעות לציבור כאינדיקציה לקיום או להיעדר של פערי כוחות בין הצדדים. ככל שההצעות אחידות יותר, ההנחה היא שהניצע משמעותי פחות בעיצוב ההתקשרות העסקית. רעיון דומה ניתן למצוא גם בהגדרת "חוזה אחיד" בחוק החוזים האחידים, תשמ"ג-1982: "נוסח של חוזה שתנאיו, כולם או מקצתם, נקבעו מראש בידי צד אחד כדי שישמשו תנאים לחוזים רבים בינו לבין אנשים בלתי מסויימים במספרם או בזהותם".

כ. בנוסף, הסננים מגבילים את חובת פרסום התשקיף במקרים בהם אין חשש מהיוצרות שוק משני. כפי שכתבו המלומדים חנט ופיגנבאום, מכירת ניירות ערך למספר משקיעים קטן – הפטורה מחובת פרסום תשקיף לפי סעיף 15א(א)(1) – היא בעלת סיכוי נמוך יותר ליצירת "שוק משני". גם המונח "סדרה" מסנן מקרים בהם אין חשש מהיוצרותו של שוק משני. נמחיש זאת באמצעות הסבר קצר על פעולה עסקית אופיינית בשוק משני – מכירה בחסר (Short בלעז). מדובר בהליך עסקי בו ראובן שואל משמעון נייר ערך ומוכר אותו במחיר השוק, מתוך ציפיה שהמחיר ירד בזמן הקרוב. ככל שהתמזל מזלו, ומחיר השוק אכן ירד, קונה ראובן את נייר הערך במחיר המוזל ומחזירו לשמעון תוך הצמחת רווח. דעת לנבון נקל, כי פעולה כלכלית מסוג זה מצריכה אחידות בתנאי נייר הערך שהושאל ונמכר לבין נייר הערך שנקנה והוחזר. אחידות זו מתקיימת עת מדובר בנייר ערך המונפק בתנאים זהים שוב ושוב, ואינה מתקיימת מקום שמדובר בהנפקת תעודות השונות זו מזו בסיכויים ובסיכונים שהן מעניקות למחזיקים בהן.

מן הכלל אל הפרט

כא. אזכיר בקצרה את נסיבות המקרה. המתוה המוצע מאפשר למלוה לבחור מבין חמש אפשרויות השקעה הנבדלות ביניהן במשתנים אחדים: גובה הריבית השנתית; היקף הבטוחה הניתנת; מועד החזר ההלוואה ועוד. המשיבה מתחייבת שלא תלוה כספים ממשקיע שאינו מיוצג על-ידי עורך דין, ומשא-מתן פרטני ינוהל מולו במסגרת האפשרות בה בחר. כדי להמחיש את הפערים בין המסלולים, וכפי שפורט מעלה, נציין כי הריבית השנתית נעה מ-12% עד 21% – הבדל של 75% בתשואה.

כב. נבחן עתה את המתוה המוצע בכללותו, ולאחר מכן נפנה לבחינת מעמדן של האפשרויות השונות בו. הסוגיה אינה פשוטה. בנסיבות העניין סבורני, כי המתוה המוצע – בכללותו – אינו מהוה סדרה אחת של ניירות ערך. זאת – מן הטעמים הבאים: ראשית, קביעה אחרת אינה מתיישבת מבחינה לשונית עם הפרשנות שניתנה למונח, או אף עם זו שהוצעה על-ידי הרשות. גבולות הפרשנות מקשים מאוד על הגדרתן של שתי הלוואות שונות – בהבדל של עד 75% בתשואה – כ"שוות מעמד ודרגה". שנית, המתוה המוצע – בכללותו – כולל בתוכו שונות משמעותית, המהוה אינדיקציה להיעדר פערי כוחות בין הצדדים. כאשר בוחנים את המתוה כולו כסדרה אחת של ניירות ערך, ניתן לראות שלמשקיע מרחב תמרון משמעותי אל מול המשיבה; באפשרותו להגדיל או להפחית את מידת הסיכון לה ייחשף במהלך השקעתו, תוך שהוא מיוצג – כמותנה – על-ידי עורך-דין. משמע, אין עסקינן במעין חוזה אחיד בו המשקיע אינו לוקח חלק בעיצוב ההתקשרות החוזית. שלישית, המתוה המוצע אינו מעלה חשש מהיוצרות "שוק משני" משמעותי. כפי שכבר נכתב, אחד הגורמים המקדמים את היוצרותו של "שוק משני" הוא אחדות בין ניירות הערך הנסחרים. ככל שניירות הערך דומים יותר זה לזה, כך הם "נזילים" יותר וניתן לעשות בהם שימוש כלכלי מגוון יותר. בנידון דידן, כשנבחן את המתוה המוצע כסוג אחד של נייר ערך, קשה לומר שמדובר בניירות הדומים זה לזה באופן המעלה חשש להיוצרות "שוק משני". פלוני המחזיק בהסכם הלואה לפי תנאי אפשרות א' אינו מחזיק באותו "מוצר כלכלי" כאלמוני המחזיק בהסכם הלואה לפי תנאי אפשרות ה'. אמת, ערכם של שני ההסכמים עשוי לנוע ולנווד כתוצאה מגורמים משותפים, דוגמת מצבה הכלכלי של המשיבה, אך אין בכך כדי לומר שהשניים מצוים באותו שוק. חוסנו הפיננסי של תאגיד משפיע הן על ערך המניות והן על ערך אגרות החוב שהונפקו על-ידו, אך אין בזאת כדי לומר – ועל כך דומני כי אין חולק – שהמניות ואגרות החוב מהוות חלק מאותה סדרה של ניירות ערך. ניתן להבין את גישתו של בית המשפט המחוזי בתוך מסגרת זו, ואילו סיימנו כאן את דיוננו, לכאורה אין המתוה המוצע מהוה סדרה אחת של ניירות ערך.

גג. ואולם, בכך לא סגי; האם אכן עסקינן במספר סדרות נפרדות, ומכאן חובת פרסום תשקיף? לטעמי, בנסיבות העניין, לא יהיה זה נכון לקבוע כי המתוה המוצע אינו כולל סדרתיות כלל. כל אחת מחמש האפשרויות כוללת סיכויים וסיכונים קבועים המוצעים לציבור הרחב. כך, למשל, כל המלויים שיבחרו באפשרות א' יקבלו התחייבות לריבית שנתית בגובה 12%. אמת, משא-ומתן פרטני יתנהל מול כל מלוה בגבולות תנאי האפשרות בה בחר; אך חוששני שגבולות אלו אינם רחבים דים כדי ליצור שונות משמעותית בתוך ההלוואות השונות באותה אפשרות. מעצם הגדרת האפשרויות על-ידי המשיבה ניתן להבין, כי מתחם הריבית הפתוח למשא ומתן בכל אפשרות הוא – לכל

היותר – 2%. בנוסף, בנסיבות המתוארות מתעורר חשש מהיוצרותן של מספר הלואות, המתאפיינות בסיכויים וסיכונים דומים, שיהוו כר פורה ל"שוק משני". כחלק מן הסחר בשוק המשני, עובר נייר הערך מן המלוים – שניהלו מול המשיבה משא-ומתן – לסוחרים הרואים בו הזדמנות להשקעה, בלא כל התקשרות בינם לבין החברה. משמע, בעוד שלקבוצת המלוים ניתנה הזדמנות לדרוש גילוי נאות מן המשיבה במהלך המשא-והמתן שהתנהל מולם, אין למשקיעים אפשרות לקבל מידע מן המשיבה במסגרת פעילותם העסקית הרגילה. דיני ניירות הערך, כפי שנכתב מעלה, לא נועדו להגן רק על קבוצת הרוכשים הראשונה, אלא גם על המשקיעים בשוק המשני. אם נקבל את הפרשנות לפיה אין ההלוואות בתוך כל אפשרות מהוות "סדרה", משמעות הדבר תהיה שהמשיבה פטורה מחובת הדיווח התקופתי, והמשקיעים בשוק המשני – ככל שאכן יוצר – יפעלו בתנאים של מחסור במידע. פרשנות זו קשה להלום, בבחינת "לפני עֶזְרָא לֹא תִתֵּן מִכְשָׁל" (ויקרא י"ט י"ד). לפיכך, בפנינו חמש סדרות שונות.

כד. משנקבע, כי המתוה המוצע אינו כולל סדרה אחת אלא חמש סדרות שונות, ונוכח התחייבות המשיבה שלא להתקשר עם יותר מ-35 מלוים בכל אפשרות, עלינו לדון כעת בשאלה האם יש למנות את המשקיעים בסדרות השונות יחד; זאת לעניין סעיף 15א(א)(1), המחריג מחובת הפרסום ניירות ערך הנמכרים לפחות מ-35 קונים.

כה. הרעיון שבבסיס סעיף 15א(א)(1) הוא כי דיני ניירות ערך נועדו למצב בו גוף אחד מבצע עסקאות רבות ודומות עם פרטים רבים מהציבור הרחב, באופן היוצר פערי כוחות מובנים בהתקשרות החוזית (ראו והשוו א' פורת "חוזים אחידים" חוזים 729 (עורכים ד' פרידמן ונ' כהן, תשס"ד-2003)). לעומת זאת, כשעסקינן בהתקשרות עם מספר מצומצם של משקיעים, החשש מפערי הכוחות פוחת, וניתן לשוב ולהסתמך על המשא-והמתן המתנהל בין הצדדים, כדרכו של עולם; זאת מאחר שכאשר מספר מצומצם של משקיעים בוחן אפשרות להשקיע בנייר ערך, חזקה עליהם שידרשו במהלך המשא-ומתן את המידע הרלבנטי, באופן המייתר את הצורך בחובת גילוי תשקיף סטטוטורית. סיפת סעיף 15א(א)(1), שנביא שוב להלן, נועדה להגביל את השימוש בחריג, ולמנוע שימוש טכני שאינו עולה בקנה אחד עם תכליתו; למשל, עסקה מול מספר רב של משקיעים, המחולקים לקבוצות של 35 כדי "להשתחל" לגדרי הסעיף. זו לשון הסיפה:

"[...] 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 [...]" (ההדגשה אינה במקור – א"ר).

המשך הסעיף מצמצם את ההגבלה, וקובע שמשקיעים בסוגים שונים של ניירות ערך יימנו בנפרד:

"[...] לענין זה יימנו בנפרד משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות, ומשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים".

כו. נשוב עתה לשאלה בה פתחנו, בניסוח מעט שונה: למה כיון החוק במלים "בצירוף מספר המשקיעים שלהם מכר ניירות ערך" – האם רק לניירות ערך מן הסדרה הנמכרת בעסקה הנוכחית, או שמא לכל נייר ערך, מאותו סוג, באשר הוא? בעניין זה, נוכח לשון הסעיף ותכליתו, סבורני כי נכון יהיה שהמשקיעים בכל אחת מאפשרויות המתואה נשוא ענייננו יימנו יחד לעניין סעיף 15א(א)(1). קביעה זו מתיישבת עם לשון הסעיף, שחלקו האחרון מפריד בין "משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות" לבין "משקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים", ומכלל הן אתה שומע לאו. אילו כיון המחוקק לכך שמשקיעים אשר רכשו ניירות ערך מסדרות שונות יימנו בנפרד לעניין הפטור מחובת פרסום תשקיף, לא היה צורך מעיקרא בקביעה מפורשת שמשקיעים בניירות ערך מסוג הניתן למימוש או להמרה יימנו בנפרד מאלה שרכשו ניירות ערך אחרים; זאת, שכן ניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה כוללים סיכויים וסיכונים שונים בתכלית מניירות ערך אחרים, וממילא מדובר בניירות ערך מסדרות שונות שלכאורה היו צריכים להימנות בנפרד. לשון אחר, ההבחנה המעוגנת בסעיף היא מקרה פרטי של ההבחנה בין סדרות שונות. אם כן, ההתייחסות הקונקרטיית בסעיף, המפרידה בין משקיעים בניירות ערך הניתנים למימוש או המרה למשקיעים בניירות ערך אחרים, מצביעה לכאורה על כוונת המחוקק שמשקיעים בסדרות שונות יימנו יחדיו לעניין הסעיף.

כז. לצד לשון הסעיף, הדבר מתישב לטעמי עם ההיגיון, כדי למנוע עקיפת ההגנות שקבע המחוקק – ועל כן עם התכלית שבבסיס הסעיף; ועוד, סעיף 15א(א)(1) נועד "לייבא" לדין הישראלי את הוראות הדין האמריקני (ראו 17 CFR 230.501; מכונה גם Regulation D), המקלות על מכירת ניירות ערך בהיקף קטן. הדברים הוזכרו במסגרת הליך החקיקה בישראל (פרוטוקול הדיון בועדת הכספים מיום 27.3.00 עמ' 6):

"עו"ד ליזה חיימוביץ: הכוונה שלנו כאן ללכת אחר הדין האמריקאי שאומר שחזקה שכאשר חברה מנפיקה חוב ומנפיקה הון מדובר בשני מהלכי גיוס הון שונים. זה מקל על החברות. לאור הכנסת ניירות ערך מסחריים אנחנו מבקשים להכניס את ההקלה הזאת גם".

המחוקק הישראלי "ייבא" בנידון דידן את הדין האמריקני באופן עקבי – החל בהענקת פטור מחובת פרסומו של תשקיף למכירת ניירות ערך ל-35 משקיעים או פחות מכך (ראו (17 CFR 230.505(b)(2)(II)), עבור דרך הגבלת הפטור על-ידי מנייתם יחד של משקיעים בתקופת זמן קודמת (כדין הישראלי – שנה, ובאמריקני – חצי שנה), ועד לצמצום ההגבלה, על-ידי מנייתם בנפרד של סוגים שונים של ניירות חוב. הוראות הדין האמריקני יכולות איפוא לסייע בדינו לענות על השאלה שהתעוררה בנידון דידן.

כח. סעיף 230.502 לחוק האמריקני הרלבנטי (Code of Federal Regulation) עוסק בסוגיה דומה – מתי ובאילו תנאים נראה מספר מכירות כמכירה אחת לעניין העמידה בתנאי הפטור מחובת פרסום תשקיף. הנה לשון הסעיף:

(a) Integration. All sales that are part of the same Regulation D offering must meet all of the terms and conditions of Regulation D. Offers and sales that are made more than six months before the start of a Regulation D offering or are made more than six months after completion of a Regulation D offering will not be considered part of that Regulation D offering, so long as during those six month periods there are no offers or sales of securities by or for the issuer that are of the same or a similar class as those offered or sold under Regulation D, other than those offers or sales of securities under an employee benefit plan as defined in rule 405 under the Act (17 CFR 230.405).

The following factors should be considered in determining whether offers and sales should be integrated for purposes of the exemptions under Regulation D:

- (a) Whether the sales are part of a single plan of financing;
- (b) Whether the sales involve issuance of the same class of securities;
- (c) Whether the sales have been made at or about the same time;
- (d) Whether the same type of consideration is being received; and
- (e) Whether the sales are made for the same general purpose.



כזכור, ראינו כי החוק הישראלי מונה יחדיו משקיעים בתקופה של 12 חודשים שקדמו למכירה הנוכחית. הדין האמריקני, לעומת זאת, נדרש יותר לנסיבות הספציפיות; איחוד המכירות בו אינו חל על כל מכירה של ניירות ערך, אלא תלוי בשני תנאים. ראשית, כי שתי המכירות נעשו בטווח זמן שאינו עולה על 6 חודשים; שנית, כי ניירות הערך בשתי המכירות הם מסוג (Class) דומה או זהה. הדין האמריקני – בסיפת הסעיף – מספק שורה של פרמטרים לבחינת איחודן של שתי מכירות לעניין הפטור מחובת פרסום תשקיף (ליישום הפרמטרים ראו *Donohoe v. Consolidated Operating SEC v. Cavanagh, & Production Corp.*, 982 F.2d 1130 (7th Cir. Ill. 1992); (445 F.3d 105 (2d Cir. N.Y. 2006)).

כט. בנידון דידן סבורני, איפוא, כי אם נסתייע בבחינת המתוה המוצע בהוראות הדין האמריקני, נמצא שיש לראות בהסכמי ההלוואה – אף אם מקורם באפשרויות שונות – מכירה אחת, כיון שמרבית הפרמטרים מורים כן. הסכמי ההלוואה נחתמים במסגרת אותה תכנית מימון של פרוייקט תמ"א 38; מן המתוה המוצע עולה, כי כוונת המשיבה ללוות את הכספים בסמיכות מועד לשם תחילתן של עבודות הבינוי בפרוייקט; סוג התמורה המוצע למשקיעים זהה בעיקרו – תשלום סכום כסף בעתיד; תכלית ההלוואות זהה – גיוס הון לשם פרוייקט בינוי ספציפי. כאמור, פרמטרים אלה מטילים את הכף לעבר "איחודן" של ההלוואות ומניית המלוים באופן מצטבר; המשתמע מכך הוא כי אין מתקיימים התנאים לפטור מתשקיף, לרבות אלה שנמנו בעניין טבע.

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

לא. מצאנו איפוא, כי המתוה המוצע אינו מהוה סדרה אחת, אלא כל אחת מן האפשרויות הכלולות בו מהוה סדרה בפני עצמה, ומכאן חובת פרסום התשקיף לעניין המכלול. בנוסף, נקבע כי המשקיעים בסדרות השונות יימנו יחדיו לעניין סעיף 15א(א)(1), המחריג מחובת פרסום תשקיף ניירות ערך הנמכרים לפחות מ-35 קונים. בשולי הדברים ומבלי לטעת מסמרות אציין, כי אילו הגבילה עצמה החברה להתקשרות בפועל מול 35 מלויים בלבד – בכל האפשרויות יחד, ולא בכל אפשרות בנפרד כפי שעשתה – לכאורה הייתה עשויה לבוא בגדרי סעיף 15א(א)(1); זאת בכפוף לכך שלא מכרה ניירות ערך מאותו הסוג ב-12 החודשים הקודמים.

לב. אציע לחבריי כי הערעור יתקבל, כך שייקבע כי המשיבה חייבת בפרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק. פסק דין זה יבוא חלף פסק הדין קמא. בנסיבות אציע שלא לחייב בהוצאות.

המשנה לנשיאה

השופט א' שהם:

אני מסכים לחוות דעתו המקיפה והיסודית של חברי, המשנה לנשיאה א' רובינשטיין, ולתוצאה אליה הגיע. אף אני סבור כי מדובר, בנסיבות העניין, בחמש סדרות נפרדות; ואולם, הן לשון החוק והן תכליתו מחייבות למנות יחד, כמכלול אחד, את כלל המשקיעים בכל אחד מהמסלולים, לעניין סעיף 15א(א)(1) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

שופט

רבות התלבטתי עד אשר השתכנעתי לילך בדרך שנקט בה חברי, המשנה לנשיאה א' רובינשטיין, בחוות דעתו.

פשוט וברור, לטעמי, כי המתווה המוצע בכללותו איננו סדרה אחת של ניירות ערך מפאת ההבדל הרב בתשואה, בשל השונות, כשכל הסכם הלוואה יוצר רמת סיכון וסיכוי שונה. אני תמים דעים בעניין זה עם בית המשפט המחוזי (השופט ד' מין), וכפי עמדת המשיבה. ודוק: מבחינת התכלית – יש טעם רב בעמדתה של רשות ניירות ערך. המגמה שביסוד עמדתה – ראויה. לפרסום תשקיף בפרט, ולתחולת דיני ניירות הערך בכלל, ישנה חשיבות רבה בהגנה על ציבור המשקיעים, במיוחד לאור המיגוון הרחב של השקעות פיננסיות המוצע כיום לציבור בשלל דרכים; לא תמיד ביושר. ברם – כוונתה הטובה של רשות ניירות ערך אינה מעוגנת כדבעי בהגדרת "ניירות ערך" שבסעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן – החוק), כעולה מחוות דעתו של חברי וכפסיקת בית המשפט המחוזי.

אלא שרווח והצלה בא לה, לרשות ניירות ערך, מן הקביעה כי לא בסדרה אחת עסקינן, אלא ב-5, ובחובת פרסום תשקיף הנגזרת מכך, כשהחריג שנקבע בסעיף 15א(א)(1) לחוק (שעניינו ב"פעולות שאינן הצעה או מכירה לציבור") אינו חל, משום שמספר המשקיעים ב-5 הסדרות נמנה במצטבר. בפי ב"כ המשיבה היו נימוקים רציניים לתמיכה בגישתה, אך בסופו של דבר, שכנעוני נימוקי חברי בצדקת עמדתו. בחינה תכליתית – מחייבתה; בחינה לשונית – סובלתה. אף המשיבה 'מודה במקצת' בעניין זה, במכתבה מיום 20.4.2014 אל רשות ניירות ערך, כשלא הוציאה מכלל אפשרות לראות במתווה 5 סדרות שונות.

אני מצטרף אפוא לעמדתו של חברי בדבר קבלת הערעור, במובן זה שהמשיבה חייבת בפרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק. יחד עם זאת, סבורני כי תיטיב רשות ניירות ערך לעשות אם תיקון להגדרת "ניירות ערך" ולהגדרת "הצעה לציבור" שבסעיף 1 לחוק, שגם אם נוסחו מלכתחילה בהרחבה, הרי שהן צרות מהכיל השקעות פיננסיות רבות ומגוונות המוצעות כיום לציבור בנקל, בתפוצה נרחבת, ובאמצעים מגוונים. לא לעולם חוסן, לא כל השקעה שכזו, חוסה תחת הגדרת "ניירות ערך" דהאידינא, גם אם טעמים חשובים של הגנה על הציבור תומכים בפרסום תשקיף ובתחולת דיני ניירות הערך לגביה. כזכור, המשיבה טענה בין היתר על עסקאות אשראי בין ספקים, ועל סוגי הלוואות שמעניקים בנקים ללקוחותיהם, שגם אלו חוסים לכאורה תחת כנפיה של הגדרת "ניירות ערך", ולגביהן נמנעת רשות ניירות ערך מאכיפה. מנגד טענה רשות ניירות ערך כי אכן למוצרים מסויימים המשווקים על-ידי הבנקים ללקוחותיהם יש

מאפיינים דומים ל"ניירות ערך" כמשמעותם בחוק, אך ישנם שיקולים המוציאים אותם מהגדרה זו, וכי פרשנותה של הרשות אינה רחבה מדי, ואין בה כדי לפגוע בוודאות העסקית, בניגוד לטענת המשיבה. דא עקא, נגד גישתה זו של רשות ניירות ערך טוענת המשיבה לאכיפה בררנית. גבי דידי, גם אם לא הגיעו הדברים כדי כך בנידון דידי, הרי שכוונתה הטובה של הרשות לא תוכל להצדיק בכל מצב עתידי את התאמת הפרשנות ל"ניירות ערך" לפי סוג העניין שעל הפרק. דומני אפוא כי מוטב לעשות לתיקון ההגדרה שבחוק. כך ניתן יהיה להשיג ודאות בשוק ההון, באופן צודק, ולעשות להגנה על ציבור המשקיעים.

לא נעלם מעיני חששה של רשות ניירות ערך מפני כשלון נסיון לתקן את ההגדרה שבחוק, הן מפאת היצירתיות הרבה שבתחום הנדון – חדשים לבקרים רבה ההשקעה הפיננסית באמצעות מכשירים שונים, עד כי קשה לנבא מראש וליתן הגדרה ממצה במבט צופה פני עתיד; הן מפאת קשיים בהליכי החקיקה בכנסת.

החשש אכן קיים, אך דומני כי הוא מופרז. הגדרת "ניירות ערך" תוקנה בתיקון מספר 11 (בשנת התשנ"א-1991), בתיקון מספר 14 (בשנת התשנ"ד-1994), בתיקון מספר 20 (בשנת התש"ס-2000) ובתיקון מספר 40 (בשנת התש"ע-2010). הנה כי כן, קשה – אבל לא בלתי אפשרי: 'לא בשמים היא... ולא מעבר לים היא', אלא בידי הכנסת לעשותו (מצע חשוב לדיון יכול לשמש מאמרם של ד"ר שרון חנס ועו"ד איתי פינגבאום "עיון מחדש בהגדרת 'נייר-ערך' בדין הישראלי" משפט ועסקים ז, התשס"ז (ספטמבר 2007) 11, במיוחד בפרק ג: "לקראת הגדרה חדשה ופרשנות מהותית של ההגדרה הקיימת" (עמודים 45 – 77)). בעניין מקצועי שכזה, ניתן להניח כי רשות ניירות ערך לא תיתקל בכנסת לעומתית, ואפשר יהיה לגבש נוסח מתוקן עדכני של הגדרת "ניירות ערך", לצורך הוודאות בשוק ההון, ולהגנה נאותה על ציבור המשקיעים.

ש ו פ ט

הוחלט כאמור בפסק דינו של המשנה לנשיאה א' רובינשטיין.

ניתן היום, כ"ט בתשרי התשע"ו (12.10.2015).

ש ו פ ט

ש ו פ ט

המשנה לנשיאה