



מגדל השחר, קומה 17, רח' אריאל שרון 4, גבעתיים, 5320047  
HaShahar Tower, 17th fl. 4 Ariel Sharon St. Givatayim, Israel 5320047

דוא"ל: office@mamlaw.co.il = טל: +972(0)3-610 9000 = פקס: +972(0)3-610 9009  
www.mamlaw.co.il

Ronen Matry  
Moran Meiri  
Kitty Brunner  
Keren Wacht  
Oren Knobel  
Ido Levin  
Rami Aharon  
Dr. Eyal Geva  
Yossi Ben Naftali  
Raviv Tsifroni  
Raz Ben-Dor  
Shalom Mathalone\*\*  
Yael Rubinstein  
Moshe Cohen  
Gil Byali  
Maayan Rotbaum  
Gal Gordon  
Tal Shmarel  
Shneur Shapira  
Inbar Gorelick  
Mor Zagrun  
Oded Sabag  
Guy Limor  
Alon Reviv

\* Also admitted in New York  
\*\* Also admitted in Ontario, Canada

רונן מטרי  
מורן מאירי  
קיטי ברונר  
קרן וכת  
אורן קנובל  
עידו לוי  
רמי אהרון  
ד"ר איל גבע  
יוסי בן נפתלי  
רביב צפרוני  
רז בן-דור  
שלום מטלון\*\*  
יעל רובינשטיין  
משה כהן  
גיל ביאלי  
מעין רוטבאום  
גל גורדון  
טל שמרל  
שניאור שפירא  
ענבר גורליק  
מור זגרון  
עודד סבג  
גיא לימור  
אלון רביב

\* מוסטר גם בסדרות ניו-יורק  
\*\* מוסטר גם באונטריו, קנדה

13 באוקטובר 2021

לכבוד  
עו"ד צפנת מזר, יועצת משפטית  
עו"ד אמיר בן מויאל  
מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך  
רח' כנפי נשרים 22  
ירושלים 95464

א.ג.נ.,

### הנדון: פנייה מקדמית

בשם מרשתנו, [REDACTED] חברה פרטית המאוגדת בניו ג'רזי, ארה"ב, העוסקת בהשקעות  
בנדל"ן מניב ויזמי בארצות הברית, לרבות באמצעות חברות בנות שלה הרשומות בארה"ב ("החברה"), אנו  
מתכבדים לפנות אליכם בפנייה מקדמית לקבלת החלטה, לפיה פניה לרוכשים פוטנציאליים בישראל להצטרף  
לקבוצת רכישה שמטרתה לרכוש חלקות קרקע מסוימות מתוך מקרקעין לפיתוח, לשם בניית שכונת בתים פרטיים  
(single homes) על החלקות האמורות, כאשר חלקות הקרקע (ולאחר מכן הבתים) יהיו בבעלות ועל שם הרוכשים,  
במהלך עסקי הדומה במהותו לקבוצת רכישה והכל בהתאם למתווה הפרויקט המפורט להלן ("הפרויקט"), לא  
תחשב כהצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור, כהגדרת מונחים אלו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק")  
או "חוק ניירות ערך"), ולא תחייב בפרסום תשקיף על פי החוק.

## 1. הרקע העובדתי

להלן תתוארנה העובדות עליהן מתבססת פנייתנו, כפי שנמסרו לנו על-ידי החברה:

### 1.1. מתווה הפרויקט:

1.1.1. החברה, בין היתר, באמצעות חברה הרשומה בישראל ותעסוק בשיווק הפרויקט, תפנה לקהל רוכשים ישראלים פוטנציאליים, באמצעות פניה ישירה ובאמצעות פרסום באינטרנט בהזמנה להצטרף לקבוצת רכישה ("קבוצת הרכישה", וביחס לכל אחד מיחידה: "יחיד קבוצת הרכישה" או "הרוכש") ובאמצעותה לרכוש חלקת קרקע מסוימת (אחת או יותר) שהינה חלק ממקרקעין לפיתוח ובניה הנמצאת [REDACTED], טקסס ("החלקה" ו-"הקרקע", בהתאמה). פניה כאמור תבוצע למספר לא מסוים של רוכשים פוטנציאליים בישראל.

1.1.2. בפני הרוכש הפוטנציאלי תוצג, בין היתר, הערכת שמאי לשווי חלקה לאחר פיתוח וכן שווייה לאחר השלמת הבנייה. בהמשך, הרוכש יחתום על הסכם הצטרפות כחבר בקבוצת הרכישה והחלקה בה יבחר בהתאם למאפייניה האינדיבידואליים (מיקומה, גודלה) ורצונו, תסומן על גבי תשריט, שטרם קיבל אישור מאת הרשות המוסמכת, ואשר יצורף כנספח להסכם הרכישה ("התשריט" ו-"הסכם הרכישה", בהתאמה).

1.1.3. הרוכש ישלם את תמורת החלקה המסוימת אותה בחר בהתאם לגודלה ומיקומה הפרטי ובתמורה אשר נקבעה מראש על ידי החברה. 95% מתמורת הרכישה יופקדו בידי עו"ד אמריקאי אשר ישמש נאמן לכספי התמורה ("הנאמן"). תהליך זה יתבצע מול הרוכשים הפוטנציאליים השונים עד מכירה לכמות מספקת של רוכשים להגשמת הפרויקט (רכישת המקרקעין) כפי שייקבע מראש. עם השלמת הקמת קבוצת הרכישה כאמור, יעביר הנאמן את כספי הרכישה לחברה אשר הינה צד שלישי שאינו קשור לחברה ואשר תבטיח את רישום הבעלות בחלקה (Title Insurance Company) על שם החברה ייעודית בבעלות השותפות ביחד עם המארגנת, כמפורט להלן.

1.1.4. חברה אשר הינה חברה בת של החברה והרשומה בארה"ב ("מארגנת"), תפעל לניהול קבוצת הרכישה.

1.1.5. המארגנת תפעל להקמת שותפות אשר תאוגד תחת דיני מדינת ישראל ואשר יחיד קבוצת הרכישה והמארגנת יהיו השותפים בה ויחתמו ביניהם על הסכם שותפות בהתאם לדין הישראלי ("השותפות" ו-"הסכם השותפות").<sup>2</sup>

1.1.6. בהמשך לכך, בהתאם לפרקטיקה המקובלת, תוקם חברה אמריקאית (LLC) בה תחזיק השותפות בבעלות מלאה (100%). השותפות, באמצעות החברה בבעלותה, תרכוש את הקרקע באמצעות כספי הרוכשים ותרשם באופן זמני כבעלים בקרקע ביחד עם המארגנת עד לרישום החלקות על שם יחיד קבוצת הרכישה.

<sup>1</sup> 5% מהתמורה ישולם לחברה הישראלית כעמלה על פעולת השיווק וארגון הקבוצה.  
<sup>2</sup> יצוין, כי גם המארגנת תהיה זכאית להשתתף בפרויקט כחלק מקבוצת הרכישה.

- 1.1.7. החברה שבבעלות השותפות והמארגנת תתקשרנה בהסכם Tenancy In Common Agreement (TIC), אשר יכלול פירוט של מתווה הפרויקט וכן נספח שיפרט את שמות הרוכשים בפרויקט. המארגנת תדאג לרשום את הסכם ה-TIC במרשם המקרקעין המקומי, כך שיוצגו הזכויות במקרקעין כלפי כולי עלמא. הרישום ידרוש את הסכמת החברה שבבעלות השותפות, בין היתר, לביצוע תוכנית הפיתוח וכן בעת חלוקת הקרקע לחלקות משנה.
- 1.1.8. בהתאם להסכם השותפות, בתמורה להשקעה של הרוכש (כספי רכישת החלקה) יקבל הרוכש יחידת שותפות אחת אשר תקנה זכות לרישום החלקה על שמו. במילים אחרות - חלקו של כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים בשותפות, ישקף זכות לקבלת החלקה המסוימת, ולא חלק יחסי מרווחי השותפות (אשר ממילא לא יהיו כאלה). בנוסף, השותפות האמורה תהיה מוגבלת בפעילותה רק לפעולות הקשורות לקידום רישום החלקות על שם יחיד הרוכשים.
- 1.1.9. במועד רישום החלקות על שם יחיד הרוכשים, כל אחד בהתאם לחלקה שבחר, תסיים השותפות את חייה ותפורק כמו גם החברה שבבעלותה.
- 1.1.10. בהתאם לדין החל [REDACTED], במדינת טקסס, ארה"ב (בה מצוי המקרקעין), ביצוע חלוקה של הקרקע לחלקות משנה, נעשה רק לאחר השלמת עבודות פיתוח בקרקע, אשר עלותם מושבת לבעלי הקרקע לאחר השלמת הפיתוח. בין היתר, פעולות פיתוח כאמור כוללות סלילת שבילי גישה וחיבור החלקות השונות לתשתיות חיוניות (ביוב, מים, חשמל וכד').
- 1.1.11. המארגנת תפעל לקידום הפעולות הדרושות לשם פיתוח הקרקע כאמור. לשם כך, השותפות תתקשר עם המארגנת בהסכם לקבלת שירותי פיתוח הקרקע. בהתאם להסכם פיתוח הקרקע, לשם קבלת שירותי המארגנת, השותפות, באמצעות החברה הבת ביחד עם החברה המארגנת, תוכל ליטול הלוואה ולשעבד את הקרקע (כולה או חלקה בהתאם לחלק שיפותח בכל שלב) לטובת הלוואה. במידה וידרשו ערבויות נוספות, אלו יינתנו על ידי המארגנת ולא על ידי השותפות.
- 1.1.12. בהתאם לדין החל, כאמור, לאחר השלמת עבודות הפיתוח ופיצול הקרקע לחלקות השונות תשיב הרשות המוסמכת את עלויות הפיתוח. כספים אלו, אשר יגיעו לשותפות (במידה ולא תושלם רישומה של הקרקע על שם יחיד קבוצת הרכישה) או לרוכשים השונים, ישמשו לפירעון הלוואה בהתאם להוראות הסכם קבלת שירותי פיתוח הקרקע.<sup>3</sup>
- 1.1.13. כאמור לעיל, מיד עם השלמת עבודות הפיתוח בקרקע, תפעל המארגנת מול הרשות המוסמכת לאישור התשריט וביצוע חלוקה ושיוך של החלקות בהתאם לתשריט. בהתאם להסכם הרכישה, יכול שתהיה עד 10% סטיה מגודל הקרקע בהתאם לתשריט אל מול תשריט הקרקע שיאושר בידי הרשות המוסמכת. סטיה גדולה מכך, תפעיל מנגנון של איזון וחלוקה בהתאם להסכם השיתוף.

<sup>3</sup> בהתאם להסכם שירותי הפיתוח אשר ייחתם בין השותפות למארגנת, המארגנת תהיה זכאית ל-5% עמלה מעלות עבודות הפיתוח.

1.1.14. כאמור, עם השלמת החלוקה, תעבור חלקת הקרקע המסוימת לבעלותו של הרוכש ותרשם על שמו וזאת כנגד יחידות ההשתתפות בהן הוא מחזיק (אשר יבוטלו). במידה ולא הושלם תהליך רישום החלקה על שם הרוכש בתום 24 חודשים ממועד הרכישה, תשיב החברה לרוכש את תמורת הרכישה וזאת כנגד יחידות ההשתתפות בהן הוא מחזיק (אשר יבוטלו). לפיכך, עם השלמת הרישום על שם יחידי קבוצת הרוכשים או במקרה של אי השלמת הרישום כאמור לעיל ולאחר השבת תמורת הרכישה לרוכשים, השותפות תסיים את פעילותה לכל דבר ועניין ותפורק באופן אוטומטי וללא צורך בהחלטה נוספת.

1.1.15. משלב רכישת החלקה ועד להשלמת רישום החלקה על שם הרוכש, לא יוכל הרוכש להעביר או למכור או למשכן או לבצע כל דיספוזיציה בזכויותיו ו/או ביחידות השותפות בהן הוא מחזיק ללא אישור מראש ובכתב של המארגנת ובתנאי כי הנעבר יקבל על עצמו את כל חובות והתחייבויות המעביר.

1.1.16. המארגנת תבחר במספר חברות קבלניות אשר עם מי מהן יתקשר כל אחד מיחיד קבוצת הרכישה (לבחירתו) לקבלת שירותי בנייה של בית על החלקה שבבעלותו במחיר שיוסכם באמצעות המארגנת.<sup>4</sup> לחלופין, בהתאם להסכם האמור, יוכל הרוכש לבחור למכור את החלקה שבבעלותו לאיזו מהחברות הקבלניות האמורות. הרוכש יפקיד בידי המארגנת ייפוי כח, מראש, המתיר לה - ככל ולא ייחתם הסכם בין הרוכש לבין איזו מהחברות הקבלניות למכירת בית תוך זמן מסוים - לפעול למכירת הקרקע לאיזו מהחברות הקבלניות במחיר המוסכם. מנגנון זה נועד לוודא כי יחידי הרוכשים לא יבחרו "לשבת על הקרקע" וכך לפגוע בכלל חברי קבוצת הרכישה.

1.1.17. תפקיד המארגנת יתמצה בקידום הפרויקט ובהבטחת הבנייה על המקרקעין. בשלב החתימה על הסכמים פרטניים עם איזו מהחברות הקבלניות יסתיים תפקידה של המארגנת והיא לא תהיה צד להסכמים אלו.

1.1.18. מעבר לתשלום מחיר החלקה אותו ישלם כל אחד מיחיד קבוצת הרכישה כתלות בגודל החלקה שהוא רוכש ולמחיר המוסכם שישלם כל רוכש שיבחר לקבל שירותי בנייה, לא יידרשו יחידי קבוצת הרכישה לשלם כל תשלום נוסף, מכל מין וסוג שהוא, בגין רכישת החלקה במסגרת הפרויקט. יחד עם זאת, יובהר כי הסכום אשר ישולם בהתאם להסכם הרכישה כולל בתוכו את החלק היחסי של עלות הקרקע לרוכש, הוצאות שיווק הפרויקט, חלק מסוים בעלות פיתוח הקרקע וכן רווח יזמי.

## 1.2. מאפייני השותפות והסכם השותפות

1.2.1. הסכם השותפות כולל, כאמור, מספר מאפיינים:

1.2.1.1. יחידות השותפות אינן משקפות את גובה ההשקעה כי אם זכות לקבל חלקה מסוימת.

1.2.1.2. עם סיום הליך שיוך הקרקע או במקרה שלא הושלם הליך שיוך הקרקע והושבה תמורת הרכישה לרוכשים (ראה סעיף 1.1.14 לעיל), השותפות תסיים את המנדט שלשמו הוקמה והיא תחדל להתקיים ותפורק.

<sup>4</sup> במועד החתימה על הסכם ההצטרפות המארגנת תוכל להעריך את עלויות הבניה אולם עלות הבניה הסופית תיקבע בהסכם הקבלן במועד הרלוונטי.

1.2.1.3. לשותפות לא יהיה כח להתקשר בהסכמים או לנקוט בפעולות משפטיות עצמאיות או לפעול לשם יצירת רווח, למעט התקשרות עם צד קשור למארגנת שיפעל לצרכי פיתוח הקרקע, נטילת הלוואה לפיתוח הקרקע (באמצעות חברה בת) ושעבוד הקרקע לשם פיתוחה.

## 2. הסוגייה המשפטית

הסוגייה המשפטית בענייננו הינה, האם פנייה לרוכשים פוטנציאליים בישראל להצטרף לקבוצת רכישה של מקרקעין בארה"ב, ואיגודם האינסטרומנטאלי של יחיד קבוצת הרכישה, לתקופת זמן מוגבלת ולצורך קידום הפרויקט תחת שותפות לצורך ביצוע רכישה (אשר תבוצע באמצעות חברה בבעלותה), פיתוח וחלוקה של המקרקעין לחלקות מסוימות להן יהיה כל אחד מיחיד קבוצת הרכישה זכאי בהתאם לבחירתו, הכל בהתאם למתווה הפרויקט אשר פורט לעיל, עשויים להיחשב כהצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך").

סוגיה משפטית דומה כבר זכתה לבחינת רשות ניירות ערך, בבקשה להנחיה מקדמית מיום 5 ביולי 2016 ביחס לשיווקן של דירות בבנייני מגורים בגרמניה, על ידי יזם, לרוכשים פוטנציאליים בישראל, ואיגודם של הרוכשים תחת שותפות גרמנית (לא רשומה) לצורך ביצוע רכישה בפועל של דירות כאמור ("פניית החברה הגרמנית"). שם, קבעה רשות ניירות ערך, כי אין מדובר בהצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור וזאת, בעיקר מאחר שהפעילות הייתה במהותה עסקת נדל"ן, לרכישת מוצר צרכני הניתן לזיהוי, ומשכך לעמדת סגל הרשות לא היוותה הלכה למעשה השקעה פיננסית אשר חוק ניירות ערך חל לגביה.

יודגש, כי לח"מ ידוע כי בעמדת הרשות האמורה נתן דעתו סגל הרשות לכך שיחיד קבוצת הרוכשים באותו מקרה נשאו ככלל בזכויות ובחובות הנובעים מהדירה שנרכשה על ידם החל ממועד רכישת המבנה על ידי השותפות ועוד במהלך חייה, וכן למשך הזמן אשר במהלכו צפויה השותפות להתקיים עד לרישום הדירות במבנה על שם כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים.<sup>5</sup>

בענייננו, הואיל ואין מדובר ברכישת דירות אלא קרקע בשלב שלפני פיתוח, בשלב הראשון ובטרם השלמת הליכי הרישום לא תקנה הקרקע זכויות לרוכש אולם גם לא תהיינה לרוכש התחייבויות מעבר למפורט לעיל. בכך דומה הפרויקט ל"קבוצת רכישה" של קרקע לפיתוח אשר גם בה בין יחיד קבוצת הרכישה קיים הסכם שיתוף בו לכלל יחיד קבוצת התחייבויות הדדיות אולם הואיל ומטרת קבוצת הרכישה היא שיוך חלק נדל"ן מסוים, אין מדובר, ככלל, בהצעת ניירות ערך.

להן נפרט את נימוקינו לאמור לעיל.

<sup>5</sup> ראו מענה רשות ניירות ערך לפניה מקדמית "בקשה להנחיה מקדמית" (5.7.2016): [https://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf\\_Positions/Preliminary\\_Inquiries/Prospectuses/Documents/TTS.pdf](https://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/TTS.pdf)

### 3. דינו

אנו סבורים כי בפרויקט מדובר בעסקת נדל"ן לרכישת מוצר צרכני הניתן לזיהוי, שכן כל רוכש, ירכוש עבור עצמו חלקה ספציפית המסומנת בתשריט המקרקעין. מבחינת הרוכש היחיד - הוא רוכש זכות בחלקה מסוימת אשר לאחר פיתוחה ושיוכה, תהיה בבעלותו והוא יוכל לבחור אם למכור אותה או לבנות עליה בית ולנהוג בבית האמור מנהג בעלים כרצונו (למוכרו או להשכירו). במהותה, ההשקעה היא השקעה ריאלית בעסקת נדל"ן בארה"ב ואינה משום השקעה פיננסית. מבחינת החברה - היא מקדמת (באמצעות חברות בנות שלה) פרויקט לבניית שכונת מגורים בתמורה לעמלה המגולמת במחיר החלקה. הקמת השותפות נעשה אד הוק, באופן זמני ועד לביצוע הפיתוח והשיוך של החלקות ליחיד קבוצת הרכישה וזאת, במטרה להוציא אל הפועל את הפרויקט המתוכנן. עם השלמת השיוך של החלקות לרוכשים או במקרה שלא הושלם תהליך השיוך והושבה התמורה לרוכשים כאמור בסעיף 1.1.14 לעיל, יסתיים תפקידה של השותפות כאמור והיא תפורק (כמו גם החברה בבעלותה).

#### הגדרת הצעת ניירות ערך לציבור

הוראת הדין הקובעת את תחולת דיני ניירות הערך מקורה בסעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק"):

"(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."

[ההדגשות בפנייה זו אינן במקור]

הצעה לציבור מוגדרת בסעיף 1 לחוק כדלקמן:

"הצעה לציבור" - פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך...."

ניירות ערך מוגדרים בסעיף 1 לחוק כדלקמן:

"ניירות ערך" - תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם...."

מן האמור עולה, כי השאלה הרלוונטית הינה אם במקרה האמור אכן מדובר בהצעה לרכישת "ניירות ערך". לשם כך, יש לפרש את המונח "ניירות ערך" פרשנות תכליתית.

במאמרם על 'חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים'<sup>6</sup> מציגים עוה"ד אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט רשימת שיקולים בבחינת פרשנותה של הגדרת ניירות ערך המבוססת על מקרים שנבחנו במהלך השנים בידי בתי המשפט בישראל ועל ידי רשות ניירות ערך. להלן נבחן את המקרה שלפנינו בהתאם לרשימה זו:<sup>7</sup>

<sup>6</sup> ראו 'חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים' ספר יורם דנציגר (לימור זר-גוטמן, עידו באום עורכים, 2019), 171. <sup>7</sup> להשלמת התמונה, יצוין כי במאמרם מציגים עוה"ד אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט מספר שיקולים נוספים שאין לייחס להם משקל בהכרעה אם מדובר בניירות ערך: (1) משא ומתן בין המשקיעים למגייסי הכספים; (2) ייעוד כספי ההשקעה למימון עסקיו של מגייס הכספים ותלות במאמציו; ו-(3) מאפיינים צורניים.

- 3.1 מטרת השקעת הכספים – מטרת השקעה פיננסית לעומת מטרת אחרות: ההשקעה שבה עוסקים דיני ניירות ערך היא ביסודה השקעה שמטרתה פיננסית ותכליתה השגת תשואה (פוטנציאל לרווח או תזרים מזומנים עתידי).<sup>8</sup> השקעת כספים שמטרתה רכישת נדל"ן המיועד למגורים אינה השקעה פיננסית. מהותה הכלכלית של העסקה נשוא פניה זו היא רכישת חלקת נדל"ן ספציפי, הניתן לזיהוי. מבנה השותפות הייעודית המוקמת והחברה שבבעלותה נוצר כאמצעי ביניים כדי לאפשר את רכישת הקרקע ורישום הזכויות של כל רוכש חלקה.<sup>9</sup> השותפות האמורה לא תחלק לרוכשים כל תזרים מזומנים שכן ממילא היא אינה פועלת למטרת רווח ליחיד השותפות, וחלף זאת, תסיים את תפקידה עם המרתה של יחידת השותפות לזכות בחלקה המסוימת או במקרה שלא יושלם תהליך הרישום (כאמור בסעיף 1.1.14 לעיל).
- 3.2 גיוס ההשקעה וניהולה בידי אחרים: סיכון מרכזי שדיני ניירות ערך מבקשים להתמודד עימו הוא בעיית הנציג, הנוצרת כאשר הציבור משקיע כספיו בפעילות עסקית המנוהלת בידי אחרים, בעוד המשקיע פסיבי ואינו משתתף פעיל. ככל שפעילות המיזם והשותפים בו פחות נושאת אופי מובהק של פעילות כלכלית שיתופית, פוחתת גם בעיית הנציג בין מנהלי המיזם למשקיעים בו והדבר עשוי להצדיק אי-סיווג ההתקשרות כנייר ערך.<sup>10</sup> במקרה שלפנינו אין הרוכשים מעבירים את כספם לידי אחרים שינהלו את כספם, אלא משלמים את המחיר הקבוע מראש בגין חלקת הקרקע אותה הם מעוניינים לרכוש בהתאם לגודלה ובהתאם להערכת שווי אשר תוצג להם מראש. השימוש בכספי ההשקעה נעשה לרכישת המקרקעין ולא לשם השקעה בפעילות כלשהי שתביא למיקסום התשואה. כספי ההשקעה יועברו לחזקת נאמן ועם השלמת הקמת קבוצת הרכישה יועברו ל-Title Insurance Company שתהא אחראית על רישום זכויות הבעלות בקרקע. כספי ההשקעה ישמשו לרכישת המקרקעין והשותפות באמצעות החברה שבבעלותה תשמש כצינור בין יחיד קבוצת הרכישה לבין בעל המקרקעין. גם עלויות ועבודות הפיתוח אינן נעשות בכדי למכור את הקרקע כקולקטיב אלא לשם קידום הפרצלציה ורישום החלקה המסוימת על שם הרוכש.
- 3.3 מידת הדמיון לניירות ערך מקובלים והמאפיינים הכלכליים של המכשיר: יחידת ההשתתפות בשותפות במקרה שלפנינו אינה בעלת מאפיינים כלכליים הדומים במהותם לניירות ערך מקובלים<sup>11</sup> ומהותית אין בה משום הנפקת נייר ערך<sup>12</sup>: (1) לשותפות לא צפויים להיות רווחים שכן היא אינה מנהלת פעילות עסקית כלכלית וממילא, לא יהיו השותפים בהתאם להסכם השותפות זכאים לדיבידנד במהלך חיי השותפות;

<sup>8</sup> ראו גם מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידי ניירות ערך, 134 (2006) ("ימין וסרמן").

<sup>9</sup> ראו עמדת רשות ניירות ערך כפי שפורטה בעמ"מ (מינהלי ת"א) 42487-11-17 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פס' 25 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 2018.4.23) (להלן: עניין א.ד.ר.).

<sup>10</sup> ראו גם שרון חנס ואיתי פיגנבאום, עיון מחודש בהגדרת "נייר ערך" בדין הישראלי, משפט ועסקים ז', 11 (להלן: "חנס ופיגנבאום"), בעמ' 17. כמו-כן, ראו גם חנס ופיגנבאום, בעמ' 47: "לבסוף, משקיעים פעילים, דוגמת שותף הנכנס לשותפות או צד הנכנס להשקעה יחד עם אחרים, מצויים בדרך כלל בקרבה משפטית רבה לצדדים האחרים המשתתפים במיזם. לנוכח זאת, דיני החוזים והנוזיקין הרגילים מגינים עליהם פעמים רבות מפני תרמית, ומאפשרים תביעה בגין מצגי שווא."

<sup>11</sup> ראו ימין וסרמן, עמ' 137.

<sup>12</sup> בת"א (ת"א) 2969/00 יו"ר הרשות לניירות ערך נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ, דינים מחוזי, כרך לג(4), 6, בסעיף 14 לפסק הדין – בהן בית המשפט המחוזי את חבילת הזכויות שהציעה אגודה שיתופית לציבור באמצעות אתר אינטרנט להצטרף חברים תמורת השקעת \$2,500 ואשר כללה: זכות חברות באגודה והצבעה במוסדותיה, שלושה דונם אדמה פרטית במדינה זרה ושלוש מניות בחברת השקעות של האגודה (לאחר פניית רשות ניירות ערך ותכתובות בין הצדדים שונתה ההצעה כך שחלף מניות החברה הבת, הוצעו יחידות שותפות ברכוש האגודה ועסקיה לרבות עסקי החברה הבת), וקבע כי הנפקת זכות השתתפות או זכות חברות באגודה הינה הנפקה של תעודות בסדרה המהוות נייר ערך. התבנית העובדתית במונדרגון הצביעה כי המשקיעים ציפו לרווח כלכלי מבלי שלמשקיעים תהיה מעורבות בכך. כך גם על-פי דברי היסוד- אשר סבר כי החשוב בעסקה היו הזכויות באגודה ולא נכס המקרקעין (פס' 12). בענייננו, אין ההשקעה נעשית במטרה לקבל זכות השתתפות בשותפות אלא במטרה לרכוש חלקת מקרקעין. יחידת ההשתתפות ניתנת לרוכש לתקופה מוגבלת כנגד סכום השקעתו ורק עד להשלמת הרישום של החלקה על שמו.

(2) בהתאם להסכם השותפות, השותפים לא יהיו זכאים לקבל עודפים בפירוק השותפות כי אם רק את עצם רישום הבעלות על החלקה הרלוונטית על שםם; (3) יחידת השותפות שעל שם הרוכש אינה משקפת את גודלה היחסי של ההשקעה כי אם זכות לקבל את החלקה שנרכשה; (4) כאמור בסעיף 1.1.15 לעיל, משלב רכישת החלקה ועד להשלמת רישום החלקה על שם הרוכש, לא יוכל הרוכש להעביר או למכור או למשכן או לבצע כל דיספוזיציה בזכויותיו ו/או ביחידות השותפות בהן הוא מחזיק ללא אישור מראש ובכתב של המארגנת ובתנאי כי הנעבר יקבל על עצמו את כל חובות והתחייבויות המעביר; (5) בהתאם להוראות הסכם השותפות, הסמכות הבלעדית לפעול בשם השותפות תהא מסורה למארגנת בלבד, ללא זכות התערבות מצד יתר השותפים. השותפים יהיו נעדרים סמכות לקבל החלטות בשם השותפות; (6) השותפות תהיה מוגבלת בפעולות אותן היא יכולה לנקוט ותוגבל לפעולות לצרכי חלוקת הקרקע ורישומה על שם יחידי הרוכשים.

3.4. רגולציה אחרת שמגנה על כספי המשקיעים: כאשר ישנה מעטפת רגולטורית המותאמת לאופי הפעילות וההשקעה, המיועדת להגן על הציבור המשקיע את כספו וכוללת פיקוח אפקטיבי של רגולטור מוסמך מכוח החוק, יש הצדקה להימנע מסיווגו של מכשיר ההשקעה כנייר ערך. במקרה שלפנינו, כפופה עסקת רכישת חלקת המקרקעין על-ידי הרוכש למערכת דינים כללית (כגון, דיני החוזים ודיני הנזיקין). מנגנון העברת הכסף אל מול רכישת הקרקע על-ידי הקבוצה, מובטח באמצעות מנגנון נאמנות ולאחר מכן באמצעות Title Insurance Company. הסכם ה-Tenancy In Common Agreement (TIC), אשר יחתם בין החברה שבבעלות השותפות והמארגנת, יכלול פירוט של מתווה הפרויקט וכן נספח שיפרט את שמות הרוכשים בפרויקט. המארגנת תדאג לרשום את הסכם ה-TIC במרשם המקרקעין המקומי, כך שיוצגו הזכויות במקרקעין כלפי כולי עלמא. עם השלמת רישום הקרקע על שם הרוכש, יקבל הרוכש שטר בעלות (Deed) התקף כלפי כולי עלמה ומהווה זכות במקרקעין. בשלב זה מערכת הדינים הספציפית (דיני הקניין והמקרקעין בארה"ב), תספק את המענה הנדרש להגנה על הזכויות והאינטרסים של הרוכשים, ותהווה תחליף ראוי והולם לתחולתם של דיני ניירות ערך. לא נכון כי תקופת הביניים שלמן רכישת הקרקע ועד רישום יחידות הקרקע על שם הרוכשים, המהווה שלב מקובל בגיבוש קבוצת רכישה לרכישת קרקע ופיתוחה לשם בניית דירות או בתים על שם יחידי הרוכשים, תיחשב כהצעה של נייר ערך רק על שום השימוש בתאגידים בתקופת הביניים לצרכי שכלול עסקת רכישת נדל"ן.

3.5. ההתאמה והרלוונטיות של המסגרת החוקית הנוגעת להנפקת ניירות ערך בידי תאגידים: לאור האמור ביחס להיעדר הדמיון לניירות ערך מקובלים ולאור העובדה כי אין מדובר בהשקעה פיננסית כי אם בהשקעה ריאלית, אין טעם בהחלת החוק בענייננו. מעבר למידע ידוע לכולי עלמה בקשר עם שוק הנדל"ן הכללי, הנדרש בהשקעת נדל"ן, בין אם היא רכישת נדל"ן ממש ובין אם נייר ערך של תאגיד העוסק בנדל"ן, המידע הנחוץ לרוכש בנסיבות העניין הינו מידע ביחס לחלקת המקרקעין שבה ישקיע (גודל ומיקום), זכויותיו בה, הערכת שוויה, מתווה הפרויקט להקמת הבתים על המקרקעין והמועדים הצפויים להשלמתו, אופן המימון לביצוע הפיתוח במקרקעין וכו'. השותפות, כמנפיקה (לכאורה), אינה בעלת פעילות עסקית אלא מוקמת לצורך הוצאת הפרויקט לפועל (רכישה חלוקה ורישום) לתקופה קצרה ואין משמעות לדיווחים מיידיים ותקופתיים על פעילותה ובעיקר לדוחות כספיים עצמאיים שלה שכן אין בכך



משום השפעה על שווי ההשקעה בכל רגע נתון.<sup>13</sup>

3.6. שוק משני: ניירות הערך המקובלים מתאפיינים בעבירות וסחירות. כאשר קיים שוק משני מתעצמות חלק מהתכליות בבסיס חובת פרסום התשקיף, ובפרט החובה הנגזרת מהיות התאגיד תאגיד מדווח באופן שוטף. תכלית אספקת מידע שוטף על אודות מנפיק ניירות הערך, נעשית במטרה לאפשר למשקיעים להעריך את כדאיות רכישתם או מכירתם ועל כן גם להוות תשתית לשוק המשני. סיכוי גבוה להיווצרות "שוק משני" יטה את הכף לעבר הגדרת מכשיר החוב כנייר ערך – ולהיפך.<sup>14</sup> כאמור, בענייננו, עבירות יחידות ההשתתפות מוגבלת וכפופה לאישור החברה המארגנת ובתנאי כי הנעבר יקבל על עצמו את כל חובות והתחייבויות המעביר. אין הנחה כי ייווצר שוק משני וכי תהיה סחירות ביחידות ההשתתפות. רוכש הרוכש חלקת קרקע, צפוי כי יחזיק ביחידת ההשתתפות שלו, למצער, עד לרישום החלקה על שמו.

3.7. היקף ההשקעה: מגבלה אפקטיבית על היקף הרכישה האפשרי עשויה להוות שיקול תומך בכך שמטרת ההשקעה אינה פיננסית ולא מדובר בניירות ערך. במקרה שלפנינו, לכל חלקת קרקע תמחור קבוע מראש בהתאם לגודלה ובהתאם להערכת שווי שנערכה לה. אומנם אין מגבלה ביחס לכמות יחידות הקרקע שיכול כל רוכש לרכוש אך הדבר נכון לכל עסקת מקרקעין. פעמים רבות עסקאות מקרקעין מאופיינות ברכישת מספר בודד של חלקות, בתים או דירות. בכל מקרה, אף אם עשויים להיות מקרים מיוחדים בהם רוכש יתעניין ברכישת בכמות גדולה יחסית של חלקות אך בכל מקרה, משקיע כזה הינו בדרך כלל משקיע מיוחד המעורה בעסקאות מקרקעין דומות או בשוק הנדל"ן האמריקאי והינו גם – יש לצפות – בעל תמריץ גדול לבדוק ולבחון את העסקה.

#### 4. סוף דבר

4.1. אנו סבורים כי המהות הכלכלית של הפרויקט המתואר לעיל מעידה כי מדובר בעסקת נדל"ן לרכישת מוצר צרכני (כמו כל קבוצת רכישה אחרת) ולא בהשקעה פיננסית המהווה הצעת ניירת ערך לציבור. לפיכך, אין גם מקום להכפיף את הפרויקט במתווה המתואר לעיל לדיני ניירות ערך לאור המהות העסקית, הכלכלית והמשפטית העומדת בבסיסו.

4.2. מרשתנו מודעת לכך, שפניה זו ותשובת הרשות, עשויות להיות מפורסמות בנוסחן המלא באתר הרשות. בנסיבות אלה, ומאחר שמרשתנו הינה חברה פרטית (ואינה תאגיד מדווח), מרשתנו מבקשת כי שמה ו/או כל פרט מזהה אחר ביחס אליה, לא יצוינו במסגרת הפניה ו/או תשובת הרשות.

בכבוד רב,

ד"ר איל גבע, עו"ד

מעין רוטבאום, עו"ד

<sup>13</sup> ראו עניין א.ד.ר, פסקה 56 לפסק דינו של השופט כבוב.

<sup>14</sup> עע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיזוק מבנים בע"מ, פסי' ידי' לפסק דינו של השופט רובינשטיין (פורסם בנבו, 12.10.2015).