

יובל שרמן	טל ששון שני אשכנזי יאיר קליין מי-עד כץ עידית ארד איור קרמהולץ אימי ספן שיין גבע ליזה רחמיני שירה דנציגר רעות אברהם	רועי גרוס רעות צומעי גליה באר-גבל שני צפרי שיין חמנו דנה מכניאן אפרים אופק אהרון רועי גירון לירון-לוי לב לירון אושרוביץ אליאב ליפשיץ	אלה צ'רטוק שיר קודנר רעיה וילנסקי דב צמרמן איתן לדר יונתן טיסונה אבישי סהר אפרים לוי יאיר אברהם גיל בן משה לירון פשטי	דנה שגיב עודד אוני טל שראק-יפו* רנית קסוס-כץ אורי בראון מורן מרדכי אמיר פיש יונית קלמנביץ שלו בראנץ רעות גן אסף אורן	חת עמית-פוגל רחל הרר-ליפשיץ עמית פינקלשטיין אייל רפפורט סטיב ברק רחן מיכאל יבין סלה חלבי חית דינמו שלום סימון עומר בקרמן* אפרת חיימי	גל אורן** עפרה רחן מאיה יששכרוב* אורית ישראל ארח חבר איה רייך מיטא רחלי גז-לביא (ר"ח) אילת טורם יובל עזין* אברהם ללום משה בדר	אהרן פולק משה מטלון אריה ניגר* דורון לוי אלדד כרש יונתן אלטמן דניאל מרכוס איאן הסטובסקי ענת שטרנליב-מולס שלמה לדורס* אסף ביגר
-----------	--	--	---	--	--	---	---

נא להזכיר: 5272/1
10 באפריל 2014

לכבוד
רשות ניירות ערך
מחלקת תאגידים
רח' כנפי נשרים 22
ירושלים 95464

א.ג.נ.,

הנדון: פנייה מקדמית

בשם מרשתנו, בע"מ, הפועלת בגרמניה באמצעות חברות בנות הרשומות בגרמניה (לרבות חברה חדשה אשר תתאגד בגרמניה לצורך הפעילות המתוארת בפנייה זו להלן; "היזם"), אנו מתכבדים לפנות אליכם בפנייה מקדמית לקבלת החלטה, לפיה שיווקן של דירות בבנייני מגורים בגרמניה, על ידי היזם, לרוכשים פוטנציאליים בישראל, ואיגודם של הרוכשים תחת שותפות גרמנית (לא רשומה) לצורך ביצוע רכישה בפועל של דירות כאמור, הכל בהתאם למודל העסקי המפורט להלן, לא ייחשב כהצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור, כהגדרת מונחים אלו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק" או "חוק ניירות ערך"), ולא יחייב בפרסום תשקיף על פי החוק.

1. הרקע העובדתי

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

1.1. המודל העסקי

היזם מעוניין לפעול לשיווקן של דירות במבני מגורים קיימים בגרמניה לרוכשים פוטנציאליים בישראל, בהתאם למודל העסקי הבא:

1.1.1. היזם, שהינו חברה ישראלית פרטית הפועלת בגרמניה באמצעות חברה בת הרשומה בגרמניה, יפעל לאיתורם של מבני מגורים קיימים בגרמניה, אשר טרם נרשמו כבתים משותפים; אשר דירותיהם, כולן או חלקן, מושכרות ומניבות דמי שכירות חודשיים (אך טרם נרשמו כתתי יחידות בלשכת רישום המקרקעין בגרמניה) ("מבני המגורים" ו-"הדירות", בהתאמה); ובנוסף, מבנה הבעלות במבני המגורים, הרכב הדירות שבהם, עלות הדירות וכיוצ"ב, עונים למודל העסקי של פעילות היזם ומגלמים הזדמנות עסקית כדאית.

1.1.2. לצורך שיווקן של הדירות, יבצע היזם פניה לקהל רוכשים פוטנציאליים בישראל, בין אם באמצעות newsletters בין אם באמצעות פרסום באינטרנט ובין אם באמצעים פומביים אחרים, בהצעה לרכישת דירות במבנה מגורים קונקרטי. מטבע הדברים, פניה כאמור תבוצע למספר בלתי מוגבל של רוכשים פוטנציאליים.

1.1.3. היזם ינהל משא ומתן למכירת הדירות עם כל אחד מהרוכשים הפוטנציאליים אשר יגלו עניין בהצעה, ויספק להם את כל הפרטים הנדרשים אודות הדירות הקיימות במבנה המגורים המסויים, לצורך קבלת החלטת רכישה מושכלת על ידי הרוכש הפוטנציאלי. רוכש פוטנציאלי שיהיה מעוניין בביצוע רכישת דירה ספציפית במבנה המגורים, אשר נבחרה על ידיו בהתאם למאפייניה ובהתאם לצרכיו, יגיע להסכמות מסחריות ומשפטיות עם היזם ביחס לרכישתה, ואלו תעוגנה במסמך משפטי. תהליך זה יתבצע מול הרוכשים הפוטנציאליים השונים עד למכירת כל הדירות במבנה המגורים המיועד.

1.1.4. עד לשלב זה של העסקה המתוכננת ברי, כי המדובר בעסקה לרכישת דירה לכל דבר ועניין, אשר אין בינה לבין דיני ניירות ערך דבר. היזם משווק דירה מתוך מאגר דירות במבנה מגורים מסוים לרוכש פוטנציאלי, מספק לרוכש הפוטנציאלי נתונים רלוונטיים לצורך קבלת החלטה לרכישת הדירה ומסכם עימו את הפרטים המסחריים והמשפטיים הנדרשים לצורך שכלולה של העסקה. הרוכש, מצידו, רואה לנגד עיניו עסקה לרכישת דירה, הא ותו לא. התצורה המשפטית הנדרשת לצורך הוצאתה אל הפועל (כפי שיתואר בהרחבה להלן), אינה מעלה ואינה מורידה ממהותה העסקית כלכלית של העסקה, מנקודת מבטם של הרוכש והיזם כאחד.

גם כוונתו של היזם לפעול לאיתורם של רוכשים פוטנציאליים לרכישת **מלוא הדירות** במבנה המגורים ("קבוצת הרוכשים", וביחס לכל אחד מיחידה: "**יחיד קבוצת הרוכשים**" או "**הרוכש**") מידי הבעלים של מבנה המגורים, אין בה כדי ליצור זיקה כלשהי לדיני ניירות ערך, שכן גם במצב דברים זה המדובר בעסקת נדל"ן לכל דבר ועניין.

1.1.5. ואולם, הפרקטיקה הנהוגה והמקובלת בגרמניה לצורך יישומו של מודל לרכישת דירות במבנה מגורים אשר טרם עבר רישום כבית משותף, באמצעות מספר רוכשים, באופן שכל אחד מהם רוכש חלק במבנה התואם את שווייה היחסי של דירתו מתוך סך שוויו של מבנה המגורים, הינה באמצעות שותפות גרמנית (GbR - Gesellschaft bürgerlichen Rechts; "**השותפות**"), אשר השותפים/בעלי הזכויות בה הינם כל יחיד קבוצת הרוכשים והיזם¹. פרקטיקה זו התגבשה לצורך פישוט וייעול המהלכים מול המוכרים ומול הבנקים המממנים (אשר מבקשים לנהל מגעים מול גורם אחד ולא מול קבוצת רוכשים), וכן מול גורמים נוספים.

1.1.6. בנסיבות אלה, ולצורך הגשמת המודל העסקי בהתאם לפרקטיקה הנהוגה בגרמניה, ייחתם בין יחיד קבוצת הרוכשים והיזם הסכם שיתוף ("**הסכם השיתוף**"), אשר יכונן שותפות כאמור, אשר כל יחיד קבוצת הרוכשים והיזם יהיו בה שותפים (יחדיו: "**השותפים**"). חלקו של כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים בשותפות, ייקבע בהתאם למחיר הדירה אותה הוא עתיד לרכוש – אשר יכלול גם את חלקו היחסי בכל העלויות הכרוכות ברכישת מבנה המגורים, ייסוד השותפות, פירוקה וכיוצא² ("מחיר הדירה") – ביחס למחיר כלל הדירות במבנה המגורים (יחדיו: "**מחיר כלל הדירות**").³

¹ יצוין, כי היזם יהיה שותף בשותפות גם אם לא ירכוש דירה במבנה המגורים. בהתאם להסכם שבין הצדדים, לזים יהיה מעמד מיוחד בשותפות – הוא יפעל כשותף המנהל, יהיה בעל סמכויות הניהול הבלעדיות של השותפות, ויהא זכאי מכוח מעמדו זה לעודפי הנכסים של השותפות בעת הפירוק, לאחר העברת הדירות לידי קבוצת הרוכשים ("**השותף המיוחד**") (לפרטים נוספים אודות סמכויותיו של השותף המיוחד וזכאותו לנכסי הפירוק, ראו סעיפים 1.2.6.10-1.2.6.6 להלן). ככל שהיזם יבחר לרכוש דירה/ות במבנה המגורים, הוא יהווה, בנוסף להיותו שותף מיוחד המספק שירותים לשותפות, גם שותף "רגיל" לכל דבר ועניין, ככל יתר השותפים, הזכאי בעת פירוק השותפות לדירה אותה רכש. עוד יצוין, כי ככל שמבנה המגורים יכלול זכויות נוספות אשר לא תשויכנה לאף אחת מהדירות/יחיד קבוצת הרוכשים, כגון, זכויות בנייה עודפות שלא הוצמדו לדירה ספציפית ("**הזכויות העודפות**"), יהא היזם זכאי לזכויות אלו מתוקף זכאותו לעודפי הנכסים בפירוק.

² כגון: הסכומים הנדרשים לתשלום מס הרכישה בגין דירתו, הוצאות משפטיות, הוצאות בגין תיווך (ככל שיהיו), שכר טרחת היזם עלויות רישום הדירה על שם הרוכש וכיוצא ב.

³ יובהר, כי ככל שהיזם לא ירכוש בעצמו דירה/ות במבנה המגורים, חלקו בשותפות יעמוד על 0% (מבלי לגרוע מזכותו ליתרת עודפי השותפות במועד פירוקה כאמור לעיל). ככל שהיזם יבחר לרכוש דירה/ות כאמור, חלקו בשותפות ייקבע בהתאם לאופן קביעת חלקם של יתר יחיד קבוצת הרוכשים. ככל

1.1.7. לצורך מימון הרכישה על ידי השותפות, יבחר היזם תאגיד פיננסי גרמני, אשר יעמיד לכל רוכש המעוניין בכך ואשר יאושר על ידיו, את ההלוואה הנדרשת לו, ככל שנדרשת, למימון הדירה הספציפית אותה הוא עתיד לרכוש, ובהיקף המימון הנדרש לו, ככל שנדרש ("התאגיד הפיננסי המממן"). יודגש, כי הלוואה אשר תועמד על ידי התאגיד הפיננסי המממן לרוכש מסוים, תהיה הלוואה עצמאית שבין התאגיד הפיננסי לבין הרוכש, לצורך רכישת דירתו, **ללא אחריות צולבת בין הרוכשים להחזר ההלוואה** (למעט כמפורט להלן), והשותפות לא תהיה צד לה.

כאמור, בין הרוכשים לא מתקיימת אחריות צולבת להחזר ההלוואה, ואולם, ככל שיסוכם עם התאגיד הפיננסי המממן, כי המבנה **בשלמותו** יועמד כבטוחה להחזר ההלוואות הפרטניות (חלף העמדת חלקן היחסי של הדירות משטח המבנה, כבטוחה עצמאית בגין כל הלוואה פרטנית), וכל עוד לא פורקה השותפות והדירות לא נרשמו על שם יחידי קבוצת הרוכשים, תעמוד לתאגיד הפיננסי המממן הזכות לפעול למימושו של מבנה המגורים כולו, במקרה הפרה יסודית של מי מיחידי קבוצת הרוכשים את תנאי ההלוואה אותה נטל. יודגש, כי זכות זו תעמוד לתאגיד הפיננסי רק כמוצא אחרון ולאחר הפעלת המנגנונים הקבועים בהסכם ההלוואה ו/או בהסכם השיתוף אשר נועדו לרפא את ההפרה.

1.1.8. עם הזרמת המימון הנדרש על ידי הרוכשים לתוך השותפות (הלוואה/הון עצמי), כל אחד על פי מחיר הדירה שהתחייב בו, תרכוש השותפות את המבנה, תרשם כבעליו ותעמיד אותו (בשלמותו או לשיעורין) כבטוחה להבטחת החזר כל אחת מההלוואות העצמאיות של יחידי קבוצת הרוכשים, לתאגיד הפיננסי המממן.

1.1.9. יצוין, כי עם השלמת רכישת מבנה המגורים על דירותיו על ידי השותפות, תיכנס השותפות, **במישור המשפטי**, בנעלי בעל הדירות הנוכחי, לכל דבר ועניין, לרבות לעניין הסכמי השכירות של הדירות במבנה המגורים, ככל שאלו מושכרות. ואולם, **במישור המהותי** ובמערך היחסים שבין יחידי קבוצת הרוכשים לבין השותפות, על פי הסכם השיתוף, יקבל וייטול על עצמו כל אחד מיחידי קבוצת הרוכשים, דה פקטו, את מלוא הזכויות והחובות הנובעים מדירתו, לרבות מכוח הסכם השכירות הקיים ביחס לדירה אותה רכש, ויהא זכאי לדמי השכירות המשולמים על ידי השוכר בגינה. כמו כן, יהא זכאי, בכפוף להוראות דיני הגנת הדייר בגרמניה והוראות הסכם השכירות, להוציא את השוכר מדירתו, לבחור שוכר אחר תחתיו, להעלות את דמי השכירות, לפטור את השוכר מתשלומיו וכיוצא ב. בהתאמה, כל אחד מיחידי קבוצת הרוכשים, ביחס לדירתו, יהיה אחראי לתשלום חלקו בדמי הניהול החדשיים המשולמים לחברת הניהול בגין פעילותה וכן בכל החובות/הוצאות/מסים הקשורים בהחזקת הדירה ("עלויות החזקת הדירה")⁴. במילים אחרות, כבר במועד השלמת רכישת המבנה על ידי השותפות, יהיו הרוכשים בעלי מלוא הזכויות, החובות, הסמכויות ושיקול הדעת ביחס לדירותיהם והם אשר ינהלו את השקעתם בהן, הכל בכפוף להוראות הדין הגרמני החל, הוראות הסכם השותפות והוראות הסכמי השכירות.

שהמבנה יכלול זכויות עודפות להן יהא זכאי היזם במועד פירוק השותפות, כאמור לעיל, יהא חלקו של היזם בשותפות בהתאם לשווי שייקבע לזכויות אלו בהסכם השיתוף, ביחס למחיר כלל הדירות, אם וככל שיקבע להם שווי.

⁴ בהתאם לדין החל בגרמניה, בנין מגורים נדרש להיות מתופעל על ידי חברת ניהול. בבנין מגורים אשר דירותיו מושכרות, חברת הניהול היא שגובה מהשוכר את דמי השכירות עבור הבעלים וכן תשלום בגין הוצאות נלוות החלות על השוכר בגין אחזקת בנין המגורים. חברת הניהול מעבירה את דמי השכירות שגבתה, למשכיר, לאחר קיזוז דמי הניהול ותשלומים נוספים להם היא זכאית מהמשכיר ("דמי ניהול"). במקרה שלפנינו, השותפות תקבל לידה מידי חברת הניהול את דמי השכירות בגין כל הדירות המושכרות במבנה המגורים (לאחר ניכוי עלויות דמי הניהול), והיא תעביר לכל רוכש את דמי השכירות להם הוא זכאי בהתאם להסכם השכירות ביחס לדירתו. יובהר, כי דמי השכירות להם זכאי הרוכש מתוך דמי השכירות הכוללים שחברת הניהול גבתה עבור כלל יחידי קבוצת הרוכשים, הינם דמי השכירות שמניבה דירתו בפועל, בהתאם להסכם השכירות החתום מול השוכר (לאחר הפחתת דמי הניהול בגין דירתו), והם מנותקים מהשיעור הנגזר ממחיר הדירה ביחס למחיר כלל הדירות, שהינו חלקו של הרוכש בשותפות.

1.1.10. לאחר השלמת רכישת מבנה המגורים, ובהתאם ובכפוף להוראות הדין הגרמני, תפעל השותפות (באמצעות היזם) לרישום מבנה המגורים כבית משותף. בד בבד עם רישום המבנה כבית משותף (ההערכה ביחס למשך התהליך הינה עד כ-12 חודשים), תועבר כל אחת מהדירות במבנה המגורים לבעלותו של הרוכש הספציפי, תירשם על שמו ותשמש באופן פרטני כבטוחה להחזר הלוואתו, ככל שנטל כזו, וזאת במסגרת הליך משפטי של פירוק השותפות והעברת נכסיה לבעלי הזכויות בה.

1.1.11. מובהר, כי פעילותה של השותפות תתמצה ברכישת מבנה המגורים וביצוע הפעולות הנוספות הנדרשות בקשר למבנה המגורים (לרבות, ורק אם וככל שיהא נחוץ, ביצוע עבודות שיפור ושימור כלליות בשטחים הציבוריים), עד למועד רישומו כבית משותף ופירוק השותפות, וכי השותפות לא תבצע פעילויות אחרות אשר אינן קשורות במבנה המגורים (דהיינו, השותפות הינה "שותפות מטרה").

1.1.12. כמו כן יצוין, כי מעבר לתשלום מחיר הדירה אותו יתחייב כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים לשלם לצורך רכישת דירתו, יחיד קבוצת הרוכשים לא יידרשו לשלם כל תשלום נוסף, מכל מין וסוג שהוא, בגין רכישת הדירה ובגין ביצוע מלוא התחייבויותיו של היזם (למעט עלויות פתיחת תיק בתאגיד הבנקאי המממן ועלויות מימון, ככל שייטלו הלוואה לצורך הרכישה). יובהר, כי אין באמור כדי לגרוע מאחריות כל רוכש, לשאת בעלויות החזקת הדירה (כהגדרתן לעיל) לאחר רכישתה.

1.2. מאפייני השותפות והסכם השותפות

תיאור מאפייני השותפות והסכם השותפות המובא להלן, כולל התייחסות להוראות הדין הגרמני החל. תשומת לבכם לכך, כי התייחסויות אלו הינן למיטב ידיעתנו, ובהסתמך על המידע שנמסר לנו על-ידי היזם.

1.2.1. על פי הדין הגרמני, השותפות הינה שותפות לא רשומה, המוקמת על פי הסכם שיתוף פעולה בין חבר בני אדם (הסכם השיתוף), וכשירה לבצע את הפעולות המתוארות בחלק העובדתי, לרבות, רכישה של נכס מקרקעין ובעלות בו.

1.2.2. במקרה שלפנינו, בהתאם למודל העסקי ולפרקטיקה הנהוגה בגרמניה, השותפות תוקם ותירשם בלשכת רישום המקרקעין הגרמנית כבעלת הזכויות במקרקעין, כאשר מתחת לשמה יופיעו שמות השותפים בה.

1.2.3. זכויות השותפים בשותפות אינן מגובות בניירות ערך מכל מין וסוג שהוא, אלא מוגדרות בהסכם השיתוף.

1.2.4. בדין הגרמני קיימות הוראות נוספות המגדירות ומסדירות את פעילותה של השותפות, ואולם הוראות אלו, על פי רוב, הינן הוראות **דיספוזיטיביות** המשמשות כברירת המחדל, ואשר נוגעות, בין היתר, להגדרת אחריותם של השותפים בשותפות; חלוקת רווחים במהלך חיי השותפות ובעת פירוקה; סמכויות הניהול של השותפים וכיוצא"ב. למען הנוחות ויעול הדיון, תובאנה להלן ההוראות אשר תקבענה בהסכם השותפות (כהגדרתו להלן) בעניינים אלו. בשל אופיין הלא מחייב וקביעתו המפורשת של הסכם השותפות ביחס להסדר המשפטי המחייב בעניינים אלו, לא תכלל בפנייה זו סקירה של הוראות הדין החל ביחס אליהם, ככל שאלו אינן מחייבות כאמור.

1.2.5. במסגרת תהליך הצטרפות הרוכשים לקבוצת הרוכשים הסופית וכינונה של השותפות, יידרשו כל יחיד הקבוצה לחתום על מערך הסכמים, אשר יסדיר, בין היתר, את מטרות השותפות, אופן התנהלותה, מערך יחסי השותפים, בינם לבין עצמם וכיוצא"ב (יחדיו: "**הסכם השותפות**").

1.2.6. הלחן תובא סקירה תמציתית של הוראותיו העיקריות של הסכם השותפות:

1.2.6.1. מטרות השותפות הינן, כדלקמן:

א. רכישת מבנה המגורים (לרבות, שיפור ושימור מבנה המגורים, אם וככל שיהא נחוץ).

ב. רישום הבית כבית משותף.

ג. רישום הדירות על שם יחידי קבוצת הרוכשים.

1.2.6.2. השותפות תחדל להתקיים עם מימושן של מטרותיה כאמור לעיל, ללא צורך בקבלת החלטה נוספת בעניין.

1.2.6.3. שיעור זכויותיו של כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים בשותפות יקבע בהתאם למחיר הדירה שרכש (כהגדרת מונח זה בסעיף 1.1.6 לעיל), ביחס למחיר כלל הדירות (כהגדרת מונח זה בסעיף 1.1.6 לעיל).⁵

1.2.6.4. בהסכם השותפות תיקבע הגבלת אחריות השותפים, בינם לבין עצמם, בהתאם לחלקם היחסי במחיר כלל הדירות. על פי הדין הגרמני, אחריותם של השותפים בשותפות, הינה אחריות מלאה, ביחד ולחוד, לכל חובות והתחייבויות השותפות כלפי צדדים שלישיים. הגבלת האחריות אשר תיקבע בהסכם השותפות, תחייב את השותפים ביחסים ביניהם, ואולם לא יהא בה כדי לחייב צדדים שלישיים, חיצוניים להסכם.

1.2.6.5. במהלך חיי השותפות – כל אחד מהשותפים יהא זכאי אך ורק לדמי השכירות אותם תניב דירתו במלואם, ככל שזו תושכר, ומנגד יהיה האחראי הבלעדי לתשלום כל התשלומים השוטפים בגין דירתו, כמפורט בסעיף 1.1.9 לעיל. לא תהא כל תלות/זכות/חובה צולבת בין השותפים ביחס לזכויות ולחובות הנובעות מדירותיהם.⁶

1.2.6.6. במסגרת פירוק השותפות – כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים יהא זכאי לרישום הדירה אותה רכש, על שמו, בלבד, ולמעט זכות זו, לא תהא לו כל זכות לקבלת רכוש ו/או עודפי רכוש ו/או מזומנים ו/או זכות אחרת כלשהי מהשותפות. היזם, שיהווה כאמור שותף "מיוחד" בשותפות, הוא שיהא זכאי לכל סכום ו/או זכות אחרת אשר לא שויכה למי מיחיד קבוצת הרוכשים (כגון, זכויות בנייה שאינן מנוצלות) ("הזכויות העודפות"), לרבות סכומים אשר ינבעו מממוש הזכויות העודפות. דהיינו, היזם יהא זכאי להפרש בין הסכום הכולל אשר שולם על ידי כל יחיד קבוצת הרוכשים, תמורת רכישת הדירות, לבין עלות רכישת המבנה על ידי השותפות מידי הבעלים הקודמים וההוצאות הנוספות שתוציא השותפות במהלך פעילותה, וכן לכל הזכויות העודפות, ככל שתהיינה, וסכומים אשר ינבעו מממושן (יחדיו: "הנכסים העודפים").

1.2.6.7. כאמור, היזם הוא שיהיה זכאי למלוא הנכסים העודפים של השותפות, במקביל לרישום

⁵ ביחס לחלקו של היזם בשותפות, ראו ה"ש 3 לעיל.

⁶ למעט זכותו של התאגיד הפיננסי המממן, לפעול למימושו של מבנה המגורים כולו, במקרה הפרה יסודית של מי מיחיד קבוצת הרוכשים את תנאי ההלוואה אותה נטל. זכות זו של התאגיד הפיננסי המממן תקום רק במקרה שיסוכם עימו, כי המבנה **בשלמותו** יועמד כבטוחה להחזר ההלוואות הפרטניות (חלף העמדת חלקן היחסי של הדירות משטח המבנה, כבטוחה עצמאית בגין כל הלוואה פרטנית), וכל עוד לא פורקה השותפות ונרשמו הדירות על שם יחיד קבוצת הרוכשים. יודגש, כי זכות זו תעמוד לתאגיד הפיננסי רק כמוצא אחרון ולאחר הפעלת המנגנונים הקבועים בהסכם ההלוואה ו/או בהסכם השותפות אשר נועדו לרפא את ההפרה.

הדירות על שם יחיד קבוצת הרוכשים. זכאותו זו של היזם תקום לו, בין אם יהיה שותף הנמנה גם על קבוצת הרוכשים (כמי שרכש דירה/ות במבנה המגורים) ובין אם יהווה שותף שאינו נמנה על קבוצת הרוכשים שאז זכויותיו יהיו של שותף "מיוחד" בלבד, וזאת מכוח השירותים אשר יעניק לשותפות ולקבוצת הרוכשים.

1.2.6.8. ניהול השותפות עד לפירוקה יתבצע בידי היזם, אשר יהא בעל הסמכות הבלעדית לפעול בשם השותפות ובעל זכות החתימה הבלעדית בשמה, לרבות לצורך חתימת הסכם רכישת מבנה המגורים ו/או ביצוע כל פעולה אחרת שתידרש מהשותפות.

1.2.6.9. כל אחד מהשותפים יעביר ליזם, בכובעו כשותף המנהל, ייפוי כוח נוטריוני לצורך ביצוע כל הפעולות הכרוכות בהוצאת מטרות השותפות אל הפועל, לרבות, פירוק השותפות, ללא זכות התערבות מצד יתר השותפים. מאחר שהדין הגרמני אינו מכיר בכלי המשפטי של "ייפוי כוח בלתי חוזר", ייקבע בהסכם השותפות, כי יחיד קבוצת הרוכשים מתחייבים שלא לבטל את ייפוי הכוח, מכל סיבה שהיא, וכי ביטולו, למרות האמור, תהווה הפרה יסודית של הסכם השותפות, אשר תגרור אחריה סנקציה משמעותית.

1.2.6.10. כאמור, היזם יהא בעל הסמכות הבלעדית לפעול להוצאת מטרות השותפות אל הפועל, בהתאם להסכמות הצדדים על פי הסכם השותפות, ללא זכות התערבות מצד יתר השותפים. הסכמת המוקדמת של השותפים תידרש **רק** לצורך ביצוען של הפעולות הבאות (החורגות ממטרות השותפות ו/או מההסכמות הקבועות בהסכם השותפות):

א. מכירה או כל העברה אחרת של מבנה המגורים, וכן שעבודו, למעט השעבוד הנדרש לצורך מימון רכישת המבנה.

ב. כל פעולה בשם השותפות הכרוכה בהשתתפות התחייבויות כספיות על יחיד קבוצת הרוכשים, מעבר למחיר הדירה ויתר התשלומים המפורטים בהסכם השותפות.

ג. כל פעולה אשר אינה עולה בקנה אחד עם מטרות השותפות, ואולם נועדה לשרת את הרציונל העסקי העומד בבסיס הקמת השותפות וביצוע העסקה.

1.2.6.11. ככלל, לא תתכנסנה אסיפות שותפים. אסיפות שותפים, בעניינים המפורטים לעיל בלבד, תתכנסנה לבקשת היזם או לבקשת שותפים המחזיקים יחדיו ב-80% מהזכויות בשותפות. החלטות אסיפות שותפים תתקבלנה ברוב רגיל של השותפים, ובלבד שאושרו גם על ידי היזם. זכויות הצבעה אשר תוקנינה לכל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים, לא תהיינה יחסיות לשיעור זכויותיהם בשותפות, כי אם זכויות הצבעה זהות, דהיינו, **קול אחד בגין כל דירה**.

1.2.6.12. במהלך חיי השותפות, זכויות השותפים בשותפות תהיינה אישיות ולא ניתנות להעברה. השותפים לא יהיו רשאים להעביר כל או חלק מזכויותיהם בשותפות, ו/או להסב ו/או לשעבד ו/או להקנות בהן זכות כלשהי לצד ג'⁷. ואולם, ליזם, כשותף מנהל, תהא מסורה הסמכות "להוציא" שותף, במקרה הפרה יסודית של תנאי הסכם השותפות ו/או הסכם ההלוואה אם על פי שיקול דעתו של היזם, התנהלותו של השותף הנ"ל מסכנת את המשך פעילותה התקינה של השותפות ואת הגשמת מטרותיה. הוצאת שותף כאמור תתבצע, בכפוף להשבת מחיר הדירה אותו שילם, בניכוי העלויות היחסיות אשר נבעו לשותפות עד לאותו מועד וכן מס הרכישה בגין

⁷ יצוין, כי השותפות תהא רשאית לשעבד את מבנה המגורים בשלמותו, לצורך מימון רכישת הדירות במבנה המגורים.

דירתו, ככל שיחול. סכום כאמור ישולם לשותף העוזב עם הכנסת שותף אחר תחתיו.

1.2.6.13. במהלך חיי השותפות, השותפים בשותפות לא יהיו רשאים למכור או לשעבד את הדירות שנרכשו על ידיהם, למעט שעבודן על ידי השותפות לצורך מימון רכישתן.

1.2.6.14. מותו של שותף וכן הכרזתו כפושט רגל לא יביאו לפירוקה של השותפות.

1.2.6.15. בשים לב למטרות השותפות, הסכם השותפות אוסר על פירוק השותפות באמצעות מתן הודעה בקשר לכך על ידי מי מהשותפים, למעט היזם (אך ורק במועד מימוש כל מטרות השותפות).

1.2.6.16. מגבלות העבירות, ההסבה, השעבוד וכיוצ"ב אשר הוחלו על הזכויות בשותפות ועל הדירות שנרכשו על ידי השותפים (כמפורט בסעיפים 1.2.6.12 ו-1.2.6.13 לעיל), לא תחולנה על היזם (ככל שירכוש דירות במבנה המגורים).

2. הסוגיה המשפטית

הסוגיה המשפטית בענייננו הינה, האם שיווקן של דירות בבנייני מגורים בגרמניה לרוכשים פוטנציאליים בישראל, ואיגודם של הרוכשים תחת שותפות לצורך ביצוע רכישה בפועל של דירות כאמור, הכל בהתאם למודל העסקי אשר פורט לעיל, עשויים להיחשב כהצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור על פי חוק ניירות ערך.

3. הדיון המשפטי

א. הדילמה המשפטית

3.1. פנייתנו זו נעשית נוכח האפשרות, כי הפעילות המתוארת בחלק העובדתי, תפורש כפעילות העולה כדי הצעה לציבור (כהגדרת מונח זה בחוק) על ידי השותפות, אשר מחד, פונה לציבור רוכשים פוטנציאליים בישראל (באמצעות היזם ועוד טרם כינונה), ומאידך, מקצה לציבור זה זכויות בשותפות באופן יחסי לגובה השקעתו.

3.2. כבר בפתח הדיון ייאמר, כי אנו סבורים שאין להחיל את הוראות חוק ניירות ערך על המקרה נשוא פנייה מקדמית זו.

הן מנקודת מבטו של כל אחד מהרוכשים והן מנקודת מבטו של היזם, המדובר בעסקת נדל"ן, אשר אין בינה לבין דיני ניירות ערך דבר. כינונה של שותפות לצורך ביצוע העסקה בפועל, לאור הפרקטיקה הנהוגה והמקובלת בגרמניה בעסקאות מסוג זה, אין בה כדי להפוך על פיה את מהותה הכלכלית, העסקית והמשפטית של העסקה.

הרוכש רואה לנגד עיניו עסקה לרכישת דירה. עם השלמתה של העסקה ורישום הדירה על שמו, יהפוך הרוכש לבעליה של הדירה, על כל המשתמע מכך, ויהא רשאי לנהוג בה מנהג בעלים. היזם רואה לנגד עיניו עסקה לאיתורו של מבנה מגורים, שיווקן של הדירות בו למספר רוכשים, והעמדת השירותים הנדרשים עד להשלמת העסקה (דהיינו, רישום הדירות על שם הרוכשים), בתמורה לעמלה המגולמת במחיר הדירות.

3.3. עמדת מרשתנו הינה, כי כינונה של השותפות מהטעמים המנויים לעיל, שהינה שותפות זמנית (משך חייה עד למועד רישום הבית המשותף, תקופה המוערכת בעד כ-12 חודשים), אין בו כדי לשנות את המהות העסקית והכלכלית העומדת בבסיסה של העסקה, וליצור זיקה בינה לבין דיני ניירות הערך, וזאת בהינתן טיבה וטבעה של השותפות, כפי שהן משתקפות בהוראות הסכם השותפות, והיותה כלי משפטי "שקוף", טכני, אשר מאפשר את הוצאת העסקה אל הפועל⁸, ונעדר כל תכלית עסקית, כלכלית או אחרת.

⁸ מבנה המגורים טרם נרשם כבית משותף, ועל כן, רכישת מלוא הדירות בו מחייבת את חברת כל הרוכשים יחדיו.

ב. הגדרת המונח "ניירות ערך" בחוק

- 3.4. סעיף 15 לחוק ניירות ערך קובע, כי "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו...".
- 3.5. "הצעה לציבור" מוגדרת בחוק כ – "פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך...".
- 3.6. המונח "ניירות ערך" הוגדר בסעיף 1 לחוק, כ – "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...". [ההדגשות אינן במקור].
- 3.7. בבואנו לבחון האם יש מקום לתחולתם של דיני ניירות ערך הישראליים, על הפעילות המתוארת בחלק "הרקע העובדתי" לפנייה זו, נדרש ראשית לשאלה, האם יש לראות בזכויות יחידי קבוצת הרוכשים בשותפות כ-"ניירות ערך", בהתאם להגדרת מונח זה על פי החוק.
- 3.8. כאמור לעיל, זכויות השותפים בשותפות אינן מגובות בנייר ערך, מכל מין וסוג שהוא, אלא מוגדרות בהסכם השותפות, ושיעורן נקבע בהתאם למחיר דירתו של כל רוכש (כהגדרת מונח זה בסעיף 1.1.6 לעיל), ביחס למחיר כלל הדירות (כהגדרת מונח זה בסעיף 1.1.6 לעיל).⁹
- 3.9. לכאורה נראה, כי בחינה לשונית דווקנית של הרישא להגדרת המונח "ניירות ערך", המתעלמת מתכליתה, תוביל אותנו למסקנה, כי זכויות השותפים בשותפות אינן עונות להגדרה המילולית של המונח.
- 3.10. ואולם, הפסיקה והספרות המקצועית הכירו לאורך השנים בכך, שהיצמדות לפרשנות הדווקנית של הגדרת "ניירות ערך" עלולה לרוקן מתוכן את כוונת המחוקק¹⁰ ולחטוא לתכלית החוק, באופן אשר מחד – יביא בגדריה של ההגדרה מכשירים אשר המחוקק לא כיוון לפעול להסדרת הפעילות ביחס אליהם באמצעות דיני ניירות ערך, ומאידך – להדיר מכשירים אחרים אשר מקומם הטבעי הינו בין כותליה.

ג. פרשנות תכליתית

- 3.11. במצב דברים זה, כך על פי הפסיקה, אנו נדרשים להיעזר בכלי עזר פרשניים לצורך יציקת תוכן למונח "ניירות ערך". כלי העזר הראשון שהוכר בפסיקה, הינו פרשנות תכליתית בהתאם לעקרונות יסוד בדיני ניירות ערך. כלי עזר נוסף אשר נקבע בפסיקה הישראלית לצורך פרשנות המונח "ניירות ערך", הינו הדין האמריקאי.

פרשנות תכליתית בהתבסס על עקרונות יסוד בדיני ניירות ערך

- 3.12. בהתאם לאמור בספרם של מוטי ימין ואמיר וסרמן¹¹, עקרונות הייסוד של דיני ניירות ערך הינם כדלקמן:
- 3.12.1. הגנה על האינטרסים הכלכליים;
- 3.12.2. כלי הגילוי הנאות;
- 3.12.3. בחינת מכלול הדינים הרלוונטיים ונסיבות העניין.
- בפניה זו נבקש לסקור עקרונות יסוד אלו ועל פיהם להראות מדוע אין להחיל את דיני ניירות ערך על המקרה נשוא פניה זו.

⁹ ביחס לחלקו של היזם בשותפות, ראו ה"ש 3 לעיל.

¹⁰ המ" 3199/95 רוזן נ' בנק המזרחי, דינים מחוזי 1995 (2) 229 ("פסק דין רוזן").

¹¹ מוטי ימין ואמיר וסרמן, תאגידים וניירות ערך, הוצאת הלכות, תשס"ז-2006 ("ימין ווסרמן"), בעמ' 134.

3.13. **הגנה על האינטרסים הכלכליים** – אחד מעקרונות היסוד העיקריים של דיני ניירות ערך, הינו הסדרת השווקים בהם מתבצעים מכירה לציבור או מסחר בניירות ערך. ההנחה הגלומה בעקרון יסוד זה היא, כי ניירות ערך הם בעלי שווי כלכלי ממש, פרי הסיכונים והסיכויים הגלומים בהם, וכי רכישת ניירות ערך נעשית בדרך כלל בעבור תמורה, בהיותה השקעה פיננסית שיש בה פוטנציאל לרווח או לקבלת תזרים מזומנים עתידי¹².

במקרה שלפנינו, שווי זכויותיו של כל רוכש הינו שווי **דירתו**, והוא מגלם את הסיכונים והסיכויים הגלומים ברכישת דירה ותלוי במאפייניה הספציפיים. "ההשקעה" של יחידי קבוצת הרוכשים בשותפות, אינה השקעה פיננסית, כי אם **תשלום חד פעמי**, אשר מוזרם לתוך כלי משפטי המוקם לאור הפרקטיקה הנהוגה בגרמניה. דהיינו, הרוכש משלם תשלום חד פעמי לצורך רכישת **מוצר מוחשי סופי**, כאשר לנגד עיניו עומדת המטרה הסופית – בעלות על דירה. עם הגשמתה של מטרה זו, חדל הכלי המשפטי (השותפות) להתקיים.

הפוטנציאל לרווח (עליה בשווי הדירה) או לקבלת תזרים מזומנים עתידי (דמי שכירות), הינו **הפוטנציאל הגלום בדירה** הספציפית אותה רכש כל אחד מיחידי קבוצת הרוכשים, והוא אינו תלוי או מותנה בביצועי השותפות וכן אינו קשור בכל אופן שהוא לפוטנציאל הקיים ביחס ליתר הדירות של יחידי קבוצת הרוכשים, מאחר שהוא נגזר ממאפייניה של כל דירה, לרבות דמי השכירות הנובעים ממנה על פי הסכם השכירות הקיים ביחס אליה (ככל שקיים).

מאחר שפעילות השותפות אינה מתנהלת בחלל ריק ברי, כי רכישת דירה באמצעות השותפות מגלמת סיכונים מסוימים. ואולם, סיכונים אלו זהים לסיכונים האינהרנטיים לכל עסקת רכש/מכר דירה בין מוכר לרוכש ולסיכונים הטמונים בניהול תהליכים ביורוקרטיים מול רשויות מדינה, והם אינם הסיכונים המיוחדים לתאגיד בעל פעילות עסקית כלכלית. מאחר שפעילות השותפות אינה פעילות עסקית כלכלית, אין היא צפויה להכנסות מכל סוג שהוא, וכן היא אינה צפויה להפיק רווחים ובהתאם אינה צפויה לייצר הפסדים ומשכך, לא נובעים מקיומה ומפעילותה סיכונים עסקיים כלכליים.

3.14. **כלי הגילוי הנאות** – תכלית נוספת העומדת בבסיסם של דיני ניירות ערך, הינה מניעת השימוש לרעה בשוקי ניירות הערך, באמצעות כלי הגילוי הנאות. על פי פסיקת בית המשפט העליון בעניין ברנוביץ'¹³, מכירת ניירות ערך לציבור שונה מעסקת מכר רגילה, בכך שבדרך כלל אין מפגש פרסונאלי בין קונה למוכר¹⁴. בהקשר זה מציינים ימין ווסרמן בספרם, כי 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 אחד¹⁵.

הגם שבמקרה דנן, יבצע היזם פניה לקהל בלתי מוגבל של רוכשים פוטנציאליים בישראל לצורך שיווקן של הדירות (כפי שנעשה בכל פרויקט נדל"ני בישראל), התכלית המתוארת לעיל אינה רלוונטית לענייננו. פניה זו, אשר תבוצע באמצעים פומביים, תיועד לצורך איתורם של רוכשים פוטנציאליים אשר עשויים לגלות עניין ברכישת דירות בגרמניה, ותהווה בסיס לפניית המשך מצד רוכשים פוטנציאליים אשר יהיו מעוניינים בקבלת פרטים נוספים לצורך התקשרות בעסקה לרכישת דירה ספציפית.

בשלב השני, יסופקו לרוכשים כאמור פרטים נוספים הנדרשים לצורך ההתקשרות בעסקה, ואולם בדומה לעסקה לרכישת כל דירה שהיא בין מוכר לקונה, בין בישראל ובין בחו"ל, ילווה שלב זה, שיתבצע פנים אל פנים במשרד מכירות, כמקובל במכר דירות, במשא ומתן ודין ודברים פרסונאלי בין הרוכש הפוטנציאלי ליזם, באופן אשר יאפשר לכל רוכש כאמור לבצע את הבדיקות הנדרשות לצורך ביצועה של העסקה, ולפעול בכל דרך אשר הוא רואה

¹² ימין ווסרמן, בעמ' 134.

¹³ ע"א 5320/90, א.צ. ברנוביץ' נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818.

¹⁴ שם, בעמ' 830.

¹⁵ ימין ווסרמן, בעמ' 136.

כנחוצה לצורך איונה של הנחיתות האינפורמטיבית שהינה אינהרנטית להשקעה פיננסית בשוק ההון. כל רוכש פוטנציאלי שיהיה מעוניין בכך, יוכל אף להגיע לגרמניה לראות את הדירה במו עיניו ולבצע כל בדיקה שימצא לנכון. במצב דברים שכזה, החלתם של דיני ניירות ערך, אשר מבקשים לגשר על פער המידע בין הקונה למוכר על ידי המרת כלל המכר הבסיסי ("יזוהר הקונה"), בדוקטרינה של גילוי מלא מצדו של התאגיד המנפיק את ניירות הערך¹⁶, הינה למעלה מן הצורך. מאחר שהסיכון והסיכוי הגלומים בזכויות כל אחד מהרוכשים, הינם הסיכון והסיכוי הגלומים בדירה הספציפית שרכשו ולא בפעילות השותפות, הרי שהמידע הנחוץ לרוכש הינו המידע ביחס לדירה ולא בנוגע לשותפות. כמו כן, מאחר שפעילותה של השותפות, החל ממועד ההתקשרות בהסכם השותפות, אינה פעילות עסקית לאורך זמן, אלא פעילות בעלת היבטים טכניים בלבד וקצרת טווח, הרי שאין היא דורשת גילויים עיתיים על מנת שהרוכשים יוכלו להעריך נכונה את שווי השקעתם ברגע נתון.

3.15. **בחינת מכלול הדינים הרלוונטיים ונסיבות העניין** – ימין ווסרמן מציינים בספרם, כי במקרים רבים הטלת חובות גילוי מכוח דיני ניירות ערך תימצא לא רק בלתי נחוצה אלא גם בלתי ישימה, ותפגע בהתנהלותם התקינה של שוק ההון ושל עסקאות מסחריות הנעשות במשק באופן שגרתי. לאור האמור, אין להסתפק ביישום מילולי של הגדרת "ניירות ערך", אלא יש להביא בחשבון גם שיקולים אחרים, כגון נסיבות עובדתיות מיוחדות או קיומה של רגולציה אחרת – כללית או ספציפית – העשויה להוות תחליף לדיני ניירות ערך¹⁷.

בפסק דין **Reves v. Ernst & Young**¹⁸, קבע בית המשפט העליון בארצות הברית, בין היתר, כי יש לבחון אם קיומו של גורם, כגון רגולציה אחרת, מקטין משמעותית את הסיכון הגלום במכשיר, כך שאין תחולת דיני ניירות ערך נחוצה. במקרה בו עסקינן, כפופה עסקת הרכש למערכת דינים כללית (כגון, דיני החוזים ודיני הנזיקין) וכן למערכת דינים ספציפית (דיני המקרקעין הגרמניים), אשר בכוחן לתת את המענה הנדרש להגנה על הזכויות והאינטרסים של הרוכשים, ולהוות תחליף ראוי והולם לתחולתם של דיני ניירות ערך.

3.16. בשולי חלק זה יצוין, כי הנפקת ניירות ערך היא בדרך כלל אמצעי לגיוס הון על ידי התאגיד, והתמורה בגין ניירות הערך משקפת את ציפיית המשקיע לתשואה פיננסית על השקעתו בנייר הערך. הגשמת ציפייה זו תלויה בדרך ניהול עסקי התאגיד, ולמשקיע הבודד יש רק השפעה מצומצמת עליה¹⁹.

במקרה שלפנינו, פעילותה של השותפות הזמנית נועדה לצרכים טכניים פרוצדורליים בלבד, ואין בה כשלעצמה כדי להוות פעילות עסקית כלכלית. השותפות אינה פועלת לגיוס הון לצורך מימון פעילותה העסקית, כתאגיד למטרות רווח אשר נועד להשיא את רווחי בעלי הזכויות בו, כי אם מאגדת את ההון הנדרש לצורך מימון רכישת הדירות על ידי קבוצת הרוכשים והוצאת כוונתם אל הפועל. כל תכליתה של השותפות מרגע כינונה, הינה ליצור את התנאים אשר יאפשרו את פירוקה, ובדרך להגשמת מטרה זו היא נדרשת לפעול לביצוע התהליכים הביורוקרטיים לצורך רישום המבנה כבית משותף ורישום הדירות על שם בעליהן; לשמש כצינור להעברת התמורה בגין הדירות לבעלים הנוכחי של המבנה, לתשלום העלויות הכרוכות ברישום הבית כבית משותף ויתר העלויות הכרוכות בהשלמת העסקה; וכן לשמש ככלי משפטי לצורך העמדת המבנה "המושע" כבטוחה להחזר הלוואות רוכשי הדירות; וכיוצא ב.

יובהר, כי אילולא הפרקטיקה הנהוגה בגרמניה ודרישות הגורמים השונים (המוכר, התאגיד הבנקאי המממן וכיוצא ב'), אשר מעדיפים את השימוש בשותפות, כל הפעולות האמורות היו מבוצעות במישרין על ידי היזם כנותן שירותים לקבוצת רוכשים.

¹⁶ ימין ווסרמן, בעמ' 134.

¹⁷ ימין ווסרמן, בעמ' 134.

¹⁸ 494 U.S. 56 (1990).

¹⁹ ימין ווסרמן, בעמ' 138.

כאמור, ציפיותיו של הרוכש לתשואה הינן ציפיותיו לתשואה מהדירה אותה רכש. אין לראות בתשואה זו כתשואה פיננסית אלא כתשואה הנובעת מהשקעה ראלית, אשר אינה תלויה בדרך ניהול עסקי השותפות ותוצאותיה, כי אם במאפייניה של הדירה הספציפית, בחוזה השכירות הקיים ביחס לדירה (ככל שקיים) ובמצב שוק נכסי הנדל"ן בגרמניה, וזאת ככל משקיע הרוכש דירה למטרות השקעה, בישראל ו/או בחו"ל.

הדין האמריקאי ככלי עזר פרשני

3.17. לאור אי הבהירות הקיימת ביחס למונח "ניירות ערך", הכירה הפסיקה²⁰ בכלי עזר פרשני נוסף – הדין האמריקאי, אשר לאורך השנים נעשה בו שימוש תדיר לצורך יציקת תוכן תכליתי למונח.

3.18. העיסוק בניירות ערך בדין האמריקאי נחלק ל-3 קטגוריות²¹:

- 1) ניירות ערך מקובלים, כגון מניות, אגרות חוב וכתבי אופציה;
- 2) מכשירים פיננסיים, כגון ביטוח חיים, אופציות וחוזים עתידיים;
- 3) חוזי השקעה, דהיינו מיזמים שנועדו לגייס הון מהציבור למטרת רווח שלא בדרך של הנפקת ניירות ערך מקובלים.

א. ניירות ערך מקובלים

3.19. בפסק דין **United Housing Foundation v. Forman**²², התייחס בית המשפט העליון למאפייניהם המקובלים והמסורתיים של מניות, כדלקמן: א. זכות יחסית לדיבידנד מהרווחים; ב. עבירות ויכולת למשכן את נייר הערך; ג. זכויות הצבעה באופן יחסי למספר המניות; ו-ד. סיכוי לגידול בערך המניות²³.

3.20. לשיטת מרשתנו, זכויות השותפים בשותפות נעדרות מאפיינים אלו, ומכאן כי גם בבחינה מהותית שלהן עולה כי אין מדובר בנייר ערך. להלן תובא סקירה של בחינת המאפיינים על רקע נסיבות המקרה שלפנינו.

3.21. **זכות לדיבידנד מהרווחים במהלך חיי השותפות** – דיבידנד הינו תקבול אשר הזכאות לו תלויה בתוצאות פעילות החברה כמו גם, במדיניות/בקבלת החלטה של החברה ביחס לחלוקת רווחים במהלך חיי החברה. בכפוף לקבלת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד, זכאותם של בעלי המניות לדיבידנד הינה **זהה** (פר מניה), כאשר סך הדיבידנד נגזר מכמות המניות המוחזקות על ידי בעל המניות המסוים. המקרה שבפנינו שונה בהחלט. בהתאם להוראות הסכם השותפות, השותפים אינם זכאים לדיבידנד מהרווחים במהלך חיי השותפות. ראשית, מאחר שפעילות השותפות אינה פעילות עסקית כלכלית, ועל כן אינה צפויה להכנסות מכל סוג שהוא, ובהתאם, אף אינה צפויה להפיק רווחים. שנית, מאחר שכאמור לעיל, במהלך חיי השותפות, יהיה כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים זכאי אך ורק לדמי השכירות אשר ינבעו מדירתו שלו, ככל שזו מושכרת. זכות זו לקבלת תקבול, **בשונה מדיבידנד** (שלגביו אין למשקיע הבודד כל השפעה), תלויה בעצם קיומו של הסכם שכירות ביחס לדירתו של הרוכש, היקפה תלוי בתנאיו של הסכם השכירות וביצוע התשלומים על-פיו בפועל – דהיינו, לא מן הנמנע כי שיעור דמי השכירות לו יהא זכאי רוכש מתוך סך דמי השכירות שייגבו על ידי חברת הניהול יהא שונה מחלקו בשותפות – ועיתויה קבוע (מדי חודש) ואינו תלוי בתוצאות פעילות השותפות או טעון קבלת אישורים מוקדמים של מוסדותיה. רוכש אשר ביחס לדירתו לא קיים הסכם שכירות או שדמי השכירות בגין דירתו לא שולמו בפועל, לא יהא זכאי לקבלת תקבול מהשותפות, אשר כאמור משמשת כצינור בלבד להעברת התקבולים המתקבלים מהשוכרים (בניכוי דמי הניהול המשולמים לחברת

²⁰ כך למשל, בפסק דין רוזן.

²¹ ימין ווסרמן, בעמ' 126.

²² 421 U.S. 837 (1975) ("פסק דין פורמן").

²³ פסק דין פורמן, בעמ' 851.

הניהול וריביות לתאגיד הפיננסי המממן) לבעלי הזכויות בה. מסחרית וכלכלית זכויותיו של כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים לקבלת דמי השכירות הנובעים מדירתו, הינן זכויותיו של רוכש אשר רכש דירה להשקעה.

3.22. **זכות לעודפים במועד פירוק השותפות** – יחיד קבוצת הרוכשים אינם זכאים לעודפים במועד פירוק השותפות, למעט רישום הדירות על שמם. כאמור, כל אחד מיחיד קבוצת הרוכשים יהא זכאי לרישום הדירה אותה רכש על שמו, בלבד, ולמעט זכות זו, לא תהא לו כל זכות לקבלת רכוש ו/או עודפי רכוש ו/או מזומנים ו/או זכות אחרת כלשהי מהשותפות. היזם, שיהווה שותף "מיוחד" בשותפות, הוא שיהא זכאי לכל סכום שיוותר בקופת השותפות במועד פירוקה ו/או זכות אחרת (כגון, זכויות בנייה שאינן מנוצלות) אשר לא שויכה לאיזו מהדירות ו/או למי מיחיד קבוצת הרוכשים. בשונה מחלוקת עודפי נכסים של חברה בפירוק לבעלי מניותיה, שהינה זהה, פר מניה, ויחסית לשיעור החזקותיהם בחברה, זכאותם של יחיד קבוצת הרוכשים אינה יחסית לחלקם בשותפות, כי אם זכאות לנכס המוחשי אותו רכשו, יהא שוויו במועד הפירוק אשר יהא.

3.23. **עבירות ויכולת למשכן את זכויות השותפים בשותפות** – זכויות השותפים בשותפות אינן עבירות ואינן בנות משכון/שעבוד²⁴. על פי הוראות הסכם השותפות, במהלך חיי השותפות, זכויות השותפים בשותפות תהיינה אישיות ולא ניתנות להעברה. השותפים לא יהיו רשאים להעביר כל או חלק מזכויותיהם בשותפות, ו/או להסב ו/או לשעבד ו/או להקנות בהן זכות כלשהי לצד ג'²⁵.

3.24. **זכויות הצבעה באופן יחסי לשיעור זכויות השותפים בשותפות** – בהתאם להוראות הסכם השותפות, הסמכות הבלעדית לפעול בשם השותפות תהא מסורה ליזם, וליזם בלבד, ללא זכות התערבות מצד יתר השותפים. השותפים יהיו נעדרים סמכות לקבל החלטות בשם השותפות, וזאת למעט במקרים החריגים המנויים בסעיף 1.2.6.10 לעיל, אשר נועדו לתת מענה למצבים בלתי צפויים, אשר יחייבו את היזם לנקוט בצעדים שאינם עונים בהכרח באופן מלא למטרות השותפות, כפי שהוגדרו בהסכם השותפות, ו/או חורגים מההסכמות שעוגנו בו. כמו כן יודגש, כי זכויות ההצבעה המוקנות לרוכשים על פי הסכם השותפות, לא תהיינה יחסיות לשיעור זכויותיהם בשותפות, כי אם זכויות הצבעה זהות, ללא תלות במחיר דירתו של כל רוכש, דהיינו, **קול אחד בגין כל דירה**.

3.25. **סיכוי לגידול בערך זכויות השותפים בשותפות** – בהינתן העובדה, כי השותפים אינם זכאים לדיבידנדים מרווחי השותפות, הן במהלך חיי השותפות והן במועד פירוקה, הרי שלא קיים סיכוי לגידול, אשר נובע מפעילות השותפות, בערך זכויותיהם. הגידול היחיד אשר עשוי לנבוע ליחיד קבוצת הרוכשים בערך זכויותיהם, נובע מהסיכוי לגידול בערך הדירות אשר רכשו, קרי, מגידול בשווי הדירה ו/או בגובה דמי השכירות הנובעים ממנה. מאפיינים אלו הינם חיצוניים לפעילות השותפות. הדבר שונה מהסיכוי לגידול בערך מניות המוחזקות על ידי בעלי מניות בחברה ציבורית, אשר תלוי כאמור במאפייני החברה עצמה, דהיינו, באופן התנהלותה, תוצאות פעילותה, מדיניות חלוקת הרווחים שלה וכיוצא ב.

ב. חווה השקעה

3.26. פסק הדין המנחה בפסיקה האמריקאית, אשר התווה את המאפיינים לסיווגו של "חווה השקעה" כ-"נייר ערך", הינו פסק דין **S.E.C v. W.J. Howey Co.**²⁶ ("פסק דין האווי"). "חווה השקעה", על פי המבחן שהותווה בפסק דין האווי, נוצר בהתקיים ארבעה תנאים מצטברים, כדלקמן: (א) השקעת כסף; (ב) מיזם משותף; (ג) ציפייה

²⁴ למעט זכויותיו של היזם, ככל שירכוש דירות. ראו לעניין זה סעיף 1.2.6.16 לעיל.

²⁵ כמפורט בסעיף 1.1.7 לעיל, **השותפות** תהא רשאית לשעבד את **מבנה המגורים/חלקן היחסי של הדירות**, לצורך מימון רכישת הדירות במבנה המגורים. עוד יצוין, כי ליזם תהא מסורה הסמכות "להוציא" שותף, וזאת בכפוף להשבת מחיר הדירה אותו שילם, בניכוי העלויות היחסיות אשר נבעו לשותפות עד לאותו מועד. יפים לעניין זה דבריהם של ימין ווסרמן בספרם, לפיהם, סממן אחר המעיד על ניירות ערך הוא עבירותם וסחירותם – ראו בעמ' 138. וכן דברי בית המשפט בפסק דין רוזן, לפיהם בדיני ניירות ערך, עבירות ניירות הערך היא מאפיין **שכיח ובסיסי**.

²⁶ 328 U.S. 293 (1946)

לרווח; (ד) השגת הרווח בעקבות מאמציו הבלעדיים של מארגן ההשקעה או של צד שלישי. בבסיס קביעתו של בית המשפט במקרה האווי עמד, בין היתר, הרצון להבהיר שלא כל הסכם עסקי בין שני צדדים, הנכנס לכאורה לגדר הפרשנות המילולית של המונח "חוזה השקעה", אכן מוביל לתחולתם של דיני ניירות ערך.²⁷

3.27. **השקעת כסף** – על פי קביעתו של בית המשפט העליון בארצות הברית, קיימת הבחנה בין "תשלום כסף" לבין "השקעת כסף", כאשר **תשלום כסף עבור רכישת מוצר הניתן לזיהוי**, אינו נעשה בציפייה לרווח או להפסד, ולכן אין לראות בו השקעה פיננסית.²⁸ כך הוא במקרה שלפנינו! אין חולק, כי מנקודת מבטם של יחיד קבוצת הרוכשים, התשלום אשר הם מזרימים לתוך השותפות נועד לצורך רכישת דירה – מוצר מוחשי הניתן לזיהוי, אשר נעדר כל סממן של השקעה פיננסית. עם השלמת רישום הדירה על שם הרוכשים, והפיכתם לבעליה באופן **פורמלי**, יוכלו הרוכשים לנהוג בה מנהג בעלים, ולנהל את השקעתם בה באופן עצמאי, בין אם על דרך השכרתה (מקום שאינה מושכרת), הוצאת השוכר הקיים מדירתו, בחירת שוכר אחר תחתיו, העלאת דמי השכירות, מכירתה, ובין אם בכל דרך אחרת, הכל בכפוף להוראות הדין הגרמני החל והוראות הסכמי השכירות ביחס לדירותיהם. שימושים עתידיים אלו עשויים אמנם ללמד על ציפייה לרווח של הרוכשים, ואולם אין בציפייה זו ביחס **לנכס מוחשי** שהרוכש הינו בעליו, כדי להופכה להשקעה פיננסית ויש לראות בה השקעה ריאלית לכל דבר ועניין. יודגש, כי הלכה למעשה, במישור המהותי, יחיד קבוצת הרוכשים ינהלו את השקעתם בדירה כראות עיניהם כאמור לעיל, כבר החל ממועד רכישת המבנה על ידי השותפות. המגבלה היחידה אשר תחול עליהם בכל הנוגע להפעלת זכויותיהם הקנייניות בדירותיהם במהלך חיי השותפות, הינה מכירתן של הדירות ו/או שעבודן,²⁹ וזאת מכוח הוראות הסכם השותפות.

3.28. **מיזם משותף** – על פי הפסיקה האמריקאית, השקעה משותפת מתקיימת כאשר בין המשקיעים השונים קיים יחס של "שיתוף אופק", קרי, קשרי גומלין שבהם המשקיעים מתחלקים בהוצאות הפעילות העסקית, ולאחר מכן כל רווחי המיזם מתחלקים למשקיעים לפי נוסחה המתחשבת באחוז השקעתו של כל משקיע מתוך ההשקעה המצרפית.³⁰ לא כך הם פני הדברים במקרה דנן. אין בפנינו מיזם משותף אשר נועד לרכז כספי משקיעים לצורך ניהול משותף של עסק לשם הפקת רווחים, וחלוקתם פרו-רטה. יחיד קבוצת הרוכשים אינם מתחלקים בהוצאות הפעילות העסקית באופן יחסי לשיעור זכויותיהם בשותפות, אלא נושאים בעלויות הכרוכות ברכישת דירתם הספציפית, וכמו כן, אינם נהנים משיעור רווחיות פרו-רטה. כך גם, הסיכון אליו חשופים יחיד קבוצת הרוכשים אינו סיכון משותף,³¹ אלא תלוי בסיכונים הגלומים בדירה אשר בבעלותם.

3.29. **ציפייה לרווח** – ביחס למבחן זה, קבע בית המשפט העליון בפסק דין פורמן, כי הכוונה במונח "רווח" היא גידול בהון הנובע מהתפתחות ההשקעה הראשונית או השתתפות ברווחי המיזם³² (כגון, קבלת דיבידנד). במקרה דנן, כאמור לעיל, הציפייה לרווח הינה ציפייתו של הרוכש הבודד לרווחים אשר ינבעו לו מדירתו שלו. ויודגש! ציפייה זו לרווח אינה תלויה בפעילות השותפות ותוצאותיה וכמו כן, אינה נובעת ממנה. פעילות השותפות אינה פעילות עסקית כלכלית אשר היא כשלעצמה נועדה ליצור ערך לבעלי הזכויות בה, ומשכך, אין היא צפויה להכנסות מכל סוג שהוא, ובהתאם, אף אינה צפויה להפיק רווחים (או לייצר הפסדים).

3.30. **השגת הרווח בעקבות מאמציו הבלעדיים של מארגן ההשקעה או של צד שלישי** – הפסיקה האמריקאית העניקה למבחן זה פרשנות, לפיה המבחן מתקיים רק מקום בו מאמציו של היזם עולים באופן משמעותי על מאמציו

²⁷ שרון חנס ואיתי פיגנבאום, **עיון מחודש בהגדרת "נייר ערך" בדין הישראלי**, משפט ועסקים ז', 11 ("חנס ופיגנבאום"), בעמ' 30.

²⁸ ימין ווסרמן, בעמ' 131.

²⁹ למעט שעבודן על ידי השותפות לצורך מימון רכישתן.

³⁰ חנס ופיגנבאום, בעמ' 39.

³¹ למעט הסיכון במימוש מבנה המגורים כולו על ידי התאגיד הפיננסי המממן, במקרה הפרה יסודית של מי יחיד קבוצת הרוכשים את תנאי ההלוואה אותה נטל. יודגש, כי זכות זו תעמוד לתאגיד הפיננסי רק כמוצא אחרון ולאחר הפעלת המנגנונים הקבועים בהסכם ההלוואה ו/או בהסכם השותפות אשר נועדו לרפא את ההפרה.

³² פסק דין פורמן, בעמ' 852.

המשקיעים, ומשפיעים על הצלחת המיזם או על כישלונו. בענייננו, הרוכשים לא נפרדו מכספם מתוך מטרה לקצור תשואה על ערך הדירה **כתוצאה מפעולות היזם** ו/או **מי מחבריהם בשותפות**, אלא לשם ביצוע השקעה ריאלית באמצעות רכישת נכס, וניהולה באופן אקטיבי לפי ראות עיניהם, בשונה מהשקעה סבילה בנייר ערך.

יפים לעניין זה דבריהם של שרון חנס ואיתי פינגנבאום, במאמרם בנושא הגדרת נייר ערך בדין הישראלי, לפיהם לדיני ניירות ערך יש מטרה מרכזית אחת, והיא להגן על משקיעים בהשקעות שאין להם כוונה לנהל בעצמם³³. חוק ניירות ערך מתמקד בראש ובראשונה בהשקעות בפעילות עסקית המנוהלת על ידי אחרים³⁴. לא כך הם פני הדברים בענייננו. אין המדובר בהשקעה של אדם בעסקו של אחר, מצב בו מתעצם חוסר הסימטריה של המידע בין מגייס ההון הפעיל בעסק לבין המשקיע המרוחק. כספיהם של הרוכשים אינם עוברים לשליטתו של מגייס ההון, כך שהוא עלול להשתמש בהם לטובתו הוא, ולא לשם מקסום התשואה על ההשקעה³⁵. הרוכשים אינם משקיעים את כספם בפעילות עסקית המנוהלת על ידי אחרים, כי אם משלמים את המחיר הנדרש לצורך רכישת דירה במטרה סופית להפוך לבעליה ולנהל את השקעתם בדירה באופן עצמאי, ולפי ראות עיניהם. יודגש, כי הגם שהיזם הינו בעל הסמכות הבלעדית לפעול להוצאת מטרת השותפות אל הפועל, הרי שסמכות זו הינה סמכות בעלת מאפיינים טכניים בלבד (שכן הוא מחויב לפעול בהתאם להסכמות שנקבעו בהסכם השותפות), לביצוען של פעולות שאף הן טכניות בלבד. היזם אינו מנהל את ההשקעה בשום צורה שהיא ואין לו כל השלכה על תוצאותיה. הרוכשים, והם בלבד, מנווטים את השקעתם ומשפיעים על ביצועיה.

סממן נוסף לכך שאין המדובר בהשקעה סבילה, אשר מתאפיינת במקרים רבים בהשקעה צנועה יחסית במיזם עסקי, הינו גובה ההשקעה הצפוי של הרוכשים. רבות מבין ההשקעות הפעילות מתאפיינות בהשקעה בהיקף נכבד של המשקיע. היקף ההשקעה הנרחב יניע את המשקיע פעמים רבות לברר עד תום את משמעות המיזם שאליו נכנס ולנקוט משנה זהירות³⁶. עוד מציינים חנס ופינגנבאום, כי משקיעים פעילים, דוגמת שותף הנכנס לשותפות או צד הנכנס להשקעה יחד עם אחרים, מצויים בדרך כלל בקרבה משפטית רבה לצדדים האחרים המשתתפים במיזם. התקשרותם המשותפת של יחידים קבוצת הרוכשים במערכת הסכמית, יוצרת את הקרבה **המשפטית** ביניהם, וזאת בשונה מבעלי מניות בחברה ציבורית, למשל. במצב דברים זה, כך על פי חנס ופינגנבאום, דיני החוזים והנזיקין הרגילים מגינים על המשקיעים הפעילים פעמים רבות מפני תרמית, ומאפשרים תביעה בגין מצגי שווא³⁷.

3.31. בנוסף לכל האמור לעיל יצוין, כי במקרה ³⁸Life Partners, Inc. ("LPI"), הציע בית המשפט בארצות הברית, לערוך הבחנה בין פעולות שהיזם נוקט לפני מועד ההשקעה לבין פעולות הנעשות לאחר מועד ההשקעה. במקרה זה הכריע בית המשפט, כי כאשר הפעולות המהותיות של יוזמי ההשקעה נעשות לפני המועד שבו גויסו כספי ההשקעה, חוקי ניירות הערך האמריקאיים אינם חלים³⁹. במקרה שלפנינו, היזם הינו "הוגה" המודל העסקי והכוח המניע את העסקה. פעילותו המהותית והעיקרית במסגרת העסקה (היינו, פעילות איתור הנכס, שיווק הדירות, וניהול המגעים בין הצדדים עד לגיבוש ההסכמות המסחריות והמשפטיות ביחס לרכישת הדירות, גיבוש חבילת המימון ויצירת הקשר בין יחידים קבוצת הרוכשים לבין התאגיד הפיננסי המממן וכיוצ"ב), מתבצעת עוד קודם להשקעת הכספים על ידי הרוכשים והקמת השותפות. החל ממועד גיוס כספי ההשקעה ואילך, הפעולות המבוצעות על ידי השותפות/היזם הינן כאמור פעולות טכניות (לרבות, רכישת המבנה עצמו) גרידא, אשר אין בכוחן להשפיע על רווחיות ההשקעה באופן ממשי, אם בכלל.

³³ חנס ופינגנבאום, בעמ' 27.

³⁴ חנס ופינגנבאום, בעמ' 14.

³⁵ חנס ופינגנבאום, בעמ' 60.

³⁶ חנס ופינגנבאום, בעמ' 46.

³⁷ חנס ופינגנבאום, בעמ' 47.

³⁸ SEC v. Life Partners, Inc., 87 F.3d 536 (D.C. Cir. 1996).

³⁹ חנס ופינגנבאום, בעמ' 59.

3.32. כפי שעולה מכל האמור לעיל, יישומם של המבחנים, ההלכות והפרשנויות השונות שניתנו למונח "ניירות ערך" על המקרה שלפנינו, מביא אותנו לכלל מסקנה, כי אין לראות בזכויות השותפים בשותפות כניירות ערך, ומכאן, כי אין מקום להחלת דיני ניירות ערך על הפעילות המתוארת בפניה זו. אף אם וככל שתדחה עמדה זו ויימצא, כי למרות כל האמור לעיל, יש לראות בזכויות השותפים כ"ניירות ערך", הרי שמרשתנו בדעה, כי לאור פסיקת בית המשפט בארה"ב בעניין LPI כאמור בסעיף 3.31 לעיל, ונוכח ההבחנה בין פעילותו המהותית של היזם טרם השקעת הכספים על ידי הרוכשים לבין פעילותו לאחר מועד זה, אין להחיל את דיני ניירות ערך על המקרה שלפנינו.

4. סיכום

לסיכום ייאמר, כי לשיטת מרשתנו, התחקות אחר המהות הכלכלית האמיתית של המודל העסקי המתואר בפניה זו מלמדת, כי המדובר בעסקת רכש דירה לכל דבר ועניין, אשר אין להכפיפה לדיני ניירות ערך לאור הרציונל העומד בבסיסם והן לאור המהות העסקית, הכלכלית והמשפטית העומדת בבסיסה של העסקה.

5. מרשתנו מתחייבת, כי תודיע לרשות ניירות ערך מראש על אימוץ עמדה השונה מזו שתבוא לידי ביטוי בתשובה שתינתן לפניה זו.

6. 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 יצויינו במסגרת הפניה ו/או תשובת הרשות.

בכבוד רב,

עמיחי פינקלשטיין, עו"ד אפרת חיימי, עו"ד

עמית, פולק, מטלון ושות'