



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1

לפני כבוד השופטת רות רונן

המבקשים:

1. תום רייס
  2. גיא ויזנר
- ע"י ב"כ עוה"ד הלוי ופלוטר

נגד

המשיבים:

1. קרן הגשמה בע"מ
  2. קרן הגשמה נציגות בע"מ
  3. חנניה שמש
  4. אבנר כץ
  5. רון ברקוביץ'
  6. גיל אונגר
  7. הדסה רוזנברג
  8. יצחק אליעזר לאופר
- ע"י ב"כ עוה"ד וקסלמן, רבר, מוזס, קאשי ולבדנסקי

2

### החלטה

3

- 4 1. המבקשים הגישו נגד המשיבים תביעה ובקשה לאישורה כתביעה ייצוגית (להלן: "בקשת האישור"). טענתם העיקרית של המבקשים בבקשת האישור היא כי
- 5 המשיבה 1 (להלן: "קרן הגשמה" או "הקרן") הפרה את הוראות חוק ניירות ערך,
- 6 התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך") בכך ששיווקה ומכרה ניירות ערך ללא
- 7 פרסום תשקיף. לטענתם, בהיעדר תשקיף חמקו המשיבים – הקרן ונושאי המשרה
- 8 בה – מהצגה מלאה של המידע ביחס לקרן, והציגו לחברי הקבוצה (שיכוננו להלן
- 9 גם: "המשקיעים") מידע מטעה וחלקי שהוביל אותם להשקיע באמצעות הקרן
- 10 באופן שגרם להם לנזק.

11

12

13

### רקע עובדתי

14

15

16

2. קרן הגשמה היא חברה פרטית שהתאגדה בישראל בשנת 2009. הצדדים חלוקים ביניהם ביחס לאופן בו יש לסווג את מהות פעילותה ומהות ההשקעות אותן היא משווקת. אולם אין מחלוקת כי הקרן מבצעת השקעות במיזמי נדל"ן באמצעות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הקמת שותפויות מוגבלות נפרדות ביחס לכל מיזם. בבקשת האישור צוין כי היא  
2 מתייחסת לכ-250 מיזמים אותם שיווקה הקרן מאז הקמתה.

3

4 המשיבה 2 היא חברה פרטית בבעלותה המלאה של קרן הגשמה המשמשת כשותף  
5 הכללי בהשקעות הפרטיות של הקרן. המשקיעים רוכשים יחידות השתתפות  
6 בשותפויות המוגבלות (להלן: "יחידות ההשתתפות" או "היחידות") מכוח  
7 הסכמים שנחתמים ביניהם לבין המשיבה 2 (להלן: "הסכמי ההשקעה"), כאשר  
8 כספי המשקיעים שימשו כחלק מההון העצמי של כל אחד מהמיזמים, לצד הון  
9 עצמי שהועמד על ידי היזם שיזם את המיזם. חברי הקבוצה בשמה הוגשה הבקשה  
10 הם מי שהשקיעו באמצעות הגשמה באותם מיזמים.

11

12 המשיבים 3-4 הקימו את קרן הגשמה והם בעלי מניות בה. המשיב 3 הוא יו"ר  
13 הדירקטוריון בחברה והמשיב 4 הוא דירקטור בה. המשיבים 5-8 הם נושאי משרה  
14 בעבר ובהווה בחברה.

15

16 ביום 4.11.2020 הוגשה בקשת יציאה מהקבוצה על-ידי 17 משקיעים שהשקיעו  
17 באחד מהמיזמים נושא הבקשה - פרויקט נדל"ן של הקרן בלונדון בשם "לונדון  
18 14". זאת בעקבות תביעה עצמאית שהוגשה ביום 6.9.2020 בקשר עם השקעותיהם  
19 של משקיעים אלה באמצעות הקרן. ביום-11.2.2021 הוגשה בקשה נוספת ליציאה  
20 מהקבוצה על-ידי 7 משקיעים נוספים שהשקיעו בפרויקט "לונדון 14" והצטרפו  
21 לתביעה העצמאית שהוגשה בנדון, ועל-ידי 52 משקיעים שהשקיעו בפרויקט נדל"ן  
22 אחר של הקרן בלונדון בשם "לונדון 2" אשר הגישו תביעה עצמאית כנגד הקרן.  
23 בקשות היציאה אושרו על-ידי בהחלטות מימים 5.11.2020 ו-11.2.2021.

24

25 הצדדים ויתרו על קיום חקירות בבקשת האישור והגישו את סיכומיהם, והחלטה  
26 זו ניתנת לכן על סמך כל החומר שבתיק בית המשפט – הבקשות על נספחיהן,  
27 תצהירי הצדדים והסיכומים שהוגשו מטעמם.

28

29

30

טענות הצדדים

טענות המבקשים





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

4. 1 לטענת המבקשים, לאור המאפיינים של יחידות ההשתתפות אותן שיווקה ומכרה  
2 קרן הגשמה לחברי הקבוצה, יחידות אלה הן ניירות ערך. זאת מאחר שמדובר  
3 בהשקעות שמטרתן לשמש מכשיר להשקעה סבילה שישיא רווחים למחזיקים.  
4 זאת, מבלי שלמשקיעים יש עניין או אינטרס בנכס עצמו אלא רק בתשואות  
5 ההשקעה, ואף מבלי שיש למשקיעים זכות למעורבות בניהול ההשקעות. משהקרן  
6 שיווקה ומכרה ניירות ערך, חלה עליה חובה לפרסם תשקיף לצורך הצעתן לציבור.  
7
- 8 לטענת המבקשים, קרן הגשמה עצמה הבינה אף היא שחלה עליה חובת פרסום  
9 תשקיף. מסקנה זו נובעת מכך שהקרן פנתה בשנת 2016 לרשות ניירות ערך  
10 בבקשה כי תאפשר לה להמשיך ולפעול במתווה בו היא פעלה עד לאותה עת  
11 לתקופת ביניים בלבד, לצורך התאמת פעילותה לדרישות החוק. זאת מבלי  
12 שהועלתה על-ידיה טענה לפיה היא פטורה מחובת התשקיף. עוד נטען כי כיום  
13 מפרסמת קרן הגשמה תשקיפים ביחס לחלק מהשקעותיה; וכן כי בעקבות תיקון  
14 58 לחוק ערכה קרן הגשמה שינויים במתכונת הפרסום שלה באופן שיש בו כדי  
15 ללמד על כך שפרסומיה הקודמים היו מנוגדים לדין.  
16
5. 17 המבקשים דחו את טענותיה של קרן הגשמה לפיהן פרסומיה והצעותיה לציבור  
18 חוסים תחת נוסחו הקודם של החריג הקבוע בסעיף 15א(א)(4) בחוק ניירות ערך,  
19 וכי עד לסוף שנת 2015 פרסומים אלו לא עלו כדי "הצעה לציבור". בהקשר זה הם  
20 טענו כי ההפרדה שערכה הקרן בין מסלולי ההשקעה ביחידות ההשתתפות, כמו גם  
21 ההפרדה בין שלבי הצעתה – כדי שבכל מסלול לא יהיו יותר מ-35 משקיעים, היו  
22 מלאכותיות, והן נועדו רק כדי להיכנס לגדרו של החריג ולהתחמק מפרסום  
23 התשקיף.  
24
- 25 לטענת המבקשים, הצעותיה של קרן הגשמה היו ליותר מ-35 ניצעים, ולכן  
26 פעולותיה אינן נכללות בגדר החריג לחוק גם בנוסחו הקודם עובר לתיקון 58 לחוק,  
27 ואין נפקות למספר המשקיעים בפועל. מעבר לכך נטען כי המכירה בפועל הייתה  
28 ליותר מ-35 משקיעים. זאת משום שבהתאם להלכה הפסוקה, יש לתת פרשנות  
29 מהותית ורחבה למונח "סדרות" בהגדרת "ניירות ערך" כך שמסלולי ההשקעה  
30 השונים, כביכול, הם למעשה סדרה אחת.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1
- 2 המבקשים טענו כי התנהלותה של קרן הגשמה מקימה להם זכות לביטול .6
- 3 ההסכמים עמה ולהשבת כספי ההשקעה, וזאת ממספר טעמים. ראשית, החוזה
- 4 שנכרת בין המשקיעים לבין קרן הגשמה נוגד את הוראות חוק ניירות ערך, והוא
- 5 לכן חוזה בלתי חוקי. ככזה הוא בטל באופן המקיים לקרן הגשמה חובת השבה. הם
- 6 הוסיפו וטענו כי ניתן לערוך אנלוגיה מהוראות חוק ניירות ערך האמריקאי, לפיו
- 7 די בהפרת חובת פרסום התשקיף כדי להקים לרוכש סעד של בטלות העסקה
- 8 והשבת התמורה. בהקשר זה דחו המבקשים את הטענה לפיה אין די בכך שכריתת
- 9 ההסכם היא בלתי חוקית, ונדרש שגם תוכנו או מטרתו יהיו בלתי חוקיים; את
- 10 הטענה שאי החוקיות היא אגבית; ואת הטענה שהם מבקשים לעקוף את הצורך
- 11 להוכיח עילת תביעה שעניינה "פרט מטעה בתשקיף". בנוסף טענו המבקשים כי אף
- 12 אם כספי ההשבה אינם מצויים בקופת הקרן כפי שטענו המשיבים, הקרן היא זו
- 13 שחייבת להשיבם, נוכח התעשרותה שלא כדין בקבלת כספי ההשקעה בהתאם
- 14 להסכם הבלתי חוקי.
- 15
- 16 המבקשים הוסיפו וטענו כי חובת ההשבה של הקרן קמה גם מכוח עילת ההטעיה.
- 17 לטענתם, בהיעדר תשקיף, לא גילתה הקרן למשקיעים פרטים שעל פי דין היה
- 18 עליה לגלותם, והיא אף הסתירה מהם כי חלה עליה חובה לפרסם תשקיף. מעבר
- 19 לכך, הקרן הציגה מצגי שווא וביניהם מצגים לפיהם ניירות הערך והמיזמים
- 20 מגלמים סיכון נמוך; מצגים ביחס לגובה הריבית וריבית הפיגורים על ההלוואה;
- 21 מצגים מטעים ביחס לזכויותיהם הקנייניות של המשקיעים בנכס ובמיזם; מצגים
- 22 ביחס למועד סיום המיזם ועוד.
- 23
- 24 כטענה חלופית טענו המבקשים כי התנהלות הקרן מקימה להם זכות לפיצוי מכוח .7
- 25 סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך. באשר לרכיבי הנזק והקשר הסיבתי בינו לבין הפרת
- 26 החובה לפרסם תשקיף - רכיבים אותם יש להוכיח מכוח עילה זו, טענו המבקשים
- 27 כי נגרם להם וליתר חברי הקבוצה נזק בגובה השקעותיהם. לטענתם, הנזק נגרם
- 28 עקב כישלון המיזמים שכספי ההשקעה שלהם נועדו לממנם, נוכח סיכונים שלא
- 29 גולו להם והתממשו. הם הוסיפו כי לו הייתה קרן הגשמה מפרסמת תשקיף בו היא





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1 הייתה מגלה את מלוא הסיכונים הקיימים במיזמים אותם שיווקה, חברי הקבוצה  
2 לא היו משקיעים באמצעותה.  
3  
4 לטענת המבקשים, קרן הגשמה שיווקה את ההשקעות בהסתמך על מצגים מטעים  
5 שהדגישו יתר על המידה את הסיכויים לתשואות גבוהות, בלא להציג את  
6 הסיכונים הגבוהים. לשיטתם, הטעיה זו הייתה נמנעת אילו היה מתפרסם תשקיף  
7 בו היה פירוט כדין של מלוא הסיכונים בהשקעות שהוצעו על-ידי הקרן. כמו כן הם  
8 טענו כי אלמלא ההטעיה, ואילו היה נמסר למשקיעים מלוא המידע, חברי הקבוצה  
9 לא היו משקיעים באמצעות הקרן. זאת הן מהטעם שמסמך התשקיף כשלעצמו  
10 היה מבהיר למשקיעים שמדובר בהשקעה מורכבת ומרתיע אותם מלהשקיע  
11 באמצעות הקרן; והן מהטעם שאילו בתשקיף היה מתגלה להם מלוא המידע, הם  
12 היו נמנעים מלהשקיע.  
13  
14 המבקשים הוסיפו וטענו כי בתביעה שעילתה הפרת דיני ניירות ערך, יש להקל על  
15 התובע בהוכחת הקשר הסיבתי. בנוסף הם דחו את הטענה לפיה היה עליהם  
16 להוכיח הסתמכות של כל אחד מחברי הקבוצה על ההטעיה. לטענתם, ככל  
17 שמדובר בטענות בעילה של הטעיה בהתאם לחוק ניירות ערך, די בכך שתוכח  
18 הסתמכות עקיפה על המצג המטעה או חזקת הסתמכות הניתנת לסתירה.  
19  
20 בהתייחס לעילת התביעה מכוח סעיף 15 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973  
21 (להלן: "חוק החוזים"), המבקשים טענו כי דרישה להוכיח הסתמכות של כל אחד  
22 מחברי הקבוצה לא תשרת את תכליתו של חוק התובענות הייצוגיות, בעיקר כאשר  
23 ההטעיה נעשתה בדרך של מחדל. מכל מקום, נטען כי בשלב המקדמי של הדיון  
24 בבקשת האישור, המבקשים אינם נדרשים להביא ראיות לכאורה לכך שכל חברי  
25 הקבוצה הסתמכו על המצג המטעה ופעלו לפיו.  
26  
27 8. המבקשים טענו כי המשיבים חייבים בהשבה או בפיצוי ביחד ולחוד. לטענתם,  
28 אחריותה של הקרן קמה מכוח היותה "מנפיק". הקרן היא המוציאה והמביאה  
29 בשותפויות שהקימה לצרכי כל מיזם ומיזם, היא זו המאתרת את ההשקעות,  
30 מגייסת משקיעים וגובה את כספי ההשקעה. לחילופין הם טענו שיש לראות בקרן



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הגשמה, שהיא בעלת השליטה בשותף הכללי בשותפויות באמצעותן אוגדו  
2 המשקיעים, כבעלת שליטה במנפיק ומכאן אחריותה.

3

4 המבקשים הוסיפו כי לדירקטורים בהגשמה קמה אחריות אישית לנוקים מכוח  
5 סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך, כמו גם אחריות אישית להשבה מכוח סעיף 31 לחוק  
6 החוזים. זאת בלא שיהיה צורך להוכיח מעורבות אישית של כל אחד מהם בהפרה.  
7 זאת בפרט כאשר מדובר בהפרה של חובת התשקיף ולנוכח הוראת סעיף 22 לחוק  
8 ניירות ערך המטיל על חברי הדירקטוריון חובה לאשר את טיוטת התשקיף  
9 ולחתום עליו. בהקשר של חובת ההשבה נטען כי היא מושתתת על עקרונות עשיית  
10 עושר ולא במשפט, שיש להחילם גם על מי שגרם שלא כדין להתעשרותו של אחר.  
11 לכן במקרה הנדון קמה גם חובת השבה אישית גם לכל מנהל שגרם להתעשרות  
12 פסולה ושלא כדין של החברה. טעמים של הרתעה מחייבים אף הם השתת חובת  
13 השבה אישית.

14

15 עוד טענו המבקשים כי הגם שאין צורך, לשיטתם, להוכיח מעורבות אישית של  
16 מנהלי הקרן לצורך הטלת חבות עליהם, במקרה הנדון הוכחה מעורבותם האישית.  
17 זאת מאחר שמנהלי הקרן הם שיצרו את מתווה ההתחמקות מתשקיף, והם שנהנו  
18 מפירותיו.

19

20 המבקשים דחו את הטענות המקדמיות שהעלו המשיבים. כך, הם דחו את הטענה  
21 לפיה אין להם עילת תביעה אישית. לגישתם, הם החזיקו במועדים הרלוונטיים  
22 ביחידות השתתפות של קרן הגשמה, ועילת התביעה האישית שלהם מתפרשת על  
23 פני כלל ההשקעות שהציעה הקרן לציבור. העובדה שהמיזמים מנוהלים על-ידי  
24 תאגידים שונים, אינה מנתקת את הזיקה בין ניירות הערך לבין המבקשים. זאת  
25 משום שההפרדה בין התאגידים השולטים במיזמים היא מלאכותית.

26

27 כן דחו המבקשים את הטענה שהתובענה אינה ראויה להתברר בהליך ייצוגי.  
28 לטענתם, אין דרישה בדין ביחס לגודל הקבוצה. מכל מקום, עניינה של התובענה  
29 הוא בהפרת חובותיה של קרן הגשמה בקשר עם כל המשקיעים במיזמים  
30 באמצעותה. לכן לא מדובר בקבוצה קטנה של משקיעים. בניגוד לטענת המשיבים,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 למבקשים אין כלים, ידע או יכולת לאתר את כל משקיעי הגשמה אשר הפסידו  
2 כספים במסגרת ההשקעות. בנוסף, אין בתביעות האישיות והקבוצתיות הנוספות  
3 שהוגשו על-ידי משקיעים כנגד הקרן כדי לשנות מהמסקנה לעניין התאמת  
4 התביעה לתביעה ייצוגית. ככל שיש לכך השפעה, היא דווקא מחזקת את הצורך  
5 באישור ניהול התביעה כייצוגית.

6

7

### טענות המשיבים

8 10. המשיבים העלו מספר טענות מקדמיות המצדיקות לגישתם את דחיית הבקשה.

9 לטענתם, הבקשה אינה מתאימה להידון כתביעה ייצוגית, והיא אינה הדרך

10 היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת. זאת מאחר שחברי הקבוצה אינם קבוצה

11 אחידה שכן מדובר במיזמים שונים ונפרדים, והמשקיעים הם בעלי מאפיינים

12 שונים; היות שבירור הבקשה יחייב הוכחה פרטנית ביחס לכל אחד מהמשקיעים;

13 ומשום שבכל אחד מהמיזמים ישנה קבוצה קטנה וידועה שכל אחד מחבריה

14 השקיע סכום משמעותי, ולכן לא מתקיימים הרציונאליים העומדים בבסיס ההליך

15 של תובענה ייצוגית. בתמיכה לטענות אלה ציינו המשיבים כי בחודשים האחרונים

16 הוגשו כנגד הגשמה 17 תביעות פרטניות ביחס למיזמים נושא הבקשה, ולטענתם

17 המבקשים מעוניינים לייצג קבוצה שאינה מעוניינת בייצוג זה.

18

19 לגבי המבקשים עצמם, טענו המשיבים כי המיזמים בהם הם השקיעו הם כאלה

20 שביחס אליהם הוגשו תביעות רגילות, או שמדובר במיזמים שהמשקיעים בהם

21 צפויים לקבל בחזרה את קרן ההשקעה כולה או חלקה. בנוסף, יש לדחות את

22 בקשת האישור ככל שהיא מופנית למיזמים בהם לא השקיעו המבקשים – שכן

23 לגביהם אין למבקשים עילת תביעה "הנובעת מזיקה לנייר ערך" כלשונו של פרט 5

24 לתוספת השנייה לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006 (להלן: "חוק תובענות

25 ייצוגיות"). לטענת המשיבים, אף אם תתקבל עמדת המבקשים לפיה יחידת

26 ההשתתפות ששיווקה הקרן היא "נייר ערך", הרי שיחידות ההשתתפות בכל מיזם

27 – שכלל אינן באותו תאגיד – מהוות נייר ערך בפני עצמו. כל נייר ערך כזה הוא בעל

28 מאפיינים שונים כגון - סיכונים, תשואה ומשך השקעה. עוד נטען כי המבקשים לא

29 הציבו תשתית ראייתית מינימלית הנדרשת לצורך אישור תובענה ייצוגית ביחס

30 למיזמים הללו.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1  
2                    11.                    לגופם של דברים טענו המשיבים כי הקרן אינה "מנפיק"; כי יחידות ההשתתפות  
3                    אינן "ניירות ערך"; ואף לו הן היו כאלה, הרי לפחות בתקופה בה השקיעו  
4                    המבקשים, הפרסומים היו מותרים בהתאם לדין ולא חלה על הגשמה חובה  
5                    לפרסם תשקיף.  
6  
7                    לטענת המשיבים, יחידות ההשתתפות אותן הציעה קרן הגשמה אינן "ניירות ערך"  
8                    מאחר שהמשקיעים השקיעו בעסקה נדל"נית ולא בעסקה פיננסית. לשיטתם,  
9                    עיקר פעילותה של הקרן הוא בחיבור בין משקיעים לבין השקעות בעסקאות יזמות  
10                    נדל"ן. ההבחנה אם מדובר ב"נייר ערך" אם לאו אינה פשוטה, ויש לפרש את  
11                    המונח הזה באופן תכליתי. טרם נקבע "כלל אצבע" מפורש ביחס לשאלה מתי  
12                    השקעה משותפת בנדל"ן תיחשב נייר ערך. לטענתם, דווקא מפסק הדין בבית  
13                    המשפט המחוזי בעניין קבוצת קדם (עת"מ 14-05-34589) עולה כי לא כל פניה  
14                    לציבור לצורך מימון השקעה בנדל"ן חוסה תחת דיני ניירות ערך. הם הוסיפו כי  
15                    אין להחיל על הקרן בדיעבד את קביעתו של בית המשפט העליון בערעור בהליך זה  
16                    (עע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיידוש מבנים בע"מ  
17                    (להלן: "עניין קדם")). כמו כן הם נטען כי הקרן קיבלה חוות דעת  
18                    משפטית לפיה היא אינה מציעה לציבור ניירות ערך.  
19  
20                    12.                    בנוסף טענו המשיבים כי קרן הגשמה אינה "מנפיק" כמשמעותו של מונח זה בחוק  
21                    ניירות ערך. לטענתם, לא מדובר בניירות ערך של הקרן משום שאף אחד  
22                    מהמשקיעים לא השקיע בה, כי אם ישירות במיזמי נדל"ן של יזמים שונים  
23                    באמצעות התאגדות בשותפויות נפרדות. באף אחד מהמקרים קרן הגשמה לא  
24                    הייתה זו שיזמה וביצעה את המיזם. עוד הודגש כי ההשקעות עצמן אינן בקרן  
25                    הגשמה אלא הן נעשו ישירות במיזמים ספציפיים באמצעות שותפויות, כי כל מיזם  
26                    הוא נפרד וכל השקעה בו מבוצעת בדרך של התאגדות בשותפות נפרדת. תפקידה  
27                    של הקרן מתמצה בסיוע להתאגדות משקיעי נדל"ן שיעמידו הון עצמי לצורך  
28                    רכישת הנכס וביצוע המיזם על-ידי היזם.  
29







## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

13. המשיבים הוסיפו כי פרסומיה והצעותיה של קרן הגשמה לציבור המשקיעים
- 1 חוסים תחת החריג שהיה קיים בסעי' 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך, טרם תיקון 58
- 2 לחוק שנכנס לתוקפו בשלהי שנת 2015. לכן פרסומים אלה אינם עולים כדי "הצעה
- 3 לציבור". לטענתם, תיקון 58 שינה באופן מהותי את הדין, ורק אחרי נקבע כי
- 4 פרסום כוונה למכור ניירות ערך צריך להיות כללי בלבד. קודם לתיקון, לא הייתה
- 5 מניעה לפרסם כוונה למכור ניירות ערך – כל עוד היה מדובר במכירה ללא יותר מ-
- 6 35 אנשים. לא ניתן להחיל על הגשמה באופן רטרואקטיבי את ההסדר שהתקבל
- 7 רק במסגרת התיקון לחוק.
- 8
- 9
- 10 מעבר לכך, לשיטת המשיבים, בפנייה הראשונית של קרן הגשמה שנשלחה למספר
- 11 רב של משקיעים, נשלחה הצעה כללית לרכישת יחידות ההשתתפות. המצגת ובה
- 12 פרטים נוספים נשלחה רק לאותם ניצעים שהביעו עניין בכך. בסופו של דבר, כל
- 13 יחידת השתתפות בקשר עם פרויקט ספציפי נמכרה לכל היותר ל-35 משקיעים.
- 14
- 15 המשיבים הוסיפו כי בניגוד לטענת המבקשים, גם כיום השקעות בהיקפים כאלה
- 16 נעשות באותה המתכונת ללא פרסום תשקיף. ההבדל היחיד שהוא תולדה של
- 17 תיקון 58 הוא המועד בו נמסרות המצגות המפורטות יותר למשקיעים. לגישתם,
- 18 גם מכוח התיקון, הקרן לא נדרשה לפרסם תשקיף ביחס להשקעות המבקשים,
- 19 אלא היה עליה לפרסם רק פרטים מסוימים בפרסום הראשוני. כיום, במיזמים
- 20 שהקרן אינה מפרסמת תשקיף לגביהם, כוללת המצגת למתעניינים פחות מידע,
- 21 ורק מי שהביע התעניינות במיזם הספציפי - מקבל מצגת מפורטת ומקיפה יותר.
- 22 מצגות אלה נשלחות לקבוצה של עד 35 משקיעים מכל סוג, ולא לכל המתעניינים
- 23 כפי שהיה בעבר. בנוסף, בכל מיזם משתתפים לא יותר מ-35 משקיעי הון ו-35
- 24 משקיעי חוב, למעט החריגים המוכרים בחוק.
- 25
- 26 המשיבים התייחסו להשקעות לגביהן הקרן מפרסמת היום תשקיף, וטענו כי
- 27 מדובר בסוג נוסף של מיזם שהקרן החלה לפרסם משנת 2017 ואשר המימון
- 28 הדרוש עבורו הוא גבוה יותר, ובהתאם גם מספר המשקיעים אליהם מכוון
- 29 הפרסום גדול יותר. לטענתם, בשנים האחרונות פועלת הקרן רק למען הזהירות
- 30 בהנחה שמדובר בניירות ערך. אולם אין בהנחה זו כדי לשנות מהמסקנה שלמצער



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1 בתקופה נושא בקשת האישור (אך גם כיום), עמדתה המשפטית היא עמדה  
2 משפטית נכונה וסבירה.  
3
- 4 14. המשיבים הוסיפו וטענו כי אף אם תתקבל עמדת המבקשים לפיה הקרן הפרה את  
5 חובת פרסום התשקיף, יש לדחות את עילות התביעה להן טענו המבקשים.  
6
- 7 כך, נטען כי יש לדחות את עילת ההטעיה החוזית ואת העילה הנזיקית, שכן  
8 המבקשים לא הוכיחו קיומו של קשר סיבתי כנדרש בין הנזק הנטען לבין  
9 התנהגותם של המשיבים. המבקשים לא הוכיחו הסתמכות על פרסום מטעה; או  
10 כי אילו היה מתפרסם תשקיף - היו המשקיעים נמנעים לחלוטין מביצוע  
11 ההשקעה; או מהו אותו פרט שאילו היה מצוין בתשקיף, היה גורם למשקיעים  
12 להימנע מהשקעה.  
13
- 14 מעבר לכך, נטען כי עילות המחייבות הוכחת הסתמכות וקשר סיבתי פרטני אינן  
15 מתאימות להליך של תובענה ייצוגית. בפרט הן אינן מתאימות למקרה דנן - בו  
16 מדובר במיזמים מסוגים שונים, שלגבי כל אחד מהם קיימת מערכת חוזית שונה,  
17 פרסומים שונים ונסיבות אחרות. גם המשקיעים הם שונים זה מזה, הרקע שלהם  
18 הוא שונה ולכל אחד מהם היה קשר בעל מאפיינים שונים עם הקרן.  
19
- 20 15. לטענתם של המשיבים, כמות ההשקעות שגויסו מאז שנת 2017, שאז החלה הקרן  
21 לפרסם תשקיפים ביחס להשקעות מסוימות, מעידה דווקא על כך שלא היה  
22 בפרסום תשקיף כדי לגרום למשקיעים שלא להשקיע בהשקעות נושא הבקשה.  
23 זאת בפרט כאשר חלק מהמשקיעים במסלול זה הם משקיעים שהשקיעו גם לפני  
24 שהקרן החלה בפרסום תשקיפים. עוד נטען כי במקרים מסוימים המבקשים עצמם  
25 ביקשו שלא לבדוק דבר ולהירשם להשקעה, באופן המעיד על כך שאין קשר סיבתי  
26 בין העדר התשקיף להחלטתם להשקיע.  
27
- 28 המשיבים הוסיפו כי הנזק הנתבע בבקשת האישור מכוח העילה הנזיקית הוא  
29 הלכה למעשה סעד של השבה. זאת מאחר שהמבקשים טענו שהנזק נובע מעצם





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 ההתקשרות בהסכם, בעוד שהיה עליהם לטעון ולהוכיח פער בין שווי ניירות הערך  
2 ללא הגילוי, לשווים אילו היה הגילוי נעשה.

3

4 לגישת המשיבים, הם לא הטעו את המשקיעים ולא הציגו מצגים מטעים. בין  
5 היתר נטען כי המשיבים אינם מנהלים בעצמם את המיזמים. לכן הם לא התחייבו  
6 - לא לרווח בשיעור מסוים; לא לכך שלא ייגרם הפסד; ולא לכך שלא יהיו עיכובים  
7 או שהמיזם יצליח. הקרן לא הציגה מצגים על העדר סיכון. להיפך - היא הבהירה  
8 כי הנתונים המוצגים במצגות בדבר לוח הזמנים, התשואה והסיכון בפרויקט אינם  
9 מצג או התחייבות אלא הערכה בלבד שעלולה שלא להתממש.

10

11 המשיבים הוסיפו וטענו כי כל משקיע קיבל כל מידע שהוא ביקש לקבלו. כל  
12 משקיע מקבל לידיה את כל מסמכי ההשקעה ובהם הסכם השותפות עליו הוא  
13 נדרש לחתום, הסכם היזם, מסמכים המעידים על הזכויות בנכס נושא ההשקעה,  
14 רשימת השותפים והתוכנית העסקית. באשר למבקשים עצמם, הם לא נחפזו  
15 לחתום על ההסכם, והם ביקשו וקיבלו באופן אישי מידע נוסף. נסיבות אלה אינן  
16 תואמות את הרציונל שביסוד הצורך בפרסום תשקיף. יתרה מכך, המבקשים לא  
17 העלו את הטענה להטעיה ולא ביקשו לבטל את ההתקשרות תוך זמן סביר לאחר  
18 שנודע להם, כביכול, על ההטעיה הנטענת, ולאחר שכל המסמכים הנוגעים  
19 להשקעה נמסרו להם.

20

21 טענה נוספת של המשיבים היא כי אף לו היה מקום לקבל את פרשנות המבקשים  
22 לעניין המידע שמותר למסור במסגרת הפרסום, הרי שהם לא הוטעו ולא נגרם  
23 להם נזק כתוצאה מכך שהם קיבלו חלק מהמידע כבר בשלב הראשון ולא בשלב  
24 השני. המשיבים ציינו כי חלק מהמשיבים ובני משפחותיהם השקיעו בעצמם  
25 בהשקעות דומות לאלה של המבקשים – עובדה המפריכה את הטענה לפיה  
26 המשיבים ביקשו לרמות משקיעים ולגרום להם להשקיע בהשקעות שאינן כדאיות.  
27 בנוסף, המבקשים עצמם לא הוטעו מאחר שהתשואה הצפויה מביאה למסקנה  
28 לפיה הם ידעו שההשקעה בקרן אינה השקעה סולידית כי אם השקעה הנושאת  
29 סיכון גבוה.

30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

17. המשיבים דחו את הטענה לקיומו של הסכם לא חוקי, וטענו שאין בסיס לסעד של השבה. לגישתם, חוק ניירות ערך אינו קובע סעד של השבה אוטומטית בכל מקרה של אי פרסום תשקיף, ולא ניתן לקבוע זאת בדרך של חקיקה שיפוטית. בהתאם לחוק ניירות ערך, ניתן לקבל סעד של ביטול והשבה רק עם מוכח פרט מטעה בתשקיף (וגם זאת תוך הגבלת זמן), ולא אם הופרה החובה לפרסם תשקיף. לשיטתם של המשיבים, המבקשים מנסים לעקוף את דרישת סעיף 35(א) לחוק ניירות ערך להוכחת הסתמכות על פרט מטעה לצורך השבה.
- עוד נטען כי יש לדחות את הטענה לפיה מדובר בהסכם לא חוקי. זאת מאחר שאף בהנחה שחלה על הקרן חובת פרסום תשקיף, מטרתו, כריתתו ותכנו של ההסכם הם חוקיים. עוד נטען כי בהתאם לפסיקה, לא כל חוזה הנוגד את הדין הוא חוזה בלתי חוקי במובנו של סעיף 30 לחוק החוזים; כי אי החוקיות הנטענת אינה יורדת לשורש אי ההסכמה; כי חוק ניירות ערך קובע סנקציות להפרת הוראותיו, ובין היתר להפרת חובת התשקיף, מבלי שהוא גורע מתוקפו של הסכם שנחתם בניגוד לסעיף 15; כי ניתן להגשים את תכלית חוק ניירות ערך גם מבלי לפגוע בתוקף ההסכם; כי גם אם היה מדובר בהסכם פסול, תוצאתו נתונה לשיקול דעתו הרחב של בית המשפט, ובמקרה הנדון סעד ההשבה אינו מוצדק ואף לא אפשרי. זאת הן משום שההסכם הושלם והן משום שהחלק המרכזי מהסכומים שהמבקשים עתרו להשבתם, שולמו ישירות למיזם ולא לידיה של קרן הגשמה.
- המשיבים הוסיפו כי ישנה חפיפה בין טענת אי החוקיות לטענת ההטעיה. לגישתם, במקרה כזה, כאשר יסוד אי החוקיות טמון במהלך הכריתה וחופף לעילת הפגם בכריתה, יש להעדיף את דיני הפגמים על פני דיני החוזה הפסול.
18. עוד טענו המשיבים כי אף אם ייקבע בניגוד לעמדתם כי הקרן הפרה את החובה לפרסם תשקיף, לא קמה למבקשים עילה נגד המשיבים 3-8. ביחס לאחריות מכוח סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך, נטען כי הסעיף מטיל אחריות לנזק שנגרם למשקיעים כתוצאה מהפרה של הוראות החוק על ידי הדירקטורים, המנכ"ל ובעל השליטה **במנפיק**. במקרה דנן, המנפיק של יחידות ההשתתפות הן השותפויות המוגבלות (ולא הקרן), ואילו המשיבים 3-8 לא היו בשום שלב דירקטורים, מנכ"ל



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 או בעל שליטה באיזו מהן. מכל מקום, סעיף 52 לג לחוק ניירות ערך שולל מקרן  
2 הגשמה וממנהליה כל אחריות לנזק. זאת הן משום שמנהלי הקרן לא ידעו ולא היו  
3 יכולים לדעת כי במהלך השנים ישתנה הדין לחומרה; הן משום שהם התייעצו עם  
4 בני-סמכא ונקטו לכן את כל האמצעים כדי למנוע את ההפרה; והן משום  
5 שהמשקיעים ידעו שלא פורסם תשקיף.

6

7 באשר ליתר העילות מכוחן עתרו המבקשים לסעד ההשבה, נטען כי מנהלי הקרן  
8 אינם לא צד לעסקה והם אף לא קיבלו טובת הנאה כתוצאה מממנה, ולכן לא ניתן  
9 לתבוע מהם השבה. המבקשים לא הוכיחו שהמדובר במקרה חריג בו דבק אשם  
10 אישי סובייקטיבי במנהלים, המצדיק הטלת אחריות על מנהלי התאגיד מכוח  
11 עילה חוזית.

12

13 סיכומי תגובה מטעם המבקשים

14 19. המבקשים הבהירו כי הקבוצה בשמה הוגשה הבקשה כוללת את המשקיעים  
15 שהשקיעו בכל המיזמים ששווקו על-ידי המשיבים תוך הפרת חובת התשקיף, ולא  
16 רק מיזמים ששווקו לפני סוף שנת 2015. עוד הם הדגישו כי עילת התביעה  
17 העיקרית בבקשה מבוססת על הפרת חובת פרסום התשקיף ולא על הטעיה.

18

19 המבקשים טענו כי המשיבים הטעו את המשקיעים בין היתר מאחר שהקרן לא  
20 יידעה אותם בדבר העמדת הנכס מושא הפרויקט כבטוחה להלוואה המיועדת ועל  
21 ניגודי העניינים הטמונים במיזם. עוד נטען כי עמדת המשיבים כוללת טענות  
22 העומדות בסתירה זו לזו – כך, מצד אחד הם טענו כי ההשקעות שהוצעו כללו  
23 מידע שהיה צריך להיות ברור מאליו לכל אדם, וכי לכן הקרן לא הטעתה את  
24 המשקיעים כשלא עמדה על הסיכון הגבוה הגלום בהשקעות; ומהצד השני נטען כי  
25 המבקשים הם משקיעים בעלי ניסיון, ומשכך מנועים מלהעלות טענות להטעיה.

26

27 עוד טענו המבקשים כי בניגוד לנטען על-ידי המשיבים בסיכומיהם, המיזמים  
28 ששווקו על-ידיהם, ובפרט אלה בהם השקיעו המבקשים, הם הפסדיים. בהתאם  
29 לשיטת הקרן עצמה, כעולה מתשקיף מדף שפורסם בחודש דצמבר 2018, גם  
30 המיזמים ששווקו עד סוף שנת 2015 וטרם הסתיימו הם הפסדיים. כמו כן,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 לטענתם, גם המיזמים בהם השקיעו המבקשים עצמם הם כאלה שהקרן הודיעה  
2 לגביהם זה מכבר למשקיעיה שקרן ההשקעה נמחקה; או כאלה שנדונו להפסד  
3 לאור האיחור בהשלמתם (ובשים לב למינוף הגבוה והגידול בעלויות המימון).  
4  
5 המבקשים התייחסו להליכים הפרטניים שהוגשו בקשר עם המיזמים ששיווקה  
6 הקרן ולהשלכתם על בקשת האישור דנן. לשיטתם, הטענות המועלות במרבית  
7 התביעות הפרטניות זהות לאלה שהועלו בהליך דנן, והאינטרסים של התובעים  
8 בתביעות הפרטניות חופפים לאלה של חברי הקבוצה המיוצגת. לכן, לטענתם, יש  
9 הצדקה לניהול ההליך הייצוגי ולכך שתהיה הכרעה אחידה. עוד טענו המבקשים  
10 כי התביעות הפרטניות המתייחסות למיזם ספציפי לא הוגשו בשם כלל המשקיעים  
11 באותו מיזם, מה שמעיד על החשיבות של ניהול ההליך הייצוגי. מעבר לכך,  
12 קיימים עוד עשרות פרויקטים לגביהם לא הוגשו תביעות פרטניות, ולכן קבוצת  
13 המשקיעים בשמה הוגשה הבקשה היא גדולה.

### דיון

16 בהתאם לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006, בית המשפט יאשר תובענה  
17 כייצוגית אם מצא שהתקיימו מספר תנאים: עילת התביעה נמנית עם העילות  
18 המוזכרות בחוק כעילות שניתן להגיש בגינם תובענה ייצוגית (סעיף 3 לחוק  
19 תובענות ייצוגיות); התובענה מעוררות שאלות מהותיות של עובדה או משפט  
20 המשותפות לכלל חברי הקבוצה (סעיף 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות); יש  
21 אפשרות סבירה שהשאלות הנדונות יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה (סעיף 8(א)(1)  
22 לחוק תובענות ייצוגיות); תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה  
23 במחלוקת בנסיבות העניין (סעיף 8(א)(2) לחוק תובענות ייצוגיות); וקיים יסוד  
24 סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת ובתום לב  
25 (סעיפים 8(א)(3)-8(א)(4) לחוק תובענות ייצוגיות).

27 הרף הראייתי בו נדרש המבקש להוכיח את טענותיו הוא של "אפשרות סבירה".  
28 מכאן כי הנטל המוטל על מבקש האישור הוא נמוך יותר מזה שבו עליו לעמוד  
29 במסגרת דיון בתביעה לגופה. יחד עם זאת, הפסיקה טרם הגדירה באופן מפורש  
30 מהי אותה מידת הוכחה נדרשת, וניתן למצוא ביחס לכך גישות שונות (ר' למשל:



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 רע"א 3489/09 מגדל חברה לביטוח בע"מ נ' חברת צפוי מתכות עמק זבולון בע"מ  
2 (14.5.2014); ומנגד רע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' עמוסי  
3 (5.7.2012) (להלן: "עמוסי").

4  
5 לטעמי, הגדרת הרף הראייתי צריכה להיעשות בכל מקרה לגופו ובהתאם  
6 לנסיבותיו (ר' למשל פסק דיני בת"צ (ת"א) 40404-03-16 **עצמון נ' אסם השקעות**  
7 **בע"מ** (4.8.2020). במקרה דנן, המחלוקות בין הצדדים הן בעיקרן מחלוקות  
8 משפטיות שניתן לבררן כבר בשלב הראשון באופן מעמיק. בהתייחס למחלוקות  
9 אלה, הרף המוטל על המבקש הוא רף גבוה יחסית (ר' גם אלון קלמנט ורות רונן  
10 "בחינת עילת התביעה וסיכוייה בשלב אישור התובענה הייצוגית" **עיוני משפט** מב  
11 66 (2019) (להלן: "קלמנט ורונו").

12  
13 בטרם ייבחנו השאלות שמעוררת התובענה לגופן והאם קיימת אפשרות סבירה  
14 שהן יוכרעו לטובת הקבוצה בשמה הוגשה הבקשה, נתייחס לטענות בקשר עם יתר  
15 התנאים לאישור התובענה כייצוגית.

### 16 האם המבקשים זכאים להגיש את הבקשה ביחס לכל המיזמים ששיווקה הקרן?

17 21. בקשת האישור הוגשה לפי פרט 5 לתוספת השנייה לחוק תובענות ייצוגיות,  
18 המאפשר להגיש תביעה ייצוגית "בעילה הנובעת מזיקה לנייר-ערך או ליחידה".  
19 לטענת המשיבים, יחידות ההשתתפות אותן שיווקה הקרן אינן "ניירות ערך", ולכן  
20 לא ניתן היה להגיש את הבקשה בעילה זו. מכל מקום, גם אם מדובר ב"ניירות  
21 ערך", למבקשים יש זיקה רק לניירות ערך שהם השקיעו בהם בעצמם, ואין להם  
22 זיקה לניירות הערך שנמכרו בקשר עם יתר המיזמים שבהם הם לא החזיקו  
23 מעולם.

24  
25 יש לבחון בהקשר זה מספר שאלות משנה. ראשית יש לבחון האם המבקשים  
26 יכולים להגיש את בקשת האישור בשמן של תת-קבוצות שונות שהם אינם  
27 משתייכים לחלקן (קרי – תת הקבוצות של המשקיעים שהשקיעו במיזמים אחרים  
28 במסגרת הקרן). כן יש לבחון האם בין כל תת-הקבוצות ישנו דמיון בשאלות  
29 המשפטיות או העובדתיות, המאפשר את המסקנה לפיה יש לדון בעניינין של כל  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 תת-הקבוצות במסגרת ההליך דנן ; ואת הטענות הנוגעות להיותם של חלק  
2 מהמיזמים – רווחיים, ואחרים – הפסדיים.

3  
4 האם יכולים המבקשים לייצג את מי ששייך לתת קבוצה שהם אינם משתייכים אליה?  
5 סעי' 4(א) לחוק תובענות ייצוגיות מגדיר מי זכאי להגיש לבית המשפט בקשה  
6 לאישור תובענה ייצוגית ומונה בכלל זה בס"ק (1) בין היתר "אדם שיש לו עילה  
7 בתביעה או בעניין כאמור בסעיף 3(א), המעוררת שאלות מהותיות של עובדה או  
8 משפט המשותפות לכלל החברים הנמנים עם קבוצת בני אדם – בשם אותה  
9 קבוצה".

10  
11 מהסעיף עולה כי תנאי להגשת תביעה ייצוגית בשם קבוצה, היא כי למבקש  
12 המבקש לייצג את הקבוצה, יש עילת תביעה אישית בתביעה שאותה הוא מבקש  
13 לאשר כייצוגית. המחוקק לא ויתר אם כן על הדרישה לקיומו של תובע "בשר ודם"  
14 שהוא בעל עילת תביעה בתביעה הייצוגית, עילה שהיא עילת התביעה של הקבוצה  
15 (חרף קיומה של אפשרות להורות על החלפת התובע במסגרת ס' 8(ג)(2) בחוק).

16  
17 בהמשך קובע סעיף 10 לחוק כי :

18 "א) אישר בית המשפט תובענה ייצוגית, יגדיר בהחלטתו את הקבוצה  
19 שבשמה תנוהל התובענה...  
20 (ג) בית המשפט רשאי להגדיר תת-קבוצה, אם מצא שלגבי חלק מחברי  
21 הקבוצה מתעוררות שאלות של עובדה או משפט אשר אינן משותפות  
22 לכלל חברי הקבוצה; הגדיר בית המשפט תת-קבוצה כאמור, רשאי הוא  
23 להורות על מינוי תובע מייצג או בא כוח מייצג לתת- הקבוצה, אם מצא  
24 שהדבר דרוש כדי להבטיח שעניינם של חברי תת-הקבוצה ייוצג וינהל  
25 בדרך הולמת".

26  
27 מסעיף זה עולה כי המחוקק הכיר באפשרות לפיה בקשת האישור תוגש בשמן של  
28 מספר תת-קבוצות, שלכל אחת מהן עשויות להיות שאלות עובדתיות או משפטיות  
29 המייחדות אותה. יתרה מכך, הסעיף קובע כי בית המשפט רשאי למנות לכל תת-  
30 קבוצה תובע מייצג. רשאי – אך לא חייב. יתכנו אם כן מקרים בהם בית המשפט





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 לא יראה צורך במינוי תובע מייצג לכל תת-קבוצה. במקרים כאלה ייוותרו חלק  
2 מתת-הקבוצות ללא דמות "בשר ודם" של תובע המייצג את הקבוצה. תוצאה כזו  
3 היא אפשרית כאשר מחולקת הקבוצה לקבוצות משנה (ר' החלטתי בת.צ. (ת"א)  
4 12804-03-12 **יניב נ' עיריית הרצליה** (23.5.2013)).

5  
6 בית-המשפט יכול לחלק את הקבוצה לקבוצות משנה אף לאחר אישור הבקשה  
7 להגיש תביעה ייצוגית. במקרה כזה רשאי בית-המשפט למנות תובעים נוספים  
8 לקבוצות המשנה, אך הוא אינו חייב לעשות כן גם בנסיבות כאלה.

9  
10 המסקנה מהאמור לעיל היא כי תובע מייצג יכול לבקש לייצג מספר תת-קבוצות  
11 שישנם ביניהן הבדלים, ושהוא אינו משתייך לכל אחת ואחת מהן. בית-המשפט  
12 רשאי לאשר את התביעה הייצוגית גם במקרה כזה, למרות שהתובע המייצג אינו  
13 נמנה בהכרח עם כל תת-הקבוצות הרלוונטיות. בית-המשפט רשאי בנסיבות כאלה  
14 – ככל שהוא רואה בכך צורך, להוסיף – לאחר אישור התביעה כייצוגית, תובעים  
15 נוספים המייצגים את חברי תת-הקבוצות שהתובע אינו נמנה עמן.

16  
17 24. השאלה המרכזית שיש להתייחס אליה איננה אם כן האם המבקשים במקרה דנן  
18 הם בעלי זיקה לניירות הערך בהתייחס לכל אחת מתת-הקבוצות הרלוונטיות,  
19 אלא האם מן הראוי לדון בעניינן של כל תת-הקבוצות במסגרת בקשת האישור  
20 הנוכחית, או שמא יש לדון בכל אחת מהן בנפרד. כדי להכריע בשאלה זו יש לבחון,  
21 כעולה מסעיף 4(א)(1), האם עילות התביעה של תת-הקבוצות מעוררות שאלות  
22 מהותיות משותפות.

23  
24 האם השאלות הנוגעות לכל חברי הקבוצה הן שאלות משותפות של עובדה או משפט?

25 25. השאלות הנובעות מעילת התביעה בקשר עם ניירות הערך צריכות להיות שאלות  
26 משותפות. דרישה זו מעוגנת גם בסעיף 8(א)(1) לפיו כדי לאשר בקשה לנהל תביעה  
27 כייצוגית, על בית המשפט להשתכנע כי "**התובענה מעוררת שאלות מהותיות של**  
28 **עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה**". בבסיס הדרישה הזו עומד  
29 אחד הרציונלים של חוק תובענות ייצוגיות – הרצון לייעל את הדיון ולהביא  
30 להכרעה משותפת אחת במספר גדול של תביעות המחייבות הכרעה בשאלות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 דומות. ריכוז של תביעות רבות כאלה תחת "קורת גג" אחת, הוא יעיל יותר  
2 מבחינת בית המשפט, ומונע גם את האפשרות של הכרעות סותרות שיינתנו על ידי  
3 מותבים שונים בבתי המשפט השונים.

4  
5 כאמור, לשיטת המשיבים, התנאי של קיומן של שאלות משותפות אינו מתקיים  
6 במקרה דנן. כך, המיזמים השונים שהקרן הציעה לציבור להשקיע בהם הם  
7 מיזמים שונים ונפרדים, אין קשר ותלות ביניהם, והם נבדלים ביניהם באופנים  
8 רבים לרבות מבחינת המערכת ההסכמית והפרסומים שהציגה הקרן ביחס  
9 אליהם.

10  
11 26. בבחינת השאלה האם ישנן שאלות משותפות לכלל חברי הקבוצה, קבעה הפסיקה  
12 כי אין דרישה לזהות מוחלטת בין השאלות הטעונות הכרעה, ודי בכך שהשאלות  
13 העיקריות יהיו משותפות (ר' למשל רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש, פ"ד נה(5)  
14 276, (2001) (להלן: "רייכרט הראשון") וע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים  
15 בע"מ נ' אלסינט בע"מ, (2012). עילת התביעה אינה צריכה אם כן להיות זהה  
16 ביחס לכלל חברי הקבוצה, אלא עליה להיות "דומה דיה" (ר' ע"א 2112/17 גרסט  
17 נ' נטוויזין בע"מ, בעמ' 15 (13.6.2018) (להלן: "נטוויזין") והדמיון בין חברי  
18 הקבוצה צריך להיות מספיק ולא בהכרח דמיון מלא.

19  
20 אני סבורה כי במקרה דנן, ישנן די שאלות משותפות של עובדה או משפט שיהיה  
21 מקום להכריע בהן ביחס לכלל המשקיעים במיזמים השונים, כדי להצדיק את  
22 הבירור של עניינן של כל תת-הקבוצות יחד במסגרת בקשת אישור אחת. כך,  
23 למרות שההתקשרות בכל מיזם הייתה עם שותפות נפרדת, הקרן היא ששיווקה  
24 ומכרה את כלל יחידות ההשתתפות. כמו כן, אופן הפעולה של הקרן ביחס  
25 למיזמים השונים היה דומה, ואף הפרסומים שלה וההסכמים בהם התקשרו  
26 המשקיעים עם השותפויות המוגבלות, הם בעלי קווי דמיון רבים, גם אם אינם  
27 זהים לחלוטין.

28  
29 27. אכן, המבקשים לא הציגו מסמכים ביחס לכל המיזמים אותם שיווקה הקרן.  
30 אולם אני סבורה כי נושא זה אינו צריך להביא לדחיית הבקשה. למבקשים לא היה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 מידע ביחס לכל המיזמים ששווקו על ידי הקרן – ובכלל זה המיזמים שהם עצמם  
2 לא השקיעו בהם. מידע כזה קיים כמובן בידי הקרן ובידי יתר המשיבים.

3  
4 כידוע, תובענות ייצוגיות מאופיינות מעצם טבען בפערי מידע בין המבקשים  
5 למשיבים. נחיתות המידע המובנת מקשה לעיתים על המבקש להוכיח את קיומה  
6 של הקבוצה (ר' ע"א 7187/12 צמח נ' אל על נתיבי אויר לישראל, פס' עט  
7 (17.8.2014)). פערי מידע כאלה עשויים להביא במקרים המתאימים להקלה בנטל  
8 הראייתי המוטל על המבקשים או להעברת הנטל למשיבים (ר' קלמנט ורונו; ור'  
9 גם ענין נטוויז'ן שם נקבע כי כאשר המבקש מציג תשתית ראשונית לקיומה של  
10 קבוצה ונראה שבידי העוסק להפריך תשתית זו – ניתן להסתפק ברף ראייתי נמוך  
11 יחסית). המשיבים אינם צריכים להציג ראיות שישכנעו את בית המשפט שאין  
12 קבוצה המתאימה להליך ייצוגי, אלא עליהם להציג ראיות שישכנעו את בית-  
13 המשפט כי התובע לא הצליח לעמוד ברף ההוכחה המוטל עליו (שם).

14  
15 במקרה דנן, המשיבים לא הציגו את המסמכים הנוגעים לכל המיזמים האחרים .28  
16 (כדי להוכיח את טענתם לפיה קיימת שונות בין הפרסומים והסכמי ההשקעה  
17 שתצדיק את המסקנה לפיה אין מקום לדון בהם במסגרת הליך אחד). לכן, ולאור  
18 הדמיון שקיים בין המיזמים שלגביהם הציגו המבקשים מסמכים, ניתן לקבוע כי  
19 המבקשים הרימו את הנטל שהוטל עליהם, והוכיחו את קיומה של קבוצה שלגבי  
20 כלל חבריה ישנן שאלות משותפות של עובדה ומשפט.

21  
22 כך, לאור הדמיון באופן הפעולה של הקרן, בפרסומיה ובהסכמי ההשקעה בהם  
23 היא התקשרה, מתעוררות שאלות משותפות לכל המשקיעים במיזמים השונים.  
24 ביחס לכל המיזמים יהיה מקום לבחון האם הקרן שיווקה ניירות ערך; ואם כן -  
25 האם חלים עליה החריגים לחובת פרסום התשקיף; ומהם הסעדים שיש להעניק  
26 בגין הפרת החובה לפרסום תשקיף, ככל שחובה זו הופרה. שאלות אלה הן  
27 השאלות המהותיות והעיקריות שיעמדו בבסיס התביעות של כל אחת מתת-  
28 הקבוצות של המשקיעים בכל מיזם, וככאלה - אין טעם לבררן בנפרד תוך פיצול  
29 התובענה לעשרות תביעות אישיות עצמאיות, שעשויות אף להוביל להכרעות  
30 סותרות.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1

2 לאור כל האמור לעיל אני סבורה שהמבקשים מתאימים לייצג לא רק את  
3 המשקיעים שהשקיעו במיזמים שבהם הם עצמם השקיעו, אלא את גם את  
4 המשקיעים ביתר המיזמים.

5

6 הטענה לפיה חלק מהמיזמים היו רווחיים וחלקם - הפסדיים

7 29. הצדדים חלוקים ביניהם גם ביחס לשאלה האם כל המיזמים ששוקו ללא תשקיף

8 הם הפסדיים או שחלקם הניבו רווחים למשקיעים. התשובה לשאלה זו עשויה  
9 להשפיע על השאלה האם לכל חברי הקבוצה יש אינטרס משותף בתובענה. זאת  
10 מאחר שאם אכן ישנם משקיעים שהשקיעו במיזמים רווחיים והפיקו רווחים  
11 מההתקשרות עם הקרן, ייתכן שאין להם עניין בקביעה לפיה הקרן הפרה את  
12 החובה לפרסם תשקיף לצורך שיווק יחידות ההשתתפות, ומשהיא לא עשתה כן,  
13 ההסכמים בהם היא התקשרה הם בטלים.

14

15 יחד עם זאת, אני סבורה שאין מקום לדחות את בקשת האישור רק מטעם זה.  
16 השאלה האם היו משקיעים שהתקשרו עם הקרן בהסכמים רווחיים ומה דינן של  
17 ההשקעות שהם ביצעו, היא שאלה שתתברר במהלך הדיון בתביעה לגופה. אותם  
18 משקיעים שקביעה אודות בטלות ההסכמים שלהם עם הקרן עלולה להזיק  
19 לאינטרסים הכלכליים שלהם, יוכלו לבקש לפרוש מהקבוצה באופן שהקביעות  
20 נושא פסק הדין לא יחולו עליהם (או שניתן יהיה לבקש לפטור אותם מחובת  
21 ההשבה מכוח סעיף 31 לחוק החוזים, טענה שתידון ותיבחן אם וכאשר היא  
22 תעלה).

23

24 האם עילות התביעה מעוררות שאלות משותפות המתאימות להכרעה במסגרת תובענה

25 ייצוגית?

26 30. שאלה נוספת שיש לבחון אותה היא האם הדרישה לקיום שאלות משותפות של  
27 עובדה ומשפט מתקיימת ביחס לכל אחת מעילות התביעה שנטענו על ידי  
28 המבקשים; והאם לאור עילות התביעה נושא בקשת האישור, התובענה הייצוגית  
29 "היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין" כלשונו של  
30 סעיף 8(א)(2) לחוק תובענות ייצוגיות.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1

2 במאמר מוסגר יצוין כי בפסיקה הובעו עמדות שונות לגבי התנאי של קיומן של  
3 שאלות משותפות, והאם הוא נגזר מדרישת סעיף 8(א)(1) או מסעיף 8(א)(2) (היינו  
4 אם השאלות המשותפות אינן דומיננטיות, פירוש הדבר כי תובענה ייצוגית אינה  
5 הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת – ר' למשל: עניין עמוסי, עמ' 13; ע"א  
6 6887/03 רזניק נ' ניר שיתופי אגודה ארצית להתיישבות עובדים (20.7.2020)).  
7 מכל מקום, אין מחלוקת כי אין די בקיומן של שאלות מהותיות משותפות, ויש  
8 לבחון גם את היחס בין הנושאים המשותפים לבין הנושאים הדורשים בירור  
9 פרטני. כדי לבחון את ההתאמה להליך של תביעה ייצוגית, על בית המשפט לבחון  
10 אם היתרון בניהול תובענה ייצוגית בשאלות המשותפות, עולה על החיסרון הנובע  
11 מהשונות בין התובעים בשאלות אחרות (ר' עניין אולסייל; אלון קלמנט, "קווים  
12 מנחים לפרשנות חוק התובענות הייצוגיות, התשס"ו-2006", הפרקליט מט(1)  
13 131, בעמ' 141).

14

15 בקשת האישור נסמכת על שלוש עילות תביעה: קיומו של חוזה בלתי חוקי (סעיף 31.  
16 30 לחוק החוזים); עילת ההטעה החוזית (מכוח סעיף 15 לחוק החוזים); והעילה  
17 הנזיקית הקבועה בסעיף 52 לחוק ניירות ערך.

18

19 נראה כי גם המשיבים אינם כופרים בטענה לפיה ניתן לדון בבקשת האישור ככל  
20 שהיא נוגעת לעילת ההשבה בגין חוזה לא חוקי. ואכן, בדיון בעילה זו יהיה מקום  
21 לבחון האם הופרה החובה לפרסום תשקיף, ואם כן – האם הסכמי ההשקעה בהם  
22 התקשרה הקרן עם המשקיעים הם הסכמים בלתי חוקיים; האם זכאים  
23 המשקיעים להשבת השקעותיהם מכוחם; והאם ניתן לקבל סעד של השבה בגין  
24 הפרה של חובת פרסום התשקיף מכוח עילות חיצוניות לחוק ניירות ערך. שאלות  
25 אלה נוגעות לכל החברים בתת-הקבוצות השונות, וניתן לבררן כמכלול חרף  
26 השונות הנטענת בין המיזמים השונים או בין המשקיעים בתת-הקבוצות השונות.

27

28 המשיבים התייחסו לשתי העילות הנוספות וטענו כי הוכחת רכיב הקשר הסיבתי  
29 מכוח עילת ההטעה והעילה הנזיקית תחייב בירור פרטני, ולכן בקשת האישור  
30 בעילות אלה אינה מתאימה להידון במסגרת תובענה ייצוגית. לגישתם, הקבוצה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 בשמה הוגשה הבקשה היא הטרוגנית ומורכבת ממשקיעים בעלי מאפיינים שונים  
2 הנבדלים ביניהם בין היתר בהשכלתם, בניסיונם, בסיכון שביקשו ליטול על עצמם,  
3 כמו גם בנסיבות ההשקעה שלהם והמידע שהם קיבלו מהקרן.  
4

5 אני סבורה כי יש לקבל את עמדת המשיבים ביחס להתאמתה של עילת הטעיה  
6 החוזית להליך של תביעה ייצוגית. ככל שהדבר נוגע לעוולה הנזיקית (הפרת חובה  
7 חקוקה מכוח ס' 52 לא לחוק ניירות ערך), אין מקום לבחון את התאמת ההליך  
8 לדיון בה, שכן ממילא וכפי שאבהיר בהמשך, אני סבורה שדינה של טענה זו  
9 להידחות לגופה.  
10

### עילת הטעיה החוזית

11  
12 32. סעיף 15 לחוק החוזים קובע כי "מי שהתקשר בחוזה עקב טעות שהיא תוצאת  
13 הטעיה שהטעהו הצד השני או אחר מטעמו, רשאי לבטל את החוזה". חוק  
14 החוזים דורש הוכחה של הטעיה בפועל והתקשרות בחוזה עקב הטעות שנגרמה  
15 (זאת בניגוד למשל לחוק הגנת הצרכן, התשמ"א-1981 שעילת הטעיה מכוחו היא  
16 רחבה יותר).  
17

18 לטענת המבקשים, הקרן לא גילתה למשקיעים פרטיים שהיא הייתה חייבת  
19 לגלותם; ומנגד היא הציגה מצגים כוזבים בקשר עם הסיכון שמגלמת ההשקעה  
20 אותה היא שיווקה. בהקשר זה הדגישו המבקשים בעיקר כי יחידות ההשתתפות  
21 הוצגו כמגלמות סיכון נמוך להפסד, בעוד שמצב הדברים האמיתי היה שמדובר  
22 בעסקה ממונפת ורגישה ביותר. לטענתם, הם וכל יתר חברי הקבוצה לא היו  
23 רוכשים את יחידות ההשתתפות, אילו הם היו יודעים את המידע המלא בקשר  
24 אליהן. לכן הם עותרים לסעד של ביטול והשבה מכוח חוק החוזים.  
25

26 33. עילת הטעיה החוזית היא עילה סובייקטיבית, המחייבת בחינה של נסיבות  
27 ההתקשרות הספציפיות של כל מי שמעלה אותה. לכן, כדי לעמוד בנטל ולהוכיח  
28 את קיומה של הזכות לבטל את הסכם ההשקעה עם הקרן לגבי כל אחד  
29 מהמשקיעים, צריך בית המשפט להשתכנע כי רכיבי עילת הטעיה הוכחו לגבי כל



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 אחד מחברי הקבוצה, קרי הן כי הוא הוטעה בפועל; והן כי הוא התקשר עם הקרן  
2 עקב הטעות שהקרן גרמה לה.

3  
4 משום כך, יהיה מקום לבחון ביחס לכל משקיע בנפרד את השאלה מהו המידע  
5 שהוא עצמו נחשף אליו. משקיע שכלל לא נחשף למידע – אינו יכול לטעון כי מידע  
6 כזה הטעה אותו בפועל. כך למשל, בפסק דינו של בית המשפט העליון בדנ"א  
7 5712/01 ברזני נ' בזק, חברה ישראלית לתקשורת בע"מ ואח' (11.8.2003), דחה  
8 בית המשפט בקשה לאישור תביעה ייצוגית לאחר שהובהר שהתובע המייצג עצמו  
9 לא נחשף למידע המטעה.

10  
11 אין די בהקשר זה בעובדה שהקרן פרסמה מידע לכלל המשקיעים כדי להסיק  
12 שהמידע הטעה את כל המשקיעים בפועל. גם בהנחה שכל המשקיעים נחשפו  
13 לפרסומים הללו, הרי שאין זה מן הנמנע כי חלק מהמשקיעים ביקשו וקיבלו  
14 מהקרן מידע נוסף (כפי שעולה מתכתובות של המבקשים עצמם עם הגשמה - ר'  
15 נספחים 10-13 לתשובת המשיבים). בהתייחס לכל מי שקבל מידע נוסף, יהיה  
16 מקום לבחון האם היה בו כדי למנוע את ההטעה הנטענת.

17  
18 מעבר להטעה בפועל, יש לברר קיומו של קשר סיבתי בינה לבין הטעות. לכן,  
19 לצורך בחינת טענת ההטעה, יהיה מקום לבחון ביחס לכל המשקיעים האם  
20 המצגים המטעים אליהם הם נחשפו, אכן הטעו את כל אחד ואחד מהם. גם  
21 בהקשר זה ייתכנו הבדלים בין המשקיעים השונים. כל אחד מהם עשוי היה להבין  
22 את הפרסומים והמצגים באופן שונה, בין היתר לאור ידיעותיו, הבנתו, ניסיונו,  
23 היכרותו את תחום הנדל"ן וכיו"ב.

24  
25 אין גם בהכרח זהות ביחס לשאלה האם כל אחד מהמשקיעים התקשר בהסכם  
26 ההשקעה עקב הטעות, היינו האם אלמלא הטעות הוא לא היה מתקשר עם הקרן  
27 בהסכם ההשקעה. כן ייתכנו הבדלים בין המשקיעים בהתייחס לדרישה להודיע על  
28 ביטול ההסכם "תוך זמן סביר לאחר שנודע לו [למשקיע] על עילת הביטול" (ס' 20  
29 לחוק החוזים), ובכלל זה – מתי נודע לכל משקיע על עילת הביטול, והאם הוא  
30 הודיע במועד זה על רצונו לבטל את ההסכם עם הקרן.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1

2 האמור לעיל מביא למסקנה לפיה התביעה ייצוגית אינה המכשיר המתאים לדיון .35

3 בבקשת האישור בעילת ההטעיה. זאת מאחר שישנם רכיבים רבים שלגביהם יהיה

4 צורך בבירורים ספציפיים ביחס לכל אחד מחברי הקבוצה; ומאידך גיסא, לא

5 קיימים יסודות רבים שהם משותפים לכלל חברי הקבוצה, המצדיקים את קיומו

6 של הדיון הקולקטיבי.

7

8 אכן, וכפי שהדגישו המבקשים, העדר זהות בין חברי הקבוצה ביחס לעילת

9 ההטעיה, איננו מאפיין רק את הבקשה הנוכחית, אלא הוא מאפיין ככלל תובענות

10 המבוססות על עילה זו. משום כך טענו המבקשים כי אם בית המשפט יעמוד על

11 בירור פרטני של הסתמכות ביחס לכל אחד מחברי הקבוצה, התוצאה הזו תהיה

12 מנוגדת לתכליתו של חוק תובענות ייצוגיות.

13

14 עוד הם טענו כי ככל שהדבר נוגע לטענות הטעיה מכוח חוק ניירות ערך, אין חובה

15 להצביע על הסתמכות האישית של המבקשים, ודי באחת הדרכים החלופיות בהן

16 דן בית המשפט העליון בעניין **רייכרט הראשון**.

17

18 בית המשפט העליון קבע בעניין **רייכרט הראשון** כי כאשר מדובר בעילת תביעה .36

19 שעניינה בניירות ערך שאחד מרכיביה הוא "הסתמכות", התובע אינו חייב בהכרח

20 להוכיח הסתמכות אישית שלו כתנאי להוכחת רכיב זה.

21

22 בפסיקה הוצע כי תובע יוכל לעמוד בנטל להוכיח הסתמכות על פרט מטעה, אם

23 יוכיח הסתמכות עקיפה על המצגים המטעים (קרי הסתמכות על מי שהסתמך

24 עליהם). במקרה דנן, המבקשים לא טענו כי להסתמכות עקיפה של המשקיעים על

25 מצגים של הקרן – ולא נטען שמי מהם הסתמך על אחרים שהסתמכו על המצגים

26 המטעים.

27

28 כן צוינו שתי דרכים נוספות להתמודדות עם דרישת ההסתמכות: חזקת .37

29 ההסתמכות על תרמית במחדל ותאוריית התרמית על השוק.

30





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 ביחס לחזקת ההסתמכות על תרמית במחדל, נקבע כי היא חלה במקרים בהם  
2 ההטעיה התבטאה באי-גילוי פרט מהותי לתובע. במקרים כאלה קמה חזקה לפיה  
3 התובע הסתמך על המחדל, ואין מקום לדרוש ממנו להוכיח הסתמכות בפועל (ענין  
4 **רייכרט הראשון**, בעמ' 320). בהמשך, בע"א 10085/08 **תנובה מרכז שיתופי נ'**  
5 **עזבון המנוח תופיק ראבי ז"ל** (4.12.2011) נקבע כי ככל שהעוולה הצרכנית עליה  
6 נסמכת התובענה הייצוגית היא הטעיה במחדל, יש בכך כדי **"להצדיק ריכוך**  
7 **והגמשה לעניין הוכחת הקשר הסיבתי בין ההתנהלות העוולתית והנזק הנטען"**.

8  
9 יחד עם זאת, בפסק דין מאוחר יותר (רע"א 3608/18 **יפאורה תבורי בע"מ נ'**  
10 **ברמוחה שוקרון** (1.7.2019) קבע בית המשפט העליון (השופטת ע' ברוך) כי הקולות  
11 הקוראים לריכוך מסוים של הוכחת הקשר הסיבתי (בתובענות ייצוגיות צרכניות)  
12 הם **"דעות מיעוט"** ו**"דברים שנאמרו אגב אורחא בלבד"**. כן נקבע באותו עניין כי  
13 **"שאלת אופן ההוכחה של יסוד הקשר הסיבתי בעוולות נזיקיות בתובענות**  
14 **ייצוגיות צרכניות היא שאלה נכבדה – ואולם היא אינה דורשת הכרעה בענייננו,**  
15 **ויש להותירה לעת מצוא"**.

16  
17 יתרה מכך, פסק הדין בעניין **רייכרט הראשון** מתייחס לעילת תביעה נזיקית  
18 (ופסקי הדין האחרים נוגעים לעילות תביעה צרכניות). כאמור, העילה נושא פרק  
19 זה היא עילת ההטעיה החוזית, מכוחה נדרש התובע להוכיח הן הטעיה בפועל והן  
20 התקשרות בחוזה עקב הטעות שנגרמה. אף אם החזקה שלעיל הייתה עשויה  
21 להועיל לצורך רכיב ההטעיה בפועל, אין די בה כדי להוכיח כי התובע עצמו  
22 התקשר בחוזה "עקב טעות". פסק הדין **רייכרט הראשון** אינו מתייחס לרכיב זה –  
23 שאף הוא רכיב סובייקטיבי, ולכן ספק אם די בחזקה זו כדי לאפשר את אישור  
24 התביעה כייצוגית.

25  
26 38. התיאוריה של "תרמית על השוק" היא הדרך הנוספת שהפסיקה עשתה בה שימוש  
27 כדי להתגבר על הצורך להוכיח הסתמכות של קבוצת התובעים על ההטעיה  
28 בניירות ערך. בהתאם לתיאוריה הזו, מי שרוכש ניירות ערך ב"שוק" (קרי במסגרת  
29 המסחר בבורסה), אינו מסתמך רק על המידע שנמסר על ידי החברה במסגרת  
30 דיווחיה, אלא הוא מסתמך על כך שהתמחור של ניירות-הערך משקף את מחירם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הריאלי בהתאם למכלול המידע שהחברה מוסרת, ולעיבודו של מידע זה על ידי  
2 הסוחרים המתוחכמים "עושי השוק" (ר' ענין רייכרט הראשון, עמ' 321-322).

3  
4 ההנחה העומדת בבסיס התיאוריה הזו היא שבמסחר בניירות ערך נוצר שוק  
5 המשקף את המידע שהמנפיק מגלה. לכן המשקיע אינו חייב להסתמך ישירות על  
6 המידע המטעה שפירסם המנפיק, אלא די בכך שהוא הסתמך בעקיפין על מידע  
7 שהגיע לשוק על-ידי מי שהסתמך עליו ישירות. יתרה מכך, המשקיע אף לא חייב  
8 להיחשף בפועל למידע המטעה, שכן הוא יכול להניח כי המידע שזרם אל השוק  
9 קיבל ביטוי במחיר המניה, ולהסתמך על מחיר זה.

10  
11 ואולם, הנחה זו אינה יכולה לחול בענייננו. במקרה דנן לא קיים "שוק" לניירות  
12 הערך" שהנפיקה קרן הגשמה. המבקשים אינם יכולים לכן לטעון כי המשקיעים  
13 הסתמכו על "מחיר השוק" של יחידות ההשתתפות. זאת מאחר שליחידות הללו  
14 לא היה "מחיר שוק" שכן הן לא הוצעו למסחר בשוק (כזכור – המשיבים לא  
15 הנפיקו אותם כניירות ערך וזהו הבסיס לבקשת האישור).

16  
17 המבקשים טענו כי קבלת עמדת המשיבים ועמידה על דרישת הסתמכות פרטנית 39  
18 כאשר המשקיעים הוטעו במחדל כתוצאה מהימנעות מפרסום תשקיף, תייצר  
19 הרתעת חסר משמעותית ביותר. לטעמי אין די בנימוק זה כדי לשנות את המסקנה  
20 שלעיל. מעבר לכך שהרתעת חסר אינה מאפשרת כשלעצמה לייתר את רכיב  
21 ההסתמכות – ככל שהוא נדרש בדין, הרי גם לגופו של עניין, מכלול ההסדרים  
22 בחוק ניירות ערך ומחוצה לו מספקים הרתעה. זאת הן במישור הפלילי (ר' סעיף 53  
23 לחוק ניירות ערך); והן (כפי שיפורט בהחלטה זו להלן), על ידי שימוש בסעד  
24 ההשבה שהחוק מקנה למי שהתקשר בהסכמים בלתי חוקיים. השימוש בסעד זה  
25 מקל בדרך-כלל על חברי הקבוצה המיוצגת, ומאפשר להם להיפרע את מלוא סכום  
26 ההשקעה שלהם מהמנפיק.

27  
28 לאור כל האמור, אני סבורה כי עילת ההטעה החוזית אינה מתאימה להתברר  
29 במסגרת תובענה ייצוגית ואני דוחה את הבקשה לגביה.

30





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הטענה לפיה די בהוכחת עילת תביעה אחת כדי לקבל את הבקשה במלואה

2 40. טענה נוספת של המבקשים היא כי די בכך שקיימת עילת תביעה אחת שסביר

3 שתוכרע לטובת חברי הקבוצה, כדי להצדיק את אישורה של התביעה כולה

4 כייצוגית. לטענתם, הם עמדו בנטל להוכיח שקיימת להם עילת תביעה של השבה

5 מכוח חוזה בלתי חוקי, ולכן יש לאשר את הבקשה גם ביחס לסעד ההשבה בגין

6 עילת ההטעיה החוזית. המבקשים הפנו בהקשר זה לפסק הדין בעניין **עמוסי**.

7

8 אינני מקבלת את הטענה. ראשית, בעניין **עמוסי**, נותרה השאלה האם די בהוכחת

9 קיומה של עילת תביעה באחת העילות הנטענות כדי שבית המשפט יאשר את

10 הבקשה ביחס לכל עילות התביעה שנטענו בבקשת האישור, ב"צריך עיון" ולא

11 הוכרעה. בפסקי דין מאוחרים יותר, התייחס בית המשפט העליון בהסתייגות

12 לקביעה זו ולא אימץ אותה מפורשות. כך למשל, ברע"א 2116/19 **שליזר נ' חברת**

13 **החשמל** 1.6.2020 נקבע כי בהליך נושא אותה החלטה, בית המשפט העליון נמנע

14 מלהידרש "**לקביעה שהסתמכה על עניין עמוסי**". השופטת ע' ברון הוסיפה וציינה

15 שם כי "**משזה המצב ובלא להביע עמדה בנוגע לטענות ביחס למשקל שיש ליתן**

16 **לעמדת השופט ריבלין בעניין עמוסי, הקביעה כי התובענה הייצוגית תנוהל בכל**

17 **עילות התביעה... היא קביעה חלוטה**" (ר' ס' 16 בפסק הדין, ההדגשה היא שלי,

18 ר.ר.).

19

20 41. לטעמי, כאשר בית המשפט יכול להתייחס בהחלטתו בבקשת האישור באופן

21 מפורט למספר עילות תביעה להן טען מבקש האישור תוך הבחנה ביניהן, ותוך

22 מיקוד אישור התביעה הייצוגית בעילות התביעה שלגביהן הוכיח התובע המייצג

23 עילות תביעה הראויות לביורור, מן הראוי כי הוא יעשה כן. מיקוד כזה מועיל

24 לטעמי לכל הנוגעים בדבר – הן לתובע המייצג (שלא יידרש במסגרת הדיון בתביעה

25 לגופה להתעמק בעילות תביעה שממילא לא יוכל לעמוד בהוכחתן); הן לנתבע

26 (שהסיכונים להם יהיה חשוף במסגרת הדיון בתביעה לגופה יגודרו וימוקדו); והן

27 לבית המשפט (שלא ייאלץ לקיים דיון בעילות תביעה שבסופו של דבר יידחו).

28

29 המקרה דנן מדגים היטב את הדברים. כפי שיפורט להלן, בהתאם להחלטה דנן,

30 התביעה הייצוגית תאושר בעילה של הסכם בלתי חוקי ובעילה זו בלבד. הכרעה זו



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1                   תייתר את הצורך לבחון בשלב הבא של הדיון את השאלה הנוגעת למצגים  
2 המטעים שהוצגו לפי הטענה לחברי הקבוצה, את השאלה האם חברי הקבוצה אכן  
3 נחשפו אליהם, ומהי ההשלכה של החשיפה הזו על זכותם של חברי הקבוצה לבטל  
4 את הסכם ההשקעה. דיון בשאלה זו היה חושף את הצדדים ואת בית המשפט  
5 לעלויות מיותרות, שניתן כבר בהכרעה במסגרת ההחלטה הנוכחית להימנע מהן.  
6

7                   **סיכומה של נקודה זו** – ביחס לעילת ההשבה מכוח היותו של ההסכם בין  
8 המשקיעים לבין הקרן חוזה בלתי חוקי, מתעוררות שאלות משותפות של עובדה  
9 ומשפט ביחס לכלל המשקיעים בכל המיזמים של הקרן. כך בין היתר ביחס לכל  
10 המשקיעים מתעוררת השאלה האם יחידות ההשתתפות מהוות נייר ערך; השאלה  
11 האם חלה על הקרן חובת פרסום תשקיף; כמו גם השאלה מהם הסעדים העומדים  
12 למי שהתקשר עם הקרן בהסכמי ההשקעה תוך הפרת החובה לפרסם תשקיף.  
13 שאלות אלה הן מהותיות ובעלות חשיבות להכרעה במחלוקות. לכן, אף אם קיימת  
14 שונות בין חברי הקבוצה שתחייב בהמשך בירור פרטני מסוים, ההליך הייצוגי הוא  
15 יעיל והוגן לצורך הכרעה במחלוקות אלה (ר' בהקשר זה ת"צ (מחוזי חיפה) -36568-  
16 07-19 **עמותת אזרחים למען הסביבה (ע"ר) נ' אלקון מרכז מיחזור (2003) בע"מ**  
17                   (4.2.2021)).  
18

19                   ככל שהדבר נוגע לעילות האחרות, התביעה הייצוגית אינה הדרך היעילה וההוגנת  
20 לדון בהן, ולכן אין לקבל את הבקשה ביחס אליהן; מכל מקום, ככל שהדבר נוגע  
21 לעילה הנזיקית – אני סבורה, כפי שיובהר בהמשך, כי ממילא לא ניתן לאשר את  
22 הבקשה ביחס אליה משום שהמבקשים לא הוכיחו את קיומו של רכיב הנזק.  
23

### ההשלכה של קיומן של תביעות פרטניות

24                   **43.** כפי שציינתי לעיל, נגד קרן הגשמה הוגשו גם מספר תביעות פרטניות בקשר עם  
25 המיזמים השונים ששווקו על-ידיה, כאשר בכל אחת מהן חברו יחד מספר גדול של  
26 תובעים לקבוצה מיוצגת אחת. לטענת המשיבים, עובדה זו מעידה על כך שהמקרה  
27 דן אינו אחד מאותם מקרים שלשם נועד מוסד התובענה הייצוגית. לגישתם,  
28 בניגוד לתביעות ייצוגיות אחרות, אין מדובר בתובעים רבים בלתי-מזוהים שלכל  
29 אחד מהם נגרם נזק קטן שאינו מצדיק ניהול תובענה אישית, ולא מתעוררים  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הקשיים איתם נועד מכשיר התובענה הייצוגית להתמודד. עוד נטען כי המבקשים  
2 מתיימרים לייצג קבוצה שאינה מעוניינת בייצוגם, וזאת הן ביחס לחברי הקבוצה  
3 שהגישו תביעות פרטניות בעצמם, והן ביחס ליתר המשקיעים שבחרו שלא להגיש  
4 תביעות, אף שהיו יכולים לעשות כן.

5

6 מנגד טענו המבקשים כי הקבוצה אותה הם מבקשים לייצג כוללת את כל מי  
7 שהשקיע במיזמים השונים של קרן הגשמה. זוהי קבוצה גדולה שלא ניתן לאתר  
8 את חבריה בנקל. עוד נטען כי אף שלחלק מחברי הקבוצה עומדות עילות תביעה  
9 אישיות בגין נזקים בסכומים לא מבוטלים, אין פירוש הדבר כי השימוש בכלי של  
10 התובענה הייצוגית אינו נחוץ. זאת מאחר שגם במצב דברים זה, ישנם משקיעים  
11 שאין להם מוטיבציה לפעול למימוש זכויותיהם, בין היתר נוכח הקושי שבניהול  
12 הליך אישי ופרטני למימוש תביעותיהם.

13

14 המבקשים טענו כי קיומן של התביעות הקבוצתיות שהוגשו נגד קרן הגשמה אינו  
15 משליך על הצורך בניהול ההליך דנן. זאת מאחר שישנם עשרות רבות של מיזמים  
16 שלא הוגשו בגינם תביעות קבוצתיות או פרטניות. גם כאשר הוגשו תביעות בקשר  
17 למיזמים מסוימים, הן אינן כוללות את כל המשקיעים בהם. גם בהתעלם  
18 מהתובעים שהגישו את התביעות הפרטניות, הקבוצה המיוצגת מונה אלפי  
19 משקיעים.

20

21 .44. אכן, תובענה ייצוגית "קלאסית" היא תובענה שבה הסעד בו עשוי לזכות כל אחד  
22 מחברי הקבוצה אינו גבוה די הצורך כדי לתמרץ את בעל הזכות לממש את עילת  
23 תביעתו באופן עצמאי (רע"א 3126/00 מדינת ישראל נ' א.ש.ת. ניהול פרויקטים  
24 וכוח אדם בע"מ, פ"ד נז(3) 220, 278 (2003)). במקרים כאלה מאפשרת התביעה  
25 הייצוגית לחברי הקבוצה לממש את זכות הגישה לערכאות, כאשר אלמלא מוסד  
26 זה הם לא היו פועלים בעצמם למימושה של זכות זו. במקרים כאלה הגשת  
27 התביעה הייצוגית היא הדרך היעילה, ההוגנת ולעיתים אף היחידה, לבירור  
28 המחלוקת.

29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 אולם, קיימים מקרים נוספים, בהם עלול להיווצר מצב של אכיפת חסר המצדיק  
2 את השימוש במכשיר התובענה הייצוגית, גם כאשר הנזק שנגרם לכל חבר בקבוצה  
3 אינו נמוך במיוחד. אני סבורה כי המקרה דנן הוא מקרה שכזה. תביעות ייצוגיות  
4 בדיני ניירות ערך הן מטבען כאלה שישנו קושי להגישן גם כאשר לכל משקיע נגרם  
5 נזק גבוה יחסית. זאת לאור מורכבות התביעות, הצורך בהתמחות מיוחדת כדי  
6 להגישן והפער בידע ובמקצועיות בין המנפיק לבין המשקיעים.

7  
8 עמדה על כך השופטת ע' ארבל בע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש  
9 ז"ל, פ"ד סב(2) 437 (2007) (להלן: "רייכרט השני"):

10 "בתביעות מורכבות הדורשות מידה גבוהה של השקעה, יעמוד  
11 גובה השקעותיו המקסימאלי של התובע הבודד על תוחלת הפיצוי  
12 שהוא צופה. החברה המזיקה לעומתו, רואה מולה קבוצה גדולה  
13 של ניזוקים פוטנציאליים אשר יתומצו להגיש תביעה במידה  
14 והתובע הראשון יזכה בתביעתו. במצב זה, תוחלת הנזק הניצבת  
15 בפני החברה גבוהה מתוחלת הפיצוי שרואה התובע הבודד, דבר  
16 היוצר חוסר סימטריה בתמריצי השקעה של הצדדים, ומביא  
17 למידה שונה של השקעה בתביעה".

18  
19 מעבר לאמור, לתובענה הייצוגית תכליות ויתרונות נוספים המתקיימים גם כאשר  
20 הנזק שנגרם לכל אחד מהניזוקים הוא גבוה יחסית. בין היתרונות הגלומים במוסד  
21 התובענה הייצוגית ניתן למנות את השוויון במאזן הכוחות בין הצדדים, יעילות  
22 וחיסכון במשאבי הצדדים ובמשאבי בית המשפט ויצירת אחידות בפסיקה (ר'  
23 עניין רייכרט השני, פס' 3 לפסק דינה של השופטת ארבל; רע"א 2128/09 הפניקס  
24 חברה לביטוח בע"מ נ' עמוסי, בעמ' 19 (5.7.2012); החלטתו של השופט גרוסקופף  
25 בת"צ 14144-05-09 הראל ניהול קרנות בע"מ ואח' נ' לנדמארק גרופ ואח'  
26 ((3.10.2010)).

27  
28 תכליות אלו מתקיימות בענייננו. אלמלא התביעה הייצוגית, יתכן שחלק  
29 מהמשקיעים (שלא הגישו תביעות אישיות עד היום) לא היו מגישים תביעה גם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 בעתיד, ולא היו זוכים לפיצוי, בעוד שמכוח התביעה הייצוגית הם יוכלו אולי  
2 לזכות בהשבת השקעתם (אם התביעה תתקבל).

3

4 בנוסף, בתביעה דגן – כמו בכל התביעות הפרטניות שהוגשו, תיבחן בראש  
5 ובראשונה השאלה האם יחידות ההשתתפות שמכרה הקרן הם "ניירות ערך".  
6 הקביעות בהליך דגן (כפי שיפורטו בהחלטה זו להלן), אף שלא יחייבו בהכרח  
7 כ"מעשה בית דין" בהליכים אחרים, עשויות להועיל לתובעים בתביעות הפרטניות  
8 לקידום בירורן (באופן פרקטי גם אם לא בהכרח באופן פורמלי – ר' עניין פולק).  
9 ניהול התביעה הייצוגית לא יפגע בזכויותיהם של מי מהתובעים הפוטנציאליים,  
10 שכן לא תימנע ממי מהם האפשרות לפרוש מהקבוצה ולנהל הליך עצמאי.

11

### 12 האם יש אפשרות סבירה להכרעה בשאלות המשותפות לטובת הקבוצה?

13 46. השאלה המרכזית הטעונה הכרעה בבקשת האישור דגן היא האם פעילותה של קרן  
14 הגשמה חייבה אותה בפרסום תשקיף. סעיף 15 לחוק ניירות ערך אוסר, בכפוף  
15 לחריגים מסוימים, על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או  
16 טיוטת תשקיף. הסעיף קובע:

17 "א) לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות

18 התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה

19 כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות.

20 (ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות

21 התירה את פרסומו."

22

23 סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר "הצעה לציבור" כ"פעולה המיועדת להניע ציבור  
24 לרכוש ניירות ערך"; ו"מכירה" כ"מכירה של ניירות ערך, לרבות הנפקתם".

25

26 הצדדים נחלקו ביניהם הן בשאלה האם האופן בו שיווקה הקרן את פעילותה  
27 בתקופה הרלוונטית הייתה "הצעה לציבור" בהתאם לסעיף הנ"ל, והן בשאלה  
28 האם יחידות ההשתתפות שאותן שיווקה הקרן מהוות "נייר ערך". לכן, על מנת  
29 להכריע במחלוקת בין הצדדים יש לבחון את פרשנותם של מושגים אלה וליישם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 על פעילותה של הקרן, תוך קביעה האם פעילות הקרן בתקופה הרלוונטית היוותה  
2 "הצעה לציבור" של "ניירות ערך".

3  
4 אם התשובה על כך היא בחיוב, יהיה מקום לבחון את הנפקות של מסקנה זו,  
5 ואילו עילות תביעה עומדות למבקשים במצב דברים זה. עניינים אלה ידונו להלן.

### מהו "נייר ערך"?

6  
7  
8 47. הצדדים נחלקו ביניהם בשאלה האם יחידות ההשתתפות ששיוקה הקרן הם  
9 "ניירות ערך", שאז חלה החובה לפרסם תשקיף ביחס להשקעות אלה; או שמא  
10 היא שיוקה השקעות בנכס נדל"ני והיא פטורה לכן מחובת פרסום תשקיף.

11  
12 כדי להכריע במחלוקת הזו יש להידרש לפרשנות המונח "ניירות ערך". כידוע,  
13 השלב הראשון בפרשנות דבר חקיקה הוא בחינה של לשון החוק ומתחם  
14 הפרשנויות האפשרויות העולות מתוכו (ע"א 7566/13 פקיד שומה למפעלים  
15 גדולים נ' ז'ורבין (22.06.2015)). כאשר לשון החוק היא עמומה או אינה מספקת  
16 תשובה ברורה לשאלה הפרשנית, יש מקום להידרש לפרשנות התכליתית של  
17 הוראות הסעיף – הסובייקטיבית והאובייקטיבית – ולאזן ביניהן (ר' דני"א  
18 5783/14 צמח נ' אל על, פסקה 52 (12.9.2017)). כפי שנקבע בפסיקה זה מכבר,  
19 הפרשנות המילולית של המונח ניירות ערך אינה מספיקה, ולכן יש לצקת למונח  
20 תוכן בהתאם לתכליות שנועדו דיני ניירות הערך להגשים.

21  
22 48. סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר "ניירות ערך" כדלקמן:

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

26  
27 בהגדרתו את המונח "ניירות ערך" העדיף המחוקק שלא לנקוב ברשימה סגורה של  
28 השקעות הנופלות לגדר נייר-ערך (ר' והשווה את הצעת החוק המקורית - ה"ח  
29 תשכ"ח מס' 625, עמ' 2), וחלף כך קבע הגדרה רחבה (ר' ה"ח 625). העדפה של  
30 הגדרה מהותית על פני "רשימת מכולת" של סוגים שונים של ניירות ערך היא





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 חיונית, שכן העיקר הוא אינו בצורתה של ההתקשרות אלא במהותה הכלכלית (ר'  
2 אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט במאמרם "חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של  
3 ציבור המשקיעים" **ספר יורם דנציגר** (לימור זר-גוטמן, עידו באום עורכים, 2019),  
4 171, בעמ' 196 (להלן: "וסרמן ומזר-לייסט").

5  
6 מעבר לכך, הגדרה רחבה מאפשרת דינאמיות והתאמת הדין למכשירי ההשקעה  
7 המתפתחים לאורך השנים, כמו גם צמצום החשש שיזמים מתוחכמים יתחמקו  
8 מהוראות הדין (ר': שרון חנס ואיתי פינגנבאום "עיון מחודש בהגדרת 'נייר-ערך'  
9 בדין הישראלי" **משפטים ועסקים** ז', 11 (התשס"ז) (להלן: "חנס ופינגנבאום").

10  
11 חרף היתרונות הגלומים בהגדרה הרחבה, הרי שהמדובר בהגדרה שאינה ממצה .49  
12 ואינה נותנת מענה ברור וחד משמעי ביחס לשאלה מהם אותם מכשירי השקעה  
13 שהמחוקק התכוון להחיל לגביהם את החוק. בפרט היא אינה נותנת מענה ברור  
14 לשאלה מהי אותה מהות כלכלית שלגביה יש להחיל את הוראות החוק. לשונו  
15 הרחבה של החוק עלולה להוביל לתחולת יתר של דיני ניירות ערך; ומהצד השני,  
16 פירוש לשוני-דווקני של רכיבי ההגדרה ("תעודות", "סדרות", "תאגידי") עשוי  
17 להוביל לתחולת חסר, והוא אף עשוי לאפשר ניסיונות התחמקות מהוראות  
18 הסעיף.

19  
20 משכך, וכפי שנקבע זה מכבר גם בפסיקה, את המונח "נייר ערך" בחוק ניירות ערך  
21 יש לפרש בהתאם לתכלית החקיקה (ר' למשל: עניין קדם; פסק-דינו של השופט ח'  
22 כבוב בעת"מ (ת"א) 42487-11-17 א.ד.ר. **כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות לניירות**  
23 **ערך** (23.4.2018) (להלן: "א.ד.ר.")). כך ניתן יהיה להבטיח כי החוק יחול באותם  
24 מקרים בהם מתקיימות ההצדקות העומדות בבסיס דיני ניירות הערך, מקרים  
25 בהם ראוי, מוצדק ויעיל להחיל את הכללים הקבועים בדינים אלה. מנגד, המונח  
26 לא יחול על מכשירי השקעה שאינם מתאימים לרגולציה של ניירות ערך, ושלא  
27 ראוי ומתאים להחיל אותה לגביהם.

28  
29 לאור האמור, יש לבחון מהי תכליתו של חוק ניירות ערך, ובהתאם לכך לקבוע  
30 מהם סוגי ההשקעות שהמחוקק התכוון לכלול בגדרי החוק, והאם הקרן שיווקה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 השקעות מסוג זה. לכן, נבחן קודם כל את תכליותיהם של דיני ניירות ערך ולאחר  
2 מכן נבהיר מהם מאפייני ההשקעות שנדרש להחיל עליהן את הדינים הללו כדי  
3 להגשים את תכליתם.

### תכלית דיני ניירות ערך בהתייחס להגדרת המונח "נייר ערך"

4  
5  
6 50. המטרה הבסיסית של דיני ניירות ערך היא לאפשר לתאגידים הזקוקים לכך, לגייס  
7 הון מהציבור. ההנחה העומדת בבסיס החוק היא כי גיוס השקעות פסיביות הוא  
8 בעל חשיבות רבה למשק, וכדי לאפשר זאת נדרש שוק הון שוויוני, הוגן ויעיל בו  
9 מוסדרות ההשקעות במכשירי השקעה אלה וקיים פיקוח עליהן. דיני ניירות ערך  
10 הם המספקים את ההסדרה של ההנפקה והמסחר במכשירי השקעה פאסיביים,  
11 וזאת לצורך גיוס הון על ידי תאגידים, כדי לאפשר את פעילותם.

12  
13 ההשקעות הפאסיביות – שאותן כאמור ראה המחוקק לנגד עיניו – מאופיינות  
14 בפערי כוחות, הנובעים בעיקר מפערי ידע, בין התאגיד המנפיק לבין ציבור  
15 המשקיעים. לכן, כדי לעודד את אפיקי ההשקעה החיוניים הללו, ביקש המחוקק  
16 לחזק את האמון של הציבור בשוק ההון, תוך הגנה על המשקיעים שבחרו להשקיע  
17 את כספם במתווה שכזה ללא כוונה לנהל בעצמם את כספי השקעתם. אמון כזה  
18 הוא תנאי לכך שהציבור לא ידיר את רגליו משוק ההון, ויעשה שימוש במכשירי  
19 ההשקעה המוצעים בו לצורך השקעת יתרות המזומנים שעומדים לרשותו.

20  
21 כך עולה, למשל, מדו"ח הוועדה בראשות פרופ' אורי ידן, שמונתה כדי לייעץ  
22 ולהציע הסדר תחיקתי ומינהלי של הנפקת ניירות ערך, דרכי הפצתם והמסחר  
23 בהם (דן וחשבון הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (תשכ"ג) (להלן: "דו"ח  
24 ועדת ידן")):

25 "מכאן שהמטרה העיקרית שהייתה לנגד עיני הוועדה בשקלה  
26 את שיקוליה ובגבשה את המלצותיה, היתה חיזוק האמון של  
27 הציבור בארץ ושל ציבור משקיעי חוץ בשוק ניירות הערך  
28 הישראלי. תיקוני החוק ואמצעי הפיקוח שהועדה מציעה, לא  
29 לכבול הם באים אלא לעודד."  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 עוד עולה מדו"ח ועדת ידן, כי כדי להגשים מטרות אלה, ביקשה הוועדה לקדם,  
2 בין היתר, את הרחבת הגילוי הנאות החל על תאגידים המגייסים הון מהציבור  
3 הרחב. בתוך כך היא ביקשה להרחיב את המקרים בהם תקום החובה לפרסם  
4 תשקיף; להרחיב את הדרישות לגבי המידע שיש לפרט בתשקיף; להרחיב את  
5 הדיווח השוטף על ענייני החברה שניירותיה הופצו לציבור; ולהקים רשות שתפקח  
6 על מילוי ההוראות בקשר לתשקיף ולדיווח השוטף (ר' עמ' 9-10 לדו"ח ועדת ידן).  
7  
8 ואכן, העיקרון הבסיסי עליו מושתתים דיני ניירות הערך הוא עקרון הגילוי הנאות .51  
9 (ר' ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (21.8.1997) (להלן:  
10 "ישקר"). החוק מחיל סטנדרטים מרחיבים של גילוי, סנקציות מנהליות, אזרחיות  
11 ופליליות להפרתם וסמכויות פיקוח לרשות ניירות ערך. עקרון הגילוי הנאות אמור  
12 לצמצם את פערי הכוחות המאפיינים את ההשקעות הפסיביות, והוא מקדם  
13 ומשרת את תכליות החוק בכמה אופנים.  
14  
15 **ראשית**, הוא מאפשר לציבור המשקיעים לקבל החלטה רציונאלית ולהשקיע  
16 באופן מושכל, ובכך לנתב את כספי ההשקעות לאותם אפיקי השקעה יעילים.  
17 באופן זה מגנים דיני ניירות ערך על האינטרסים הכלכליים של ציבור המשקיעים,  
18 ומקדמים את יעילותו של השוק בכללותו. **שנית**, גילוי ראוי מונע פערי מידע בין  
19 משקיעים שונים בשוק ההון, ומאפשר למשקיע ה"פשוט" לבצע פעולות בניירות  
20 ערך על בסיס אותו מידע המצוי בידי המשקיע המתוחכם. בכך מביא הגילוי  
21 לשוויון בנגישות למידע.  
22  
23 **שלישית**, חובות הגילוי הקוגנטיות, לצד סמכויות הפיקוח והסנקציות בגין הפרתן,  
24 מפחיתות את החשש ממעשי תרמית והטעיה של משקיעים שבחרו להשקיע את  
25 כספם במתווה של השקעה פסיבית, המאופיין לא רק בנחיתות מידע של  
26 המשקיעים, אלא גם בחוסר מעורבותם בפעילות הכלכלית העומדת מאחורי  
27 ההשקעה, ולעיתים בחוסר מיומנות או הבנה בתחום ההשקעה (ר' ענין ישקר עמ'  
28 6-7; חנס ופיגנבאום, בעמ' 13).  
29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 בנוסף, עצם הגילוי, כמו גם ההגנה שהוא מספק לציבור המשקיעים, מחזקים את  
2 אמונו של ציבור המשקיעים בשוק ההון, אמון שבתורו מעודד את אפיקי ההשקעה  
3 הללו, שכאמור ההנחה היא שיש להם חשיבות עבור המשק. עמדו על כך חנס  
4 ופיגנבאום במאמרם:

5 "דינים אלה באים לתת מענה לחשש מהטעיה של משקיעים אשר  
6 בחרו להשקיע את כספם במתווה של השקעה סבילה (פסיבית),  
7 מבלי שהם מעורבים בפעילות הכלכלית העומדת מאחורי  
8 ההשקעה, ולעיתים ללא הבנה בתחום ההשקעה. [...] העדר הגנה  
9 הולמת על משקיעים סבילים עלול לגרום תוצאות קשות למשק,  
10 שכן אלה יפחדו להיפרד מכספם, ויזמים ייאלצו להישען על  
11 המקורות הכספיים העצמאיים שלהם ועל אפיקי מימון  
12 מסורתיים שמרניים, דוגמת מוסדות בנקאיים" (עמ' 14-13).

13  
14 הדברים סוכמו על-ידי בית המשפט העליון בעניין קדם (פסקה י"ח) כדלקמן:  
15 "דיני ניירות ערך עוצבו תוך תשומת לב לפערי הכוחות בין הגורם  
16 המנפיק את נייר הערך לבין ציבור המשקיעים, שלא אחת אינם  
17 בעלי מיומנות בתחום. [...] מעבר להגנה הניתנת למשקיע, חיוני  
18 הגישור על פער המידע גם לשם יצירת שוק יעיל, המנתב את  
19 כספי ההשקעה ליוזמות המתאימות למידע [...] בנוסף, דיני  
20 ניירות ערך לא נועדו להגן רק על המשקיעים הראשוניים, אלא גם  
21 על המשקיעים ב'שוק המשני', המבצעים עסקאות בניירות הערך  
22 לאחר הנפקתם."

23  
24 53. מסמך הגילוי היסודי הנדרש לציבור לשם הגשמת עקרון הגילוי הוא התשקיף.  
25 התשקיף הוא מסמך שהחברה מפרסמת כאשר היא מבקשת לגייס הון מהציבור,  
26 וכאשר יש לה תמריץ מובנה להציג את עצמה באופן המיטבי כדי לאפשר גיוס  
27 מרבי של הון. התשקיף נועד להגן על משקיעים השוקלים את רכישת ניירות הערך  
28 מהחברה, ולהבטיח להם גילוי נאות בדבר ההשקעה המוצעת על ידיה. בדברי  
29 ההסבר להצעת החוק הובהר כי הצורך בתשקיף "נובע מכך שיש לגלות למשקיע  
30 בכוח את כל העובדות החשובות על החברה המציעה ניירות ערך כגון הונה,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 פעולותיה, רווחיה, הנהלתה, תכניותיה וכיוצא באלה, כדי לאפשר לו להגיע לידי  
2 החלטה בדבר רכישת נייר הערך המוצע" (ה"ח 2, 11; ר' גם הצעת חוק ניירות ערך  
3 (תיקון 20), התש"ס-2000).

4  
5 לאור החשש המובנה מפני הצגה לא נאותה של החברה בתשקיף, נקבע כי התשקיף  
6 צריך להיות מפורט ולכלול "כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר" (סעי' 16  
7 לחוק ניירות ערך). הדין אף מסדיר באופן מפורט כיצד על התשקיף להיראות  
8 ואיזה מידע צריך להיכלל בו (ר' תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף  
9 – מבנה וצורה), תשכ"ט-1969). כמו כן, הגילוי נבדק בידי רשות ניירות וצריך  
10 לקבל את אישורה לפרסומו (סעי' 15 לחוק ניירות ערך), כאשר לרשות מוקנות גם  
11 סמכויות לגבי תוכן התשקיף, צורתו, הצגתו ולוחות הזמנים שנקבעו בו. כל  
12 ההסדרים הללו נועדו להבטיח שניירות הערך יוצעו לציבור על ידי החברה תוך  
13 פיקוח הדוק על אופן הצעתם. זאת כדי שהמשקיעים יקבלו גילוי מלא של כל  
14 הפרטים הדרושים להם כדי לקבל החלטה מושכלת אם לרכוש את ניירות הערך  
15 אם לאו.

16  
17 מעבר לכך, התשקיף הוא "שער הכניסה" לחוק ניירות ערך. לאחר פרסומו חלות  
18 על התאגיד כלל ההוראות המהותיות של דיני ניירות הערך, ובפרט חל עליו משטר  
19 הדיווח השוטף. חובת הפרסום התשקיף מגשימה אם כן את עקרון הגילוי העומד  
20 ביסוד דיני ניירות ערך לא רק במועד הצעת ניירות הערך, אלא כל עוד ניירות הערך  
21 של התאגיד מוחזקים בידי הציבור ונסחרים על ידיו. עוד יש לציין כי עם פרסום  
22 התשקיף משנה התאגיד גם את מעמדו גם במישור דיני החברות, והוא נדרש  
23 לעמוד בכללי ממשל תאגידי רבים שנועדו להגן על המשקיעים.

### אפיון ההשקעות שחוק ניירות ערך נועד לחול עליהן

24  
25  
26 54. לאור תכליתם של דיני ניירות ערך כפי שהיא פורטה לעיל, נבחן עתה את  
27 המאפיינים של ההשקעות שהוראות החוק נועדו לחול עליהן. הפסיקה נדרשה  
28 מספר פעמים לפירוש המונח "נייר ערך", תוך בחינה של השקעות מסוימות  
29 בהתאם לתכליותיהם של דיני ניירות הערך. בתי המשפט עמדו במקרים אלה על



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 מספר קריטריונים שיש בהם כדי לאפיין השקעה שיש לסווגה כנייר ערך שכן ראוי  
2 שהחוק יחול לגביה.

3  
4 כד, בעניין קדם קבע בית המשפט העליון כי מטרת ה"מסננים" שקבע המחוקק  
5 לתחולת החוק – ובהם המונח "סדרה" המהווה חלק מהגדרת "נייר ערך", היא  
6 "הגבלת תחולת החוק למקרים בהם, ראשית, קיימים פערי כוחות משמעותיים  
7 בין הצדדים שאינם מאפשרים משא-ומתן הוגן; ושנית, ישנו חשש מהיווצרותו  
8 של 'שוק משני' המצריך 'חגורת ביטחון'".

9  
10 שאלת פרשנות המונח "ניירות ערך" נדונה על-ידי בעת"מ (ת"א) 26602-01-17 ג.ג.  
11 פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב (2.3.2017) (להלן: "פיירטרייד").  
12 באותו עניין נבחנה השאלה האם יש לפרש את סעיף 52 לחוק ניירות ערך כך  
13 שאופציות בינאריות ייכללו בהגדרת המונח "ניירות ערך" על פיו. לצורך בחינה של  
14 השאלה האמורה, עמדתי על מספר מאפיינים שיש לבחון אותם כדי לקבוע האם  
15 המדובר בהשקעה שחלות לגביה ההצדקות לדיני ניירות ערך. בכלל זה צוינו פערי  
16 המידע ביחס להשקעה ולתנודות בשווייה; שליטת היזם בכספי ההשקעה; מעורבות  
17 המשקיעים בהשקעה ונכונותם להקפיד בבדיקת פרטיה והסיכונים הכרוכים בה;  
18 קיומו של מסחר משני; הצורך בקיום פיקוח על ההשקעה אל מול החשש מפני  
19 אפקט מצנן על מסחר בהשקעות הסוג הנדון; וקיומו או היעדרו של פיקוח  
20 אלטרנטיבי יעיל ומקיף על היזם.

21  
22 גם בת" (ת"א) 43340-05-17 נחום נ' התאחדות בוני הארץ אגודה עות'מאנית .55  
23 (25.1.2018) נדונה שאלה דומה. באותו עניין התעוררה השאלה האם לאור תכליתו  
24 של חוק ניירות ערך יש לראות בחברות באגודה עות'מאנית כ"נייר ערך". גם שם  
25 הודגש האופי הפסיבי של ההשקעה בניירות ערך, ונקבע כי החברות בהתאחדות  
26 אינה "מכשיר השקעה" המשיא רווחים לחבריה. כמו כן הודגשה המטרה של דיני  
27 ניירות ערך להבטחת מסחר הוגן ללא מניפולציות ותרמיות, בעוד שבחברות  
28 בהתאחדות נושא ההחלטה לא היה כל היבט של מסחר, ולא ניתן היה לרכוש  
29 מספר יחידות השתתפות, כפי שלרוב ניתן בניירות ערך.  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 בעניין א.ד.ר. עמד השופט כבוב על כך כי התכלית הרלוונטית של חוק ניירות ערך,  
 2 לצורך הקביעה האם מדובר בנייר ערך, היא בעיקרה הגנה על האינטרסים  
 3 הכלכליים של המשקיעים בהשקעות כלכליות פסיביות למטרת רווח. אף השופט  
 4 כבוב מנה מספר שיקולים שניתן לשקול אותם לצורך הכרעה בשאלה האם יש  
 5 לראות במכשיר השקעה "נייר ערך" אם לאו: "פערי המידע בין הצדדים והאם  
 6 עומד בפני המשקיעים כלל המידע הרלוונטי הנדרש לשם קבלת החלטת השקעה  
 7 מושכלת; מידת המעורבות בפעילות ההשקעה של הגוף המציע, המרכז או  
 8 המנהל את פעילות ההשקעה והשפעתו על הפקת רווחי המשקיעים; קיומה של  
 9 רגולציה מקיפה חלופית; עבירות הזכויות בהשקעה וקיומו של שוק משני; האם  
 10 תהא אפקטיביות בהטלת חובות גילוי ופיקוח לפי דיני ניירות ערך."

11

12 המסקנה העולה מסקירת הפסיקה שלעיל ומהתכליות שצוינו בה, היא כי יש לבחון .56  
 13 את קיומם של שלושה קריטריונים עיקריים כדי להכריע בשאלה האם השקעה  
 14 מסוימת היא "נייר ערך":

15

16 **האם מדובר בהשקעה פיננסית פסיבית?** כאמור, החוק נועד להגן על משקיעים  
 17 המבקשים להפיק רווח בהשקעות המנוהלות על-ידי אחר ולעודד השקעות כאלה.  
 18 לכן, הדרישה הראשונית וההכרחית כדי להחיל על השקעה מסוימת את דיני  
 19 ניירות הערך היא שיהיה מדובר בהשקעה פיננסית – היינו, השקעה שתכליתה  
 20 להשיא רווח; ופסיבית – היינו, גיוס ההשקעה וניהולה מבוצעים על-ידי גורם אחר  
 21 מהמשקיע. כאשר מדובר בהשקעה כזו, קיים חשש מובנה לבעיית נציג המצדיק  
 22 את תחולתן של ההגנות הקבועות בחוק. מנגד, החוק לא נועד לחול על השקעות  
 23 שתכליתן צרכנית או על השקעות אקטיביות כושלות (ור' הרחבה במאמרם של  
 24 חנס ופיגנבאום).

25

26 כדי לאמוד את רכיב הפאסיביות בהשקעה, ניתן לבחון בין היתר עד כמה ההשקעה  
 27 מאופיינת בפערי מידע שאינם מאפשרים למשקיע לעמוד על טיב ניירות הערך  
 28 באופן בלתי אמצעי; עד כמה מעורבים המשקיעים בהשקעה לאורך חייה; מהו  
 29 תפקידו של יוזם ההשקעה; מהי מידת הכוח שיש למשקיעים במשא-ומתן, ועד  
 30 כמה יש להם כלים המאפשרים להם להשפיע על תנאי ההשקעה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1  
2 **הצורך בקיומו של דיווח שוטף** - כאמור כללי הגילוי הנאות מכוח החוק חלים לא

3 רק על ההנפקה הראשונית של ניירות הערך, אלא לכל אורך התקופה בה מוחזקים  
4 ניירות הערך של התאגיד בידי הציבור. "ניירות ערך" מתאפיינים לרוב בהיותם  
5 עבירים וסחירים. חובות הדיווח השוטפות נועדו לאפשר את התמחור ההוגן של  
6 ניירות הערך, והן מספקות הגנה למשקיעים בשוק המשני ומאפשרות קיומו של  
7 שוק משני יעיל, הוגן ושוויוני.

8  
9 לאור זאת, אחד המאפיינים עליהם עמדה הפסיקה שדנה בהגדרת המונח "נייר  
10 ערך" הוא קיומו של שוק משני. נקבע כי יש לבחון האם המשקיעים רשאים לסחור  
11 בהשקעתם, ואם כן - מה הוא הסיכוי שייווצר שוק משני ביחס לאותן השקעות,  
12 היינו מהו הסיכוי שייערכו עסקאות נוספות ביחס לאותו מכשיר השקעה. כך,  
13 למשל, קבע בית המשפט העליון בעניין **קדם** כי **"סיכוי גבוה להיווצרות שוק**  
14 **משני יטה את הכף לעבר הגדרת מכשיר החוב כנייר ערך – ולהיפך"** (פסקה ט"ו).

15  
16 יחד עם זאת, היעדרו של שוק משני אינו מעיד בהכרח על כך שאין מדובר בנייר  
17 ערך. תכליות חובת פרסום התשקיף כמו גם חובת הדיווח השוטף, אינן מתייתרות  
18 בהיעדרו של שוק משני. זאת מאחר שחובות הדיווח השוטף מאפשרות למשקיעים  
19 להתעדכן ביחס להשקעה ולאמוד את כדאיותה, וכן לפקח על פעילות התאגיד  
20 שהנפיק להם את ניירות הערך. תכליות אלו רלוונטיות גם בהיעדר שוק משני.

21  
22 בהקשר זה מציינים וסרמן ומזר-לייסט במאמרם כי ייתכן שדווקא בהיעדרו של  
23 שוק משני, הסיכון המונח לפתחו של המשקיע גדל משום ש"אין בידו דרך לממש  
24 את ניירות הערך ויכולת התמחור שלו מוגבלת בהיעדר מנגנון של ביקוש והיצע  
25 אשר ישקף מחיר שוק" (עמ' 189).

26  
27 **58.** גם הפסיקה שעמדה על מאפייני "השוק המשני" לא נתנה לו משקל מכריע. כך,  
28 בעניין **קדם** נקבע בסופו של דבר שהסכמי ההלוואה שנבחנו באותו עניין הם ניירות  
29 ערך, למרות שהם לא היו סחירים. גם בעניין **א.ד.ר** קבע השופט כבוב כי על אף





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 היעדרו של שוק משני להסכמי ההשקעה באותו עניין, חובת הדיווח השוטף  
2 נדרשת, וכי יתר השיקולים מצדיקים את הגדרת הסכמי ההשקעה כ"ניירות ערך".

3  
4 לאור האמור, את שאלת ההצדקה לקיומו של דיווח שוטף יש לבחון הן כאשר  
5 קיים סיכוי גבוה להיווצרות שוק משני, והן כדי לאפשר למשקיעים לקבל מידע  
6 אודות ההשקעה לאורך חייה, ולפקח על השקעתם.

7  
8 **רגולציה אפקטיבית חלופית** - בנוסף, מאחר שהרגולציה של דיני ניירות ערך היא .59

9 בעלת השפעה לא מבוטלת על הפעילות הכלכלית המפוקחת וכדי למנוע תחלת  
10 יתר של הדין, יש לבחון האם נדרשת החלה של כללי הגילוי והפיקוח הרחבים.

11 לצורך כך ניתן בין היתר את הסיכון הגלום בסוג ההשקעה, והאם חלה על אותה  
12 השקעה רגולציה יעילה מספקת אחרת, מתאימה יותר, המיועדת להגן על הציבור  
13 המשקיע את כספו וכוללת פיקוח אפקטיבי של רגולטור מוסמך אחר מכוח החוק  
14 (ר' גם: וסרמן ומזר-לייסט, בעמ' 187; עוד ר' והשווה: עת"מ (תל אביב-יפו)

15 **INTERACTIVE BROKERS LLC 19803-08-17 רשות לניירות ערך תל**

16 **אביב** (20.6.2018) שם נדונה הגדרת המונח "מכשיר פיננסי" שמכירתו מחייבת  
17 רישיון מכוח חוק ניירות ערך).

18  
19 רשימת השיקולים שלעיל אינה רשימה ממצה, ועשויים להיות גם קריטריונים .60

20 נוספים שיש לתת עליהם את הדעת (להרחבה ר' גם: מאמרם של וסרמן ומזר-  
21 לייסט). כמו כן, על פי רוב המדובר במכלול של מאפיינים ולא בקריטריונים שכל

22 אחד מהם עומד בפני עצמו, כאשר "המשקל שיש לתת לכל שיקול תלויה בנסיבות  
23 העניין. לעיתים קרובות השיקולים שלובים זה בזה, כאשר התקיימותו של האחד

24 מעידה על האחר, ולעיתים יש שיקול אחד שהינו מכריע ומאפיל על כל השאר"  
25 (ר' וסרמן ומזר-לייסט, עמ' 180).

26  
27 סיכומה של נקודה זו - כדי לקבוע האם השקעה מסוימת היא "נייר-ערך", יש

28 לבחון האם החלת הכללים הקבועים בחוק ניירות ערך, ובפרט החלת עיקרון

29 הגילוי הרחב הקבוע בו, יקדמו את תכליות החוק בהגנה על משקיעים בהשקעה

30 (שצריכה להיות בדרך-כלל השקעה פסיבית) תוך עידודה. בכלל זה יש לבחון האם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 מדובר בהשקעה למטרת רווח בפעילות עסקית המנוהלת בידי אחרים, המאופיינת  
2 בפערי כוחות - פערי מידע, פערי כוח של משא ומתן ופערים ביכולת ההשפעה על  
3 ההשקעה – בין המשקיע לבין מגייס הכספים. כמו כן יש לבחון האם קיימת  
4 רגולציה אחרת המספקת הגנה למשקיעים, והאם מדובר בהשקעה שיש לגביה  
5 צורך בקיומו של מידע שוטף.

6

7

### האם היחידות שקרן הגשמה שיווקה ומכרה הם "ניירות ערך"?

8 61. בחינת מאפייני יחידות ההשתתפות דנן מביאה למסקנה כי הרכיבים הלשוניים

9

בהגדרת המונח "נייר ערך" בחוק מתמלאים:

10

(א) יחידות ההשתתפות נרכשו על-ידי התקשרות בהסכמי ההשקעה. הסכמי

11

השקעה אלה מהווים "תעודות" – הפסיקה פירשה מונח זה בהרחבה והכירה גם

12

בהסכמים ככלולים בהגדרה (ר' רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ'

13

זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5) (1993);

14

15 (ב) היחידות הונפקו ב"סדרות" – הסכמי ההשקעה, למצער ביחס לכל אחד

16

מהמסלולים השונים בכל פרויקט, היו בנוסח אחיד וזהים בתנאיהם. משכך,

17

הסיכונים והסיכויים בהם נשאו המשקיעים בכל מסלול היו זהים, ומתקיים יסוד

18

ה"סדרתיות" כפי שנקבע בפסיקה (ר' עניין קדם). בהקשר זה יצוין כי השאלה

19

האם יש להתייחס להסכמי ההשקעה בכל פרויקט כסדרה נפרדת של ניירות ערך

20

או כסדרות שונות בהתאם למסלול ההשקעה ("סילבר", "גולד" ו-"פלטיניום")

21

אינה נוגעת לשאלה האם מדובר ב"נייר ערך" אלא לשאלה האם חל החריג הקבוע

22

בסעיף 15א(א)(1) לחוק;

23

24 (ג) הסכמי ההשקעה, באמצעותם נרכשו כאמור יחידות ההשתתפות, מקנים

25

למשקיעים "זכות תביעה" מהקרן לקיום התחייבויותיה על פי ההסכם.

26

27 אלא שכאמור לעיל, אין די בבחינה לשונית של ההגדרה של "ניירות ערך" בסעיף 1

28

לחוק, והשאלה האם המדובר בניירות ערך צריכה להיבחן גם לאור תכליות החוק

29

ובהתאם לאופי פעילות ההשקעה. כפי שיובהר להלן, אני סבורה כי גם בהתאם

30

לתכליות אלה, הסכמי ההשקעה אותם שיווקה הקרן הם ניירות-ערך אשר יש



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 להחיל לגביהם את הוראות החוק. זאת מאחר שמטרת ההשקעה של המשקיעים  
2 הייתה פיננסית; מאחר שרוכשי יחידות ההשתתפות השקיעו בהם בהשקעה  
3 פסיבית; לאור הצורך בדיווח שוטף; בשל העדרה של רגולציה אלטרנטיבית;  
4 ולאור ייעוד כספי ההשקעה.

### מטרת ההשקעה היא פיננסית

7 62. אני סבורה - בניגוד לטענותיהם של המשיבים – כי ההשקעה של המשקיעים בקרן  
8 איננה השקעה בעסקה נדל"נית כי אם בעסקה פיננסית. אכן, כספי המשקיעים  
9 הושקעו בפרויקטים נדל"ניים. אולם למשקיעים לא היה אינטרס בנכס עצמו,  
10 והמטרה לשמה הם התקשרו עם הקרן הייתה כדי להשיג תשואה על השקעתם.  
11 מרבית ההשקעות אותן שיווקה הקרן עסקו בהשבחת נדל"ן לשם מכירתו,  
12 והמשקיעים היו אמורים ליהנות מהתשואה על כספם בתום הפרויקט היזמי (ר'  
13 למשל סעיף 8 להסכמים המצורפים כנספח ה', ט' לבקשת האישור; סעי' 7  
14 להסכמים המצורפים כנספח ל' ו-לה' לבקשת האישור).

15  
16 בהקשר זה יש לציין כי בעניין **קדם**, קבע בית המשפט העליון כי הסכמי הלוואה  
17 בהם התקשרה חברה לייזום פרויקטים של תמ"א 38 לצורך מימון עסקיה, על  
18 פיהם יהיו זכאים המשקיעים לתשלומי ריבית וקרן – הם ניירות ערך.

### יחידות ההשתתפות שימשו כמכשיר להשקעה פסיבית

21 63. המשיבים טענו כי המשקיעים לא השקיעו בקרן הגשמה, וכי תפקידה של הקרן  
22 היה לסייע להתאגדות קבוצות של משקיעי נדל"ן לצורך רכישת הנכס וביצוע  
23 הפרויקט על ידי היזם. לטענתם, המשקיעים משקיעים בפרויקט ספציפי  
24 לבחירתם; והם נמצאים בקשר אישי עם נציג מטעם הקרן, ויכולים לקבל מידע על  
25 הפרויקט לבקשתם. עוד ציינה הקרן כי לא היא ולא המשיבה 2 מבצעות בפועל את  
26 הפרויקט או מקבלות על עצמן התחייבויות לתוצאותיו, ואין להן שליטה על  
27 התשואה שלו.

28  
29 64. אני סבורה כי אף אם הקרן לא ניהלה באופן אקטיבי את ההשקעות, ואף  
30 שהמשקיעים היו יכולים לבחור באיזה פרויקט להשקיע, ההתקשרות בין



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 המשקיעים לקרן מעוצבת באופן שיש לראות בו כהשקעה פאסיבית המנוהלת על-  
2 ידי הקרן.

3  
4 כפי שהבהרתי לעיל, השקעות פאסיביות מאופיינות לרוב בפערי כוחות בין מגייס  
5 הכספים למשקיעים, פערי כוחות המצדיקים את החלת ההגנות הקבועות בחוק.  
6 ככל שהשקעה מאופיינת יותר בפערי כוחות בין המגייס למשקיעים – ובכלל זה  
7 פערים בכוח המשא-ומתן בין הצדדים, במידע ובניהול ההשקעה – יהיה בכך כדי  
8 להעיד שההשקעה היא פסיבית ושיש הצדקה להחיל את המנגנונים הקבועים בחוק  
9 ניירות ערך. כפי שאפרט, מאפייני ההשקעה במקרה דנן הם של השקעה פסיבית:  
10 זאת לאור גיוס ההשקעה וניהולה בידי הקרן; פערי המידע בין המשקיעים לקרן;  
11 ופערי הכוחות בשלב המשא-ומתן.

### גיוס ההשקעה וניהולה בידי הקרן

12  
13  
14 65. כעולה מאופן פעילותה של הקרן ובפרט מהסכמי ההשקעה – שהם כאמור הסכמי  
15 השותפויות המוגבלות בין המשקיעים לבין המשיבה 2, פעילות השותפות לא נשאה  
16 אופי של פעילות כלכלית שיתופית אלא של השקעה סבילה. המשקיעים לא היו  
17 מעורבים בניהול ההשקעות, כאשר בהסכמי ההשקעה אף מובהר כי הם "לא  
18 ישתתפו בשום צורה שהיא בניהול השותפות או עסקיה ולא יעשו בשם השותפות  
19 פעולה משפטית כלשהי" (ר' למשל נספח ה' לבקשת האישור).

20  
21 מנגד, וחרף טענות המשיבים, פעילותה של הקרן לא התמצתה בפעולה של תיווך  
22 בין המשקיעים ליזמי הפרויקט הנדליני. כך, הקרן היא שיזמה ואירגנה את  
23 פעילות ההשקעה, היא איתרה את הפרויקטים להשקעה – שחלקם ממוקמים  
24 מחוץ לישראל, והיא שהתקשרה בהסכמים עם יזם הנדליני המסדירים את ביצוע  
25 ההשקעה ואת מערכת היחסים בין היזם לבין השותפות בקשר עם הפרויקט.  
26 במסגרת ההתקשרות עם היזם הוסדר גם אופן ההתקשרות ומבנה האחזקות  
27 בפרויקט, כאשר לרוב הוסדרה הקמתו או ניהולו של תאגיד נוסף שנכס הנדליני  
28 נמצא בבעלותו.

29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

66. בנוסף, הגם שהקשר החוזי עם היזם הוא באמצעות השותפות בה מאוגדים יחד המשיבה 2 והמשקיעים, הרי שבפועל אין למשקיעים יכולת להפעיל את הזכויות מול היזם. המשיבה 2 היא שמנהלת את המשא ומתן מולו, היא זו המתקשרת עמו עוד קודם להשקעה והיא זו שמעצבת את תנאי ההתקשרות. לא זו אף זו - למשקיעים אין זכות תביעה מול יזמי הפרויקט, ובהתאם להסכמי ההשקעה, המשיבה 2 היא שאחראית לניהול תביעות והליכים משפטיים בשם השותפות.
- 7
- 8 כמו כן, כספי ההשקעה של המשקיעים הוזרמו לחשבון השותפות. בהתאם להסכמי ההשקעה, המשיבה 2 היא שמחליטה בדבר הגוף בו ינוהל החשבון, וזכויות החתימה בו הן זכויות החתימה במשיבה 2. על המשיבה 2 הוטל, בהתאם להסכמי ההשקעה, לנהל את ענייניהן של השותפויות ולבצע את כל הפעולות הנדרשות לשם קידום מטרתן (ר' למשל נספח ה', ט', ל, לה, מא לבקשת האישור). המשיבה 2, בתור השותף הכללי בשותפויות המוגבלות, עוקבת גם אחר ביצוע הפרויקט במטרה לזהות בעיות שיתעוררו בו ולנסות לוודא שהן מטופלות. כעולה מתשובת המשיבים לבקשת האישור, במקרים מסוימים השותף הכללי אף פועל עבור השותפות באופנים שונים כדי להתערב במהלך הפרויקט.
- 17
67. אכן, גורל הכספים תלוי במידה רבה בגורמים שלישיים המבצעים את המיזם, בו אין לקרן הגשמה חלק. אולם עובדה זו אינה משליכה בהכרח על הגדרת היחידות כניירות ערך. ראשית, כעולה מהחלטתי בעניין **פיירטרייד**, גם כאשר אין ליוזם ההשקעה שליטה בכספי המשקיע, ייתכן שיחולו יתר ההצדקות שיחייבו את המסקנה לפיה מדובר בנייר ערך.
- 23
- 24 שנית, למרות שהכספים הושקעו בפרויקט שהקרן לא ניהלה בעצמה, לקרן הייתה שליטה על כספי ההשקעה והתשואה שלה. כך, לשיטת המשיבים עצמם, הקרן פועלת, הן לפני ההשקעה והן לאחריה, במהלך חייו של הפרויקט, מתוך מטרה להשיא את כספי ההשקעה. לפני ההשקעה, פועלת הקרן כדי לאתר ולהציע לציבור את ההשקעות שבהתאם לבדיקות שהיא עורכת, היא סבורה שהן כדאיות ומתאימות להשקעה. בהמשך, הקרן היא שמעצבת את תנאי ההשקעה, ובין היתר



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 את אחוז הרווחים שהמשקיעים צפויים לקבל, כמו גם את המנגנונים שיש בהם  
2 כדי להגדיל או להקטין את אפשרות השתתפות היזם ברווחי ההשקעה.

3  
4 אף לאחר ההתקשרות עם היזם, הקרן פועלת כדי לוודא שהפרויקט מתקדם באופן  
5 שיניב למשקיעים תשואה ראויה להשקעתם. מכאן שאיכות התנהלותה של הקרן –  
6 מאיתור הפרויקט, הערכותיה ביחס לאיתנות היזם, הבטוחות שלו והתוכנית  
7 העסקית שלו, דרך איכות ניהול המשא ומתן, ועד לפיקוח על התקדמות הפרויקט  
8 – משפיעה בכל ההיבטים הללו על התשואה שתניב ההשקעה.

9  
10 .68 בעניין א.ד.ר נדון מבנה השקעה דומה לזה נושא החלטה דנן. באותו עניין היה  
11 מדובר בחברה שעסקה בפעילות של איתור וקיבוץ משקיעים פוטנציאליים  
12 לרכישת זכויות בפוליסות ביטוח חיים של מבוטחים בארה"ב, שהיו מעוניינים  
13 למכור את זכויותיהם באותן פוליסות. בדומה למקרה דנן, אותה חברה פעלה מצד  
14 אחד כדי לאתר את מושא ההשקעה; ומהצד השני – כדי לאתר משקיעים שירכשו  
15 את ההשקעה באמצעות תאגיד ייעודי שהוקם לצורך כך. גם באותו עניין נקבע כי  
16 הסכמי ההשקעה הם ניירות ערך, תוך שבית המשפט דחה את טענות החברה לפיה  
17 היא שימשה רק כמתווכת של ההשקעה, וכי מידת ההצלחה של ההשקעות אינה  
18 תלויה בפעילותה.

### פערי המידע בין המשקיעים לקרן

19  
20  
21 .69 כאמור לעיל, הקרן היא שאיתרה את ההשקעות אותן היא הציעה למשקיעים,  
22 והיא גם זו שהתקשרה עם היזם וקבעה את תנאי החזר ההשקעה. מכוח תפקידה  
23 כשותף הכללי בשותפות, הייתה הקרן אחראית גם לעקוב אחר ביצוע הפרויקט.  
24 לכן, למרות שההשקעות לא בוצעו בקרן עצמה, הייתה לה נגישות לקבלת מידע על  
25 היזם והפרויקט הנדלי"ני. מידע זה השפיע על הסיכונים הגלומים בפעילות.

26  
27 מדובר בין היתר במידע בדבר איתנותו של היזם, הבטוחות להבטחת כספי  
28 ההשקעה של המשקיעים והגורמים שיש בהם כדי להשפיע על הוצאתו של  
29 הפרויקט אל הפועל. כן היה לקרן מידע הנוגע לה עצמה: מערך התמריצים שלה,  
30 ניסיונה וניגוד עניינים אפשרי ביחס לגיוס ההון. כל המידע הזה הוא חלק מהמידע



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הרלוונטי שהיה מצוי כמובן בידי הקרן (ולא בידי המשקיעים), ושהיה בו כדי  
2 להשפיע על קבלת החלטה מושכלת בדבר ההשקעה.  
3  
4 לטענת הקרן, לאחר שמשקיע שנחשף למצגות הכלליות פנה אליה והתעניין .70  
5 בפרויקט מסוים, נציג של הקרן יצר עמו קשר והעביר לו מידע בהתאם לבקשותיו.  
6 המשיבים הדגישו שכל משקיע, ובפרט המבקשים, קיבל כל מידע שהוא ביקש  
7 לקבל, וכי משקיעים שונים אכן העלו בקשות שונות וקיבלו מידע נוסף לפי  
8 בקשתם.  
9  
10 אולם דווקא עובדה זו מעידה על קיומם של פערי מידע, על כך שלקרן יש מידע  
11 חיוני בקשר עם ההשקעות ועל הצורך להסדיר את אופן מסירת המידע למשקיעים.  
12 אף אם הקרן סיפקה לפי דרישה מידע נוסף, ואף אם נצא מנקודת הנחה שהקרן  
13 סיפקה את כל המידע הדרוש למי שביקש זאת, אין בכך כדי לגרוע מהצורך  
14 בהסדרה ופיקוח על המידע שהקרן מגלה למשקיעים. הסדרה כזו תבטיח שמלוא  
15 המידע יגולה לכלל המשקיעים, ולא רק לאלה המעורבים יותר ובעלי ניסיון רב  
16 יותר, המאפשר להם לדרוש את המידע החסר.  
17  
18 למסקנה דומה הגיע בית המשפט בעניין א.ד.ר (פס" 55), שם נקבע כי:  
19 **"פיקוח על ידי רשות ניירות ערך הוא בעל חשיבות רבה להבטחת**  
20 **איכות המידע שנמסר ואמינותו ולצורך הגנה מלאה ושלמה על**  
21 **ציבור המשקיעים. גילוי וולונטרי אינו כגילוי סטטוטורי. חובות**  
22 **הגילוי של תאגיד עליו חלים דיני ניירות ערך אינן מסתכמות**  
23 **במידע שהתאגיד בוחר למסור כתלות ברצונו הטוב, אלא במידע**  
24 **שעליו לגלות מכוח הדין ואשר כפוף לפיקוח הרשות (ולרשות**  
25 **סמכויות לדרוש גילוי נוסף ככל שתמצא לנכון), וחלים לגביו כללי**  
26 **האחריות בחוק ניירות ערך.**  
27 **אין לצפות או להניח כי כל אחד מן המשקיעים יחקור בנוגע לכל**  
28 **הפרטים הרלוונטיים להשקעתו וידאג להציף את פערי המידע**  
29 **המרכזיים."**  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

### פערי הכוחות בשלב המשא-ומתן

1  
2 71. בעניין קדם עמד בית המשפט על כך כי המונח "סדרה" בהגדרת "נייר ערך" מצביע  
3 בין היתר על כך שבדרך כלל לא מתאפשר משא ומתן אמיתי ביחס לתנאי נייר  
4 הערך בין התאגיד המנפיק לבין המשקיע, ותנאי ההתקשרות בין הצדדים מזכירים  
5 לכן חוזה אחיד בו המשקיע אינו לוקח חלק בעיצוב ההתקשרות החוזית.

6

7 הפערים בכוח המיקוח הם אחד מהביטויים לפערי הכוחות המאפיינים את  
8 ההשקעות הסבילות ומצדיקים את החלת ההגנות הקבועות בחוק ניירות ערך.  
9 קיומו של מרחב תמרון למשקיע מול מגייס הכספים, ושונות משמעותית בין  
10 הסכמי ההלוואה השונים, היא אינדיקציה להיעדר פערי כוחות בין הצדדים באופן  
11 המחליש גם את יתר ההצדקות להחלת דיני ניירות ערך, ולהיפך.

12

13 72. בעניינינו, הסכמי ההשקעה עליהם חותמים המשקיעים הם הסכמים אחידים.  
14 חלקם שונים זה מזה בהיקף ההשקעה והתשואה שתתקבל, אך זאת בהתאם למה  
15 שמציעה הקרן ולא כתוצאה של משא-ומתן בין הצדדים. גם עובדה זו מחזקת את  
16 המסקנה ביחס לפערי הכוחות ופסיביות ההשקעה.

17

18 בהקשר זה יוער כי הקרן ציינה כי בשלב ההחלטה על ההשקעה, לאחר קבלת  
19 המצגת, תהליך העבודה מול המשקיעים הוא פרטני ונציג של הקרן נמצא בקשר  
20 אישי עם כל משקיע. אולם, גם אם מדובר בקשר אישי עם כל אחד מהמשקיעים  
21 הפוטנציאליים, נראה כי מדובר בקשר שיווקי שאיננו משפיע על תנאי ההתקשרות.

22

### 23 הצורך בדיווח שוטף

24 73. בהסכמי השותפות שהוצגו בהליך (ר' למשל נספח ה', ט', ל, לה, מא לבקשת  
25 האישור), נקבע כי למעט במקרה של מוות, פשיטת רגל, חוסר יכולת פירעון או  
26 פירוק של שותף מוגבל, יחידות השתתפות בשותפות אינן עבירות. מכאן  
27 שהמשקיעים אינם רשאים לסחור בהשקעתם ולכן לא קיים ולא צפוי להתקיים  
28 שוק משני. המשקיעים אינם זכאים גם למשוך את השקעתם בשותפות או לגרום  
29 לפירוקה.

30





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 אני סבורה כי העדרו של הרכיב של שוק משני איננו צריך לשלול את המסקנה  
2 לפיה היחידות הן ניירות ערך. זאת בין היתר כי העדרו של שוק משני איננו שולל  
3 מיניה וביה את הצורך בדיווח שוטף ביחס ליחידות לאורך תקופת ההשקעה  
4 (שעשויה להיות תקופה ממושכת). הדיווח עשוי להועיל למשקיעים גם אם אלה  
5 אינם יכולים לממש את ההשקעה במהלך התקופה – כדי שהם יוכלו להעריך בכל  
6 רגע נתון את שווי ההשקעה שלהם ולכלכל את צעדיהם בהתאם.

7  
8 לכן, ישנה חשיבות (גם אם פחותה) לכך שבמהלך התקופה בה מחזיקים  
9 המשקיעים ביחידות, הם יקבלו מידע בדבר השקעתם. בכלל זה יש חשיבות לכך  
10 שהם ידעו האם היזם עומד ביעדיו או שיש עיכוב בפרויקט, כאשר גם לשיטת  
11 המשיבים מידע זה נוגע לסיכון אינהרנטי בהשקעה ביזמות נדל"ן (ר' למשל סעי'  
12 161 לתשובה לבקשת האישור). כן יש חשיבות למידע בנוגע לשאלה האם הגורם  
13 המממן שהנכס משועבד לטובתו מבקש לממש את השיעבוד; האם חלו שינויים  
14 מהותיים שיש בהם כדי להשפיע על שווי העסקה – כגון שינויים בביקוש, במיסוי  
15 או שינויים רגולטוריים אחרים; והאם התקבלו כספים כלשהם מהפרויקט.

16  
17 74. הקרן ציינה כי גם לאחר ההשקעה, יכול היה המשקיע ליצור קשר עם הגורמים  
18 הרלוונטיים בקרן כדי להתעדכן במצב השקעתו, וכי בנוסף הועברו למשקיעים על  
19 ידי הקרן עדכונים רבעוניים. טענה זו מעידה קודם כל על כך כי חרף העדר היכולת  
20 לממש את ההשקעה או לסחור בה, נדרש למשקיעים מידע רבעוני שוטף לגביה –  
21 כאשר גם הקרן הייתה מודעת לכך. בנסיבות אלה, מוטב כי ההסדרה של גילוי  
22 המידע תיעשה מכוח הדין, וזאת חלף האפשרות של גילוי וולונטרי על ידי הקרן.  
23 גילוי כזה איננו מחליף כאמור את הצורך בגילוי סטטוטורי תוך הסדר מלא ביחס  
24 לתכני הגילוי ופיקוח עליו.

### היעדר רגולציה חלופית

25  
26  
27 75. לטעמי, אין די בדין הכללי (ובפרט דיני החוזים והנזיקין) כדי להוות הגנה שדי בה  
28 למשקיעי הקרן, באופן שיהווה תחליף הולם לדיני ניירות ערך. חלק גדול  
29 מההשקעות נועדו לפרויקטים המתנהלים בחו"ל, כאשר לתובעים אין יריבות  
30 ישירה עם היזם המנהל את הפרויקט בו מושקעים הכספים. פערי המידע בין



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הצדדים והסיכונים הנלווים לפרויקט מסוג זה (בעיקר לאור העובדה שההשקעות  
2 היו ברובן ממונפות), כמו גם העובדה שהקרן שיווקה והציגה עצמה כגוף מקצועי  
3 שמטרתו לסייע למשקיעים קטנים ולא מנוסים, כאשר סכומי ההשקעה היו יחסית  
4 גבוהים - מצדיקים להחיל על פעילות הקרן את ההגנות שמקנה החוק למשקיעים  
5 ואת הפיקוח החל מכוחו.

### ייעוד כספי ההשקעה

8 הקרן טענה עוד כי כספי המשקיעים לא הושקעו בהגשמה עצמה ויועדו לא  
9 לעסקיה של הגשמה אלא למימון הפרויקטים הנדליניים. אכן במקרים רבים,  
10 הנפקה של ניירות ערך משמשת למימון פעילותו העסקית של התאגיד המנפיק  
11 ומגייס את הכספים. יחד עם זאת, אינני סבורה כי מאפיין זה הוא הכרחי לצורך  
12 סיווגו של מכשיר השקעה כנייר ערך, ואין זה מן הנמנע כי כספי ההשקעה ישמשו  
13 למטרות חיצוניות לתאגיד.

15 וסרמן ומזר-לייסט התייחסו במאמרם לשאלת ייעוד כספי ההשקעה, ובפרט  
16 למיזמים העוסקים בגיוס כספים שנועדו לרכישת זכויות בפרויקטים בתחום  
17 הנדלין המנוהלים בידי גורמים אחרים. לשיטתם אין ליחס חשיבות לשאלה אם  
18 כספי ההשקעה יועדו למימון עסקיו של מגייס הכספים לצורך הכרעה אם מדובר  
19 בנייר ערך. זאת משום שהתשקיף וחובת הגילוי בהמשך חיי ההשקעה נועדו לספק  
20 לציבור המשקיעים מידע לא רק ביחס לכישורי יוזם ההשקעה ותפקידיו, אלא גם  
21 ביחס לפעילות בה יושקעו הכספים, הסיכויים והסיכונים שבה (ר' עמ' 193-191).

23 עמדה זו מקובלת עלי. אף אני סבורה כי יש להחיל את דיני ניירות ערך גם על מי  
24 שגייס כספים שנועדו למטרות חיצוניות ולא לפעילותו שלו. קביעה לפיה במקרים  
25 בהם מעביר מגייס ההשקעה את הכספים שגייס לגורם אחר הוא פטור מתחולת  
26 חובת פרסום התשקיף, תאפשר עקיפה של החוק והותרה של המשקיעים חסרי  
27 הגנה. זאת למרות שגם במקרים כאלה מתקיימות יתר ההצדקות העומדות בבסיס  
28 דיני ניירות ערך ובחובות מכוחם.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 כד, בין היתר, גם ביחס להשקעות מסוג זה נדרשת אספקת מידע אודות הפעילות  
2 בה מושקעים הכספים כדי לצמצם את פערי המידע ולאפשר למשקיעים פסיביים  
3 לקבל החלטות השקעה מושכלות. מעבר לכך, כפי שהובהר לעיל, אף שהכספים לא  
4 הושקעו בקרן אלא בפרויקטים חיצוניים לה, לקרן הייתה השפעה על תשואת  
5 המשקיע, ואף לשיטתה שלה היא פעלה לאורך חיי הפרויקט כדי לוודא את  
6 התקדמותו ולקדם את השאת הרווחים למשקיעים.

7  
8 בשולי הדברים יצוין כי המסקנה לפיה יחידות ההשתתפות הן ניירות ערך,  
9 מתחזקת מפעולותיה של הקרן עצמה. כך, מפנייתה של הקרן לרשות ניירות ערך  
10 מיום 11.9.2016 (נספח מו לבקשת האישור), עולה כי הקרן הגישה טיוטת תשקיף  
11 לצורך הסדרת פעילותה כגוף מפקח לאור עמדת הרשות ביחס לפרסומים שיש  
12 לראות בהם "הצעה לציבור". זאת מבלי שהקרן העלתה טענות ביחס לכך  
13 שהמכשירים המוצעים על ידיה לציבור אינם "נייר ערך". מסקנה דומה עולה  
14 מאופן ההתנהלות של הקרן שיתואר להלן, כאשר היא מכרה כל סוג של יחידות  
15 השתתפות ללא יותר מ-35 משקיעים.

16  
17 לסיכום נקודה זו – לאור אופי ההשקעות שהקרן שיווקה ומכרה - מכשירי השקעה  
18 פיננסיים פסיביים שתכליתם השאת רווחים עבור המשקיעים תוך סיכון כספי  
19 המשקיעים - יחידות ההשתתפות אותן מכרה הקרן הן "ניירות ערך".  
20

### האם פרסומיה של הקרן היו "הצעה לציבור" או שחל לגביהם החרוג?

21  
22 79. חרף המסקנה שלעיל, טוענים המשיבים כי לא חלה עליהם חובה לפרסם תשקיף  
23 שכן פרסומי הקרן והצעותיה לציבור לרכוש את יחידות ההשתתפות אינם "הצעה  
24 לציבור". לגישתם, פרסומים אלה חוסים תחת החרוג שהיה קיים בסעי' 15א(א)(4)  
25 לחוק ניירות ערך, לפני כניסתו לתוקף של תיקון 58 לחוק, בסוף שנת 2015.  
26 לשיטתם, החרוג התיר באותה התקופה פרסום הצעה ליותר מ-35 ניצעים ללא  
27 תשקיף (בלא שחלו על הפרסום עצמו הגבלות), וזאת בתנאי שהמכירה בפועל  
28 הייתה ללא יותר מ-35 משקיעים. המשיבים טענו כי הקרן פעלה בהתאם להוראה  
29 זו, מאחר שכל סוג של יחידות השתתפות נמכר ללא יותר מ-35 משקיעים.  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 מנגד טענו המבקשים כי השוואה בין נוסח הסעיפים לפני התיקון ואחריו, מעידה  
2 על כך כי התיקון לא שינה את המצב החוקי באופן משמעותי, וכי מדובר ב"תיקון  
3 מבהיר". לכן אין בחריג זה גם בנוסחו הקודם כדי לפטור את הקרן מחובת  
4 התשקיף. עוד טענו המבקשים כי גם קודם לתיקון 58, חל החריג האמור רק ביחס  
5 לפרסום כללי. מנגד, הפנייה הראשונית של הגשמה הופנתה לכל חברי המאגר שלה  
6 שמנה כ-32,000 חברים, והיא כללה פרטים כמו מחיר ותשואה צפויה.

7  
8 כפי שיובהר להלן, אני סבורה כי קיים סיכוי סביר שבהליך העיקר ייקבע כי  
9 פרסומי הקרן אינם באים בגדר החריג כפי שהוא נוסח בתקופה הרלוונטית. זאת  
10 הן משום שפרסומיה של הקרן הופנו ליותר מ-35 ניצעים, באופן שהיה אסור גם  
11 בהתאם לנוסחו הקודם של סעיף 15א(א)(4); והן משום שגם המכירה - לפחות  
12 ביחס לחלק מהפרויקטים, הייתה לקבוצה של מעל ל-35 משקיעים.

### פרשנות החריג לסעיף 15א(א)(4) עובר לתיקון 58

14  
15 80. אני סבורה כי פרסומיה של הקרן היוו "הצעה לציבור" גם בהתאם לנוסחו של  
16 החריג עובר לתיקון 58.

17  
18 נוסחו של סעיף 15א(א)(4) לפני תיקון 58 היה כדלקמן:

19 "15א. (א) לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור –

20 [...]

21 (4) פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך –

22 (א) למציעים שמספרם אינו עולה על המספר הקבוע התקנות

23 לעניין פסקת משנה (1), שייבחרו בהליך שיקבע המפרסם;

24 (ב) למשקיעים כאמור בפסקה (7)".

25  
26 נוסחו של הסעיף כיום לאחר התיקון הוא כדלקמן:

27 "15א. (א) לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור –

28 [...]

29 (4) פרסום כללי בדבר כוונה להציע ניירות ערך, שאינו כולל

30 נתונים כספיים ואת פרטי ההצעה, לרבות מחיר, ריבית ותשואה,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 **ובלבד שניירות הערך יוצעו ויימכרו רק למשקיעים שמספרם אינו**  
2 **עולה על המספר הקבוע בתקנות לעניין פסקה (1) או למשקיעים**  
3 **כאמור בפסקה (7), ושברסום תצוין המגבלה על הצעה ומכירה**  
4 **של ניירות הערך בנוגע לזהות המשקיעים או למספרם כאמור;**  
5

6 מההשוואה בין הנסחים הללו עולה כי הנוסח הקודם החריג פרסום של "כוונה  
7 למכור" כאשר המכירה עצמה היא לפחות מ-35 משקיעים. מנגד, הנוסח המתוקן  
8 מחריג פרסום "כללי" (ולא כל פרסום) בדבר "כוונה להציע" (ולא רק כוונה  
9 למכור). המחלוקת בין הצדדים היא בשאלה האם החריג בנוסחו הקודם הגביל רק  
10 את מספר הרוכשים ל-35, כך שהוא התיר פנייה לציבור הרחב בהצעה לרכוש  
11 ניירות ערך ללא הגבלות על תוכן הפרסום עצמו; או שהוא הגביל גם את מספר  
12 הניצעים שאליהם רשאי המציע לפנות. מאחר שאין מחלוקת ביחס לפרשנות  
13 הסעיף לאחר התיקון, השאלה היא האם התיקון שינה את המצב שהיה קיים  
14 קודם לכן, או שהוא נועד רק כדי להבהיר שמגבלת 35 המשקיעים חלה כבר בשלב  
15 ההצעה.

16  
17 כדי לבחון האם הסעיף בנוסחו הקודם הגביל גם את מספר הניצעים, נתייחס  
18 לפרשנות הסעיף לפני התיקון (בהתאם ללשון הסעיף ותכליותיו). כן נתייחס  
19 לאינדיקציות הפרשניות ביחס לתהליך התיקון כדי לברר האם מדובר בתיקון  
20 ששינה את המצב החוקי או בתיקון שרק הבהיר אותו.

21  
22 **לשון הסעיף ועמדתה הפרשנית של רשות ניירות ערך -** לשונו של הסעיף עובר  
23 לתיקון היא עמומה, והיא אינה נותנת מענה ברור ביחס לפרסום לציבור המותר  
24 לפיו. עמימות זו אף הובילה לחוסר עקביות בפרשנות הרשות את הסעיף בנוסחו  
25 הקודם. בעת"מ (ת"א) 18700-04-16 **אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך**  
26 (18.9.2016) עמדתי בהרחבה על השינוי בעמדתה של הרשות לאורך השנים, ועל  
27 הרקע שקדם לתיקון הסעיף (ר' גם עמדות הרשות שצורפו כנספחים מ-נא  
28 לבקשת האישור באותו עניין).  
29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1 כד, עמדתה הראשונית של הרשות הייתה כי יש לתת לחריג זה פרשנות רחבה. אך  
2 לנוכח צמיחתה של תופעת ההשקעות הבלתי מפקחות, וכאשר הרשות סברה כי  
3 לפרשנות כזו יש השלכות בעייתיות על ציבור המשקיעים, שינתה הרשות את  
4 מדיניותה. כתוצאה מכך אימצה הרשות גישה פרשנית מצמצמת לפיה לא רק  
5 מכירה אלא גם הצעה ליותר מ-35 ניצעים היא אסורה (שינוי גישה זה בא לידי  
6 ביטוי במכתב הרשות במענה לפניה מקדמית – ס' 15 לחוק ניירות ערך  
7 (2013.11.12)). בהתאם לעמדה זו, פירסמה הרשות בחודש ספטמבר 2014 הצעה  
8 לתיקון סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך להערות הציבור. בסופו של דבר תוקן  
9 הסעיף ברוח זו במסגרת חוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי  
10 הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2015.
- 11
- 12 **82. האם מדובר בתיקון מבהיר?** - עמדת המשיבים היא כאמור כי קיומו של התיקון  
13 מעיד על כך כי המצב החוקי לפני שהוא נכנס לתוקף היה שונה. אולם מסקנה זו  
14 אינה מתחייבת. כפי שהובהר זה מכבר בפסיקה, תיקון דבר חקיקה אינו בהכרח  
15 תיקון המשנה את הדין, ומטרתו עשויה להיות להבהיר ולהסיר ספק (ר' למשל:  
16 ע"א 4526/14 פקיד שומה ירושלים נ' רז, פס' 32 (9.5.2016); ע"א 8847/13 שפירא  
17 נ' פקיד שומה גוש דן, פס' 19 (5.9.2016)). כדי לבחון האם מדובר בתיקון משנה או  
18 תיקון מבהיר, יש להידרש גם לתכלית החקיקה.
- 19
- 20 **83. התכלית הסובייקטיבית - התכלית הסובייקטיבית של התיקון, כפי שהיא נלמדת**  
21 **מהרקע לחקיקתו, תומכת במסקנה שאכן המדובר בתיקון מבהיר כפי שטענו**  
22 **המבקשים. כך עולה למשל מהדיון במליאת הרשות בה אושרה העברת הצעת**  
23 **החוק לאישור הכנסת:**
- 24 **"מטרת המחוקק הייתה להסדיר...חריגים נקודתיים ביותר, כגון**  
25 **מכירת מניות הבנקים על-ידי המדינה או מכירה בידי מפרק**  
26 **שבידיו חבילת ניירות ערך של חברה מסוימת. יחד עם זאת,**  
27 **במהלך השנים, נוצרו בשוק פרשנויות שונות לסעיף זה. מוצע**  
28 **להבהיר את כוונתו המקורית של המחוקק בהסדרת חריגים**  
29 **נקודתיים ביותר, כגון הצעת מכירת ניירות ערך על ידי מפרק,**  
30 **כונס נכסים, ממונה או בית המשפט למספר מצומצם של**



**המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו**

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 משקיעים ובהליך מסודר עליו ניתנת הודעה מראש. עמדת הסגל  
2 הינה כי 'פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך' המותר לפי  
3 הפטור, הינו פרסום כללי שמטרתו איתור קבוצת משקיעים  
4 פוטנציאליים מצומצמת אשר ניתן יהיה להציע לה ניירות ערך  
5 תחת מגבלות הדין. תנאי הכרחי אם כן הוא, שאחרי הפרסום  
6 הכללי יתבצע הליך נוסף, כפי שיגדיר המפרסם מול קבוצת  
7 המשקיעים המצומצמת שבמסגרתו תתבצע ההצעה וייקבעו תנאי  
8 ההנפקה" (ההדגשה היא שלי, ר.ר., פרוטוקול מליאת רשות ניירות  
9 ערך מיום 31.05.2015, עמ' 8).

10  
11 מסקנה דומה עולה גם מהדיון שהתקיים בוועדת הכספים ביחס לתיקון, שם נאמר  
12 כדלקמן:

13 "פה אנחנו מתקנים פטור שקיים היום בחוק ניירות ערך, שלא  
14 היה ברור למה הוא מתייחס בדיוק. היו פרשנויות שונות, על אף  
15 שהרשות כבר הוציאה עמדת סגל שמפרשת, ופה אנחנו רוצים  
16 לתת לה מעמד בתוך החוק. הפסקה שקיימת היום באמת מוגבלת  
17 להצעות ספציפיות כמו של מפרק, כונס נכסים ודברים כאלה,  
18 ופרסום כללי, שהוא עדיין לא בגדר הצעה ומכירה של ניירות ערך,  
19 הוא באמת רק משהו מאוד-מאוד כללי, אין בו נתונים כספיים  
20 ופרטים, ורק אותו מותר לעשות בשלב הזה שהוא לא תשקיף"  
21 (פרוטוקול מס' 195 משיבת ועדת הכספים, מיום 14.12.2015).

22  
23 המסקנה לפיה מדובר בתיקון מבהיר, עולה גם מהכרעת דין של השופט ח' כבוב  
24 בת"פ (ת"א) 52446-06-16 מדינת ישראל נ' ברמלי (13.10.2020, ור' גם וסרמן  
25 ומזר-לייסט, בעמ' 204).

26  
27 מסקנה זו נלמדת גם מקריאת הסעיף לאור לשונו של החריג הקבוע בסעיף .84  
28 א15(א)1. סעיף א15(א)1 קובע כי הצעה או מכירה של ניירות ערך ל-35  
29 משקיעים או פחות אינה טעונה פרסום תשקיף (ר' תקנה 2 לתקנות ניירות ערך  
30 (פרטים לעניין סעיפים א15 עד א15 לחוק), התש"ס-2000). היינו, חובת פרסום



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 התשקיף חלה לא רק במכירה ליותר מ-35 רוכשים אלא גם בהצעה של ליותר מ-  
2 35 ניצעים. פרשנות לפיה ניתן לפנות לציבור הרחב בהצעה לרכוש ניירות ערך - כל  
3 עוד הרכישה עצמה תוגבל ל-35 משקיעים, מאיינת למעשה את האיסור על ביצוע  
4 הצעה (ולא רק מכירה), ליותר מ-35 משקיעים ואינה מוסיפה עליו.

5  
6 לכן, הפרשנות העולה בקנה אחד עם יתר הוראות החוק, היא כי התיקון לסעיף  
7 15א(א)(4), נועד להבהיר כי כאשר ניירות ערך מוצעים או נמכרים למספר  
8 משקיעים הנמוך מ-35, באופן הפוטר מחובת התשקיף בהתאם לחריג הקבוע  
9 בס"ק (1), ניתן לפרסם פרסום כללי לציבור הרחב בדבר הכוונה לעשות כן. ס"ק (1)  
10 מתיר להציע ולמכור ללא תשקיף למספר משקיעים הנמוך מ-35. אלמלא ס"ק (4)  
11 לא ניתן היה לפרסם באופן רחב לציבור, גם אם בסופו של דבר היו ההצעה  
12 והמכירה למספר משקיעים הנמוך מ-35. ס"ק (4) נועד להתיר את הפרסום –  
13 שאינו עולה לכדי הצעה – למספר רב של משקיעים, אך זאת בתנאי שההצעה  
14 והמכירה לאחר הפרסום יהיו ל-35 משקיעים לכל היותר. כדי שתישמר ההבחנה  
15 בין פרסום שאינו עולה לכדי הצעה לבין הצעה, צריך הפרסום להיות כללי. את  
16 התנאי הזה נועד התיקון להבהיר.

17  
18 **פרשנות תכליתית -** גם פרשנות תכליתית של סעיף 15א(א)(4) מביאה לאותה .85  
19 מסקנה. כאמור לעיל, התשקיף מבטיח לציבור המשקיעים שהמידע שאותו הוא  
20 יקבל יהיה מידע שלם ולא מטעה, באופן שיאפשר לו לבצע החלטה מושכלת בנוגע  
21 להשקעתו. בעניין **קדם** עמד בית המשפט העליון על ההצדקה להחרגה של מכירה  
22 לפחות מ-35 משקיעים מתחולת החוק בהתאם לתכליתו. בית המשפט ציין שם כי  
23 החרגה "משתמש בכמות המשקיעים המצומצמת כאינדיקציה למקרים בהם אין  
24 חשש מפערי כוחות בין הצדדים; זאת מתוך הנחה שפערי הכוחות אינם גדולים  
25 בעסקאות מול מספר מצומצם של משקיעים, ומתאפשר בהן משא-ומתן הוגן".

26  
27 קביעה לפיה החרגה הקבוע בסעיף 15א(א)(4) לא נועד מלכתחילה לחול על פרסום  
28 הצעה, ולכן לפני התיקון ניתן היה לפנות לציבור הרחב תמיד בפרסום הצעה  
29 לרכוש ניירות ערך, כל עוד המכירה עצמה היא למספר הקבוע בתקנות, אינה עולה  
30 בקנה אחד עם תכלית זו כפי שהיא הובהרה בפסק דין **קדם**.





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1

2 תכלית החוק הייתה נפגעת אילו ניתן היה לפנות בהצעה למספר בלתי מוגבל של  
3 ניצעים ללא תשקיף, גם אם בסופו של דבר הייתה המכירה מתבצעת לפחות מ-35  
4 רוכשים. זאת מאחר שנסיבות כאלה של פנייה בהצעה לציבור הרחב, אינן מעידות  
5 על קיומה של ההנחה העומדת בבסיס החריג של 35 המשקיעים, המצדיקה את  
6 הפטור: בנסיבות כאלה אין סיבה להניח כי פערי הכוחות בין המנפיק למשקיע  
7 מצטמצמים. הצעה לציבור הרחב מאפשרת למגייס הכספים לאתר ביתר קלות 35  
8 משקיעים, באופן המצמצם במידה רבה את כוח המיקוח של הניצעים, שעשויים  
9 "להתחרות" ביניהם על רכישה של מספר מוגבל של ניירות ערך.

10

11 מעבר לכך, החלטת ההשקעה של הציבור מתבססת במידה רבה על המידע  
12 המפורסם בהצעה. לכן קביעה לפיה חובת פרסום התשקיף תלויה במספר  
13 הרוכשים את נייר הערך בפועל ואיננה תלויה במספר האנשים שהפרסום כוון  
14 אליהם, לא תגשים באופן המיטבי את תכלית החוק. משכך, פנייה בהצעה ללא  
15 פיקוח של הדין, ולא רק המכירה עצמה, היא בעייתית. לכן, פרשנותו הראויה של  
16 הסעיף גם לפני שהוא תוקן, היא כי הצעה לציבור אסורה אם היא מופנית ליותר  
17 מ-35 ניצעים.

18

19 **מהו פרסום העולה כדי "הצעה"?** - השאלה המהותית שנשאלת, גם בהתאם  
20 לנוסח הקודם של הסעיף, היא מהו פרסום העולה כדי "הצעה" ומהו פרסום  
21 שנכנס לגדרי החריג.

22

23 סעיף 1 לחוק מגדיר "הצעה לציבור" כ"פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש  
24 ניירות ערך". המדובר אם כן בהגדרה רחבה, באופן המעיד כי עוד קודם לתיקון,  
25 התכוון המחוקק להגביל באופן נרחב שיווק ושידול לרכישת ניירות ערך  
26 המפורסמים ללא תשקיף. לכן, הפרסום שהיה בו כדי להיכנס לגדרי החוק הוא  
27 פרסום מצומצם ביותר. ואכן, גם בהתאם לתכלית החוק, כאשר הפרסום אינו  
28 כללי וכאשר הוא כולל די פרטים (כאשר אין פיקוח על פרטים אלה בהיעדר  
29 תשקיף), מתעורר החשש שהמשקיעים לא יעמדו על בירור פרטי ההשקעה באופן  
30 ישיר מול המציע ויסתמכו על הפרסום שעלול להיות מטעה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1

2 מהאמור לעיל עולה שאומנם לשון הסעיף לפני התיקון לא נתנה מענה ברור ביחס  
3 לשאלה מה יכול לכלול הפרסום הראשוני לציבור הרחב, אולם פרשנותו  
4 התכליתית היא כי גם בהתאם לנוסח הקודם שלו, חל איסור להציע (ולא רק  
5 למכור) את ניירות הערך ליותר מ-35 ניצעים, גם אם מכירת ניירות הערך תהיה  
6 מוגבלת בסופו של דבר ל-35 משקיעים. לכן הפרסום המותר הוא רק כזה שאינו  
7 עולה לכדי "הצעה". היות שהצעה מוגדרת באופן רחב ביותר, הרי שעל הפרסום  
8 המותר להיות מצומצם ביותר. התיקון נועד להבהיר זאת.

9

10 פרסומי הקרן הם "הצעה" למעל ל-35 משקיעים

11 87. בתקופה בה השקיעו המבקשים ורכשו את יחידות ההשתתפות בקרן, כללו  
12 הפרסומים הראשוניים שלה, שהופנו לכל מאגר המשקיעים של הקרן (שכלל  
13 עשרות אלפי אנשים), תמצית של פרטי העסקה. בכלל זה פורסם מידע אודות זמן  
14 ההשקעה, סכום ההשקעה והתשואה הצפויה (ר' למשל נספח מז לבקשת האישור).  
15 בשלב השני נשלחו מצגות מפורטות יותר למתעניינים, וזאת בלא שהייתה מגבלה  
16 על מספר המתעניינים שניתן היה לשלוח אליהם את המצגות.

17

18 המצגות כללו פרטים רבים, ובכלל זה מידע אודות עלות הפרויקט, ההון העצמי  
19 הנדרש מהמשקיעים, התשואה הצפויה, הזמן הצפוי לקבלתה, פרטים על השוק  
20 הרלוונטי, האזור בו ממוקם הנכס, פרטים על הנכס עצמו, פרטים אודות היזם  
21 וניסיונו הקודם. חלק מהמצגות כללו גם הערכות ביחס לסיכון הגלום בהשקעה.

22

23 אין ספק כי מכלול הפרטים הזה עולה כדי הצעה, וכי הוא חורג מהיקף המידע  
24 שמתיר החוק להציג בפרסום הראשוני. משכך, אף אם התיקון צמצם את הפרטים  
25 שהיה ניתן לכלול קודם לכן בפרסום הראשוני, אני סבורה כי פרסומיה של הקרן  
26 לציבור הרחב, עלו כדי "הצעה" ולכן לא נכנסו בגדרי החרג.

27

28 הקרן מכרה ניירות ערך ליותר מ-35 משקיעים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 מבלי לגרוע מהאמור, הרי שהחריג הקבוע בסעיף 15א(א)(4) עליו נסמכו המשיבים, .88  
2 חל רק כאשר ניירות הערך נמכרים לפחות מ-35 משקיעים. ספק אם תנאי זה  
3 מתקיים בענייננו.

4

5 סעיף 15א(א)(1), אליו מפנה סעיף 15א(א)(4) קובע כי לצורכי הסעיף "יימנו בנפרד  
6 משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות,  
7 ומשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים". בית המשפט העליון קבע בעניין קדם כי  
8 המשמעות היא שלעניין הסעיף יש למנות יחדיו משקיעים בסדרות שונות (ר' פסי'  
9 כד-כו לפסק הדין של השופט רובינשטיין).

10

11 הכוונה בסעיף 15א(א)(1) הייתה לפטור תאגידים המגייסים הון בהיקף קטן  
12 מחובת פרסום תשקיף. לכן אין נפקות לשאלה כמה משקיעים היו בכל סדרה של  
13 ניירות ערך בנפרד, אלא השאלה העיקרית היא מכמה משקיעים גויס ההון עבור  
14 כל מיזם. הקביעה שיש למנות יחדיו סדרות שונות מגשימה תכלית זו, ומונעת  
15 הפרדה מלאכותית בין המשקיעים שכל תכליתה ליהנות מהפטור.

16

17 במיזמים בהם השקיעו המבקשים היו מספר מסלולי השקעה – "סילבר", "גולד"  
18 ו-"פלטיניום" – שנבדלו ביניהם בסכום ההשקעה, בתשואה ובקדימות בזכות  
19 לקבלת רווחים. המשקיעים מכל סוג התאגדו בשותפות נפרדת, כאשר בכל  
20 שותפות היו לא יותר מ-35 שותפים. לטענת המשיבים, גם אם יש לראות בהסכמי  
21 ההשקעה ניירות ערך בניגוד לעמדתם, ניירות הערך נמכרו, בהתאם לחריג הקבוע  
22 בחוק, לפחות מ-35 משקיעים.

23

24 אני סבורה - לאור האמור לעיל – ואף מבלי לקבוע האם הסכמי ההשקעה בכל  
25 פרויקט היו סדרה אחת או מספר סדרות נפרדות בהתאם למסלולי ההשקעה, כי  
26 למצער לצורך סעיף 15א(1) יש למנות יחדיו את הסכמי ההשקעה הנחתמים  
27 במסגרת אותה תכנית מימון של פרויקט מסוים. זאת מאחר שההבדלים ביניהם  
28 נוגעים בעיקרם לסכום ההשקעה ולשיעור הריבית לה יהיה זכאי כל משקיע.

29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 המסקנה העולה מכל האמור היא כי הקרן שיווקה ומכרה ניירות ערך ללא פרסום  
2 תשקיף ומבלי שחל לגביה אחד מהחריגים הקבועים בחוק. בכך הפרה הקרן את  
3 הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך. לכן יש לבחון מהי הנפקות של הפרה זו ואילו  
4 סעדים עומדים בגינה למשקיעים.

### עילות התביעה

#### חוזה בלתי חוקי

8 90. כזכור, המבקשים ביססו את בקשתם בעיקר על עילת תביעה הנובעת מהטענה  
9 לפיה הסכמי ההשקעה היו חוזים בלתי חוקיים בהתאם לסעיף 30 לחוק החוזים.  
10 לטענתם, כריתת הסכמי ההשקעה בניגוד לחובת התשקיף, משמעה כי מדובר  
11 בחוזה בלתי חוקי. לכן, וכפי שנקבע בחוק החוזים, הסכמי ההשקעה בטלים,  
12 והמשקיעים זכאים להשבה של הסכומים שהם השקיעו מכוחם.

13  
14 מנגד טענו המשיבים כי אין בהפרת חובת פרסום התשקיף כדי להפוך את  
15 ההסכמים לבלתי חוקיים, וכי על כל פנים אין הצדקה לפסוק השבה במקרה דנן.  
16 זאת, הן לאור הוראותיו של חוק ניירות ערך אשר אינו מאפשר השבה בגין הפרת  
17 חובת התשקיף; הן משום שהחוזה כבר בוצע; והן משום שקרן הגשמה מעולם לא  
18 קיבלה בעצמה את הסכומים האמורים. טענות אלה יידונו להלן.

#### **הסכמי ההשקעה הם חוזים בלתי חוקיים**

20  
21 91. סעיף 30 לחוק החוזים קובע כי "חווה שכריתתו, תכנו או מטרתו הם בלתי  
22 חוקיים, בלתי מוסריים או סותרים את תקנת הציבור – בטל." בענייננו טענו  
23 המבקשים כי החוזה בלתי חוקי ביחס לכריתתו.

24  
25 ככלל, חוזה המנוגד להוראות חוק חיצוניות הוא חוזה "בלתי חוקי". כך, למשל,  
26 נפסק כי התקשרות של רשות ציבורית בניגוד לחובה לקיים הליך של מכרז או  
27 חוזה שכרתה הרשות ללא הסכמת הרשות המפקחת כשהסכמה כזו מחויבת בדין,  
28 מוגדר כחוזה שכריתתו בלתי חוקית (ע"א 4305-10 אילן נ' לוי, עמ' 13 (9.5.2012)  
29 (להלן: "ענין לוי").

30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 יחד עם זאת, לא כל הסכם שנוגד איסור בחוק יהיה בלתי חוקי במובנו של סעיף  
2 30 לחוק החוזים. השאלה אותה יש לבחון כדי לברר האם מדובר בחוזה בלתי  
3 חוקי היא האם החוק החיצוני שהופר בכריתת החוזה, ביקש להסתפק בהטלת  
4 סנקציה אישית על המתקשרים מבלי לפגוע בתוקף החוזה. כדי להכריע בשאלה זו  
5 נדרש בית המשפט לערוך הליך פרשני, עליו עמד בית המשפט העליון בעניין לוי:

6 **"בגדר כך, יאתר בית המשפט את הערכים, האינטרסים**

7 **והמטרות החברתיות שהחוק נועד להגשים מחד גיסא; יחלץ את**

8 **מטרת החוזה כפי שהיא משתקפת מנסיבות כריתתו ומאומד**

9 **דעתם של הצדדים מאידך גיסא; ומתוך איזון ביניהם יכריע**

10 **בשאלה אם ניתן להגשים את תכלית החוק מבלי לפגוע בתוקף**

11 **החוזה או שמא קיום החוזה פוגע במטרת החוק במידה שאינה**

12 **מאפשרת להסתפק בסנקציה אישית, לבר-חוזית, כדי להגשימה**

13 **[...] במלאכת בחינה זו ניצבים לנגד עיני בית המשפט הערך של**

14 **הגשמת האוטונומיה של הרצון הפרטי המצדיק הכרה בתוקף**

15 **החוזה אל מול הערכים החברתיים המוגנים בחוק שמצדיקים את**

16 **ביטולו." (ר' גם בגץ 6231/92 זגורי נ' בית הדין הארצי לעבודה**

17 **ואח', פ"ד מט(4) 749, בעמ' 770 (1995)).**

18  
19 92. האם הסכמי ההשקעה דנן, שהצדדים התקשרו בהם ללא שפורסם תשקיף ובניגוד  
20 לחובה לעשות כן, הם הסכמים בלתי חוקיים? אני סבורה כי קיומו של הסכם כזה  
21 פוגע בתכלית החוק במידה המצדיקה את סיווגו כחוזה בלתי חוקי.

22  
23 כפי שפורט בהרחבה לעיל, פרסום התשקיף הוא "שער הכניסה" לתחולת דיני  
24 ניירות הערך. התשקיף מגשים את התכליות עליהן מבוסס החוק: הגנה על ציבור  
25 המשקיעים, הבטחת גילוי נאות בעת הקצאת ניירות הערך וקידומו של שוק ניירות  
26 ערך יעיל ומשוכלל. קביעה לפיה לא ניתן לשווק ולמכור ניירות ערך ללא פרסום  
27 תשקיף מבטיחה כי המשקיעים בניירות ערך יזכו להיחשף למלוא המידע הנדרש,  
28 מאפשרת לרשות לפקח על כך, ומספקת למשקיעים הגנות רחבות הן בהתקשרות  
29 עצמה והן כל עוד הם מחזיקים בניירות הערך. החוק ביקש למנוע התקשרות  
30 לרכישת ניירות ערך ללא פרסום התשקיף ומבלי שדיני ניירות הערך יחולו על



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 ההסכם. משכך, הצעה ומכירה של ניירות ערך תוך הפרת חובת התשקיף מנוגדת  
2 לתכליות ולמטרות הבסיסיות של חוק ניירות ערך.

3

4 לטעמי, האיסור על מכירת ניירות ערך ללא תשקיף, אינו איסור שנועד רק להטיל  
5 סנקציה אישית על המתקשרים מבלי לפגוע בתוקף ההסכם. כדי להגשים את  
6 האיסור הקבוע בחוק ניירות ערך על הצעה או מכירה של ניירות ערך ללא פרסום  
7 תשקיף וליישם את תכליתו, לא ניתן להסתפק בסנקציה לבר-חוזית. אי החוקיות  
8 היא אינהרנטית לכריתת החוזה, והיא אינה מאפשרת את קיומו. מסקנה זו נובעת  
9 מעצם המטרה של החיוב בפרסום תשקיף.

10

11 מעבר לכך, בענייננו, קביעה לפיה הסכמי ההשקעה הם חוזים חוקיים וניתן  
12 לקיימם למרות העדרו של תשקיף, לא תשרת גם את התכלית של הגנה על רצון  
13 המתקשרים העומדת בבסיס דיני החוזים. זאת משום שההנחה העומדת ביסוד  
14 דיני ניירות ערך היא שללא קיומן של חובות הגילוי והדיווח, לא ניתן יהיה  
15 להבטיח למשקיעים הפוטנציאלים מידע מלא שיאפשר להם לקבל החלטה  
16 מושכלת. לכן, בהעדר פרסום תשקיף כאשר הייתה חובה לעשות כן, לא ניתן להניח  
17 כי ההסכמה המיוחסת לציבור המשקיעים היא אכן הסכמה תקפה (ר' החלטתי  
18 בת"א (ת"א) 18668-12-13 אורן ואח' נ' טי.גי.אי השקעות נדל"ן בע"מ, פס' 30  
19 ((24.3.2014)).

20

21 מכאן כי הסכמי ההשקעה של המשקיעים עם קרן הגשמה מנוגדים ליעדים שהחוק  
22 נועד להגשים, וככאלה- הם נגועים באי-חוקיות יסודית וכריתתם היא בלתי  
23 חוקית.

24

25 **האם קיימים טעמים המצדיקים לשלול את סעד ההשבה?**

26 93. סעיף 31 לחוק החוזים מחיל את סעד ההשבה הקבוע בסעיף 21 לחוק החוזים על

27 חוזה שבטל מחמת אי-חוקיות. יחד עם זאת, המחוקק קבע באותו סעיף כי בית

28 המשפט רשאי "בתנאים שימצא לנכון" לפטור צד מחובת ההשבה כולה או

29 מקצתה. במקרה דנן יש לבחון האם יכולים המשקיעים לתבוע השבה מכוח עילות

30 חיצוניות לחוק ניירות ערך; ואם כן - האם קיימות סיבות לשלילת סעד ההשבה





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1 במקרה הנדון. יש לבחון שאלות אלה באספקלריה של השלב הדיוני בו אנו  
2 מצויים, קרי שלב אישור התביעה כייצוגית.  
3
- 4 .94 הפרת החובות הקבועות בדיני ניירות ערך עשויה לבסס עילות תביעה גם לפי  
5 הדינים הכלליים ובהם דיני הנזיקין, החוזים ודיני עשיית עושר ולא במשפט (ר':  
6 ענין **רייכרט הראשון**, בעמ' 310-305; ענין **רייכרט השני**, בעמ' 523-524; רע"א  
7 378/96 **וינבלט נ' משה בורנשטיין בע"מ**, פ"ד נד(3) 247, 264-265 (2000);  
8 החלטתו של השופט כבוב בת"צ (מחוזי ת"א) 49602-11-11 **פיג'ו נ' הירשברג**  
9 (28.7.2016)). מכאן כי חוק ניירות ערך אינו קובע "ייחוד עילה" בגין הפרת חובת  
10 פרסום התשקיף. שאלה נפרדת היא "ייחוד הסעד" – כלומר האם ההסדרים  
11 הקבועים בחוק ניירות ערך מוציאים את סעד ההשבה מכוח העילות שמקורן בדין  
12 הכללי מגדר הסעדים אותם ניתן לתבוע.  
13
- 14 לטענת המשיבים, דיני ניירות ערך כוללים הסדר ממצה ביחס לאפשרות לתבוע  
15 השבה, ומייחדים את סעד ההשבה רק למקרה שבו משקיע הסתמך על פרט מטעה  
16 בתשקיף. לטענתם, המחוקק ביקש לקבוע הסדר ייחודי לסעד ההשבה, ולהעניק  
17 אותו רק כאשר הוכחה הסתמכות ותוך הגבלת תקופת ההתיישנות (לתקופה של  
18 שנתיים). לכן, לטענתם, סעד ההשבה מכוח העילה של חוזה בלתי חוקי (סעד  
19 שאינו כולל מגבלות כאלה), מנוגד לכוונת המחוקק. המשיבים הוסיפו כי בעוד  
20 שחוק ניירות ערך קובע סנקציות מפורשות להפרת הוראותיו, הוא אינו גורע  
21 מתוקפה של השקעה שנעשתה בניגוד לסעיף 15 בו. כן נטען כי המחוקק הישראלי,  
22 אשר היה מודע לאפשרות ההשבה הקבועה בדין האמריקאי, ביקש באופן מכוון  
23 להחיל הסדר שונה.  
24
- 25 .95 אני סבורה כי דינן של טענות אלה להידחות.  
26 אכן, סעיף 35 לחוק ניירות ערך קובע זכות לביטול רכישה והשבת כספי ההשקעה  
27 במקרה בו פורסם פרט מטעה בתשקיף. בחוק לא נקבע סעד דומה בגין אי פרסום  
28 תשקיף. לכן לכאורה, הסעד היחיד העומד למשקיע שהתקשר עם מנפיק בניגוד  
29 לחובת פרסום התשקיף, הוא סעד מכוח סעיף 52 לחוק. סעיף זה קובע עוולת  
30 מסגרת של הפרת חובה, והסעד מכוחו הוא סעד של פיצוי ולא סעד של השבה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 אולם, לטעמי אין בדברים אלה כדי לשלול בהכרח את קיומו של סעד ההשבה  
2 מכוח דיני החוזים.

3

4 כפי שנקבע זה מכבר בפסיקה, שתיקת החוק אינה מעידה בהכרח על הסדר שלילי  
5 והיא יכולה להצביע דווקא על חסר (לקונה) הניתן להשלמה (על"ע (ירושלים) -663  
6 90 פלוני נ' הוועד המחוזי של לשכת עורכי הדין תל-אביב-יפו, מז(3) 397 (1993)).

7 לצורך בחינת השאלה האם העדר הסדר ספציפי של השבה בחוק ניירות ערך  
8 למקרה של אי פרסום תשקיף הוא הסדר שלילי או לקונה, נדרש תהליך פרשני של  
9 ניתוח הוראות החוק ובחינה האם הגשמת תכלית החוק מחייבת הכרה בהסדר  
10 השלילי. מכאן כי אין הכרח לפרש את שתיקת המחוקק בדבר סעד ההשבה בגין  
11 הפרת חובת פרסום התשקיף כשלילת האפשרות לעשות כן (רע"א 5768-94  
12 א.ש.י.ר. יבוא יצור והפצה נ' פורום אביזרים ומוצרי צריכה בע"מ, פ"ד נב(4) 289  
13 (1998)).

14

15 בחלק הקודם של פסק דין זה עמדתי בהרחבה על פרשנות דיני ניירות הערך ועל .96  
16 התכליות העומדות בבסיסם בכלל ובבסיס החובה לפרסם תשקיף בפרט. אדגיש  
17 שוב את החשיבות הרבה שראה במחוקק בדרישת פרסום התשקיף, האוסרת על  
18 חברות שלא עמדו בחובה זו לגייס כספים מהציבור בדרך של הצעת ניירות ערך.  
19 לאור מהותו של התשקיף ולנוכח חשיבותו הרבה בהגשמת תכליות החוק, אני  
20 סבורה כי החוק לא התכוון לשלול סעדים אזרחיים אחרים בגין הפרת חובת  
21 התשקיף. בכלל זה אינני סבורה כי המחוקק התכוון להוציא מתחולתו של החוק  
22 את סעד ההשבה המוקנה לצד להסכם לא חוקי, כאשר נרכשו ניירות ערך ללא  
23 פרסום תשקיף.

24

25 לטעמי, קביעה שתשלול ממשקיעים את האפשרות לתבוע השבה כאשר נרכשו  
26 ניירות ערך תוך הפרה של חובת פרסום התשקיף, לא זו בלבד שאינה עולה בקנה  
27 אחד עם מטרת החוק, אלא שהיא עלולה דווקא לסכל את תכליתו – שהיא מניעת  
28 רכישה לא מושכלת ובלתי מפקחת של ניירות ערך. כמו כן, קביעה לפיה סעד  
29 ההשבה עומד רק כנגד מנפיק שפירסם תשקיף וכלל בו פרט מטעה, עלולה לתמרץ







## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 חברות להימנע מפרסום תשקיף כליל, שכן פרסום התשקיף עלול להעמיד אותם  
2 בפני סיכונים נוספים.

3

4 יתרה מכך – המשיבים שלא פרסמו תשקיף, היו סבורים לשיטתם כי חוק ניירות  
5 ערך אינו חל על ההשקעות שהם יזמו. משכך אין מקום לקבל טענה מטעמם לפיה  
6 המשקיעים מנועים לתבוע סעדים מכוח הדין הכללי, ובפרט מכוח דיני החוזים.

7

8 .97 אכן, סעד ההשבה מכוח חוק ניירות ערך קובע הסדר ייחודי ושונה מזה שקבוע

9 בחוק החוזים – הן מבחינת הצורך להוכיח הסתמכות כתנאי לקיומה של זכות  
10 הביטול וההשבה; והן מבחינת תקופת ההתיישנות. אולם עובדה זו אינה מחייבת  
11 את המסקנה לפיה מדובר בהסדר ממצה המונע אפשרות לתבוע השבה מכוח דיני  
12 החוזים. המדובר בהפרות שונות – אי פרסום תשקיף ופרסום תשקיף שיש בו פרט  
13 מטעה – ואין זה מן הנמנע לכן כי גם הזכות לסעדים בגין הפרות אלה תותנה  
14 בתנאים שונים למרות שמדובר באותו סעד.

15

16 בשולי הדברים אציין כי קיומו של סעיף 35 עשוי היה לעורר שאלות אחרות ביחס  
17 לייחוד העילה וייחוד הסעד שבו (כך למשל - האם בעילה של הטעיה בתשקיף  
18 מוגבל סעד ההשבה להסדר הקבוע בדיני ניירות ערך; והאם הסעיף מהווה הסדר  
19 שלילי ביחס לאפשרות לתבוע השבה בגין הסתמכות על פרט מטעה בדיווח שוטף).  
20 שאלות אלה אינן מתעוררות בענייננו ולכן אין צורך לדון בהן במסגרת החלטה זו.  
21 גם השאלה איזה דין התיישנות יש להחיל כאשר עילת התביעה בדין הכללי קובעת  
22 תקופת התיישנות שונה מעילת התביעה בדיני ניירות ערך היא שאלה שאינה  
23 מתעוררת במקרה דנן, בו אין בחוק ניירות ערך סעד מפורש המקביל לסעד ההשבה  
24 בגין הפרת התשקיף, וכאשר התביעה מבוססת על הוראות חוק החוזים.

25

26 .98 טענה נוספת שהעלו המשיבים היא כי אין מקום לסעד של השבה כאשר החוזה

27 כבר בוצע. אכן וכפי שהבהרתי לעיל, פסיקת סעד ההשבה במקרה של חוזה בלתי  
28 חוקי מסור לשיקול דעתו של בית המשפט בהתאם לס' 31 לחוק החוזים. הפסיקה  
29 קבעה כי במקרים מסוימים בהם החוזה בוצע במלואו על ידי שני הצדדים וכל צד



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 קיבל את מבוקשו מכוחו בהתאם לציפיותיו, תישלל זכות ההשבה (ע"א 7141/13  
2 **קונקטיב גרופ נ' דבוש** (26.4.2015)).

3

4 אלא שבענייננו, וכפי שהובהר כבר לעיל, היעדרו של תשקיף פוגע בעצם ההסכמה  
5 של המשקיעים. לכן, בהיעדר תשקיף לא ניתן לקבוע כי ציפיות הצדדים התגשמו.  
6 באופן דומה קובע פרופ' דניאל פרידמן במאמרו "תוצאות אי חוקיות בדין  
7 הישראלי לאור הוראות סעיפים 30-31 לחוק החוזים (חלק כללי) (חלק ראשון)"  
8 **עיוני משפט** ה' 618, 642-643 (התשל"ז)) כי **"עשויה להיות הצדקה להשבה אם אי**  
9 **החוקיות מקורה בהפרת הוראה סטטוטורית המיועדת להגן על אחד מן הצדדים,**  
10 **ולאחר שבוצע החוזה במלואו תובע צד השבה."**

11

12 אני סבורה כי יש לדחות גם את הטענה לפיה אין מקום לחייב את הקרן בהשבה  
13 של כספי ההשקעה שכן לא היא קיבלה אותם אלא מי שקבל אותם הן השותפויות  
14 שאיגדו את קבוצת המשקיעים. כפי שהבהרתי בפירוט לעיל, תפקידה של הגשמה  
15 לא התמצה בתיווך העסקה ובגיוס כספים לגורם חיצוני – המיזמים הנדל"ניים  
16 השונים. השותפויות הייעודיות היו בשליטתה המלאה של הקרן, והיא זו שפעלה  
17 לגיוס הכספים מהציבור ולהשקעתם לצורך מימון הפעילות העסקית שלה. רווחיה  
18 של הקרן נגזרים מפעילות זו ומגיוס הכספים שלא כדין. לכן, ניתן לקבוע – ודאי  
19 לא בשלב זה של הדיון, כי היא אינה חייבת בהשבת כספי ההשקעה.

20

21 עילת התביעה מכוח סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך

22 99. סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך הוא "סעיף סל" המטיל אחריות על חברות ועל נושאי  
23 משרה שהפרו חובות המוטלות עליהם מתוקף דיני ניירות ערך. הסעיף קובע:

24 **"(א) מנפיק אחראי כלפי המחזיק בניירות ערך שהנפיק לנזק**  
25 **שנגרם לו כתוצאה מכך שהמנפיק הפר הוראה של חוק זה או**  
26 **תקנות לפיו, או הוראה של שטר הנאמנות שלפיה חלה חובה על**  
27 **המנפיק כלפי הנאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהנפיק."**

28





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 כדי לבסס עילה המבוססת על סעיף זה על התובע להוכיח: א) הפרת הוראה של  
2 חוק ניירות ערך או התקנות; ב) נזק; ג) קשר סיבתי בין הנזק להפרת הוראות  
3 החוק או התקנות.  
4  
5 100. כעולה מהאמור לעיל, הרכיב הראשון מתקיים בענייננו, שכן המבקשים עמדו בנטל  
6 המוטל עליהם בשלב זה להוכיח שהמשיבים הפרו את החובה הקבועה בסעיף 15  
7 לחוק ניירות ערך בפרסום התשקיף. אולם באשר לרכיבי הנזק והקשר הסיבתי בין  
8 ההפרה לנזק – אינני סבורה שהמבקשים עמדו בנטל להוכיח אותם – גם לא  
9 לכאורה כנדרש בשלב הנוכחי של ההליך.  
10  
11 הנזק לו טענו המבקשים הוא השבה של מלוא הכספים שהושקעו על ידי כל אחד  
12 מהמשקיעים בפרויקט. הצדדים חלוקים ביניהם ביחס לשאלה האם **כל**  
13 הפרויקטים ששיווקה הקרן ללא תשקיף כשלו באופן שגרם לאובדן כספי  
14 המשקיעים. לגישת המשיבים, ישנם גם פרויקטים שבהם קיבלו המשקיעים  
15 תשואה על השקעתם. כך או אחרת, אף לו היה מקום לקבל את עמדת המבקשים  
16 בעניין זה, הם לא הוכיחו כי הנזק שנתבע על ידיהם הוא כזה שניתן לתבוע אותו  
17 מכוח סעיף 52א הנ"ל.  
18  
19 כאמור, הסעד שהמבקשים תבעו הוא השבה של מלוא ההשקעה שלהם. סעד כזה  
20 מניח שהצד שהוטעה לא היה מתקשר בהסכם כלל ועיקר, והוא מאפשר לכן לצד  
21 הטועה להשיב את המצב לקדמותו כפי שהיה אלמלא ההתקשרות בהסכם. סעד  
22 זה שונה מהסעד הנזיקי המוקנה בדרך כלל למי שהוטעה ממצג שווא. הסעד  
23 הנזיקי אינו מניח כי הצד שהוטעה לא היה מתקשר בהסכם – להיפך, הוא מביא  
24 בחשבון את ההתקשרות ומבקש להעמיד את התובע במצב בו הוא היה אילו  
25 ההסכם קיים, כלומר אילו הוא היה מקבל את המידע המלא ולא מידע מטעה  
26 (להרחבה על המקרים בהם מוצדק לפסוק סעד של השבה לעומת המקרים בהם יש  
27 להסתפק בסעד של פיצוי ר' שרון חנס ואלון קלמנט "חישוב הנזק בתובענה  
28 ייצוגית בגין הטעיה בניירות-ערך" **ספר אליהו מצא** 729 (2015)), להלן: "**חנס**  
29 **וקלמנט**".  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

101. הפיצוי שניתן לתבוע מכוח סעיף 52 לחוק ניירות ערך הוא פיצוי נזיקי, והוא נועד לפצות את המשקיעים בגין הנזקים שנגרמו כתוצאה מהתנהלותו העוולתית של המנפיק, ולא כתוצאה מהסיכון הגלום בהשקעה. כאמור, הפיצוי הנזיקי נועד להעמיד את הניזוק במצב בו היה לולא ההתנהגות העוולתית, ובמקרה דנן – הוא נועד להעמיד את המשקיע במקום בו הוא היה אלמלא היו המשיבים מפריס את החוק, היינו אילו הם היו מפרסמים תשקיף כנדרש.

7  
8 הנזק שנגרם לכל משקיע צריך לכן להיות מחושב באמצעות הערכת הפער בין שווי נייר הערך ללא התשקיף, לבין שווי בהנחה של פרסום תשקיף וגילוי כל הפרטים אותם היה על הקרן לגלות על פי הדין (ר' ענין **רייכרט השני**). לכן, כדי שתתקבל עמדת המבקשים לפיה הנזק למשקיעים הוא בשווי מלוא ההשקעה של כל אחד מהם, היה עליהם להוכיח כי אילו הייתה הקרן מפרסמת תשקיף, שוויה של כל יחידת השתתפות היה אפס (ואז הפער בין העלות ששילמו המשקיעים לבין השווי בפועל של נייר הערך הוא בגובה מלוא הסכום שהושקע).

15  
16 המבקשים לא טענו ולא הוכיחו עניין זה, ולכן לא ניתן לקבל את הטענה לגבי הנזק שנגרם למשקיעים כתוצאה מכך שהקרן לא פרסמה תשקיף.

18  
102. אפשרות אחרת העומדת למבקשים היא להוכיח כי הם זכאים ל"פיצויי השבה". מדובר בפיצויים בהם נפסק לזכות התובע פיצוי נזיקי בשיעור הסכום שהוא היה זכאי לו במסגרת תביעה השבה. פיצויים מסוג זה נפסקו בעניין **קרטין** בו נקבע כי **"כאשר ברור שלולא הפרת חובתו של הנתבע, הנפגע היה נמנע לחלוטין מהשקעות, אין כל קושי להטיל את מלוא הנזק על כתפי הנתבע"**. בענין **רייכרט השני** הובהר כי השימוש בשיטת חישוב זו צריך להיות מצומצם **"למקרים בהם פיצוי זה מתחייב ממהות התביעה ואופי היחסים בין הצדדים"**. פסק הדין **קרטין** עסק אמנם בעילות תביעה של הפרת חובת אמון ועניין **רייכרט** עסק בהטעיה בניירות ערך. אולם את הרציונל של פסקי הדין הללו ניתן להחיל גם ביחס לעוולה של הפרת חובה חקוקה שעניינה באי-פרסום תשקיף. זאת לאור התכליות העומדות בבסיס חובת התשקיף והנזקים אותם הוא נועד למנוע.

30





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 מה הם אם כן אותם מקרים בהם הפיצוי יחושב באופן הזה, כפיצוי השבה? בפסק  
2 הדין בת"א (ת"א) 45609-07-11 גיסין הנאמן להסדר הנושים ובעלי המניות של  
3 אורליין ייזום והשקעות נ' הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, סע' 160-162  
4 (6.6.2014) נקבע על ידי בהקשר זה כדלקמן:

5 "התשובה לשאלה זו נגזרת לטעמי מהתשובה לשאלה מהו אופי  
6 ההטעיה נושא התביעה. רק כאשר מדובר בהטעיה מהותית  
7 הנוגעת לבסיס עסקת רכישת המניות, מוצדק לחייב את מי שגרם  
8 לה בפיצויי השבה.

9 אני סבורה כי באותם מקרים בהם ההטעיה היא כזו שניתן להניח  
10 שבעל-המניות היה נמנע לחלוטין מההשקעה בחברה – ניתן  
11 להטיל על כתפי הנתבע את הנזק שנגרם כתוצאה ממנה, שהוא  
12 הסכום שהשקיע בעל-המניות במניותיו. זאת בניגוד למקרה בו  
13 ניתן להניח כי הרוכש היה רוכש את המניות חרף ההטעיה, אך  
14 היה מקבל תמורת השקעתו מספר גדול יותר של מניות. [...]  
15 ודוק – לא כל מקרי ההטעיה הם כאלה בהם ניתן להניח שלולא  
16 הפרת חובת הנתבע, היה בעל-המניות נמנע לחלוטין מהשקעה  
17 בחברה. ישנם מקרים בהם ניתן לקבוע שבעל-המניות היה  
18 משקיע בחברה גם לו היה דבר מצג-השווא ידוע לו, אלא שאז היה  
19 מחיר המניות יורד, ובעל-המניות היה מקבל תמורת סכום  
20 השקעתו מספר גדול יותר של מניות. מדובר במקרים בהם  
21 ההטעיה אינה נוגעת לשורש העסקה."

22  
23 השאלה היא אם כן, האם ניתן להניח במקרה דנן שאילו היה מתפרסם תשקיף  
24 והקרן הייתה מוסרת בו גילוי מלא כדין אודות ההשקעה, היו המשקיעים נמנעים  
25 כליל מהשקעה בקרן; או שמא – כפי שטענו המשיבים, המשקיעים היו רוכשים  
26 את יחידות ההשתתפות במחיר שהיה משקף את מלוא המידע (מחיר שעשוי היה  
27 להיות נמוך יותר מזה ששולם על ידיהם בפועל), מה שהיה מביא לכך שתמורת  
28 ההשקעה שלהם, הם היו מקבלים יותר יחידות השתתפות. כדי לבחון את השאלה  
29 הזו, יש לברר האם ההטעיה נוגעת לשורש העסקה.

30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

103. ההשקעה בניירות ערך היא במהותה עסקה של רכישת סיכוי כנגד סיכון (סיכוי להשאת רווחים תוך נטילת סיכון לאובדן הקרן). לכן, התנהגות עוולתית הפוגעת בשורש העסקה היא כזו המשנה באופן דרמטי את האיזון הזה, קרי את הסיכון והסיכוי הגלומים בנייר הערך, עד כדי כך שלא ניתן לומר כי העסקה בה התקשר המשקיע היא העסקה שהוא ביקש להיכנס אליה. עמדו על כך חנס וקלמנט במאמרם:

7 "הרוכש הרגיל בשוק ניירות-הערך אינו מבקש לרכוש נכס מסוים, אלא  
8 להשקיע את כספו בהשקעה פסיבית בפעילות עסקית מסוימת שאין הוא  
9 שותף לניהולה (או בפלח שוק מסוים). המשקיע מקווה להשיג תשואה  
10 תוך היחשפות לסיכון ולסיכוי. [...] כאשר ההטעיה מביאה לידי כך  
11 שהמשקיע ישלם סכום עודף תמורת ניירות-הערך שאותם רכש, בית-  
12 המשפט יכול להניח כי הסכום שהיה נחסך בהעדר ההטעיה היה מושקע  
13 בהשקעה בעלת מאפיינים דומים. כאשר ההטעיה אינה הטעיה המשנה  
14 באופן משמעותי את טיבו של נייר-הערך, ניתן אף להניח כי המשקיע  
15 היה בוחר להשקיע את הסכום המקורי כולו באותו נייר ערך." (עמ' 761-  
16 762).

17  
18 במקרה דנן, אני סבורה כי המבקשים לא הוכיחו שהמדובר באותם מקרים חריגים  
19 המצדיקים פסיקת פיצויי השבה. זאת משום שלא הוכח שבהעדרו של תשקיף,  
20 השתנו באופן מהותי מאפייני ההשקעה. המשקיעים ביקשו להשקיע בעסקה של  
21 אחד ממיזמי הנדל"ן השונים, תוך שהם ביקשו לקחת על עצמם את הסיכון  
22 והסיכוי הגלומים בהשקעה מסוג זה. בפועל הם אכן השקיעו בעסקאות כאלה.  
23 משכך, לא ניתן לקבוע כי אלמלא ההפרה, לא היו המשקיעים משקיעים בנייר  
24 הערך כלל. סביר יותר להניח כי התמחור של יחידות ההשתתפות היה שונה, ושלכן  
25 היו המשקיעים יכולים ככל הנראה לקבל כמות גדולה יותר של יחידות כנגד  
26 הסכום שהם בחרו להשקיע.

104. המבקשים טענו כי אילו הייתה הקרן מפרסמת תשקיף הרי העובדה שהמשקיעים  
28 היו צריכים להתעמק בו, הייתה מרחיקה ומרתיעה את המשקיעים  
29 הפוטנציאליים. אינני מקבלת את הטענה, ואני סבורה שאם בכלל - דווקא ההפך  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 הוא הנכון. חוק ניירות ערך נועד לקדם השקעות על-ידי מתן הגנות למשקיעים.  
2 פרסום תשקיף איננו אמור להרתיע את המשקיעים אלא להיפך, לחזק את האמון  
3 שלהם בשוק ההון. לאור ההנחה שבסיס החוק, פרסום תשקיף היה אמור לעודד  
4 את המשקיעים להשקיע בקרן.

5  
6 לכן, אין די בכך שהקרן לא פרסמה תשקיף כדי להוכיח שלמשקיעים נגרם נזק.  
7 הוכחת קיומו של נזק חייבה את המבקשים להבהיר מהו המידע שהייתה הקרן  
8 אמורה לגלות במסגרת התשקיף והיא לא גילתה אותו בפועל, וכן - האם ובאיזו  
9 מידה היה גילוי של המידע הזה משנה את התמחור של יחידות ההשתתפות.  
10 ההפרש בין מחיר היחידות בפועל לבין המחיר שהן היו נמכרות בו אילו היה המידע  
11 המלא מתגלה למשקיעים, הוא הבסיס לנזק שהמבקשים יכלו לתבוע. מאחר  
12 שהמבקשים לא הוכיחו ולו ברמה הלכאורית קיומו של נזק כזה, יש לדחות את  
13 הבקשה בעילת התביעה הזו.

14  
15 105. סיכומה של נקודה זו – המבקשים עמדו בנטל המוטל עליהם להוכיח כי קיימת  
16 אפשרות סבירה שהשאלות המשותפות לחברי הקבוצה יוכרעו לטובתם ככל  
17 שהדבר נוגע לעילת ההשבה בהיות הסכם ההשקעה חוזה בלתי חוקי בהתאם  
18 לסעיף 30 לחוק החוזים.

### אחריות המשיבים 3-8

19  
20  
21 106. המבקשים טענו כי עומדת לחברי הקבוצה גם עילת תביעה נגד המשיבים 3-8 (להלן  
22 בפרק זה: "נושאי המשרה"). המשיבים כפרו בטענה זו. כעולה מהאמור לעיל,  
23 המשקיעים לא התקשרו עם נושאי המשרה בהסכם, ונושאי המשרה אף אינם מי  
24 שהנפיקו בעצמם את ניירות הערך תוך הפרת סעיף 15 לחוק ניירות ערך. מאחר  
25 שבהתאם להחלטה זו, העילה היחידה שהמבקשים הוכיחו בשלב זה את יסודותיה  
26 היא העילה מכוח סעיפים 30-31 לחוק החוזים, יש לבחון את אחריות המשיבים  
27 מכוחה.

### אחריות מכוח הסכם בלתי חוקי



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

107. לטענת המבקשים, נושאי המשרה חייבים באופן אישי בהשבת כספי ההשקעה, ביחד ולחוד עם המשיבות 1-2. לטענתם, הבסיס לעילת ההשבה מכוח סעיף 31 לחוק החוזים הם דיני עשיית עושר ולא במשפט שמכוחם חלה חובת השבה למנהל שגרם להתעשרות פסולה שלא כדין של החברה. המבקשים הוסיפו וטענו כי חובת ההשבה ביחס לנושאי המשרה קיימת גם אם הם לא קיבלו את כספי המשקיעים לידיהם; כי נושאי המשרה הם שנהנו בפועל מפירות העסקה וכי הם גם לקחו חלק פעיל בפניה למשקיעים ובניהול המיזמים; וכי גם בפן ההרתעתי מוצדק לקבוע חובת השבה שתחול על משיבים אלה. מנגד טענו נושאי המשרה כי אין מקום לחיובם בהשבה בעסקה שהם לא היו צד לה. זאת כאשר לא הוכחו במקרה דנן נסיבות חריגות של אשם אישי חמור או אשם אישי סובייקטיבי המצדיקות לסטות מכלל זה.

108. אני סבורה שיש לקבל את טענות נושאי המשרה. זאת מאחר שהמבקשים לא הוכיחו ולו לכאורה קיומו של בסיס לחיובם האישי בהשבה בעילה של חוזה בלתי חוקי. קביעה לפיה נושאי המשרה חייבים להשיב למשקיעים את כספי ההשקעה שלהם, מחייבת הרמה של מסך ההתאגדות ולחילופין, התגבשות אחריות אישית של נושאי המשרה, ואלה לא הוכחו.

ככלל חלה חובת ההשבה בקשר עם חוזה שאינו חוקי חלה על הצד שהתקשר בחוזה. לחברה יש כידוע אישיות משפטית נפרדת מזו של בעלי מניותיה ושל נושאי המשרה בה. אכן, ישנם מקרים בהם ניתן להרים את מסך ההתאגדות ולחייב גם בעלי מניות או נושאי משרה בחובות החברה, אולם הרמת מסך כזו תיעשה רק במקרים חריגים בהם נעשה שימוש לרעה בעקרון האישיות המשפטית הנפרדת של החברה (ר' סעיף 6 לחוק החברות; ר' למשל רע"א 996/17 **חברת טקסס השקעות בע"מ נ' סאפרדל יזמות בע"מ** (31.8.2017)).

טענה לפיה יש להרים את מסך ההתאגדות כדי להטיל אחריות אישית על בעל-מניות או נושא משרה בחברה, תתקבל רק במקרים בהם מוכח כי השיקולים ביסוד קיום הפעילות באמצעות חברה היו שיקולים שאינם כשרים, או כי נפל פגם בהתנהלות בעל המניות או נושא המשרה תוך שימוש לרעה במסך ההתאגדות (ר'





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1 למשל רע"א 996/17 חברת טקסס השקעות בע"מ נ' סאפרדל יזמות בע"מ  
2 (31.8.2017)). כך על אחת כמה וכמה כאשר המדובר באישור תביעה ייצוגית נגד  
3 נושא משרה בחברה בעילה של הרמת מסך (ר' החלטתי בת"צ (כלכלית) ריפל נ'  
4 קונקטיב גרופ בע"מ 22.9.2014).
- 5  
6 109. באופן דומה, גם הטלת אחריות אישית על נושא משרה מכוח עילה חוזית (למשל  
7 באמצעות שימוש בחובת תום-הלב בשלב המשא ומתן לפי סעיף 12 לחוק החוזים  
8 או בשלב קיום החוזה לפי סעיף 39 לחוק החוזים) תיעשה במקרים חריגים בלבד  
9 בהם יוכח כי קיים אשם אישי סובייקטיבי או במקרים נדירים כגון תרמית (ר':  
10 ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקיריטי בע"מ, פ"ד מח(5) 661 (1994); ע"א  
11 313/08 נשאיבי נ' רינראוי (1.8.2010) (להלן: "נשאיבי"); ע"א 3807/12 מרכז  
12 העיר אשדוד ק.א בע"מ נ' שמואל שמעון (22.1.2015) (להלן: "מרכז העיר  
13 אשדוד").
- 14  
15 110. המבקשים לא העמידו תשתית מספיקה לצורך העילה של הרמת מסך או לצורך  
16 העילה החוזית. לטענתם, משהוכח שהגשמה הפרה את חובת פרסום התשקיף, ברי  
17 שמנהליה הם שאחראים להפרת חובה זו. נושאי המשרה הם אלה שפעלו וגרמו  
18 ביודעין להתעשרותה של הקרן, ולכן חלה עליהם חובת השבה נורמטיבית אף מבלי  
19 צורך להוכיח מעורבות אישית של נושאי המשרה בהפרת חובת פרסום התשקיף.  
20  
21 לטעמי, בטענות אלה מתעלמים המבקשים הלכה למעשה מהאישיות המשפטית  
22 הנפרדת של החברה. ואולם, הגישה הזוהירה של הפסיקה ביחס להרמת-מסך, כמו  
23 גם הגישה הזוהירה ביחס לקיומה של אחריות אישית ישירה של נושאי המשרה,  
24 מחייבות לקבוע כי לא בכל מקרה בו חברה הפרה את הדין - יורם מסך ההתאגדות  
25 או תוטל אחריות חוזית ישירה על מנהליה.
- 26  
27 111. כך כדי להצדיק הרמת מסך, היה על המבקשים להוכיח שנושאי המשרה ידעו על  
28 ההפרה, ושהחברה עצמה פעלה "כדי להונות אדם או לקפח נושה של החברה" או  
29 "באופן הפוגע בתכלית החברה" (כלשונו של סעיף 6 לחוק החברות). אולם בכך אין  
30 די. מודעותו של האורגן לצורך הרמת מסך אינה רק לכך שהחברה הפרה את



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 חובותיה, אלא לכך שנעשה שימוש אסור במסך ההתאגדות של החברה שיש בו  
2 משום ניצול לרעה של האישיות המשפטית הנפרדת (ר' ענין נשאיבי; עמדתי על  
3 כך בהרחבה גם בת"צ 47119-12-15 אפרימוב נ' יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ  
4 ואח' (24.6.2014)). כדי לעמוד בנטל היה על המבקשים לכן להוכיח, למשל, עירוב  
5 בין עסקי המשיבות 1-2 לבין נושאי המשרה או להוכיח כי ההפרדה בין קרן  
6 הגשמה לבין מנהליה הייתה מלאכותית (ר' ענין מרכז העיר אשדוד). המבקשים  
7 לא העלו טענות כאלה וממילא לא הוכיחו אותן.

8

9 המבקשים אף לא הוכיחו קיומן של נסיבות מיוחדות וחריגות להטלת אחריות  
10 חוזית על נושאי המשרה. טענת המבקשים בהקשר זה היא כי נושאי המשרה היו  
11 מעורבים באופן אישי בהפרה. לטענתם, המשיבים הם שיצרו את מתווה  
12 ההתחמקות מתשקיף; הם שהגדירו את תנאי העסקה; הם שהיו אמורים ליהנות  
13 מפירותיה; הם שעמדו מאחורי הקמפיין הפרסומי ואף נעשה שימוש בשם  
14 וניסיונם לצורך כך. אולם כל אלה – אף לו היו מוכחים, אינם מספיקים כדי  
15 להטיל אחריות אישית על נושאי המשרה בקשר עם התקשרותה של החברה עם  
16 צדדים שלישיים.

17

18 חברה אינה ישות "בשר ודם". לכן מטבע הדברים, בכל מקרה בו מתקשר צד  
19 שלישי עם חברה, ניתן לטעון כי מי שעיצב את תנאי ההתקשרות הם מנהליה, וכי  
20 מי שנהנה, אף אם באופן עקיף, מפירות העסקה הם בעלי השליטה של בה. קבלת  
21 טענות המשיבים שקולה למעשה להתעלמות מעיקרון האישיות המשפטית הנפרדת  
22 של החברה כמעט בכל מקרה.

23

24 המשקיעים היו מודעים לכך שהם לא מתקשרים ישירות עם נושאי המשרה וכי  
25 אין להם יריבות חוזית עמם. מנגד, המבקשים לא הוכיחו כי מדובר ב"מקרה חריג  
26 של חוסר תום לב סובייקטיבי, אשר יש בו סממנים של הטעיה או מרמה" מצד  
27 נושאי המשרה (ר' עניין מרכז העיר אשדוד, עמ' 40)). יתרה מכך, המבקשים לא  
28 הבהירו מדוע מנהלי קרן הגשמה הם שהיו אמורים ליהנות ואף נהנו בפועל  
29 מההפרה; ומדוע היה להם אינטרס שונה מהאינטרס הנטען של החברה, לקדם  
30 מתווה השקעה ללא תשקיף.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1
- 2 112. המבקשים הוסיפו וטענו ששיקולי הרתעה מחייבים להטיל חובת השבה על נושאי
- 3 המשרה. אומנם, שיקולים הרתעתיים הם שיקולים שבית המשפט העליון היה נכון
- 4 להביא אותם בחשבון בהקשר של הרמת מסך (ע"א 8728/07 **אגריפרם**
- 5 **אינטרנשיונל בע"מ נ' מאירסון** (15.7.2010)). אולם בה בעת הבהיר בית המשפט
- 6 שיש לעשות שימוש זהיר ומצומצם בכלי זה של השבה הרתעתיית, הכוללת החדרת
- 7 אלמנטים עונשיים למשפט הפרטי. קביעה לפיה בכל מקום בו הופרה חובת פרסום
- 8 התשקיף ניתן יהיה לחייב את מנהלי החברה המתקשרת בהשבה של מלוא
- 9 הסכומים ששולמו לחברה כנגד ניירות הערך שהיא הנפיקה, היא מרחיקת לכת.
- 10 זאת בעיקר כאשר לצורך יצירת ההרתעה הנדרשת קובע חוק ניירות ערך סנקציה
- 11 פלילית על מי שהפר את סעיף 15 תוך יצירת חזקה לפיה גם הדירקטורים והמנהל
- 12 הכללי אחראים לעבירה (ר' סעיף 53 לחוק ניירות ערך).
- 13
- 14 113. בשולי הדברים יצוין כי מי שהתקשרה בהסכמי ההשקעה עם המשקיעים היא
- 15 המשיבה 2, כשותפה הכללית בשותפויות המוגבלות, ולא קרן הגשמה. לכן,
- 16 לכאורה, המשיבה 2 היא החייבת בהשבה. אולם טענה ברוח זו לא הועלתה על ידי
- 17 המשיבים. טענתם היחידה התייחסה לקרן הגשמה ולמשיבה 2 כמיקשה אחת, תוך
- 18 טענה כי לא ניתן לתבוע מאף אחת מהן השבה של סכומים שלא הן קיבלו (שכן
- 19 הכספים לא עברו דרכן אלא דרך השותפויות המוגבלות שהעבירו אותם
- 20 לפרויקטים בהם בחרו המשקיעים להשקיע). בטענה זו דנתי לעיל והיא נדחתה.
- 21
- 22 114. למעלה מן הצורך יצוין כי אין זה מן הנמנע כי גם קרן הגשמה תחויב בחובת השבה
- 23 מאחר שהיא זו ששיווקה את ניירות הערך למשקיעים ומכרה להם אותם.
- 24
- 25 לקרן הגשמה היה תפקיד אופרטיבי משמעותי מאוד במערך ההשקעות. מתיאור
- 26 אופן הפעולה של המשיבות 1-2 מול המשקיעים עולה כי המשקיעים ראו עצמם
- 27 מתקשרים עם קרן הגשמה וכי גם קרן הגשמה ראתה את עצמה כצד לעסקאות
- 28 לכל דבר, ולכן קמה לה אחריות חוזית אישית. כך, ההשקעות שהתבצעו באמצעות
- 29 שותפויות מוגבלות בין המשקיעים הן למעשה השקעות פרטיות של קרן הגשמה
- 30 בהן המשיבה 2 שימשה השותף המוגבל (סעי' 53 לתצהיר המשיבים). קרן הגשמה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

1 היא שיזמה, בדקה וגיבשה את ההשקעות (ר' למשל פרק ו' לתצהיר המשיבים).  
2 ההשקעות הפוטנציאליות נבדקו בוועדות ההשקעה של הקרן (סעי' 67 לתצהיר  
3 המשיבים) והקרן היא שהייתה זכאית לעמלה "בגין פועלה" (סעי' 64 לתצהיר  
4 המשיבים).

5

6 כמו כן, המיזמים הוצגו למשקיעים הרשומים במאגר המשקיעים של קרן הגשמה  
7 עצמה, והיא שפנתה למשקיעים כדי לעניין אותם באפשרות ההשקעה (סעי' 100-  
8 103 לתצהיר המשיבים). שמה של קרן הגשמה הוא המתנוסס על המצגות שנשלחו  
9 למשקיעים (ר' למשל נספח ה' לבקשת האישור). גם המשך הקשר עם המשקיעים  
10 היה עם נציגי קרן הגשמה עצמה (ר' סעי' 115 לתצהיר המשיבים; עוד ר' תכתובות  
11 בין המבקשים לנציגי קרן הגשמה המצורפים כנספחים 10-13 לתשובה).

12

13 מעבר לכל אלה, ציינו המשיבים בס' 124 לתצהיר מטעמם כי אם לאחר קבלת  
14 החומרים המשקיעים היו מבקשים שלא להשתתף בהשקעה "סביר להניח כי  
15 הגשמה לא הייתה עומדת בדרכם ולא כופה עליהם את ההשתתפות". מדברים  
16 אלה עולה כי הקרן ראתה את עצמה כמי שמתקשרת עם המשקיעים, וכמי  
17 שביכולתה להתיר להם להשתחרר מהסכמי ההשקעה.

18

19 **סוף דבר**

20 115. לאור כל האמור לעיל, אני מאשרת את הבקשה כתביעה ייצוגית כמבוקש, ביחס  
21 לעילה מכוח סעיף 30 לחוק החוזים כנגד המשיבות 1-2. הבקשה כנגד המשיבים 3-  
22 8 נדחית, וכן אני דוחה את הבקשה ביחס לעילות התביעה מכוח סעיף 15 לחוק  
23 החוזים ומכוח סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך.

24

25 116. **הקבוצה תכלול** את כל מי שהתקשר עם המשיבות 1-2 בהסכמי השקעה במסגרתם  
26 נרכשו יחידות ההשתתפות ללא פרסום תשקיף והשקעתו או חלק ממנה לא  
27 הוחזרה לו.

28

28 **התובעים המייצגים** הם תום רייס וגיא ויזנר  
29 **ב"כ התובע המייצג** הם עו"ד חגי הלוי ו/או עו"ד מעין פלטר ו/או בא-כוח ממשד  
30 גזית-בקל, עורכי דין.






## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 59659-02-20 רייס ואח' נ' קרן הגשמה בע"מ ואח'

- 1 עילות התביעה הן עילות מכוח ס' 30 לחוק החוזים, והשאלות המשותפות לחברי  
2 הקבוצה הן האם המשיבות 1-2 מכרו ניירות ערך לחברי הקבוצה ללא תשקיף,  
3 והאם הן חייבות להשיב לחברי הקבוצה את סכומי ההשקעה שלהם במלואם.  
4 הסעדים הם השבת כספי ההשקעה במלואם.  
5  
6 הצדדים ידאגו לפרסום ההחלטה מכוח ס' 25(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות על  
7 חשבון המשיבות 1-2.  
8  
9 117. המשיבות 1-2 יגישו כתב הגנה תוך 30 יום מהיום.  
10 המשיבות 1-2 יישאו בהוצאות המבקשים בקשר עם הבקשה בסכום כולל של  
11 50,000 ₪.  
12 המבקשים יישאו בהוצאות המשיבים 3-8 בקשר עם הבקשה בסכום כולל של  
13 20,000 ₪.

14 התיק יועבר לתז"פ ביום 25.5.2021. במועד זה יינתנו הוראות ביחס להמשך הדיון.

15  
16  
17 ניתנה היום, ח' אייר תשפ"א, 20 אפריל 2021, בהעדר הצדדים.  
18

19  
20  
  
רות רונן, שופטת

