

כ"ג אדר א תשפ"ב
24 פברואר 2022

לכבוד
ד"ר איל גבע, עו"ד
מעין רוטבאום, עו"ד
מטרי, מאירי ושות', עורכי דין

באמצעות דואר אלקטרוני

שלום רב,

הנדון: **פנייה מקדמית בעניין חברת** [REDACTED]
סימוכין: מכתבכם מיום 15 בפברואר, 2021; מכתבכם מיום 16 ביוני 2021; מכתבכם מיום 13 באוקטובר 2021 ("הפנייה").

במענה לפנייה המקדמית במכתביכם שבסימוכין לעניין קבלת אישור סגל רשות ניירות ערך ("סגל הרשות"), כי לא יראו בפעילות החברה הכזעה או מכירה של ניירות ערך לציבור המחייבת פרסום תשקיף על-פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק"), הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל הרשות בעניינה. העמדה מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה בפנייה, ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלוונטיים לנדון.

עיקרי העובדות כפי שפורטו בפנייה

1. החברה [REDACTED] היא חברה פרטית שהתאגדה בניו ג'רזי, ארה"ב ("החברה"). החברה עוסקת בהשקעות בנדל"ן מניב ויזמי בארה"ב, לרבות באמצעות חברות בנות שלה, הרשומות בארה"ב.
2. החברה עתידה לפנות לרוכשים פוטנציאליים בישראל ולהציע להם 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 שיפורט להלן ("הפרויקט").
3. החברה, בין היתר, באמצעות חברה הרשומה בישראל ותעסוק בשיווק הפרויקט, תפנה לקהל רוכשים ישראלים פוטנציאליים, באמצעות פנייה ישירה ובאמצעות פרסום באינטרנט בהזמנה להצטרף לקבוצת רכישה ("קבוצת הרכישה"), וביחס לכל אחד מיחידה: "יחידת קבוצת הרכישה" או "הרוכש" ובאמצעותה לרכוש חלקת קרקע מסוימת (אחת או יותר) שהינה חלק ממקרקעין לפיתוח ובנייה הנמצאת [REDACTED] טקסס ("החלקה" ו-"הקרקע", בהתאמה). פנייה כאמור תבוצע למספר לא מסוים של רוכשים פוטנציאליים בישראל.

4. בפני הרוכש הפוטנציאלי תוצג, בין היתר, הערכת שמאי לשווי חלקה לאחר פיתוח וכן שוויה 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).
5. הרוכש ישלם את תמורת החלקה המסוימת אותה בחר בהתאם לגודלה ומיקומה הפרטני ובתמורה אשר נקבעה מראש על ידי החברה. 195% 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 הייעודית בבעלות השותפות ביחד עם המארגנת, כמפורט להלן.
6. חברה אשר הינה חברה בת של החברה והרשומה בארה"ב ("מארגנת"), תפעל לניהול קבוצת הרכישה.
7. 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").²
8. בהמשך לכך, בהתאם לפרקטיקה המקובלת, תוקם חברה אמריקאית (LLC) ובה תחזיק השותפות בבעלות מלאה (100%). השותפות באמצעות החברה בבעלותה, תרכוש את הקרקע באמצעות כספי הרוכשים ותירשם באופן זמני כבעלים בקרקע ביחד עם המארגנת עד לרישום החלקות על שם יחיד קבוצת הרכישה.
9. 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.
10. בהתאם להסכם השותפות, בתמורה להשקעה של הרוכש (כספי רכישת החלקה) יקבל הרוכש יחידת שותפות אחת אשר תקנה זכות לרישום החלקה על שמו. במילים אחרות –

¹ 5% מהתמורה ישולם לחברה הישראלית כעמלה על פעולת השיווק וארגון הקבוצה.

² יצוין, כי גם המארגנת תהיה זכאית להשתתף בפרויקט כחלק מקבוצת הרכישה.

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.

11. במועד רישום החלקות על שם יחיד הרוכשים, כל אחד בהתאם לחלקה שבחר, תסיים השותפות את חייה ותפורק כמו גם החברה שבבעלותה.

12. 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')³

13. 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.

14. 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.³

15. 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% סטייה מגודל הקרקע בהתאם לתשריט אל מול תשריט הקרקע שיאושר בידי הרשות המוסמכת. סטייה גדולה מכך, תפעיל מנגנון של איזון וחלוקה בהתאם להסכם השיתוף.

16. כאמור, עם השלמת החלוקה, תועבר חלקת הקרקע המסוימת לבעלותו של הרוכש ותירשם 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).

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

לפיכך, עם השלמת הרישום על שם יחיד 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.

17. 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.

18. 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.⁴ לחלופין, בהתאם להסכם האמור, יוכל הרוכש לבחור למכור את החלקה שבבעלותו לאיזו מהחברות הקבלניות האמורות. הרוכש יפקיד בידי המארגנת יפוי כח, מראש, המתיר לה – ככל ולא ייחם 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 יחיד הרוכשים לא יבחרו "לשבת על הקרקע" וכך לפגוע בכלל חברי קבוצת הרכישה.

19. 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.

20. 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 יחיד 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.

מאפייני השותפות והסכם השותפות

21. הסכם השותפות כולל, כאמור, מספר מאפיינים:

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

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

21.2. עם סיום הליך שיוך הקרקע או במקרה שלא הושלם הליך שיוך הקרקע והושבה תמורת הרכישה לרוכשים (ראה סעיף 16 לעיל), השותפות תסיים את המנדט שלשמו הוקמה והיא תחדל להתקיים ותפורק.

21.3. 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.

הסוגיה המשפטית

22. הסוגיה המשפטית בענייננו הינה, האם פנייה לרוכשים פוטנציאליים בישראל להצטרף לקבוצת רכישה של מקרקעין בארה"ב, ואיגודם האינסטרומנטאלי של יחידי 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 מיחידי קבוצת הרכישה זכאי בהתאם לבחירתו, הכל בהתאם למתווה הפרויקט אשר פורט לעיל, עשויים להיחשב כהצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור על פי החוק.

עמדת החברה

23. החברה סבורה כי 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 היא תהיה בבעלותו והוא יוכל לבחור אם למכור אותה או לבנות עליה בית ולנהוג בבית האמור מנהג בעלים כרצונו (למכור או להשכיר).

24. לטענת החברה, ההשקעה היא השקעה ריאלית בעסקת נדל"ן בארה"ב ואינה מהווה משום השקעה פיננסית. מבחינת החברה, היא מקדמת (באמצעות חברות בנות שלה) פרויקט לבניית שכונת מגורים בתמורה לעמלה המגולמת במחיר החלקה.

25. החברה הדגישה כי הקמת השותפות נעשית אד הוק, באופן זמני ועד לביצוע הפיתוח והשיוך של החלקות ליחידי 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 16 לעיל, יסתיים תפקידה של השותפות והיא תפורק (כמו גם החברה בבעלותה).

26. החברה מפנה לסוגיה משפטית דומה אשר נידונה בהנחיה מקדמית מיום 5.7.2016 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")⁵. במקרה האמור קבע סגל הרשות שלא מדובר בהצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור. זאת בעיקר מאחר שהפעילות שתוארה בפנייה היא במהותה עסקת נדל"ן לרכישת מוצר צרכני הניתן לזיהוי, ומשכך לעמדת סגל הרשות אין מדובר בהשקעה פיננסית אשר החוק חל לגביה. בהחלטתו זו סגל הרשות נתן את הדעת לכך שיחיד קבוצת הרוכשים באותו מקרה נשאו ככלל בזכויות ובחובות הנובעות מהדירה שנרכשה על ידם החל ממועד רכישת המבנה על ידי השותפות ועוד במהלך חייה, וכן למשך הזמן הקצר יחסית במהלכו צפויה הייתה השותפות להתקיים עד לרישום הדירות במבנה על שם כל אחד מיחיד אותה קבוצה (12 חודשים). במקרה של החברה, 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.

27. החברה מוסיפה וטוענת כי בחינה תכליתית של הגדרת המונח "נייר ערך", מובילה למסקנה כי במקרה שלפנינו אין מדובר בהצעה או מכירה של "ניירות ערך" לציבור, ומונה את השיקולים הבאים מתוך מאמרו של עוה"ד אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט על 'חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים'⁶:

27.1. **מטרת השקעת הכספים** – מהותה הכלכלית של העסקה נשוא פנייה זו היא רכישת חלקת נדל"ן ספציפי, הניתן לזיהוי. מבנה השותפות הייעודית המוקמת והחברה שבבעלותה נוצר כאמצעי ביניים לאפשר את רכישת הקרקע ורישום הזכויות של כל רוכש בחלקה.⁷ השותפות לא תחלק לרוכשים כל תזרים מזומנים, שכן ממילא היא אינה פועלת למטרת רווח ליחיד השותפות, וחלף זאת, היא תסיים את תפקידה עם המרתה של יחידת השותפות לזכות בחלקה המסוימת או במקרה שלא יושלם תהליך הרישום (כאמור בסעיף 16 לעיל). על כן, לא מדובר בהשקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה, ואשר כפופה לתחולת דיני ניירות ערך.

27.2. **גיוס ההשקעה וניהולה בידי אחרים** – 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.

⁵ קישור לפניית החברה כאן; קישור למענה סגל הרשות לפניית החברה כאן.

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

⁷ ראו עמדת רשות ניירות ערך כפי שפורטה בעת"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, 23.4.2018) ("עניין א.ד.ר.").

השימוש בכספי ההשקעה נעשה לרכישת המקרקעין ולא לשם השקעה בפעילות כלשהי שתביא למיקסום תשואה. 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 יחידי 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.

27.3. מידת הדמיון לניירות ערך מקובלים והמאפיינים הכלכליים של המכשיר – יחידת

ההשתתפות בשותפות במקרה שלפנינו אינה בעלת מאפיינים כלכליים הדומים במהותם לניירות ערך מקובלים⁸ ומהותית אין בה משום הנפקת נייר ערך מהנימוקים הבאים: (1) לשותפות לא צפויים להיות רווחים שכן היא אינה מנהלת פעילות עסקית כלכלית וממילא בהתאם להסכם השותפות, המחזיקים ביחידות השותפות לא יהיו זכאים לדיבידנד במהלך חיי השותפות; (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) ישנן מגבלות על העברת, מכירת, משכון וביצוע דיספוזיציה בזכויות ו/או ביחידות השותפות; (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) פעולות בהן השותפות יכולה לנקוט מוגבלות לפעולות לצרכי חלוקת הקרקע ורישומה על שם יחידי הרוכשים.

27.4. רגולציה פיננסית אחרת שמגינה על כספי המשקיעים – עסקת רכישת חלקת המקרקעין

כפופה למערכת דינים כללית, דוגמת דיני החוזים ודיני הניזקין. 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) 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 הרוכשים, הם יקבלו שטר בעלות (Deed) התקף כלפי כולי עלמא

⁸ 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 – בחן בית המשפט המחוזי את חבילת הזכויות שהציעה אגודה שיתופית לציבור באמצעות אתר אינטרנט להצטרף לחברים 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 תעודה בסדרה המהוות נייר ערך. התבנית העובדתית במונדרגון הצביעה כי המשקיעים ציפו לרווח כלכלי מבלי שלמשקיעים תהיה מעורבות בכך. כך גם על-פי דברי היוזם – אשר סבר כי החשוב בעסקה היו הזכויות באגודה ולא נכס המקרקעין (פסי' 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.

ומהווה זכות במקרקעין. בשלב זה מערכת הדינים הספציפית (דיני הקניין והמקרקעין בארה"ב) היא זו שתספק את המענה הנדרש להגנה על הזכויות והאינטרסים של הרוכשים ותהווה תחליף ראוי והולם לתחולתם של דיני ניירות ערך. לטענת החברה, לא נכון כי תקופת הביניים שלמן רכישת הקרקע ועד לרישום יחידות הקרקע על שם הרוכשים, המהווה שלב מקובל בגיבוש קבוצת רכישה לרכישת קרקע ופיתוחה לשם בניית דירות או בתים על שם יחיד הרוכשים, תיחשב כהצעה של נייר ערך רק על שום השימוש בתאגידים בתקופת הביניים לצרכי שכלול עסקת רכישת נדל"ן.

27.5. ההתאמה והרלוונטיות של המסגרת החוקית 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 במקרה של החברה. מעבר למידע ידוע לכולי עלמא 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 מידיים ותקופתיים על פעילותה ובעיקר לדוחות כספיים עצמאיים שלה שכן אין בכך משום השפעה על שווי ההשקעה בכל רגע נתון.⁹

27.6. שוק משני – עבירות יחידות ההשתתפות מוגבלת וכפופה לאישור החברה המארגנת,

ובתנאי כי הנעבר יקבל על עצמו את כל חובות והתחייבויות המעביר. לטענת החברה, 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.

27.7. היקף ההשקעה – פעמים רבות עסקאות מקרקעין מאופיינות ברכישת מספר בודד של

חלקות, בתים או דירות. ואולם, הגם שאין מגבלה במקרה שלפנינו ביחס לכמות יחידות הקרקע שיכול כל רוכש לרכוש, הרי שהדבר נכון לכל עסקת מקרקעין. ניתן לטעון כי במקרים מיוחדים בהם רוכש מתעניין ברכישת כמות גדולה יחסית של חלקות מדובר במשקיע מיוחד המעורה בעסקאות מקרקעין דומות או בשוק הנדל"ן ויש לצפות כי הוא בעל תמריץ לבדוק ולבחון את העסקה.

עמדת סגל הרשות

28. הרינו להודיעכם כי בנסיבות העניין ומבלי להסכים בהכרח עם כלל נימוקיכם המשפטיים, סגל הרשות לא יתערב בעמדתכם לפיה אופן הפעולה של החברה המתואר בפנייה אינו

⁹ ראו עניין א.ד.ר., פסקה 56 לפסק דינו של השופט כבוב.

מהווה הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור. בעיקר מאחר שמתווה הפעילות המתואר בפנייה הינו במהותו עסקת נדל"ן ועל כן אינו מהווה הלכה למעשה השקעה פיננסית. זאת, בשים לב לכך שביצוע הפעילות באמצעות תאגיד הוא בעל אופי זמני לשם הוצאה לפועל של פרויקט הנדל"ן, שעם השלמתו החלקות יועברו ככלל לבעלות הרוכשים וירשמו על שמם.

29. בעמדתנו זו נתן סגל הרשות את הדעת גם למאפיינים נוספים של אופן הפעולה המתואר בפנייה. בפרט לעובדה שתקופת חיי השותפות מוגבלת בזמן, כך שככל שתהליך רישום החלקה על שם הרוכש לא יושלם בתוך תקופה של 24 חודשים ממועד רכישת המקרקעין החברה תשיב לרוכש את תמורת הרכישה כנגד יחידות ההשתתפות שבבעלותו.

30. יודגש, כי סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי שאלות או סוגיות אחרות העשויות לעלות מהאמור במכתבכם. בנוסף, מכיוון שעמדה זו מבוססת על העובדות המתוארות במכתבכם, מובהר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או בתנאים המתוארים בה, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה.

31. לבסוף, הרינו להודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008), הפנייה המקדמית והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות.

בכבוד רב,

שני וינברנד קרש, עו"ד ורו"ח

מחלקת תאגידים