

חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים

מאת

צפנת מזר-לייסט**

אמיר וסרמן*

א. מבוא

חוק ניירות ערך, החוגג בימים אלה את שנת היובל שלו, הפך במשך השנים למסגרת פיקוח מקיפה ומפורטת הכוללת הוראות רבות מספור. חוק זה נודע ביישום עקרון הגילוי הנאות, וחלק ניכר מהוראותיו עוסק בגילוי שנדרשים למסור תאגידים המבקשים לגייס כספים מהציבור הרחב לצורך מימון פעילותם.

מסגרת הפיקוח המשמעותית של חוק ניירות ערך תקפה מטבע הדברים רק במקום שבו החוק חל, ומכאן חשיבותה המכרעת של תחולת החוק, עבור תאגידים ומשקיעים כאחד. חובת פרסום התשקיף הקבועה בסעיף 15 לחוק ניירות ערך היא הוראת הדין הקובעת את תחולת חוק ניירות ערך, ועניינה בשאלה - הלא פשוטה - מתי הצעה ומכירה של ניירות ערך כפופה להוראות החוק ולפיקוח מכוחו ומתי היא פטורה מהם?

הצורך לדון בחובת פרסום התשקיף מתחדד לנוכח שתי התפתחויות מהעת האחרונה: ההתפתחות הראשונה היא התרחבות התופעה של גופים הפונים לציבור בהצעה להשקיע כספו בהשקעות לא מפקחות. תופעה זו מאתגרת את חובת פרסום התשקיף שנחקקה לפני שנים רבות. היא נובעת ככל הנראה מסביבת הריבית הנמוכה, המעודדת את הציבור ליטול סיכונים בהשקעות אלטרנטיביות, ומהאמצעים הדיגיטליים המאפשרים נגישות לציבור רחב וביצוע השקעות מצדו בקלות רבה. ההתפתחות השנייה היא פסיקת בתי המשפט מהעת האחרונה, ובראשה פסק דינו של בית המשפט העליון בפרשת **קדם**, מחודש אוקטובר 2015. באופן מפתיע, אף שחובת פרסום התשקיף קיימת בספר החוקים כבר כחמישים שנים, היה זה פסק הדין הראשון של בית המשפט העליון שעסק בה באופן משמעותי. מצד אחד פסק הדין פתר שאלות משפטיות שהיו על המדוכה זה תקופה ארוכה, ומצד שני המחיש את הצורך בבחינה מקיפה של החובה שלא אגב מקרה מסוים המובא לפתחו של בית המשפט.

ברשימה זו נבקש לדון בסוגיות נבחרות הנוגעות לחובת פרסום תשקיף. **בפרק הראשון** יוצגו תכליות האיסור להציע ולמכור ניירות ערך לציבור ללא תשקיף. התכלית שמקובל להזכיר בהקשר זה היא אספקת מידע לציבור המשקיעים. אנו נבקש להסביר מדוע תכליות האיסור הן רחבות יותר, ובפרט נדגיש את תפקידה של חובת פרסום התשקיף במניעת הונאות פיננסיות רחבות היקף. שלושת הפרקים הבאים יעסקו ברכיבים המקימים את חובת פרסום התשקיף. **בפרק השני** נדון בהגדרת ניירות ערך ונציג שורה של שיקולים אפשריים לצורך פרשנות תכליתית שלה. נצביע על המשקל שיש להעניק לכל אחד מהשיקולים האמורים על בסיס הניסיון שהצטבר בעניינם בפסיקה ובהחלטות רשות ניירות ערך. **בפרק השלישי** נדון ברכיב ההצעה ובפרשנות הרחבה שיש להעניק להצעה בתחום ניירות הערך, בהיבטים של זהות המציע, אופן ההצעה ותכניה. **בפרק הרביעי** נדון ברכיב הציבור. נעסוק בפטור הניתן להצעת ניירות ערך למספר משקיעים קטן יחסית ובשאלות שהתעוררו בנוגע ליחס שבין הצעה ומכירה של ניירות ערך והובילו לתיקון חקיקה בהיבט זה. נדון גם בהבחנה היסודית בין הציבור הרחב ובין משקיעים כשירים ובשיקולים לעיצוב מבחני המשקיע הכשיר. בסופו של כל פרק יוצגו בקצרה עניינים המצדיקים בחינת תיקוני חקיקה, וזאת ברוח קריאתו של בית המשפט העליון בפרשת קדם לערוך בחינה כאמור.

התפישה הכללית שרשימה זו תבקש להציג היא כי פעילות פיננסית, על גווניה השונים, המופנית לציבור הרחב ראוי שתהיה מוסדרת בדין ומפקחת. מצב שבו הציבור מעורב בפעילות פיננסית שאינה מפקחת הינו בעייתי ואינו מתיישב עם תכליתו הבסיסית ביותר של הדין. תפישה זו צריכה לקבל לדעתנו ביטוי כעיקרון פרשני של הדין. ומקום שבו לא ניתן לפרש את הדין כך שפעילות פיננסית המופנית לציבור הרחב כפופה לתחולתו, נדרשים ככל הנראה תיקוני חקיקה בנדון. המקרה הפרטי של חובת פרסום התשקיף ימחיש את התפישה האמורה.

ב. תכליותיה של חובת פרסום התשקיף

שוק ההון משמש מקום מפגש למשקיעים וליזמים. הוא פותח ערוצי מימון לפעילות כלכלית במשק ומגוון את אפיקי החיסכון וההשקעה של הציבור. שוק הון משוכלל מקצה ביעילות את ההון הפנוי במשק להשקעות פוטנציאליות ועשוי לתרום רבות לצמיחה כלכלית, לתעסוקה, להגברת התחרות ולחיסכון הציבור.

הוראת החוק הבסיסית הקובעת אימתי יוזמה עסקית תחסה לראשונה תחת דיני ניירות ערך קבועה בסעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("החוק" או "חוק ניירות ערך"). סעיף זה משרטט קו המבחין בין פעילות של הצעה ומכירה של ניירות ערך הכפופה להוראות דיני ניירות ערך ולפיקוח מכוחם ובין פעילות כאמור הפטורה מהוראות ופיקוח כאמור, שעליה יחולו הוראות הדין הכללי בלבד (כגון הוראות דיני החוזים והנזיקין).

בהתאם להוראות הסעיף, פעולה המקיימת שלושה יסודות – **הצעה או מכירה, של ניירות ערך, לציבור** – מחייבת פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 15 לחוק, לפי העניין.¹

לחובת פרסום התשקיף מספר תכליות חשובות. התכלית הנזכרת בדרך כלל כתכלית העיקרית בהקשר זה היא **הצורך במתן גילוי נאות לציבור בדבר ההשקעה המוצעת לו על-ידי תאגיד**.² התשקיף הוא מסמך גילוי מפורט ועליו לכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו וכל פרט שנקבע ספציפית בתקנות. הגילוי התשקיפי כולל בין היתר תיאור של ניירות הערך המוצעים, של עסקי התאגיד וכן את דוחותיו הכספיים. הגילוי נבדק בידי רשות ניירות ערך ופרסום התשקיף טעון היתר מאת הרשות. לצד חובות הגילוי הנרחבות ודרישת ההיתר, מוטלת על התאגיד ונושאי משרה בו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית לגבי האמור בתשקיף.³

פועלה של חובת פרסום התשקיף בהיבט הגילוי הנאות אינו מסתיים במועד הצעת ניירות הערך. עם פרסום התשקיף וכל עוד ניירות הערך שלו מצויים בידי הציבור יחוב התאגיד חובות גילוי שוטפות בהתאם להוראות הדין. חובות אלה נועדו לעדכן את ציבור המחזיקים בניירות הערך של התאגיד, על מנת שיוכל לקבל החלטות השקעה מושכלות באשר להחזקת ניירות הערך, למכירתם, ולמימוש

* עו"ד אמיר וסרמן, היועץ המשפטי של רשות ניירות ערך ומרצה לדיני ניירות ערך באוניברסיטה העברית.
** עו"ד צפנת מזרלייסט, מנהלת היחידה לעסקים קטנים ובינוניים, מחלקת תאגידיים, רשות ניירות ערך.
הכותבים מבקשים להודות לחברי מערכת "המשפט", כתב העת של בית הספר למשפטים של המסלול האקדמי המכללה למנהל, על הערותיהם המעמיקות למאמר. העמדות המובאות במאמר הן על דעת הכותבים בלבד ואינן משקפות בהכרח את עמדת רשות ניירות ערך.

¹ ס' 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, אוסר על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין: "(א) לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות. (ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו".
כפי שיפורט בהמשך, המונח "הצעה לציבור", הקבוע בס' 1 לחוק ניירות ערך, מגדיר כי המדובר בהצעה לציבור של ניירות ערך.

² ראו: ע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיזוק מבנים בע"מ, פס' יד לפסק דינו של השופט רובינשטיין (פורסם בנבו, 12.10.2015) שם עמד בית המשפט העליון על חשיבותה של חובת פרסום התשקיף כ"כלי העיקרי שבאמצעותו נעשה הפיקוח" בשוק ניירות הערך וכחובה קוגנטית אשר ציבור המשקיעים אינו רשאי לוותר עליה. בית המשפט הסביר כי "דיני ניירות ערך עוצבו תוך תשומת לב לפערי הכוחות בין הגורם המנפיק את נייר הערך לבין ציבור המשקיעים, שלא אחת אינם בעלי מיומנות בתחום", ובעיקר על רקע פערי המידע ביניהם. הגילוי נועד ליצור שוק יעיל, ולהגן לא רק על המשקיע הפשוט אלא גם על משקיעים מתוחכמים.
ראו גם את הדגש שנתן בית המשפט המחוזי לדרישות הגילוי ואכיפתן ככלי להתמודד עם פערי מידע והסיכונים שהיו גלומים בהצעת ניירות ערך לציבור בעת"מ (מחוזי ת"א) 17-11-42487-א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פס' 54-57 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 23.4.2018), שם הובהר בדומה כי "גילוי וולונטרי אינו כגילוי סטטוטורי".

³ ס' 16(א) לחוק ניירות ערך קובע את הגילוי הנדרש בתשקיף; ס' 21 לחוק ניירות ערך קובע כי הרשות תיתן היתר לפרסום תשקיף אם נחה דעתה כי נתקיימו בטיטות התשקיף הוראות חוק ניירות ערך ודרישות הרשות על פיו וניתנו כל ההיתרים על פי דין שיש לקבל לפני פרסום התשקיף. בד בבד נקבע כי אין בהיתר משום אימות הפרטים המובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים. ס' 53(א)(2), 53(ב)(2), 53(ה) לחוק ניירות ערך; ס' (4) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק ניירות ערך; וס' 31-35 לחוק ניירות ערך קובעים את האחריות המוטלת ביחס לתשקיף.

הזכויות השונות הצמודות להם, וכן לאמוד את שוים. התשקיף, אם כן, הינו שער הכניסה למשטר הדיווח השוטף.⁴

בתי המשפט הדגישו לא אחת את מעמדו של עקרון הגילוי הנאות, לנוכח מאפייניהם הייחודיים של ניירות הערך, ואת ארבע מטרותיו המרכזיות: מסירת מידע לציבור המשקיעים לשם קבלת החלטות רציונליות בנוגע להשקעותיהם; יצירת הרתעה בקרב החברה ומנהליה מהתנהגות בלתי-ראויה; חיזוק אמון הציבור בשוק ההון; והגברת יעילותו של שוק ניירות הערך.⁵

ואולם, חשיבותה של חובת פרסום התשקיף אינה מתמצה בדרישת גילוי מידע לציבור המשקיעים. **פרסום התשקיף משנה כליל את מעמדו של התאגיד לא רק במישור דיני ניירות ערך, אלא גם במישור של דיני החברות.** בישראל חל חוק החברות על כלל החברות והינו בעל אופי דיספוזיטיבי ביסודו, אולם ביחס לחברות שהציעו לציבור ניירות ערך על פי תשקיף חוק החברות משנה מאופיו זה וקובע שורה של הוראות קוגנטיות ומהותיות במטרה להגן על ציבור המשקיעים. לאחר פרסום התשקיף מוגדרת החברה שניירות הערך שלה הוצעו לציבור כ"חברה ציבורית" או כ"חברת איגרות חוב", לפי העניין, כל עוד ניירות הערך שלה מוחזקים בידי הציבור.⁶ חברות אלה נדרשות לעמוד, מכוח חוק החברות, בכללי ממשל תאגידי רבים. לדוגמא, חברות ציבוריות נדרשות למנות דירקטורים חיצוניים, להקים ועדות ביקורת, מאזן ותגמול, למנות מנהל כללי ומבקר פנים ולאשר התקשרויות עם נושאי משרה ובעלי עניין בדרך המיוחדת הקבועה בחוק. גם חברות איגרות חוב כפופות לכללי ממשל תאגידי מחמירים מאלו המחייבים חברות פרטיות (אם כי פחותים בעוצמתם מהכללים המחייבים חברות ציבוריות). נוסף לכך, המשקיעים בחברות איגרות חוב זוכים להגנה מיוחדת במקום שבו נעשה הסדר חוב.⁷ דרישות חשובות נוספות, שאינן במישור הגילוי הנאות, חלות על חברת איגרות חוב מכוח חוק ניירות ערך. הן כוללות את החובה למנות נאמן המשמש שומר סף להבטחת עניינם של מחזיקי איגרות החוב.⁸

חובת פרסום התשקיף מניחה גם **תשתית להשתתפותם של פעילים בשוק ההון, אשר עבודתם מהווה נדבך משמעותי נוסף בהגנה על ציבור המשקיעים.** הדבר נובע ממומחיותם, מיכולתם להשקיע משאבים בבחינת ההנפקה וכן מהאחריות הישירה שיש לחלק מהם כלפי ציבור המשקיעים. תכונות אלה של הפעילים בשוק ההון נועדו לפצות על העדר ידע ומשאבים מספקים בקרב הציבור הרחב.

אפשר לחלק באופן גס את פעילי שוק ההון במהלך הגיוס לשלוש קטגוריות עיקריות: שומרי סף, ששירותיהם נשכרים על-ידי החברות כפועל יוצא של דרישות הדין או של הפרקטיקה המקובלת בשוק, כגון רואי חשבון מבקרים, חתמים וחברות דירוג; יועצי השקעות ואנליסטים, המסייעים לציבור בקבלת החלטות השקעה מבלי לקבל תגמול מהחברות; ומשקיעים מתוחכמים שונים, לרבות משקיעים מוסדיים. השתתפותם של פעילי שוק אלה בתהליך גיוס הכספים והערך המוסף שהם מספקים בהגנת ציבור המשקיעים אפשריים כאשר תהליך זה נעשה באופן קבוע בדין, אשר פרסום התשקיף הינו הציר המרכזי שלו.

⁴ ס' 1, 36 לחוק ניירות ערך. בעניין קדם, לעיל ה"ש 2, פס' טו לפסק דינו של השופט רובנשטיין, קבע בית המשפט העליון כי חובת פרסום התשקיף נועדה להגן לא רק על המשקיעים הראשונים אלא גם על המשקיעים בשוק המשני המבצעים עסקאות בניירות הערך לאחר הנפקתם.

⁵ ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 829–831 (1992); ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ, פס' 21–24 לפסק דינו של השופט ברק (פורסם בנבו, 21.8.1997); רע"פ 11476/04 מדינת ישראל נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ, פס' 118–127 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (פורסם בנבו, 21.2.2010). לנוכח מרכזיותן של חובות הגילוי הנאות בדיני ניירות ערך, יש ספרות נרחבת העוסקת בהן. לסקירה מקיפה של תכליות הגילוי הנאות ראו:

Luca Enriques & Sergio Gilotta, *Disclosure and Financial Market Regulation in THE OXFORD HANDBOOK OF FINANCIAL REGULATION* 511 (Niamh Moloney et al. Eds., Oxford Univ. Press 2015).

⁶ הגדרות "חברה ציבורית" ו"חברת איגרות חוב" בס' 1 לחוק החברות, התשנ"ט–1999 (להלן: חוק החברות).
⁷ ס' 350–355 לחוק החברות. חוק החברות קובע מנגנון לניהול המשא ומתן בין מחזיקי איגרות החוב ובין החברה, תחת פיקוח בית המשפט, באמצעות מינוי של מומחה מטעמו לבחינת הסדר החוב. המומחה מוסמך בין היתר לחוות דעה לגבי כדאיות הסדר החוב וביצוען של חלוקות אסורות בידי החברה קודם להסדר.

⁸ פרק ה'1 לחוק ניירות ערך מסדיר עניינים שחייבים להיכלל בשטר הנאמנות הנערך בין החברה והנאמן, מגבלות לעניין שינויים בשטר הנאמנות ובבטוחות שניתנו לטובת המחזיקים, ועילות קוגנטיות המקנות למחזיקים זכות להעמיד לפירעון מידי את החוב.

תכלית חשובה נוספת של חובת פרסום התשקיף היא **מניעת הונאות וצמצום הסיכון לניצול לרעה של הציבור המשקיע מכספו**, בעיקר כשמדובר במשקיעים לא מתוחכמים (משקיעי Retail). גיוס כספים באמצעות הנפקת ניירות ערך לציבור מועד למעשי תרמית. כמה טעמים לכך: ניירות ערך במהותם הם נכסים לא מוחשיים, שווים אינו גלוי על פניו וקשה לאומדו; קיימת אסימטריה קיצונית במידע ופערי כוחות ביכולותיהם של המיזם העסקי המגייס את הכספים מול הציבור; לרוב, מתקיים פיזור נרחב של המשקיעים ואין תיאום ביניהם, דבר המקשה עליהם לנקוט פעולות אפקטיביות במועד ההשקעה ואחריה; והיקף הכספים שניתן לגייס מהציבור הרחב בדרך של הנפקת ניירות ערך הינו עצום, ועל כן גם ההונאה עלולה להיות בהיקפים יוצאי דופן. חובת פרסום התשקיף אינה מבטיחה באופן אבסולוטי כי מעשי הונאה לא יתרחשו, אולם מצמצמת משמעותית סיכון זה. באופן זה היא משמשת כקו ההגנה של ציבור המשקיעים מפני מעשי הונאה בדרך של הנפקת ניירות ערך.⁹

מניעת הונאות היא למעשה התכלית ההיסטורית בבסיס קיומם של דיני ניירות ערך. משנת 1911 החלו מדינות ארה"ב לחוקק חוקי ניירות ערך שנודעו בשם "Blue Sky Laws" כדי להגן על הציבור מפני מעשי הונאה שנעשו באמצעות ניירות ערך. חוקים אלה קדמו לחקיקה הפדרלית בתחום ניירות הערך שנעשתה בשנות השלושים של המאה העשרים בעקבות המשבר הגדול בשוק ההון האמריקאי. מקור שמם של החוקים המדינתיים אינו ודאי, אך על פי דעה רווחת הם כונו כך כמענה לאנשים שגייסו כספים באופן כה בוטה תוך הבטחת "חלקות בשמים" ("building lots in the blue sky") למשקיעים.¹⁰ הונאות רחבות היקף עמדו אפוא בבסיס הפיקוח על הצעת ניירות ערך לציבור. הגם שדרכי ההצעה ועסקי התאגידים המגייסים השתנו עם השנים, תכלית זו של דיני ניירות ערך נותרה בעינה.¹¹

תכליתיה של חובת פרסום התשקיף אפוא הן משמעותיות וחורגות ממתן גילוי נאות בלבד. לא בכדי מדובר בחובה קוגנטית שקיומה הינו תנאי לגיוס כספים מהציבור הרחב על-ידי תאגידים. חשיבותה של חובת פרסום התשקיף מצביעה על כך שאין מדובר בהוראה טכנית כי אם בהוראה מהותית. האיסור להציע ולמכור ניירות ערך לציבור ללא תשקיף מושתת אומנם בין היתר על כללים

⁹ דברים אלה נכונים באופן כללי לפעילויות פיננסיות לא מפוקחות מסוגים נוספים, שעה שהן מופנות לציבור הרחב. בחודש יוני 2014 פרסמה רשות ניירות ערך אזהרה לציבור מפני הסיכונים הכרוכים בהשקעות שאינן מפוקחות. האזהרה נגעה לא רק לפעילות של הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא תשקיף, אלא לפעילויות לא מפוקחות נוספות כגון ניהול תיקים או זירת סוחר ללא רישיון, והיא באה על רקע התגברות התופעה של פנייה לציבור להשקיע כספיו בהשקעות לא מפוקחות. באזהרה עמדה הרשות על כך שכל השקעה פיננסית כרוכה מטבעה בסיכונים, אולם השקעת כספים בהשקעות שאינן מפוקחות כרוכה בסיכונים רבים ומשמעותיים יותר.

אזהרה של רשות ניירות ערך "הודעה לעיתונות בדבר הסיכונים הכרוכים בהשקעות שאינן מפוקחות" (11.6.2014) www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2014/Pages/ISA-publishes-a-public-warning-about-the-risks-involved-in-investments-that-are-not-monitored.aspx

תופעת ההשקעות הלא מפוקחות באה לידי ביטוי בין היתר בשורה של קריסות גופים שגייסו כספים מהציבור והליכי אכיפה שננקטו בעניינם. בין המקרים שהתפרסמו בהקשר זה והובילו להליך פלילי היו הפרשיות של קרן אור וקרן קלע. JOEL SELIGMAN, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET 44-45 (New York, Aspen, 3rd ed. 2003);¹⁰ Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origins of the Blue Sky Laws* 70(2) Texas Law Rev. 347 (1991). יצוין כי מייסי ומילר טוענים במאמרם כי מטרת החוקים לא הייתה רק לעצור פעילות תרמית בניירות ערך אלא גם להגן על בנקים ומנפיקים שחשו מאוימים מהשימוש הגדל בניירות ערך כדי לגייס הון.

¹¹ אחד מדפוסים התרמית הידועים, הניתן ליישום בין היתר באמצעות הנפקת ניירות ערך לציבור ללא תשקיף, הינו "הונאת פונזי" (Ponzi Scheme). זוהי הונאת ממון שבה מובטח למשקיעים החוזר השקעה גבוה במיוחד בתוך פרק זמן קצר, כאשר למעשה כספי החוזר ההשקעה המוצגים כפירותיה ממומנים מכספי משקיעים חדשים. הכינוי "הונאת פונזי" הוענק לדפוס התרמית האמור על שמו של צירלס פונזי, מהגר איטלקי שהגיע לארה"ב בתחילת המאה העשרים ופתח בקריירה עבריינית. מעשה התרמית הידוע שבגינו נעצר פונזי בשנת 1920 ונשלח לכלא היה הבטחת תשואות פנטסטיות למשקיעים בתוך זמן קצר (50% תשואה בתוך 90 יום), אשר שולמו להם מתוך כספי משקיעים חדשים ולא מתוך רווחים אמיתיים. בענייננו יש להדגיש כי השילוב של ניירות ערך ופנייה לציבור הרחב הוא ההופך את הונאת הפונזי למעשית ומסוכנת כל כך: ניירות ערך, כאמור, הם נכסים לא מוחשיים, שווים אינו גלוי על פניו, וקשה לאומדו. ניתן גם "לייצרם" ללא מגבלה או עלות כלשהי. הפנייה לציבור הרחב מאפשרת לאתר משקיעים שייפלו שולל אחר הבטחות התשואה יוצאות הדופן ולהשיג את זרם המשקיעים החדשים הנדרש לביצוע ההונאה. היקף הגיוס אינו מוגבל למעשה, וכך נעשית התרמית כדאית יותר לנוכל ומסוכנת יותר לציבור. ראו בנושא זה:

TAMAR FRANKEL, THE PONZI SCHEME PUZZLE (2012); MERWYN K. LEWIS, UNDERSTANDING PONZI SCHEMES (2015).

בארה"ב בוצעו במשך השנים הונאות פונזי רבות בסכומי עתק והן מתרחשות גם בישראל מעת לעת. ראו לדוגמה: ת"פ (מחוזי מר') 41697-10-13 **מדינת ישראל נ' צבר** (פורסם בנבו, 22.6.2014); ת"פ (מחוזי ת"א) 44540-06-12 **מדינת ישראל נ' מזרחי** (פורסם בנבו, 18.4.2013); ת"פ (שלום ראשלי"צ) 4877-06 **מדינת ישראל נ' חיכם** (פורסם בנבו, 16.6.2011).

טכניים שנועדו להבחין מתי פעולת התאגיד מעבירה אותו מהתחום הפרטי, הבלתי-מפוקח, אל התחום הציבורי המפוקח. כללים אלה, כגון זיהוי משקיע כשיר לעומת משקיע רגיל (משקיע שאינו מתוחכם, קרי משקיע Retail) או ספירת מספר המשקיעים במשך פרק זמן שהוגדר בדין עשויים להיחזות כשרירותיים, אולם הם הכרחיים על מנת לשרת את תכלית החוק – הגנת הציבור הרחב מבלי לפגוע בפעילות כלכלית שגרתית.¹²

הואיל וחובת פרסום התשקיף והדרישות הנגזרות ממנה מהוות מסכת מורכבת ומשמעותית של הוראות דין, לא כל תאגיד מסוגל לעמוד בה. לעיתים קרובות תאגידי אינם יכולים לעמוד בדרישות הקבועות בדיני ניירות ערך מפאת גודלם, מאפייני פעילותם, יכולותיהם הפיננסיות והארגוניות או סוג ההצעה שהם מבקשים להציג לציבור. תאגידיים כאמור יכולים לפעול בדרכים רבות אחרות ומקובלות למימון פעילותם, כגון גיוס כספים מהמערכת הבנקאית או מנותני אשראי חוץ-בנקאיים, גיוס כספים ממשקיעים כשירים או גיוס כספים ממספר משקיעים מצומצם שאינו עולה כדי "ציבור". אך פנייה לציבור הרחב תהא אסורה עליהם.

בעבר יצר הדין דיכוטומיה בין השוק המפוקח ובין השוק שאינו מפוקח: אם חלה על תאגיד חובת פרסום התשקיף, אזי חל עליו מערך דרישות מקיף מכוח דיני ניירות ערך; ואם לא חלה עליו חובת פרסום התשקיף, אזי לא חלו עליו דרישות כלשהן מכוח דיני ניירות ערך. לנוכח הקושי לעמוד בחובת פרסום התשקיף וההכרה בכך שגיוס הון מהציבור עשוי להיות כלי חשוב ורלוונטי גם עבור תאגידי קטנים, גובשו בשנים האחרונות מודלים נוספים במסגרת דיני ניירות הערך. דוגמא להסדרה "רכה" מסוג זה עוסקת בשוק "מימון ההמונים" (Crowdfunding). שוק זה, שהוסדר במדינות שונות בעשור האחרון, מתיר גיוסי כספים בהיקפים מוגבלים לעסקים קטנים באמצעות פלטפורמות אינטרנטיות, תוך הטלת חובת גילוי פחותה משמעותית מזו הנדרשת בתשקיף ופטור מחובת פרסומו.¹³

מן האמור עולה כי תכליתיה של חובת פרסום התשקיף הן רחבות וכי אי-הסדרה של פעילות בניירות ערך המופנית לציבור הרחב כרוכה בסיכונים משמעותיים. פרטי ההסדרה עשויים ללבוש צורות שונות ולהיות מותאמים לסוגי פעילויות שונים, אך עצם תחולתה של מסגרת פיקוחית הינו חיוני. בפרקים הבאים נראה אם חובת פרסום התשקיף הקבועה בסעיף 15 לחוק עומדת בתכלית הניצבות מאחוריה ואת השאלות הפרשניות שהיא מעוררת. נפנה כעת לבחון את שלושת הרכיבים המקימים את חובת פרסום התשקיף. הראשון שבהם הוא רכיב ניירות הערך.

ג. ניירות ערך

1. הגישה הפרשנית להגדרת "ניירות ערך"

עיקרה של הגדרת המונח "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק הינו בקביעה כי אלה הם "תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם".¹⁴

¹² הוראות דומות בדיני ניירות ערך הקובעות את תחולתם נגזרות אף הן ממבחינים טכניים, והדבר מקובל גם בדינים מקבילים ברחבי העולם. ראו למשל: ס' 3 לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995. (להלן: חוק הסדרת העיסוק); ס' 2 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994. (להלן: חוק השקעות משותפות).

¹³ הסדרה זו בישראל קובעת מגבלות משמעותיות על היקפי גיוסי הכספים, כמו גם על היקפי ההשקעה של משקיע בודד, מסדירה חובות גילוי מינימליות וכן פיקוח על הפלטפורמות כמתווכות פיננסיות הפונות לציבור הרחב. הרעיון המונח בבסיס מימון ההמונים הינו גיוס סכומי כסף קטנים ממספר גדול של משקיעים באמצעות פלטפורמה אינטרנטית. יישומו החל לציבור תאוצה בסוף שנות התשעים והוא מהווה כלי נפוץ לגיוס כספים לאומנים, פוליטיקאים, ארגונים הומניטאריים ועוד. בשל מגבלות המוטלות מכוח דיני ניירות ערך ברחבי העולם, הגיוסים נעשו בעבר בעיקר למטרות חברתיות או בעד רכישת מוצר, כדי שלא ייחשבו הצעה של ניירות ערך לציבור. בשנים האחרונות עודכנו דיני ניירות ערך על מנת שניתן יהיה להסב את מודל מימון המונים גם למטרות של השקעה פיננסית.

ראו: חוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק) (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2015, ס"ח התשע"ו 2519; תקנות ניירות ערך (הצעת ניירות ערך באמצעות רכז הצעה), התשע"ז-2017, ק"ת 7828. (להלן: תקנות רכז הצעה). חקיקה זו נכנסה לתוקף בסוף שנת 2017.

¹⁴ ההגדרה מוסיפה כי גם תעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך מהוות ניירות ערך, ומחריגה ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה, אשר אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור, או לחלופין מונפקים בידי הממשלה לפי חיקוק מיוחד. חריג אחר נקבע בשנת 2005, והוא נוגע

הגדרה זו כמעט שלא השתנתה מאז חקיקת החוק לראשונה בשנת 1968. כוונת המחוקק הייתה לכלול בהגדרה כל נייר ערך שהוא,¹⁵ ולשון ההגדרה אכן רחבה. היא מקיפה בביור את ניירות הערך המקובלים – מניות, איגרות חוב וכתבי אופציה – אולם עלולה לעורר קשיים של תחולת יתר ותחולת חסר.¹⁶ תחולת יתר עלולה להתעורר בעיקר ביחס לסוג הזכויות הנקובות בהגדרה - זכויות השתתפות, חברות או תביעה – בהעדר התייחסות מפורשת למטרה של השקעה פיננסית ברכישתן. כך, לדוגמא, מנויים במועדון ספורט או תלושי קניות לחג עלולים היו להיחשב ניירות ערך לו יושמה ההגדרה באופן מילולי-דווקני. תחולת חסר עלולה להתעורר בעיקר ביחס לרכיבים של "תעודות", "סדרות", ו"תאגיד". כך, לדוגמא, הנפקת ניירות ערך שלא בדרך של מסירת תעודות פורמליות עלולה הייתה לצאת מתחולת ההגדרה לו יושמה באופן מילולי-דווקני.

פרשנותו של המונח ניירות ערך מחייבת אפוא התייחסות לתכליתו של דבר החקיקה. המונח ניירות ערך אינו ניתן למיצוי באופן מוגדר אחד, ופרשנותו מחייבת גמישות והתאמה לנסיבות ולהקשר שבהם נבחנים הדברים. ההתפתחויות החלות כל העת בשוקי ההון, במכשירי ההשקעה, בטכנולוגיה והגיוון הרב בפעילויות בעולם העסקי מצביעים על הצורך בפרשנות רחבה שתפוש את המקרים המתאימים לכך במסגרת ההגדרה.¹⁷

שאלה מקדמית בהקשר זה היא המשקל שיש לייחס, אם בכלל, לדין האמריקאי כמקור פרשני. המונח "נייר ערך" (Security) הוגדר בהרחבה בדיני ניירות הערך האמריקאיים,¹⁸ במטרה להקיף מגוון רחב של מכשירים אשר עשויים להיתפס כניירות ערך.¹⁹ עיון בהגדרה האמריקאית מעלה מיד כי היא שונה מאוד באופייה מההגדרה הישראלית. היא כוללת שורה ארוכה של תעודות ומכשירים למטרות השקעה פיננסית, את מונח השסתום "חוזה השקעה" ("investment contract"), וכן הוראה כללית ולפיה כל אינטרס או מכשיר הידוע כ"נייר ערך" ייחשב ככזה. העיסוק בהגדרת ניירות ערך בפסיקה ובספרות המשפטית בארה"ב הינו רחב היקף, סבוך, לעיתים לא עקבי, ורכיבי ההגדרה זכו לשלל פרשנויות של בתי המשפט.²⁰

ההלכה הכללית היא כי כדי להיעזר בפירוש חוק ניירות הערך הישראלי ניתן לפנות לשם השוואה גם לדיני ניירות הערך הפדרליים של ארה"ב, אשר היוו לעיתים מזומנות מקור השראה לדינים

¹⁵ "ניירות ערך מיוחדים", קרי לניירות ערך שהונפקו בידי הבנק העולמי, במטרה להקל את דרישות הגילוי בעת הנפקתם ואחריה. ראו: פרק ה' לחוק ניירות ערך.

¹⁶ ראו: משרד האוצר **דין וחשבון הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם** 14 (1963) (להלן: **דוח ועדת ידיון**), וכן דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך, התשכ"ה-1964, ה"ח 625: "נייר ערך מוגדר בצורה רחבה והוא כולל זכות חברות או תעודת זכות אחרת בחברה או באגודה שיתופית".

¹⁷ עניין **קדם**, לעיל ה"ש 2, פסי' טז לפסק דינו של השופט רובינשטיין; שרון חנס ואיתי פינגבאום "עיון מחודש בהגדרת נייר-ערך" בדין הישראלי **משפט ועסקים** ז' 11, 17 (2007).

¹⁸ למונח "ניירות ערך" קיימות הגדרות נוספות בדין. ריבוי ההגדרות עשוי להקשות על פירושן, אך הוא מלמד כי לעיתים יש מקום ליצוק תוכן שונה למונח "ניירות ערך" בהקשרים שונים. למשל: ס' 52 לחוק ניירות ערך מגדיר: "ניירות ערך" לעניין הוראות העוסקות בבורסה ובעבירות מידע פנים ותרמית ונוקט בלשון רחבה יותר: "לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 והם מכשיר פיננסי כהגדרתו בסעיף 44ב". ההפניה להגדרה הרחבה של מכשיר פיננסי בס' 44ב לחוק ניירות ערך נוספה לאחרונה במסגרת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 61), התשע"ז-2017, ס"ח 2623, במטרה להבטיח בין היתר כי פעילות בורסאית במכשירים פיננסיים שונים תחייב רישוי וכי לא תתעורר שאלה באשר לתחולת סעיף התרמית ביחס לפעילות בהם. הגדרות חשובות נוספות בדין יש בס' 1 לחוק הסדרת העיסוק ובס' 1 לחוק השקעות משותפות.

¹⁸ ההגדרה שנקבעה בחוק ניירות הערך האמריקאי משנת 1933 אומצה לאחר מכן בחוקים פדרליים ומדינתיים נוספים.
¹⁹ H.R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 11 (1933). ההגדרה קובעת כיום כדלקמן:

"The term 'security' means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate of subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing".

Securities Act of 1933, 74 U.S.C. § 2(a)(1) (1933).

²⁰ להרחבה ראו: מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** 125-132 (2006); חנס ופינגבאום, לעיל ה"ש 16; Theresa A. Gabaldon, *A Sense of Security: An Empirical Study*, 25 J. CORP. L. 307 (2000); Willis H. Riccio, *The Ubiquitous Investment Contract*, 56 R.I. BARI. 15, 15 (2007).

בישראל ואשר הפסיקה בעניינם מפותחת.²¹ ואולם, בפסק דין קדם פנה בית המשפט העליון מהלכה כללית זו וקבע כי אין מקום להיעזר במשפט האמריקאי כמקור פרשני ביחס להגדרת "ניירות ערך" לנוכח ההבדלים בין הדין הישראלי והדין האמריקאי בהיבט זה.²² אנו שותפים לדעה כי הדין האמריקאי אינו בהכרח מקור פרשני מוצלח ביחס להגדרת "ניירות ערך" בדין הישראלי ויש להיזהר עת מסתייעים בו. במקום שעושים כן יש לברור היטב את ההתייחסויות שראוי לשאוב מהן השראה ולהימנע מאימוץ גורף של פרשנויות, שחלקן מורכבות ובעייתיות. כך נהגנו גם ברשימה זו כאשר ערכנו לעיתים השוואה לדין האמריקאי.

2.2. דיון בשיקולים לפרשנות תכליתית של ההגדרה

נציג כעת רשימה של שיקולים העולים בבחינת פרשנותה של הגדרת ניירות ערך. רשימת השיקולים מבוססת על מקרים שנבחנו במהלך השנים בידי בתי המשפט בישראל ובידי רשות ניירות ערך כרגולטור המופקד על ביצועו של החוק. בחלקה הראשון של הרשימה נציג שיקולים שיש להעניק להם משקל רב בפרשנות תכליתית של החוק, ובחלקה השני של הרשימה נציג שיקולים שיש להעניק להם משקל זניח, אם בכלל, בסיווגו של מכשיר כנייר ערך. שיקולים מהסוג האחרון, כמו מאפייניה הצורניים של ההתקשרות, הינם בעלי רלוונטיות מועטה, אולם גם בעזרתם ניתן להתחקות, על דרך השלילה, על הפרשנות התכליתית הראויה להגדרה. המשקל שיש לתת לכל שיקול תלוי בהנסיבות העניין. לעיתים קרובות השיקולים שלובים זה בזה, כאשר התקיימותו של האחד מעידה על האחר, ולעיתים יש שיקול אחד שהינו מכריע ומאפיל על כל השאר.

שיקולים בעלי חשיבות בהכרעה אם מדובר בניירות ערך

(1) מטרת השקעת הכספים – מטרת השקעה פיננסית לעומת מטרת אחרות כגון צריכה, חברות או אמצעי רישום

ההשקעה שבה עוסקים דיני ניירות ערך היא ביסודה השקעה שמטרתה פיננסית ותכליתה השגת תשואה. כפועל יוצא מכך, דרישות הגילוי מבקשות לסייע למשקיעים המבקשים לקבל החלטת השקעה מושכלת. דיני ניירות ערך פחות רלבנטיים להשקעת כספים למטרות אחרות שאינן פיננסיות. הדוגמא המובהקת ביותר למטרה אחרת כזו היא השקעת הכספים למטרות צריכה ושימוש. כך למשל רכישת מינוי בחדר כושר המיועדת לשם אימון ספורטיבי; רכישת כרטיסי קולנוע לשם צפייה; רכישת תלושי קניות ברשתות צרכניות לשם רכישת מוצרים.²³

הבדלים אלו במטרות הרכישה מהווים שיקול כבד משקל בקביעה אם מכשיר מסוים מהווה נייר ערך, והם באים לידי ביטוי בפסיקת בתי המשפט והחלטות רשות ניירות ערך זה שנים רבות.²⁴ כך

²¹ **דוח ועדת ידן**, לעיל ה"ש 15, שהניח את היסודות לחוק ניירות ערך שאב השראה מהדין האמריקאי לצורך גיבוש המלצותיה, ובתי המשפט פונים אף הם לא אחת לדין זה כמקור פרשני. ראו: עניין **ברנוביץ'**, לעיל ה"ש 5, בעמ' 829, לעניין אפשרות הפנייה לדיני ניירות הערך הפדראליים של ארה"ב כמקור פרשני.

²² עניין **קדם**, לעיל ה"ש 2, פסי' יב לפסק דינו של השופט רובינשטיין. בכך הכריע בית המשפט העליון בין גישות סותרות בעניין זה שעלו מפסיקות בתי המשפט המחוזיים. ראו: ת"א (מחוזי ת"א) 2969/00 **יו"ר הרשות לניירות ערך נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ**, פסי' 14 לפסק דינה של השופטת חיות (פורסם בנבו, 30.7.2002), שם סברה כי ההגדרה הישראלית היא הגדרה מקורית, שאינה דומה להגדרה האמריקאית, ולפיכך אין "לייבא" הלכות אמריקאיות בעניינה. ומנגד: ת"א (מחוזי ת"א) 3199/95 **רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ** (פורסם בנבו, 22.6.1995), שם הסתייעה השופטת אלשיך בפסיקה האמריקאית.

²³ בדוגמא של רכישת תווי קנייה של חנות צרכנית בידי לקוחותיה, מאפשר תו הקניה לרוכש לשלם באמצעותו על מוצרים בבית העסק. הרוכש אומנם מעמיד בפועל לבית העסק כספים למימון פעילותו, אך המטרה העומדת לנגד עיניו היא מטרה צרכנית באופייה - רכישות בהנחה של מוצרים הנמכרים על ידי בית העסק. בעניינה של רשת המזון קלאבמרקט נדונה שאלה זו לאחר קריסתה של הרשת הואיל והסתבר כי זמן קצר לפני כן מכרה תווי קניה ללקוחות בסכומי כסף גדולים. בתביעה ייצוגית שהוגשה בעניין הבהיר בית המשפט כי תווי הקנייה הינם משום "נשייה בשווה כסף" במהלך העניינים הרגילים, אשר מקנה לבעליו זכות להגיש תביעת חוב במקרה שרשת שיווק נקלעת לחדלות פירעון. התובענה הייצוגית נדחתה בהסכמת הצדדים ופסק הדין ניתן ללא נימוקים בנדון. ת"א (מחוזי ת"א) 1980/05 **ברקו נ' קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ** (לא פורסם, 15.6.2006).

²⁴ גם בפסיקת בתי המשפט בארה"ב מיוחסת חשיבות רבה למטרת ההתקשרות. באחד מפסקי הדין המובילים של בית המשפט העליון האמריקאי נקבע כי רכישת מניות בקואופרטיב דיוור בוצעה לפי מהותה למטרת רכישת דיוור מוזל ולא למטרות רווח. באותו מקרה נעדרו מהמניות המאפיינים הבאים: זכות יחסית לדיבידנד מהרווחים; עבירות ויכולת למשכן את המניה; זכויות הצבעה באופן יחסי למספר המניות; וסיכוי לגידול בערך המניות. בית המשפט פסק לפיכך

נקבע בפסיקה ביחס לחברות באגודה שיתופית שמטרתה צרכנית;²⁵ וכן בעמדות של רשות ניירות ערך בקשר לרכישת מניות המקנות זכויות שימוש ורכישת מינוי שנתי בקאנטרי קלאב;²⁶ לרכישת מניות לשם הקמת מועדון כדורגל אשר הקנו זכויות בנוגע למינוי הנהלת המועדון וקבלת מינוי שנתי למשחקי הקבוצה;²⁷ ולרכישת מניות באגודות שיתופיות שביקשו להקים קואופרטיביים או לעסוק בפעילות מרכזיים, אשר שיקפו למעשה זכות עתידית לקבל הנחות ברכישת מוצרים או שירותים מאגודות אלו במסגרת פעילותן העסקית.²⁸

מאפייני ההתקשרויות במקרים אלו הגבילו מאוד את אפשרות השגת התשואה והבהירו כך את המטרה הצרכנית שבבסיסן. לדוגמא, בעניינה של קבוצת אוהדי הכדורגל של הפועל קטמון, השיבה רשות ניירות ערך כי הצעת מניות לציבור לשם הקמת מועדון כדורגל בסכום של 1,000 שקלים למניה שתירכש על ידי אוהד לא תיחשב הצעה של ניירות ערך לציבור. המניות הקנו זכות להשתתף באספה הכללית שתבחר את נציגי האוהדים להנהלת המועדון ואת תשלומי האוהדים למועדון, כמו גם תעודת אוהד ומינוי שנתי למשחקי הקבוצה. עוד קבעה החברה כי לא תפעל למטרת רווח וכי הבעלות במניה לא תקנה זכות השתתפות ברווחי החברה או בעודפיה בפירוק. כך נוצרה הבחנה ברורה בין השקעה פיננסית במניות של קבוצת כדורגל ובין השקעה שמטרתה חברתית-צרכנית – הקמת מועדון כדורגל והשתתפות בפעילותו.²⁹

דוגמא עדכנית לסוגי ההתקשרויות שבהן מהווה קריטריון זה שיקול קריטי בסיווג ההתקשרות כנייר ערך הינה הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים (ICOs), אשר צברה תאוצה משמעותית בעת האחרונה.³⁰ רגולטורים בעולם הבוחנים פעילות זו כיום נוטים להבחין בין סוגי המטבעות, בין היתר על בסיס הבדלים במטרת רכישתם - צרכנית או פיננסית. הקושי העיקרי העולה במקרים אלו נובע משילוב של מטרות וסוגי זכויות המתקיים בחלק מהמטבעות המונפקים.³¹

כי אף שהמונח מניה ("Stock") נזכר מפורשות בהגדרת נייר ערך, אין בהכרח מקום לראות כל מניה כנייר ערך, וכי יש לפרש את המונח "נייר ערך" על פי מהותו ובהתחשב במציאות הכלכלית העומדת מאחורי העסקה, ולהעדיף מהות על פני צורה. *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975).
²⁵ עמ"מ (מחוזי י-ם) 113/03 דותן נ' קו אופ הרבוע הכחול אגודה שיתופית לשירותים בע"מ (פורסם בנבו, 11.5.2005), פסי' 72-76 לפסק דינו של השופט עדיאל; עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 22, פסי' 48-51 לפסק דינה של השופטת חיות.
²⁶ החלטת רשות ניירות ערך "מניות קאנטרי קלאב אינן מהוות ניירות ערך - בכפוף למספר תנאים" (8.7.2003).
www.isa.gov.il/175/2003/הודעות20%ופרסומים/Pages/Securities-Authority-has-determined-that-the-shares.aspx

²⁷ מענה רשות ניירות ערך לפנייה מקדמית "קטמון ייזום מפעלים בע"מ" (2.10.2007) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_2181.pdf (להלן: מענה לפנייה מקדמית בעניין הפועל קטמון).

²⁸ מענה רשות ניירות ערך לפנייה מקדמית "אופק אגודה שיתופית לניהול הון בע"מ" (29.9.2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7969.pdf.

מענה רשות ניירות ערך לפנייה מקדמית "אירוס אגודה שיתופית חקלאית בע"מ" (27.1.2016) www.isa.gov.il/%d7%92%d7%95%d7%a4%d7%99%d7%9d%20%d7%9e%d7%a4%d7%95%d7%a7%d7%97%d7%99%d7%9dCorporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/ROS2.pdf

מענה רשות ניירות ערך לפנייה מקדמית "צירוף חברים לקו-אופ – אגודה צרכנית שיתופית בע"מ" (28.04.2014) www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/06052015.4.pdf

²⁹ מענה לפנייה מקדמית בעניין הפועל קטמון, לעיל ה"ש 27. השקעה במניות של חברת כדורגל יכול שתהיה כמובן גם השקעה פיננסית לכל דבר ועניין, ובבורסות בעולם אף נסחרות מניות של חברות בתחום פעילות זה. הקביעה כי לא מדובר בניירות ערך אינה נגזרת אפוא רק ממטרות פעילותה של החברה, אלא בעיקר מאופי זכויות בעלי המניות.

³⁰ מטבע קריפטוגרפי הוא למעשה קובץ מידע דיגיטלי המוצפן בטכנולוגיית רישום מבוזר, הניתן להעברה בין צדדים. משמעו של הכינוי ICO הינו Initial Coin Offering, והוא מכוון לגיוסי הון מהציבור באמצעות הנפקה של מטבעות קריפטוגרפיים. בימים אלו נבחנת ברחבי העולם תחולתם של דיני ניירות ערך ביחס להנפקות הון מסוג זה וכן קביעת הסדרה ייעודית מתאימה על פי מאפייניהם של מטבעות אלו. בישראל הקימה רשות ניירות ערך ועדה לבחינת הנושא. ראו: רשות ניירות ערך הוועדה לבחינת אסדרה של הנפקת מטבעות קריפטוגרפיים מבוזרים לציבור – דוח ביניים (2018). (להלן: דוח הביניים של ועדת המטבעות הקריפטוגרפיים); בפרט בעמ' 47-59 העוסקים בחובת פרסום תשקיף:

www.isa.gov.il/Reports/177/Documents/CryptoCommitteeInterimReport.pdf
רשויות בעולם מצייגות בשלב זה גישות שונות. חלקן פרסמו אזהרות כלליות לציבור, חלקן אסרו על פעילות גיוס כספים בדרך זו וחלקן בוחנות רגולציה ייעודית לתחום. בישראל הציגה הרשות גישה דומה למדינות כגון ארה"ב, אוסטרליה, הונג קונג, סינגפור, ניו זילנד וקנדה, אשר פרסמו פרמטרים אשר על פיהם תיבחן כל הנפקה והנפקה באופן ספציפי (Case by Case).

³¹ ההבחנה הבסיסית שנעשתה בדוח הביניים של ועדת המטבעות הקריפטוגרפיים נוגעת בעיקר למטרת השקעת הכספים: כאשר המטבעות נועדו לשמש אמצעי תשלום, סליקה או חליפין בלבד, שאינם מקנים זכויות נוספות ואינם נשלטים בידי גורם מרכזי, ככלל לא ייחשבו ניירות ערך; כאשר המטבעות מגלמים זכות למוצר או שירות ונרכשים

מטרות מסחריות אחרות של משקיע הכספים עשויות גם הן להשליך על סיווג ההתקשרות. כך למשל מקרה של אשראי ספקים, שבו ספק מסחרי מעמיד לבית עסק את מרכולתו או שירותיו תוך דחיית מועד תשלום התמורה בגינם. אומנם, כפי שמשקיע הרוכש איגרת חוב מחברה מעמיד לה אשראי, גם הספק מעמיד למעשה אשראי לבית העסק, אולם מטרתו של הספק אינה השגת תשואה.³² מדובר במערכת יחסים מתמשכת בין הספק לבית העסק המיועדת בין היתר לאפשר המשכיות בהתקשרות עם בית העסק לאספקת טובין או שירותים במסגרתה.³³ דוגמא נוספת הינה ביחס להשקעת כספים שמטרתה רכישת נדל"ן המיועד למגורים או מאפשר מגורים של משקיע הכספים.³⁴

ככלל, ניתן היה לבחון את מטרותיהם של שני הצדדים להתקשרות - מעמיד הכספים ומקבל התמורה גם יחד.³⁵ לטעמנו, יש להתמקד בעניין זה במטרתו של משקיע הכספים, הנמצא במוקד הדברים בראיית דיני ניירות ערך, אשר נועדו להגן עליו במקרה שבו השקעתו מיועדת להשגת תשואה.

(2) גיוס ההשקעה וניהולה בידי אחרים

סיכון מרכזי שדיני ניירות ערך מבקשים להתמודד עימו הוא בעיית הנציג, הנוצרת כאשר הציבור משקיע כספיו בפעילות עסקית המנוהלת בידי אחרים, בעוד המשקיע פסיבי ואינו משתתף פעיל בניהולה.³⁶ במצב זה מתקיימים הפערים המובנים בין המשקיעים ובין מנהלי הפעילות העסקית בצורתם המובהקת ביותר. החשש הוא כי מנהלי ההשקעה ישתמשו בכספי ההשקעה באופן שלא ייטיב עם המשקיעים ויעדיפו את טובתם האישית על פני טובת העסק והמשקיעים שמימנו את פעילותו. בעיית הנציג מתעצמת כאשר יש מספר גדול ובלתי-מסוים של משקיעים שלכל אחד מהם שיעור קטן מהיקף ההשקעה הכולל, ולכן היא למעשה נגזרת של הנפקת ניירות הערך למספר רב של משקיעים, היינו לציבור. לאור האמור, כאשר ההתקשרות מעוצבת כך שעולה ממנה כי השקעת

למטרת צריכה בלבד, ככלל לא ייחשבו ניירות ערך; ואולם, כאשר המטבעות נועדו למטרת השקעה פיננסית, הרי שככלל ייחשבו ניירות ערך. שם, בעמ' 54-56.

ראו גם את דוח רשות ניירות ערך בארה"ב (להלן: דוח ה-SEC בעניין DAO):
SECURITIES AND EXCHANGE RELEASE, REPORT OF INVESTIGATION, H.R. REP. No. 81207 at 1, 11 (2017).
<https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>

³² העדר מטרה פיננסית אינו מתקיים עוד במקום שבו הספק ימחה למשקיעים מהציבור את האשראי שהעמיד לבית העסק, שאזי מטרתם של המשקיעים מהציבור לרכישתו מהספק תהא דווקא פיננסית.
³³ גם בפסיקת בתי המשפט בארה"ב ניתן דגש להבחנה בין שטרי חוב המונפקים למטרות השקעה לבין שטרי חוב המונפקים במסגרת מסחרית או צרכנית אחרת. המונח "שטר חוב" (Note) נמנה בהגדרת נייר ערך בחוק משנת 1933, ובית המשפט העליון האמריקאי קבע כי מונח זה הינו רחב, מקיף מגוון מכשירים בעלי מאפיינים שונים הנגזרים מנסיבות הנפקת שטר החוב, וכי קיימות נסיבות שבהן שטר חוב לא יהווה השקעה הכפופה לדיני ניירות ערך *Timber Co. v. Landreth* 471 U.S. 681, 694 (1985).

בפסק דין מנחה של בית המשפט העליון בעניין *Reves v. Ernst & Young* 494 U.S. 56 (1990), אומץ מבחן "הדמיון המשפחתי". נקודת המוצא של מבחן זה היא לשון החוק הכוללת בהגדרת נייר ערך "כל שטר" ("any note"), ומכאן ההנחה הניתנת לסתירה לפיה ככלל שטר הוא נייר ערך. על פי המבחן, יש לבדוק אם מדובר בשטר הנמנה עם רשימה לא סגורה של שטרות שאינם ניירות ערך או אם קיים דמיון בינו לבין אחד מהם. המבחנים בבסיס "משפחה" זו של מכשירי חוב המהווים ניירות ערך הינם ארבעה, ובראשם בחינת המניעים של מוכר ושל קונה סבירים להתקשר בעסקה - האם מטרת המוכר היא גיוס כספים לפעילות עסקית ומטרת הקונה היא בעיקר רווח, או שמכשיר החוב נועד להשיג מטרה מסחרית או צרכנית? המבחנים האחרים הם בחינת תוכנית ההפצה (plan of distribution) של המכשיר והאם היא מאפשרת מסחר בו למטרות ספקולציה או השקעה; האם יש ציפייה סבירה של הציבור כי מדובר בנייר ערך גם אם נסיבות העסקה אינן מצביעות על כך; והאם קיים גורם המפחית משמעותית את הסיכון הגלום במכשיר (Risk-Reducing Factor), כגון רגולציה אחרת, כך שתחולת דיני ניירות ערך אינה נחוצה בעניינו.

³⁴ מענה רשות ניירות ערך לפנייה מקדמית "בקשה להנחיה מקדמית" (5.5.2016)
www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Docuents/TTS.pdf

³⁵ כך למשל במבחן הראשון שנקבע בעניין *Reves*, לעיל ה"ש 33.
³⁶ M. Jensen & W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, J. FIN. ECON. 305 (1976); Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, J. POL. ECON. 288-307 (1980); Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, J.L. & ECON. 26, no. 2, 301-325 (1983);
זוהר גושן "בעיית הנציג כתאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואליטרו פרוקצ'יה - חיבורי משפט 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה, מרדכי אי ראבילו עורכים, 1996).

הכספים הינה סבילה בעיקרה, מנוהלת על ידי גורם אחר וגורל כספי המשקיעים תלוי באותו גורם - יהיה בכך שיקול לסיווג ההתקשרות כנייר ערך.³⁷

הדגשת סבילותם של המשקיעים והישענותם על היזם, מארגן ההשקעה, עומדת ביסוד מבחן Howey האמריקאי, שביקש ליצוק תוכן למונח השסתום "חוזה השקעה" (investment contract) הנקוב בהגדרת נייר ערך בארה"ב.³⁸ יש להדגיש, עם זאת, כי גם כאשר המשקיעים אינם סבילים, אין בהכרח מקום להסיק שאין מדובר בנייר ערך, אלא יש לבחון את אופי ההתקשרות. לדוגמא, לעיתים למשקיעים יש חלק פעיל במאמצי השיווק של המיזם או שהם אף עובדים בו. בנסיבות רגילות לא יהיה בכך כדי לפתור את בעיית הנציג או ליתר את הצורך בהגנת החוק.³⁹ בדומה, פסיביות של מארגן ההשקעה, אשר משמש לעיתים כמתווך ומעביר את כספי ההשקעה שגייס לגורם אחר, לא תוכל לפטור אותו מתחולת חובת פרסום התשקיף, שכן אחרת תחולת החוק תיעקף והמשקיעים ייוותרו חסרי הגנה.

מנגד, ככל שפעילות המיזם והשותפים בו נושאת אופי מובהק של פעילות כלכלית שיתופית – לדוגמא, חברים בקיבוץ או חברים באגודה שיתופית בעלת שיקולים צרכניים - פוחתת בעיית הנציג בין מנהלי המיזם למשקיעים בו והדבר עשוי להצדיק אי-סיווג ההתקשרות כנייר ערך.⁴⁰

(3) מידת הדמיון לניירות ערך מקובלים והמאפיינים הכלכליים של המכשיר

ניירות הערך המקובלים הם מניות, איגרות חוב וכתבי אופציה. בצורתם הבסיסית, ניירות ערך אלה הינם בעלי מאפיינים כלכליים ברורים למדי. כך למשל, לגבי מניות, הזכויות הכלכליות המקובלות העיקריות כוללות את הזכות לקבל דיבידנד, זכות הצבעה התלויה במספר המניות המוחזקות, הזכות להעביר, למשכן או לשעבד את המניה והזכות לקבל מעודפי החברה בפירוק.⁴¹ דמיון במאפיינים הכלכליים של תעודות אחרות לאלה של ניירות הערך המקובלים תצביע על כך שאותן תעודות הן ניירות ערך אף אם ניתן להן כינוי אחר. קיומן של הזכויות הכלכליות המקובלות מעיד במידה רבה גם על מטרת רכישתן כמטרה פיננסית.

בעניין זה אין לייחס חשיבות לכינוי הניתן להתקשרות בידי מי שהציע אותה ולמידת הדמיון שלו לשמו של מי מניירות הערך המקובלים. מהות הזכויות הצמודות להתקשרות היא המכרעת. בפסק דין קדם, לדוגמא, התייחס בית המשפט העליון ל"הסכמי הלוואה", אשר היו נשוא הדיון, כניירות ערך לכל דבר ועניין. ואכן, הסכמי הלוואה באותו מקרה היו דומים במהותם לאיגרות חוב.⁴² בד בבד, עצם כינויה של התקשרות בשמו של נייר ערך מקובל, ובפרט הגדרתה כ"מניה", גם הוא אינו

³⁷ ראו: חנס ופינגנבאום המצדדים במבחן זה, לעיל ה"ש 16, בעמ' 26, 46-48. ³⁸ *SEC v. W.J. Howey Co.* 328 U.S. 293 (1946). פסק דין Howey הוא אחד מפסקי הדין הידועים ביותר בתחום ניירות הערך בארה"ב. בפסק דין זה נדרש בית המשפט העליון האמריקאי לשאלה אם חוזים שהוצעו לציבור והעניקו אפשרות השקעה במטעי פרי הדר בפלורידה היו ניירות ערך. "מבחן Howey", כפי שנודע אחר כך, קובע כי "חוזה השקעה" נוצר בהתקיים ארבעת התנאים המצטברים הבאים: השקעת כסף; מיזם משותף; ציפייה לרווח; והשגת הרווח בעקבות מאמציו הבלעדיים של מארגן ההשקעה או של צד שלישי. שם, בעמ' 298-299 לפסק הדין. בעקבות פסק דין Howey, נבחנו ברבות השנים מיזמים עסקיים שונים במטרה לקבוע אם היו חוזי השקעה. בין היתר נבדקו זכויות בתוכניות קידוח נפט או גז, שותפויות, מיזמי נדל"ן, קואופרטיבים לדור, תוכניות פירמידה לשיווק מוצרים שונים, זיכיונות ותוכניות חברות שונות. הפסיקה האמריקאית בנוגע לתנאי מבחן Howey היא ענפה ביותר, שכן התנאים הפשוטים לכאורה עוררו שאלות פרשניות רבות. לדוגמא: האם נדרשת בהכרח השקעת כסף במזומן? מתי השקעת כסף אינה מהווה השקעה פיננסית? מהו היחס הנדרש בין המשקיעים ובין היזם ובין המשקיעים לבין עצמם כדי שיתקיים "מיזם משותף"? מהו "רווח" לעניין יסוד הציפייה לרווח, והאם הוא חייב להתקבל למשל בדרך של חלוקת דיבידנדים? מהו הדין במקום שבו המשקיעים אינם פסיביים לחלוטין אלא משתתפים בפעילות המיזם בהיבטי שיווק או בהיבטים אחרים? ועוד.

להרחבה ראו: ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 20, בעמ' 129-132; חנס ופינגנבאום, לעיל ה"ש 16, בעמ' 29-41; Theresa A. Gabaldon, *A Sense of Security: An Empirical Study*, 25 J. Corp. L. 307 (2000); Ryan C. Farha, *SEC v. Edwards: An Opportunity to Knock on the Viability of the Howey Test as the Gatekeeper for the Federal Securities Laws*, 31 Okla. City U.L. Rev. 161 (2006); Miriam R. Albert, *The Howey Test Turns 64: Are The Courts Grading This Test On A Curve*, 2 Wm & Mary Bus. L. Rev. 1 (2011).

³⁹ ראו להלן בטקסט הנלווה לה"ש 109 בנוגע לקביעת הדין כי הצעת ניירות ערך לעובדים אינה פטורה מתחולת חובת פרסום תשקיף אלא רק זכאית להקלות בתנאים מסוימים.

⁴⁰ חנס ופינגנבאום, לעיל ה"ש 16, בעמ' 29.

⁴¹ ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 20, בעמ' 126.

⁴² הגדרת "איגרת חוב" בס' 1 לחוק החברות: "מסמך שהנפיקה חברה המעיד על קיומה של התחייבות כספית שחבה החברה, ומגדיר את תנאיה, למעט שטרי חוב או שטרי חליפין שנתנה חברה במהלך עסקיה". ראו עוד על חוסר הרלוונטיות של מאפיינים צורניים של ההתקשרות במסגרת הדיון בשיקולים שאין לייחס להם משקל בהכרעה אם מדובר בניירות ערך.

יכול להוות גורם מכריע בסיווג ההתקשרות כנייר ערך. הניסיון מלמד כי ברוב המקרים כינויה של תעודה כ"מניה" או כ"איגרת חוב" אכן ייעשה על בסיס תכונות ההולמות כינוי זה, אולם הקביעה בנדון צריכה להתבצע בהתאם למהות הזכויות הנלוות להתקשרות.⁴³

יש להביא בחשבון בעניין זה כי הגיוון בעולם הכלכלה הינו רב, ועל כן ייתכנו מכשירים המשלבים תכונות של ניירות ערך שונים, או נעדרים תכונות מסוימות של ניירות ערך מקובלים, אשר יהוו בכל זאת ניירות ערך נוכח מאפייניהם הכלכליים. לדוגמא, מגבלות על עבירות וסחירות של תעודות אינן טעם מספק לקביעה כי אינן בגדר ניירות ערך;⁴⁴ אי-הקניית זכויות הצבעה למניות גם הוא אינו טעם מספק לקביעה כי אינן בגדר ניירות ערך, ולמעשה מניות מסוג זה (מניות בכורה) אף שכוחות בשוקי הון.

(4) רגולציה פיננסית אחרת שמגינה על משקיעי הכספים

ניירות ערך הם קטגוריה אחת בקבוצה רחבה של מכשירי השקעה וחסכון. קבוצה זו כוללת, לדוגמא, נגזרים על מדדי הבורסה או על סחורות (נפט, זהב, וכדומה).⁴⁵ היא כוללת גם מכשירי השקעה כמו קרנות נאמנות, המאפשרות למספר רב של משקיעים להשקיע במשותף במגוון אפיקי השקעה, מכשירי חיסכון מוכרים כגון פיקדונות ותוכניות חיסכון בנקאיים, ומכשירי חיסכון לטווח הארוך כגון קרנות פנסיה וקופות גמל.

קיומה של מערכת דינים פיננסית ייעודית וחלופית לגבי השקעה מאפשר לעיתים להימנע מסיווג כנייר ערך. במקרה זה, הסיכון שציבור המשקיעים חשוף לו פוחת, ובמקביל פוחתות ההצדקות להחלת חוק ניירות ערך. הואיל והסיכונים הכרוכים בהשקעות לא מפקחות אינם ייחודיים להצעה ומכירה של ניירות ערך, אלא נכונים למכשירים ושירותים פיננסיים שונים, תפישת היסוד שהובאה בראשית הדברים היא כי כל פעילות פיננסית המופנית לציבור הרחב צריכה להימצא תחת מערכת דינים מתאימה שתסדיר אותה.⁴⁶ מהנחה זו נגזר גם כי כאשר קיימת אסדרה ייעודית אחרת שמטרתה התמודדות עם מאפייניו הקונקרטיים של מכשיר השקעה, יש הצדקה להסיג את חובת פרסום התשקיף לגביו, גם אם אותו מכשיר עשוי היה להיכלל בהגדרה הרחבה של ניירות ערך.

⁴³ באופן דומה קבע בית המשפט העליון בארה"ב כי סיווג התקשרות כ"נייר ערך" נגזר מאופי ההשקעה הכלכלית, להבדיל מהכינוי שניתן לה. עניין Landreth, לעיל ה"ש 33, בעמ' 688-693. בעניין Forman, לעיל ה"ש 24, בעמ' 848, קבע בית המשפט העליון בארה"ב כי יש לפרש את המונח "נייר ערך" על פי מהותו ובהתחשב במציאות הכלכלית העומדת מאחורי העסקה, ולהעדיף מהות על פני צורה. לכן על אף שהמונח "Stock" נזכר מפורשות בהגדרת נייר ערך, אין בהכרח מקום לראות כל מניה כנייר ערך. בד בבד נקבע שם, בעמ' 850-851, כי אין להסיק שהשם הצמוד למכשיר הוא בלתי-רלוונטי לחלוטין, שכן לעיתים שימוש בשם מקובל, כגון "מניה" או "איגרת חוב" יוביל את הרוכש להניח שדיני ניירות ערך חלים בעניינו, בייחוד אם באותה עסקה מתקיימים מאפיינים טיפוסיים של מכשירים אלו. כאשר שם מקובל כ"Stock" גורם לרוכש להניח בצדק שדיני ניירות ערך חלים, תהיה בכך אינדיקציה שאכן מדובר בנייר ערך.⁴⁴ ראו עוד במסגרת הדיון בהמשך בשיקול שעניינו שוק משני למסחר בניירות ערך.

⁴⁵ ראו: הגדרת "מכשיר פיננסי" בסי' 44 לחוק ניירות ערך, הקובעת כי: "מכשיר פיננסי" הוא כל אחד מאלה: (1) ניירות ערך כהגדרתם בסעיף 1 לחוק; (2) ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה; (3) יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות; (4) הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של מטבעות, סחורות (commodities), שערי ריבית, שערי חליפין, מדדים, או מכשיר פיננסי אחר; (5) כל מכשיר פיננסי אחר שקבע שר האוצר, לפי הצעת הרשות או בהתייעצות עימה ובאישור ועדת הכספים של הכנסת.

⁴⁶ ביטוי לתפישה זו, שיש להימנע מ"ואקום חקיקתי" כך שמכשיר פיננסי לא יוסדר תחת מערכת דינים פיננסית כלשהי, ניתן היה לראות לאחרונה בעת"מ (מחוזי ת"א) 17-26602-01 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב, פסי' 94-99 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 2.3.2017). באותו עניין נדרש בית המשפט לפרש את ההגדרה הרחבה יותר של המונח "ניירות ערך" הקבועה בסי' 52 לחוק ניירות ערך, לשם הכרעה אם פעילותה של זירה אינטרנטית למסחר באופציות בינאריות מהווה בורסה לניירות ערך שהפעלתה טעונה רישיון. השופטת רונן עמדה על ההבחנה בין ניירות ערך "קלאסיים" (כגון מניות בחברה) ובין מכשירים פיננסיים נגזרים, וקבעה כי ההגדרה הרחבה בסעיף 52 לחוק מאפשרת פרשנות מילולית שתכלול בגדרה אופציות בינאריות, ותכלית החוק מצדיקה פרשנות זו מוספר סיבות. בין היתר התייחסה להעדרו של פיקוח אלטרנטיבי יעיל ומקיף על הפעילות, ולכך שחובת הרישוי של בורסה, גם אם אינה מתאימה באופן מלא לעניינה של החברה, היא בעלת חשיבות להגנת המשקיעים, ועל כן יש לפרש את החוק כך שיחול במקרה זה. בדומה, בפסק דין שעסק בשאלה אם פעילות מסוימת חייבת ברישיון זירת סוחר, קבעה השופטת רונן כי שאלת קיומו של משטר רגולטורי חלופי ומספק היא שאלה שאותה יש להביא בחשבון במסגרת התהליך הפרשני של המונח "מכשיר פיננסי", והעדרה של כל רגולציה על הפעילות תומך בפרשנות שלפיה היא אכן נכללת במסגרת הפיקוחית של זירות סוחר. העדר פיקוח יסכן את ציבור הלקוחות, בניגוד למטרת האסדרה. עת"מ (מחוזי ת"א) 17-19803-08 של זירות סוחר. העדר פיקוח יסכן את ציבור הלקוחות, בניגוד למטרת האסדרה. עת"מ (מחוזי ת"א) 17-19803-08 של זירות סוחר. INTERACTIVE BROKERS LLC נ' רשות לניירות ערך תל אביב, פסי' 36-38 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 20.6.2018).

בישראל יש מכשירי השקעה מוכרים שלגביהם קיימת מערכת דינים ייעודית. דוגמא מובהקת אחת היא קרנות נאמנות. קרנות אלה מבצעות השקעה משותפת של כספי המשקיעים בניירות ערך, בהתאם לאפיק ההשקעה שהוצג על ידן. המסגרת החוקית המכתיבה את מבנה הקרן, כללי ההשקעה שלה וחובות מנהל הקרן היא חוק השקעות משותפות בנאמנות. דוגמא מובהקת אחרת היא פיקדונות ותוכניות חיסכון המוצעים לציבור על ידי בנקים, וכן תעודות פיקדון או הלוואות שמעמידים הבנקים לרבות בתמורה לבטוחות דוגמת משכנתאות.⁴⁷ אומנם גם פעילויות מסוג זה ניתן לראות כפעילויות לכליות שמטרתן להניב תשואה, אך הן כפופות לרגולציה משמעותית בעלת מאפיינים ייחודיים המותאמים לפעילות, שבמידה רבה מכתיבים את אופייה.⁴⁸

היחסים בין מערכות הדינים השונות אינם מוסדרים היטב תמיד, ויכולים לעורר שאלות פרשניות לא פשוטות: האם מכשיר מסוים נופל תחת מערכת דינים מסוימת? האם במקום שבו נופל מכשיר מסוים לכאורה תחת שתי מערכות דינים נתונה הבכורה בבירור לאחת מהן? ובמקום שבו הדבר אינו ברור – האם חלות שתי מערכות הדינים גם יחד או שמנפיק המכשיר יכול לבחור ביניהן?

תחולתה של מערכת דינים שאינה מתאימה למכשיר השקעה עשויה לפגוע בגורמים המבקשים להנפיק אותו, ובמקרים מסוימים למנוע את הנפקתו. יתרה מכך, היא עשויה לפגוע באיכות ההגנה על ציבור המשקיעים. כיוון שההתפתחויות בשוקי ההון מקדימות לעיתים קרובות את התפתחות המסגרת הרגולטורית, נעשות בה כל העת התאמות במטרה להדביק התפתחויות אלה או לאפשר אותן. דוגמא הממחישה זאת היא התפתחות הרגולציה בישראל על תעודות סל. תעודות סל העוקבות אחר מדד בסיס הונפקו מאז תחילת שנות האלפיים כאיגרות חוב הנסחרות בבורסה. מתכונת הנפקה זו יצרה סיכונים רבים, ובהם כאלה הנוגעים ליציבות התאגיד המנפיק את תעודות הסל, אופן ניהול כספי המשקיעים על ידו ונטילת סיכונים עודפת על חשבונם. המשטר הרגולטורי של חוק ניירות ערך, המבוסס בעיקרו על דרישות גילוי, אינו מתאים להתמודדות עם סיכונים אלה, ולכן הוחלט להעביר את תעודות הסל למסגרת של חוק השקעות משותפות בנאמנות, המתמודדת עימם היטב. מהלך ההסבה של תעודות הסל לקרנות סל נמשך שנים ארוכות לנוכח המורכבות שיש בהעברת מכשיר השקעה, שהינו פעיל ומנוהלים בו כספי ציבור בהיקף ניכר, בין מערכות הדינים השונות.⁴⁹

יש להדגיש כי לא כל רגולציה או מערכת דינים אחרת החלה על מכשיר ההשקעה יכולה להוות חלופה מספקת המצדיקה הימנעות מסיווגו כנייר ערך. צריכה זו להיות מעטפת רגולטורית המותאמת לאופי הפעילות וההשקעה, המיועדת להגן על הציבור המשקיע את כספו וכוללת פיקוח אפקטיבי של רגולטור מוסמך מכוח החוק. כך למשל, הרגולציה החלה על אגודות שיתופיות אינה מהווה תחליף לדיני ניירות ערך. אומנם מדובר ברגולציה שנועדה להגן על חברי האגודה, אולם היא אינה עושה כן תוך ראייתם בראש ובראשונה כמשקיעים, ובוודאי שלא באותה העוצמה של דיני ניירות ערך.⁵⁰ קל וחומר שכפיפות לדיני החוזים הכלליים אינה חלופה מספקת לדיני ניירות ערך. כל נייר ערך כפוף לדין הכללי, אך זה אינו מתמודד עם המאפיינים הייחודיים שמצריכים את ההגנות הקבועות בדיני ניירות ערך.⁵¹

(5) ההתאמה והרלוונטיות של המסגרת החוקית הנוגעת להנפקת ניירות ערך בידי תאגידים

⁴⁷ אין להסיק מכך כי כל פעילות פיננסית של בנקים אל מול משקיעים אינה כפופה לדיני ניירות ערך. כך למשל הצעת איגרות חוב או מניות לציבור על ידי בנקים, הנהוגה בשוקי ההון בעולם, כפופה גם היא לחוק ניירות ערך כיוון שבהקשר זה פועל הבנק ככל תאגיד אחר המבקש לגייס כספים מהציבור למימון פעילותו.

⁴⁸ לשם השוואה, תעודות פיקדון המבוססות פדרלית (על ידי ה-Federal Deposit Insurance Corporation) וכפופות לרגולציה בנקאית לא נתפסו בארה"ב כניירות ערך. *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982).

⁴⁹ חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017, ס"ח 1064, 2654.
⁵⁰ ראו: מענה לפניית מקדמיות בענין בנק חברתי ופנייה מקדמית בענין קו-אופ, לעיל ה"ש 28, שם לא קיבלה הרשות את הטענה כי די בכך שההנפקה מתבצעת בידי אגודה שיתופית כדי לפטור אותה מדיני ניירות ערך, וכי הרגולציה החלה על אגודות שיתופיות מהווה תחליף לדיני ניירות ערך. הגדרת "ניירות ערך" בס' 1 לחוק ניירות ערך מבהירה כי גם תעודות המונפקות בידי אגודה שיתופית יכול שייחשבו ניירות ערך, וכך אף קבע בית המשפט בעניין **מונדרגון**, לעיל ה"ש 22, פס' 16 לפסק דינה של השופטת חיות.

⁵¹ בעניין **א.ד.ר.**, לעיל ה"ש 2, פס' 58-61, 68-71 לפסק דינו של השופט כבוב, נדחתה טענתה של חברה כי הדין הכללי, כדוגמת דיני חוזים ודיני הנזיקין, ומעורבותו של גורם מפוקח בארה"ב, מהווים רגולציה חלופית מספקת לדיני ניירות ערך. ביחס לגורם המפוקח בארה"ב נקבע כי עיקר עניינו בעסקי הביטוח בארה"ב ואין הוא יכול להיתפש כמי שמספק הגנה נאותה תחליפית למשקיעים בישראל, ולמעשה, ספק אם הוא כלל מודע לצעם קיומו. גם קיומו של מנגנון חשבון נאמנות לא נתפש כתחליף הולם להגנות מכוח החוק.

כפי שהוסבר לעיל, תחולתה של חובת פרסום התשקיף פורשת שורה של הגנות לציבור המשקיעים במישורים שונים. לעיתים קרובות, מסקנה משפטית כי אין מדובר בניירות ערך בשל מאפייני התעודות תתיישוב גם עם המסקנה הפרקטית כי אין טעם של ממש בהחלת החוק. לדוגמא, חבר מועדון שחמט הרוכש "מניה" של המועדון בסכום זניח, המקנה לו למעשה זכות חברות במועדון, אינו זקוק להגנות נרחבות מכוח דיני ניירות ערך.

טענה בדבר חוסר התועלת בכלים שמקנים דיני ניירות ערך צריכה להיבחן בזהירות. בפרט אין לקבל אותה כאשר דרישות הגילוי היו יכולות לסייע למשקיעים, אך היזם טוען כי אינו יכול לספק את המידע הרלוונטי, או לחלופין בונה את מכשיר ההשקעה באופן שגילוי לא יוכל לסייע למשקיעים.⁵² השיקול בדבר התאמת הכלים שמקנים דיני ניירות ערך לאסדרת ההצעה והמסחר בניירות ערך מתכתב באופן הדוק גם עם השיקול הקודם בדבר קיומה של רגולציה פיננסית חלופית רלוונטית. עצם תחולתה של רגולציה כאמור מעיד במקרים רבים כי הכלים שמקנים דיני ניירות ערך אינם הולמים ביחס לאותו מכשיר.

שיקול ההתאמה והרלוונטיות עלה בעבר בפסיקת בתי המשפט, ביחס לחוזים עתידיים שהנפיק בנק, ותוצאותיהם נגזרו ממדד ניירות ערך אקסוגני שעל פיו נקבעו רווחיו או הפסדיו העתידיים של המתקשר בחוזה.⁵³ בית המשפט דן במאפייני החוזים העתידיים, וקבע בין היתר כי מטרת דיני ניירות ערך בכלל וחובת פרסום התשקיף בפרט היא לאפשר למשקיעים המוסרים את כספם בידי חברה לקבל מידע מהימן, על מנת לקבל תשואה שתנבע מאופן ניהול עסקיה, ואילו רכישת מכשירים פיננסיים בבנק נועדה להשיג רווח כתוצאה מהתנהגות מדד המניות, ולא מאופן ניהול חברה זו או אחרת, ובכלל זה הבנק. בית המשפט סבר כי לאור האמור, המידע הנחוץ למשקיע הינו בנוגע לתברות המרכיבות את המדד ולא בנוגע לבנק, וכי החוזים העתידיים שהנפיק הבנק אינם בגדר "נייר ערך".⁵⁴

המסגרת החוקית הנוגעת להנפקת ניירות ערך בידי תאגידים אכן אינה מתאימה למכשירים פיננסיים מהסוג שהוזכר לעיל, ולכן לאחרונה הוסדרה פעילות זו בחוק באופן ייעודי, והגופים המציעים אותם הוגדרו כזירות סוחר המחויבות ברישיון. החובות המוטלות על זירות הסוחר כוללות דרישות גילוי שונות מאלה המוטלות על תאגידים המציעים ניירות ערך לציבור, וכן שורה של חובות ומגבלות הנוגעות בין היתר לסוגי המוצרים שניתן להציע לציבור, לניגודי עניינים, לציבות הזירה ועוד.⁵⁵

דוגמא זו מלמדת כי ישנן התקשרויות בעלות מאפיינים כלכליים המבוצעות למטרות פיננסיות והשגת תשואה, אשר תכליות חובת פרסום תשקיף וההוראות הנגזרות ממנה לא יביאו בעניינן להגנה מיטבית ולסיוע למשקיע המבקש לקבל החלטת השקעה מושכלת. אך חשוב לזכור כי גם כאשר דרישות הגילוי של חוק ניירות ערך אינן יוצרות מסגרת אופטימלית, ככלל היא תהא עדיפה על פני מצב שבו לא חלה אף מערכת דינים פיננסית.

(6) שוק משני

הסביבה הכלכלית והמשפטית שבה ניתן לבצע עסקאות בניירות ערך אחרי הנפקתם מכונה "שוק משני". קיומו של שוק משני מוסדר, בדרך כלל בדמותה של בורסה לניירות ערך, תורם רבות

⁵² עוד אין לקבל את הטענה המושמעת לעיתים כי לא מתקיימות התכליות לגישור על פערי המידע מאחר שהמיזם מספק בעצמו באופן וולנטרי את מלוא המידע הנחוץ למשקיע. המידע הנדרש לצורך קבלת החלטת השקעה מוכתב במלואו בהתאם לדיני ניירות ערך, ואף אם היה נמסר באופן וולנטרי בידי היזם, אין בכך כדי ליתר את התכליות הנוספות של חובת פרסום התשקיף ואת קיומה של אחריות אפקטיבית פלילית ואזרחית בקשר עם נאותות מידע זה ופיקוח רגולטורי על העמידה בחובות אלו, הן במועד ההשקעה לראשונה והן במהלך חייה.

⁵³ עניין רזון, לעיל הי"ש 22. פסק דין זה בוטל מאוחר יותר בידי בית המשפט העליון, בלי שנדון לגופו. באותו מקרה דובר בלקוח של בנק שהפסיד בפעילות מסחר במכשירים פיננסיים עתידיים יותר מחצי מיליון שקלים ותבע את הבנק שבו בוצעה הפעילות.

⁵⁴ שם, פס' 9 לפסק דינה של השופטת אלשיך. מאפיינים אחרים של החוזים העתידיים הצביעו אף הם לגישת בית המשפט על כך שאין מדובר בניירות ערך. למשל: החוזים אינם משמשים אמצעי לגיוס הון בידי התאגידים; המתקשר אינו מקבל ניירות ערך כלשהם פיזית; העדר הסחירות של החוזים העתידיים; והצהרת המתקשר כי ידוע לו שאין מדובר בקנייה או מכירה של ניירות ערך. נציין כי חלק ניכר משיקולים אלו נדחה בפסיקות מאוחרות יותר כמאפיינים השוללים קיומו של "נייר ערך".

⁵⁵ פרק ז' לחוק ניירות ערך; תקנות ניירות ערך (זירת סוחר לחשבונו העצמי), התשע"ה–2014, ק"ת 7445. בנקים הוחרגו מתחולתה של אסדרה זו, לנוכח מאפייני פעילותם והאסדרה והפיקוח המקיפים החלים עליהם במסגרת דיני הבנקאות.

למשקיעים: הוא מקל את המפגש בין מוכרים ורוכשים של ניירות הערך לאחר הנפקתם, מאפשר תמחור שוטף של ניירות הערך, ומבטיח כי עסקאות בניירות הערך יבוצעו באופן מהיר ובטוח בין צדדים שאינם מכירים זה את זה. יתרונות אלה של השוק המשני מגבירים את העניין שיש למשקיעים ולתאגידים גם בשוק הראשוני, כלומר בשוק ההנפקות של ניירות הערך. על כן שוק משני יעיל ודינמי הינו מפתח לקידום הפעילות בשוק ההון בכללותה.

ניירות הערך המקובלים מתאפיינים לרוב בעבירותם ובסחירותם. רוב ניירות הערך המוצעים לציבור על פי תשקיף נרשמים למסחר בבורסה מיד עם הנפקתם.⁵⁶ כאשר קיים שוק משני (מוסדר או שאינו מוסדר) מתעצמות חלק מהתכליות בבסיס חובת פרסום התשקיף, ובפרט התכלית של אספקת מידע שוטף על אודות מנפיק ניירות הערך, במטרה לאפשר למשקיעים להעריך את כדאיות רכישתם או מכירתם. לאור האמור, קיומו של שוק משני הינו שיקול לכך שמכשיר השקעה מהווה נייר ערך.

לעומת זה, העדרו של שוק משני לבדו אינו מצביע על כך שאין מדובר בנייר ערך. למעשה, ביחס לניירות ערך מסוימים, ובעיקר כאלה המשמשים לגיוס חוב, מקובל כי לא קיים שוק משני.⁵⁷ ומכל מקום, תכליות חובת פרסום התשקיף אינן מתייתרות בהעדרו של שוק משני. ניתן אף לטעון כי במקרה זה הסיכון המונח לפתחו של ציבור המשקיעים רק גדל: אין בידו דרך לממש את ניירות הערך, ויכולת התמחור שלו מוגבלת בהעדר מנגנון של ביקוש והיצע אשר ישקף מחיר שוק.⁵⁸

דוגמא מעניינת לחשיבותו של שוק משני כשיקול בסיווג מכשיר כנייר ערך היא גיוסי הון מהציבור באמצעות הנפקה של מטבעות קריפטוגרפיים שהוזכרה לעיל. בחלק מההנפקות אמורים מטבעות אלה להעניק לכאורה זכות שימוש במוצר או בשירות עתידי, אולם הלכה למעשה הם נרכשים על בסיס ציפיית הרוכשים כי ערכם של המטבעות יעלה בשוק המשני ואז יוכלו לממשם ברווח. כלומר, קיומו של השוק המשני מעיד על כך שמטרת ההשקעה אינה צרכנית אלא פיננסית. נסיבות אלה מגבירות את הנטייה לסווג את המטבעות כניירות ערך.⁵⁹

(7) היקף ההשקעה

הגבלת סכום ההשקעה של משקיע בודד, הגם שאין להכיר בה כקריטריון העומד בפני עצמו לצורך סיווג התקשרות כנייר ערך, עשויה להעיד על התקיימותם של חלק מהקריטריונים הרלוונטיים האחרים. מטבע הדברים, סכום השקעה זניח מפחית את הסיכון הכרוך בביצועה ועל כן מפחית גם את ההצדקות בהחלת חובת פרסום התשקיף.

מצד אחד, כאשר סכום ההשקעה זניח, מתעצמת בעיית הנציג, שכן התמריץ של המשקיעים לבצע פיקוח אפקטיבי על פעילות מנהלי העסק פוחת. נוסף לכך, קיימת סברה שלפיה השקעה פסיבית מתאפיינת מראש בהשקעה צנועה יחסית, בשונה מהשקעה אקטיבית שתבוא לידי ביטוי בהיקפי הון נרחבים ועימה התמריץ של המשקיע לבדוק לעומק את משמעות המיזם שאליו הוא נכנס ולנקוט משנה זהירות.⁶⁰

מצד שני, לעיתים עשוי היקף השקעה זניח להעיד על כך שהכוונה בביצועה אינה פיננסית אלא צרכנית. חוק ניירות ערך אינו מתנה את חובת פרסום התשקיף בגודל השקעה מינימלי מצד משקיע

⁵⁶ על פעילות של מסחר וסליקה בניירות ערך חלות הוראות דין נוספות. ראו: פרק ח' לחוק ניירות ערך. ⁵⁷ המדובר בניירות ערך המבטיחים למשקיעים תשואה פיננסית בדמות תשלומי ריבית וקרן, והם נקראים בשמות כגון איגרות חוב, הסכמי הלוואה וכדומה. בישראל יש שוק פעיל של הנפקת איגרות חוב ומסחר בהן בבורסה, אך הדבר חריג בפרספקטיבה בינלאומית. בעולם מקובל כי איגרות חוב נרכשות בידי משקיעים עד מועד פדיון ולא מתקיים בהן שוק משני. היכולת (ולעיתים אף הזכות) למכור איגרות חוב אחרי רכישתן אינה אופיינית לניירות ערך מסוג זה, והמשקיעים לא יצפו בדרך כלל לאפשרות מעין זו. יצוין כי גם בית המשפט העליון האמריקאי קבע בעניין Reves, לעיל ה"ש 33, בעמ' 68, כי כדי שמכשיר חוב ייחשב נייר ערך נדרשת הצעתו ומכירתו לציבור הרחב, והעדר נזילות שלו אינו מצדיק סיווג אחר.

⁵⁸ בעניין קדם, לעיל ה"ש 2, פסי' כ, כב-כג לפסק דינו של השופט רובינשטיין, שבו נדונה סוגיית השוק המשני, דומה כי בית המשפט העליון נתן משקל רב מדי לסיכוי היווצרותו של שוק משני, אם כי בסופו של דבר ראה בהסכמי הלוואה, אשר לא היו סחירים, ניירות ערך. בעניין מונדרגון, לעיל ה"ש 22, פסי' 12-16 לפסק דינה של השופטת חיות, היו מגבלות לעניין סחירות מניות האגודה, והדבר לא השפיע על סיווגו בסופו של עניין כניירות ערך. כך גם בפסק הדין שניתן לאחרונה בעניין א.ד.ר., לעיל ה"ש 2, פסי' 62-63 לפסק דינו של השופט כבוב, שם קבע בית המשפט המחוזי כי אין בהעדרו של שוק משני כדי להביא לכך שהסכמי ההשקעה שנדונו באותו מקרה לא ייחשבו ניירות ערך.

⁵⁹ דוח הביניים של ועדת המטבעות הקריפטוגרפיים, לעיל ה"ש 30, בעמ' 55-56; דוח ה-SEC בענין DAO, לעיל ה"ש 31, בעמ' 6.

⁶⁰ חנס ופינגנבאום, לעיל ה"ש 16, בעמ' 46.

בודד, בין היתר מתוך הנחה כי סכומי השקעה קטנים של משקיעים רבים יכולים להצטבר לסכום משמעותי. יחד עם זאת, בהחלטות רשות ניירות ערך הובאה בחשבון מגבלה אפקטיבית על היקף הרכישה האפשרי כשיקול תומך בכך שמטרת ההשקעה אינה פיננסית ולא מדובר בניירות ערך. כך, בעניינין של אגודות שיתופיות אשר ביקשו להקים בנקים קואופרטיביים, לצד מגבלות על זכויות המאפיינות מניות, נקבעה גם מגבלה ולפיה אדם לא יהיה רשאי לרכוש יותר ממניה בודדת במחיר נקוב נמוך יחסית.⁶¹

שיקולים שאין לייחס להם משקל בהכרעה אם מדובר בניירות ערך

(1) משא ומתן בין המשקיעים למגייס הכספים

מאפיין שכיח בשוקי ניירות הערך המוסדרים הינו העדרו של משא ומתן. לעיתים קרובות לא ניתנת לכל המשקיעים אפשרות להתמקח על תנאי ניירות הערך לפני הנפקתם ויש בכך כדי להגביר את חשיבות תחולת דיני ניירות ערך.⁶² היכולת לנהל משא ומתן קשורה במידת מה לגודלה של קבוצת המשקיעים, כאשר הקביעה כי חובת פרסום התשקיף חלה רק במקום שבו ניירות הערך מוצעים לציבור מגלמת הנחה שלפיה בנסיבות אלו פוחת כוח המיקוח הפרטני של כל משקיע, וממילא פוחת הסיכוי שיתנהל מול כל משקיע משא ומתן אותנטי.

מהי אם כן נפקותו של משא ומתן עם משקיעים? לטעמנו, אין לייחס לכך משקל בסיווג ההתקשרויות כניירות ערך. הממשק האישי עם כל משקיע לא ישקף בדרך כלל משא ומתן בין שני צדדים שווים אלא בעיקר את מאמצי השיווק של מגייס הכספים. וממילא אין בו כדי לגרוע מהצורך בחובת פרסום התשקיף. פועלה של חובה זו אינו מתמצה בגישור על פערי מידע במועד ההתקשרות, אלא מעניק ערכים מוסיפים רבים, ובהם אספקת מידע לאורך כל חיי ההשקעה, הגנות מכוח דיני החברות והיותה גורם למיגור תרמיות והגברת האמינות בשוק ההון.

(2) ייעוד כספי ההשקעה למימון עסקיו של מגייס הכספים ותלות במאמצי

הנפקה של ניירות ערך משמשת לרוב למימון פעילותו העסקית של התאגיד המנפיק אותם ומגייס את הכספים. עם זאת, ייתכנו מקרים שבהם תמורת ההנפקה תהיה מיועדת למטרות אחרות, חיצוניות לגורם שגייס את הכספים מהציבור. מגייס הכספים עצמו עשוי למלא תפקידים שונים בהנפקות כאלה – לעיתים הוא יקבל החלטות עבור המשקיעים באשר להשקעת כספיהם ויבצע בקרה על הנעשה בהם, ולעיתים הוא יצא מהתמונה בסמוך לאחר ההנפקה והשקעת הכספים, ויפעל למעשה כמתווך.

דוגמא אחת להמחשת האמור היא עסקת "איגוח". בעסקת איגוח מנפיק מיזם איגרות חוב למשקיעים, וכספי הגיוס משמשים אותו לרכישת נכסים המגלמים תזרים תשלומים עתידי מגורם חיצוני. למשל, רכישת תיקי משכנתאות מבנקים, כך שהחזרי הלוואות המשכנתא בידי הלווים יועברו בעתיד מהבנק למיזם וישולמו על-ידו למשקיעים. עסקת איגוח מאפשרת להמיר נכסים מגוונים לניירות ערך, ומכאן גם שמה (Securitization). הסיכון המרכזי שהמשקיעים חשופים לו הוא שיעור חדלות הפירעון של הנכסים (הלוואות המשכנתא בדוגמא זו) יהיה גבוה מכפי שהעריכו.⁶³

⁶¹ פניות מקדמיות בעניין בנק חברתי, לעיל ה"ש 28. סכומי השקעה נמוכים הינם רלוונטיים גם במסגרת הפטורים מחובת פרסום התשקיף. לדוגמא, מגבלות ההשקעה בעניין "מימון המונים" נוגעות הן לחברה המגייסת, אשר אינה רשאית לגייס יותר מ-6 מיליון שקלים במשך 12 חודשים עוקבים, הן למשקיעים, אשר היקף ההשקעה שלהם מוגבל לסכום התלוי בהכנסתם השנתית. ראו: לעיל ה"ש 13, ותקנות רכז הצעה הנזכרות בה.

⁶² בהנפקות של ניירות ערך בבורסה מתקיים לרוב משא ומתן עם חלק מהמשקיעים, בעיקר משקיעים מוסדיים מתוחכמים. תוצאותיו של משא ומתן זה משפיעות על תנאי ניירות הערך שרוכשים כלל המשקיעים.

⁶³ ראו לעניין זה: דוח הצוות לקידום האיגוח בישראל **דין וחשבון** (2015).

www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/doh_iguh11.2015 עסקאות איגוח משכנתאות עמדו ביסוד המשבר הפיננסי העולמי שהחל בשנת 2008. המשבר חשף כשלים מבניים חמורים שהיו בהתנהלותו של שוק האיגוח, ובהם מערך תמריצים לקוי לבנקים שמכרו את הלוואות המשכנתא והערכת חסר של הסיכונים הכרוכים בניירות הערך מצד המשקיעים והגורמים שליוו את ההנפקה. לאה אחדות, אריה ארנון, מישל סטרבצינסקי, ואביה ספיבק **מבט אל המשבר הכלכלי: פרספקטיבה ישראלית ובינלאומית** 30–42 (מכון ון ליר

דוגמא אחרת לעסקאות כאלה היא מיזמים העוסקים בהשקעה בנדל"ן, אשר כספי ההנפקה משמשים אותם לרכישת זכויות בפרויקטים בתחום הנדל"ן המנוהלים בידי גורמים אחרים. בשנים האחרונות פעלו בישראל מיזמים לא מעטים מסוג זה, אשר גייסו כספים במטרה להשקיע אותם בפרויקטים של נדל"ן בחו"ל. הסיכון המרכזי שהמשקיעים חשופים לו הוא כי פעילות הנדל"ן בחו"ל לא תניב את התשואות המצופות.

בארה"ב ערכו בתי המשפט אבחנות מורכבות בנוגע לתפקידו של היזם⁶⁴ וליחסי הגומלין בין המשקיעים והיזם לצורך סיווג התקשרויות כ"נייר ערך"⁶⁵. אבחנות מסוג זה נפסלו למעשה בידי בית המשפט העליון בפרשת קדם, כאשר קבע כי אין להקיש מהדין האמריקאי לצורך פרשנות הגדרת ניירות ערך בישראל.⁶⁶

בחינה של תכליות חובת פרסום התשקיף מעלה לגישתנו כי אכן אין מקום ליחס חשיבות לשאלה אם כספי ההשקעה יועדו למימון עסקיו של מגייס הכספים ולמידת התלות שתהיה למשקיעים במאמציו. דרישות הגילוי הנאות נועדו לשקף למשקיעים בין היתר מהם תפקידו וכישוריו של היזם, אך אינן מסתכמות בכך. הן מחייבות את היזם הפונה לציבור למסור מידע מלא על הפעילות שבה יושקעו הכספים, על הסיכויים והסיכונים שבה. מידע זה צריך להינתן לקראת ההנפקה, ולאחר מכן – לכל אורך חיי ההשקעה.

לדוגמא, בעסקת איגוח משכנתאות יידרש המנפיק למסור מידע נרחב על הליך מתן ההלוואות, שיעורי החזר הלוואות בעבר, נתונים על הלווים וההלוואות, וכדומה. בעסקת מיזם הנדל"ן יידרש המנפיק למסור מידע נרחב על נכסי הנדל"ן שבהם ישקיע, זכויותיו בהם, אופן ניהולם, התוכנית העסקית להקמתם או השבחתם והמועדים הצפויים להשלמתה, אמצעי המימון הנוספים שיידרשו וכדומה.

ביטוי פסיקתי ברור לתפישה זו ניתן בפסק דין א.ד.ר., שנדון בבית המשפט בעקבות הוראתה של רשות ניירות ערך לחברה שגייסה כספים ממאות משקיעים לעצור פעילותה. החברה נהגה לאתר מצד אחד פוליסות ביטוח חיים בארה"ב, ומצד שני משקיעים בישראל שירכשו אותן באמצעות תאגיד שהוקם לכך. בהסכמים עם החברה התחייבו המשקיעים לשלם את חלקם בדמי רכישת הפוליסות ובתשלום פרמיות הביטוח בעתיד. בתמורה, עם קרות האירוע הביטוחי (מות המבוטח), יועבר להם תשלום דמי הביטוח מחברת הביטוח.

החברה עתרה לבית המשפט נגד החלטת הרשות בטענה כי הסכמי ההשקעה אינם מהווים ניירות ערך. בין היתר טענה החברה כי היא מארגנת ומתווכת בלבד של ההשקעה, וכי מידת ההצלחה של ההשקעות כלל אינה תלויה בפעילותה. הרשות טענה מנגד כי העותרת הציעה ומכרה ניירות ערך, היא האחראית לביצוע שלל פעולות כלפי המשקיעים, והיא גם הגורם האחראי בראייתם מול חברת הביטוח בחו"ל ובעל הזכויות לפעול כלפיה במידת הצורך.

השופט כבוב קיבל את עמדת הרשות, וקבע כי החברה היא היוזמת, המנהלת והמארגנת של פעילות ההשקעה. היא "משווקת ומוכרת מכשיר השקעה פיננסי פסיבי שמטרתו השגת תשואה עבור

בירושלים, מחקר מדיניות 15, 2014) -31-11-MASHBER_WEB_14_1.pdf
www.vanleer.org.il/sites/files/product-pdf/MASHBER_

⁶⁴ אבחנות אלו בוצעו תוך ניתוח התנאי שנקבע בעניין Howey, לעיל ה"ש 38 – כי רווחיהם של המשקיעים ינבעו בעיקרם ממאמציהם של היזמים או של צדדים שלישיים. בעניין זה התקיימו דיונים ענפים בפסיקה בארה"ב בדבר מידת התלות של הרווחים במאמצים והאם הם נדרשים לנבוע ממאמצים אלו בלבד או רק באופן ניכר או חלקי, וכן האם מאמצי היזם נדרשים להתקיים לאורך כל תקופת ההשקעה או לפני מועד ההשקעה בלבד. ראו לעניין זה: חנס ופינגנבאום, לעיל ה"ש 16, בעמ' 32, 40, 58.

⁶⁵ מקורם של אלו בתנאי שנקבע בעניין Howey, לעיל ה"ש 38, ל"השקעה משותפת" או "מיזם משותף" (common enterprise), המחייב קיומם של קשרי גומלין מסוימים בין המשקיעים, כאשר גורל כספם תלוי במידה זו או אחרת בהצלחת המיזם. להרחבה ראו: *Salcer v. Merill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.*, 682 F.2d 459, 460 (3d Cir. 1982). וכן סקירתם של חנס ופינגנבאום, לעיל ה"ש 16, בעמ' 40.

⁶⁶ בעת"מ (מחוזי י-ם) 34589-05-14 קבוצת קדם חיזוק וחיזוק מבנים בע"מ נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 1.10.2014), ועליה נסב הערעור בפסק דינו של בית המשפט העליון בעניין קדם, נעזר בית המשפט המחוזי בקביעתו כי לא קיים "נייר ערך" בפרשנות המונח "נייר ערך" על פי המבחנים שנקבעו בארה"ב בעניין Howey. הוא קבע כי בנסיבות עניינה של קדם לא התקיים התנאי לקיומה של "השקעה משותפת". שם, פס' 11-15 לפסק דינו של השופט מינץ. בעניין קדם, לעיל ה"ש 2, פס' יב לפסק דינו של השופט רובינשטיין, שלל בית המשפט העליון ניתוח זה וקבע כי אין במשפט האמריקאי כדי לסייע בפתרון השאלה האם יש לסווג את המתווה הרלוונטי כ"נייר ערך" לפי הדין הישראלי. יש לציין כי הניתוח של בית המשפט המחוזי היה ממילא שגוי, מפני שהחיל את מבחן Howey על הסכמי הלוואה. אלה הם מכשירי חוב שבעניינם הדין האמריקאי נוקט במבחן אחר שנקבע בעניין Reves, לעיל ה"ש 33.

המשקיעים, מכשיר אשר מעמיד את כספי המשקיעים בפני סיכונים ואי ודאות".⁶⁷ לאחר דיון בתפקידה של החברה הוסיף בית המשפט כי גם אם תפקידה של החברה בהשקעה לא היה קריטי, הרי שברור עדיין כי מדובר בניירות ערך.⁶⁸

(3) מאפיינים צורניים

בעבר עלו טענות כי התקיימותו של נייר ערך מחייב מאפיינים צורניים, למשל כינוייה של ההתקשרות כמניה או כאגרת חוב.⁶⁹ לטעמנו, אין לייחס למאפיינים הצורניים של ההתקשרות משקל רב בסיווג התקשרות כנייר ערך. ראשית, הדבר יאפשר ניסוח יצירתי או צורניות מיוחדת כדי לחמוק מהוראות החוק. שנית, עיקרון מנחה הוא ההתמקדות במהות ובמאפיינים הכלכליים של ההתקשרות, להבדיל מהמעטפת החיצונית של העסקה.⁷⁰ על בסיס עיקרון זה יש לייחס חשיבות מועטה ליסודות צורניים, ואף הגדרת ניירות ערך כיוונה לכך. שלושה מאפיינים צורניים הנקובים בהגדרה, ונתייחס אליהם להלן, הם: דרישת ה"תעודות", ההנפקה "בסדרה", על-ידי "תאגיד".

הגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק נפתחת במילה "תעודות". הנשיא שמגר הבהיר בפסק דין טבע כי אין לפרש את המונח "תעודות" באופן פורמלי, וכי למעשה כל נוסח כתוב (דהיינו כל מסמך) עשוי להיכלל במסגרת ההגדרה.⁷¹ הבהרה זו תקפה אף יותר בעידן האינטרנט, שבו יכולות להתבצע התקשרויות והעברות כספים באופן דיגיטלי בפשטות רבה, ועל כן אף דרישה של נוסח כתוב כלשהו אינה נחוצה.

רכיב צורני שני בהגדרה הוא הנפקת התעודות ב"סדרות". בפרשת טבע ניתנה באמרת אגב של הנשיא שמגר פרשנות למונח סדרה ולפיה "תכונתה של סדרה היא שהיא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום ואשר יש תקרה למספרן הכולל".⁷² ייתכן כי כוונת בית המשפט הייתה להרחיב בפירוש המונח "סדרה", אך אמרת אגב זו עלולה הייתה להביא דווקא לפרשנות מצמצמת מדי. לכאורה, הנפקת ניירות ערך שאינה מוגבלת בתקרה מספרית (אלא תלויה בביקוש לניירות הערך) אינה נכללת בניסוח האמור. גם הדרישה לשוויון מעמד ודרגה עלולה ליצור קושי אם אין זהות מוחלטת בין ניירות הערך המונפקים, למרות שעל פי טיבם הם דומים מהותית ומגלמים סיכונים דומים.

ניירות הערך המונפקים בשוק המוסדר אכן כוללים על פי רוב זהות בתנאי ההתקשרות של המשקיעים עם התאגיד המנפיק, אולם זהות אינה צריכה להוות תנאי בסיווג התקשרויות כניירות ערך. דרישת זהות עלולה לאפשר עקיפה של הוראות החוק בקלות באמצעות יצירת הבדלים זניחים בהתקשרויות בין המשקיעים. זאת ועוד, תכליות החוק מתקיימות גם במקום שבו יש דמיון חלקי בלבד בין ההתקשרויות. גישה פרשנית זו הוצגה בידי רשות ניירות ערך כאשר נדרשה לפרשנות דרישת ה"סדרות".⁷³

⁶⁷ עניין א.ד.ר., לעיל ה"ש 2, פס' 45 לפסק דינו של השופט כבוב.
⁶⁸ שם, פס' 46–48 לפסק דינו של השופט כבוב. ואכן, עצם הצעת ניירות הערך לציבור די בה כדי להחיל את חובת פרסום התשקיף על המציע.

⁶⁹ עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 22, פס' 14 לפסק דינה של השופטת חיות. בפרשה זו טענה האגודה השיתופית כי הזכויות ששיווקה אינן אלא "חבילת הטבות". עניין א.ד.ר., לעיל ה"ש 2, פס' 9 לפסק דינו של השופט כבוב, שבו טענה החברה כי ההסכמים עם המשקיעים אינם נמנים על "ניירות הערך הקלסיים". טענות אלה לא התקבלו. ככלל, הכינוי שניתן להתקשרות בידי המציע אינו צריך להשליך על סיווגה. ראו גם בשיקול שתואר לעיל בדבר מידת הדמיון לניירות ערך מקובלים.

⁷⁰ השוו לעניין Howey, לעיל ה"ש 33, בעמ' 298–299, שם ציין בית המשפט כי בחינת המיזם תיעשה בהתבסס על המציאות הכלכלית, ואין חשיבות לכך שזכויות המשקיעים במיזם אינן מקבלות ביטוי בתעודות פורמליות או בזכויות בנכסים פיזיים. ראו גם: עניין Reves, לעיל ה"ש 33. עניין Landreth, לעיל ה"ש 33.

⁷¹ רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרצטיות בע"מ נ' זת חברה ליינוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5) 476, 481–480 (1993). הטענה שהועלתה במקרה זה הייתה כי אופציות שלא נערכו בדרך של תעודות אופציה פורמליות אינן "תעודות", ומכאן שאין לראות בהן ניירות ערך כמשמעותם בס' 1 לחוק. הנשיא שמגר קבע כי לא זו בלבד שפרשנות המוציאה כתבי אופציה שנערכו בכתב מכלל ניירות הערך שהחוק חל עליהם נוגדת את רוחו, את מגמתו ואת מילותיו של החוק, אלא שהמבקשים הציעו את האופציות בתשקיף תחת הכותרת "ניירות ערך", ומכאן שהם עצמם סברו כי מדובר בניירות ערך.

⁷² שם, בעמ' 481–482.

⁷³ עמדת סגל משפטית מס' 103–34: סדרת ניירות ערך (20.7.2014) www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staff_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/103-34.pdf. בעמדה זו צוין כי "פרשנות המונח 'סדרה' לעניין הגדרת 'ניירות ערך' אינה מוגבלת, הן מבחינה לשונית הן

בפרשת קדם החליט בית המשפט העליון לזנוח את אמרת האגב של הנשיא שמגר. השופט רובינשטיין הבהיר כי "השכל הישר מקשה על קבלתה של פרשנות דווקנית לפיה די בהבדל קטן ביותר כדי לקבוע, בחינת פרשנות לעניין טבע, שהתנאים אינם שווים. גישה זו עלולה לפתוח פרצה בחוק, המאפשרת לבצע בקלות שינויים פורמליים קטנים ולהתחמק על-ידי כך מחובת פרסום תשקיף".⁷⁴

פרשה זו עסקה בחברה לייזום פרויקטים בתחום הנדל"ן על פי הוראות תמ"א 38, שביקשה לפנות לציבור כמקור מימון לעסקיה לאחר שלא הצליחה להשיג מימון בנקאי. כוונת החברה הייתה לפנות למספר רב של משקיעים פוטנציאליים ולהציע להם להתקשר בהסכמי הלוואה שעל פיהם יהיו זכאים לתשלומי ריבית וקרן. החברה טענה כי הסכמי הלוואה יהיו שונים זה מזה, ושיעורי הריבית ומועדי הפירעון לא יהיו זהים לכל המלווים. החברה טענה כי שיעור הריבית שישולם למלווים יהיה בטווח שבין 12% ל-21% כפועל יוצא של טיב הביטחונות שיועמדו למלווה. היא טענה שתציג למשקיעים חמישה מסלולי התקשרות, ולא תתקשר עם יותר מ-35 משקיעים בכל אחד מהמסלולים, ובאופן מצטבר עם לא יותר מ-175 משקיעים. בהתבסס על דברי הנשיא שמגר בעניין טבע, טענה החברה כי אין מדובר בהנפקה של תעודות ב"סדרות" כדרישת ההגדרה.

בית המשפט אומנם לא קיבל את עמדת הרשות במלואה וקבע כי בנסיבות אותו מקרה, שבו התקיימו הבדלים מהותיים בין שיעורי הריבית להיקפי הביטחונות שניתנו בגין הסכמי הלוואה אין לראות בהם משום סדרה של ניירות ערך כולם, אך הוא הכיר בגישה העקרונית שלפיה המונח "סדרה" אינו ניתן לעקיפה באמצעות בידול מלאכותי בין ניירות הערך המונפקים בידי התאגיד. על כן קבע כי לא נדרשת זהות מוחלטת בין ניירות הערך וכי די בהבדלים שאינם מהותיים.⁷⁵ פרשנות זו הובילה למסקנה כי החברה מציעה למעשה מספר סדרות של ניירות ערך – בכל סדרה ניירות ערך שונים במידת מה המתאפיינים בסיכויים ובסיכונים דומים⁷⁶ – ומכאן גם תוצאת פסק הדין כי מדובר בהצעה המחייבת פרסום תשקיף.

הגדרת "ניירות ערך" כוללת רכיב צורני שלישי שלפיו התעודות מונפקות בידי "תאגיד". החוק כיוון להנפקת ניירות ערך בידי תאגידים לשם מימון פעילותם העסקית, ובהתאמה דרישות הגילוי מתייחסות בעיקרן לפעילות של תאגיד, וכוללות לדוגמה חובה לפרסם את דוחותיו הכספיים. דא עקא, שבשנים האחרונות התפתחו יוזמות עסקיות המבקשות לפנות לציבור הרחב שאינן מקיימות בהכרח את ההנחה בדבר פעילות במעטפת תאגידית. דוגמאות מובהקות ליוזמות מסוג זה יש בשוק מימון הלוואות המונים (P2P), שבו פונים לוויס שהינם אנשים פרטיים לגייס הלוואות מהציבור הרחב.⁷⁷ הואיל וגם במקרים אלה נעשית פנייה לציבור לשם השקעת כספו למטרת תשואה פיננסית פסיבית, וחלים סיכונים תרמית, עולה השאלה אם אין מקום לתקן את הגדרת ניירות ערך כך שתחול גם במקום שבו ההנפקה אינה נעשית בידי תאגיד.

3. הצעות לתיקון הגדרת "ניירות ערך"

הגדרת "ניירות ערך" בחוק כמעט שלא השתנתה מאז נחקק חוק ניירות ערך בשנת 1968. זו הגדרה רחבה המיועדת להקיף את מגוון המקרים העשויים להיחשב כהצעה ומכירה של ניירות ערך,

מבחינה תכליתית, למצב בו מתקיימת זהות בין התעודות וההבדל ביניהן מתמצה במספר סידורי. לצורך 'סדרה' די בקיומן של מספר תעודות, אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים.

⁷⁴ עניין קדם, לעיל ה"ש 2, פסי' יז לפסק דינו של השופט רובינשטיין.

⁷⁵ שם, פסי' יז, כג לפסק דינו של השופט רובינשטיין.

⁷⁶ בית המשפט לא פסל את עמדת הרשות כי סדרה מתקיימת כאשר התעודות מקנות זכויות כלכליות דומות ומטרתן היא השקעה פיננסית בתאגיד המאופיינת בסיכויים ובסיכונים דומים, ואף השתמש בעצמו בטרמינולוגיה דומה. שם, פסי' כ, כג לפסק דינו של השופט רובינשטיין. עם זאת, בית המשפט סבר כי הפערים בין המסלולים השונים שהוצעו בידי קדם יוצרים הבדל תשואה כה משמעותי כך שלא ניתן לומר כי מדובר בסדרה אחת. שם, פסי' כא לפסק דינו של השופט רובינשטיין, וכן פסק דינו של השופט סולברג. בית המשפט סבר כי כל אחד מהמסלולים מהווה סדרה, שכן השונות בין ההלוואות הניתנות במסגרת כל מסלול (הבאה לידי ביטוי בין היתר בפער תשואה של עד 2%) אינה גדולה, והן מתאפיינות בסיכויים וסיכונים דומים. שם, פסי' כג לפסק דינו של השופט רובינשטיין.

⁷⁷ מאחר שלשון החוק קובעת בבירור את הצורך בכך שאותן תעודות יונפקו בידי תאגיד פעילות מסוג זה אינה חוסה כיום תחת הוראות חוק ניירות ערך. יחד עם זאת, אסדרה ופיקוח על פעילות זו נקבעו לאחרונה במסגרת חקיקת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים מוסדרים) (תיקון מס' 4), התשע"ז–2017, ס"ח 2655, 1067.

והגדרה מסוג זה מחייבת מטבע הדברים פרשנות תכליתית. השיקולים שנפרשו בהרחבה לעיל נועדו לסייע במתן פרשנות כאמור, על בסיס הניסיון הנצבר בתחום.

התרחבות התופעה של פניית מיזמים עסקיים לציבור לשם התקשרויות שמטרתן גיוס והשקעת כספים מצדיקה בחינה ורענון של ההגדרה הותיקה. עמד על כך גם בית המשפט העליון בפסק דין קדם, אשר קרא לתקן את ההגדרה על מנת שלא ניתן יהיה לעקוף אותה.⁷⁸

הדיון שקיימנו מלמד כי כפי הנראה אין בנמצא הגדרה לשונית למונח "ניירות ערך" אשר תפיג את הצורך בפרשנות תכליתית. ניתן להסיק זאת גם מהדין האמריקאי, שבו קיימת הגדרה מפורטת, אשר במהלך השנים נדרשו בתי המשפט בארה"ב לפרשה שוב ושוב במטרה לקבוע אילו מכשירים והתקשרויות ייחשבו ניירות ערך.

חרף הסתייגויות אלה אנו סבורים כי ניתן לשפר את ההגדרה הקיימת באמצעות טיפול בשלושה היבטים:

ראשית, רצוי להוסיף בהגדרה התייחסות מפורשת לתכלית של השקעה פיננסית כסיבה העומדת בבסיס ההתקשרות. תוספת זו תסייע ככלי פרשני ותשלים את הממד המהותי החסר כיום בהגדרה.

שנית, יש לבחון שינוי ברכיבים הצורניים המנויים בהגדרה – "תעודות", "סדרות" ו"תאגיד" – ולמצער, להבהיר כי רכיבים אלה צריכים להתפרש באופן רחב. זאת במטרה למנוע את החשש מתחולת חסר של החוק בשל התפתחויות טכנולוגיות ומימוניות בשוק או בשל כוונה לעקוף את החוק באופן מלאכותי. יש לעיין אם אגב הטיפול ברכיבים צורניים אלה רצוי להוסיף בהגדרה גם התייחסות לניירות ערך מקובלים. הלקח מהדין האמריקאי הינו כי "רשימת מכולת" של ניירות ערך לא תועיל, שכן העיקר אינו שמה או צורתה של ההתקשרות אלא מהותה הכלכלית.

שלישית, יש להבהיר ככל הניתן את גבולות הגזרה בין הגדרת ניירות ערך לצורך חובת פרסום תשקיף לפי סעיף 15 לחוק ובין מכשירי השקעה המטופלים בהוראות דין אחרות בחוק ומחוץ לו. ניתן, לדוגמא, לקבוע אילו דינים פיננסיים אחרים מקימים פטור מתחולת חובת פרסום התשקיף, או איזו מערכת דינים תהיה המחייבת ביחס למכשירי השקעה הנופלים תחת כמה מערכות דינים אפשריות.⁷⁹

ד. הצעה

11. הצעה ומכירה

סעיף 15 לחוק אוסר על **הצעה** או **מכירה** של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי הענין.⁸⁰ שלב המכירה של ניירות הערך אינו מעורר בדרך כלל שאלות משפטיות. המכירה היא פעולה ברורה, הבאה על פי רוב לידי ביטוי בהתקשרות בין התאגיד והמשקיעים ובהעברת ניירות הערך כנגד התמורה הכספית.⁸¹ נוסף לכך, מכירה לציבור באה מטבע הדברים כשלב שני לאחר שנעשתה

⁷⁸ עניין **קדם**, לעיל ה"ש 2, פס' טז לפסק דינו של השופט רובינשטיין, וכן דבריו הבאים של השופט סולברג, שם, בעמ' 21: "סבורני כי תיטיב רשות ניירות ערך לעשות אם תיזום תיקון להגדרת ניירות ערך ולהגדרת הצעה לציבור שבסעיף 1 לחוק, שגם אם נוסחו מלכתחילה בהרחבה, הרי שהן צרות מהכיל השקעות פיננסיות רבות ומגוונות המוצעות כיום לציבור בנקל, בתפוצה נרחבת, ובאמצעים מגוונים. לא לעולם חוסר, לא כל השקעה שכזו, חוסה תחת הגדרת ניירות ערך דהאידיא, גם אם טעמים חשובים של הגנה על הציבור תומכים בפרסום תשקיף ובתחולת דיני ניירות הערך לגביה".

⁷⁹ לאחרונה נעשתה הבחנה כזו ביחס לתעודות התחייבות, המבהירה כי במקרים מסוימים חייב לחול עליהן חוק השקעות משותפות ולא חוק ניירות ערך. ס' 1א35 לחוק. ראו גם הטקסט הנלווה לעיל לה"ש 49.

⁸⁰ האיסור המקורי חל על הצעה לציבור, והאיסור על מכירה לציבור נוסף מאוחר יותר לצד האפשרות להציע ניירות ערך גם על פי טיוטת תשקיף בתנאים שנקבעו בחוק. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 24), התשס"ד–2004, ס"ח 1955, 492. פרסום תשקיף יכול להיעשות רק בהיתר הרשות, בעוד שפרסום טיוטת תשקיף אינו טעון היתר דומה. האפשרות להציע ניירות ערך כבר על פי טיוטת תשקיף נועדה להיתר לתאגיד להתחיל לשווק את ההנפקה, אך הוא יידרש לעדכן ולהשלים את הטיוטה על מנת לקבל היתר לתשקיף בהמשך התהליך.

⁸¹ המונח "מכירה" מוגדר בפשטות בס' 1 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 24), התשס"ד–2004, ס"ח 1955, 492: "מכירה של ניירות ערך, לרבות הנפקתם".

הצעה לציבור. על כן, המוקד הוא בבחינת שלב ההצעה. כפי שנראה, שלב זה מעורר שאלות משפטיות לא מעטות.

שאלה טבעית היא מדוע חלה חובת פרסום התשקיף כבר במועד ההצעה. הלא ייתכן שההצעה לא תבשיל לכדי מכירה. ההצדקה לכך כפולה: ראשית, החלטת ההשקעה של הציבור מתבססת על המידע הנכלל בתשקיף, ולכן מידע זה צריך שיינתן קודם לקבלת ההחלטה עצמה. הטלת חובת פרסום תשקיף רק בשלב המכירה תבוא אפוא באיחור. שנית, חובת פרסום התשקיף כבר בשלב ההצעה מונעת פניות רחבות היקף לציבור, ומצמצמת בכך משמעותית את סיכוני ההונאה.

משמעותה של ההצעה בדיני ניירות ערך נלמדת מהגדרת המונח "הצעה לציבור" בסעיף 1 לחוק כדלקמן:

"הצעה לציבור" - פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך; בלי לגרוע מכלליות האמור, גם אלה:

(1) רישום ניירות ערך למסחר בבורסה;

(2) פניה לציבור להציע הצעות לרכישת ניירות ערך."

2.2. זהות המציע, אופן ההצעה ותכניה

כפי שיפורט להלן, התפישה העקרונית במשך השנים ביחס להגדרה הכללית של המונח "הצעה" הייתה כי יש להעניק לה פרשנות רחבה. פרשנות זו באה לידי ביטוי בהיבטים של זהות המציע, אופן ההצעה ותכניה.

ההגדרה אינה מתמקדת במציע מסוים, אלא מקיפה כל מציע שהוא. המציע אינו חייב להיות התאגיד המנפיק את ניירות הערך.⁸² הוא יכול להיות גם בעלים של ניירות ערך שהונפקו בעבר בידי התאגיד (למשל, בעל מניות או איגרות חוב), ויכול הוא להיות מתווך המציע לציבור לרכוש ניירות ערך שאינם בבעלותו. ואולם, כיוון שהצעת ניירות הערך מותנית בפרסום תשקיף הכולל מידע רב על התאגיד, אין אפשרות מעשית להכין את התשקיף ולקבל אחריות על האמור בו ללא שיתוף פעולה של התאגיד. לכן תיעשה ההצעה לרוב בידי התאגיד המנפיק, ובמקרים פחות שכחים - בידי בעלי השליטה בו (מהלך המכונה "הצעת מכר").⁸³

ההגדרה גם אינה מכתובה אופן הצעה מסוים. כל פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך נכללת בגדרה. כבר בדוח ועדת ידן, שעל בסיסו חוקק חוק ניירות ערך, הוצע כי חובת פרסום התשקיף תחול על כל צורה של הצעה לציבור: *בין בכתב ובין בעל-פה, בין באמצעות סוכנים שליחת חוזרים בדאר, מכירה מבית לבית או באופן דומה*.⁸⁴ בהתאם לכך, נוסחה המקורי של הגדרת "הצעה לציבור" היה כללי ביותר.⁸⁵ בפרשת **אברון**,⁸⁶ שהייתה המקרה הראשון שבו הועמדו לדין נאשמים בעבירות לפי חוק ניירות ערך, נקבע כי המונח "הצעה לציבור" הוגדר במכוון באופן בלתי-ממצה, והוא כולל כל הצעה שהיא. מכאן שאין צורך שהצעת ניירות הערך תנוסח כהצעה דווקא, והעובדה שדבר ההצעה נמסר מפה לאוזן אינה מעלה ואינה מורידה.⁸⁷ בית המשפט אף הביע דעתו כי מבחינה משפטית אין כל צורך שתהיה הצעה, ומספיק שיש בחברה החלטה על נכונות למכור

⁸² ס' 1 לחוק הבחין בין מנפיק לבין מציע: "מנפיק" - מי שמנפיק או הנפיק את ניירות הערך המוצעים לציבור; "מציע" - מי שמציע ניירות ערך לציבור. ראו גם ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 20, בעמ' 146.

⁸³ כיוון שכל מחזיק של ניירות ערך המציע למכור אותם לציבור מבצע בכך הצעה לציבור, נקבע חריג המבהיר כי ככלל הצעה של ניירות ערך לציבור תוך כדי המסחר בבורסה אינה מהווה הצעה לציבור. ס' 15ב(3) לחוק ניירות ערך. אלמלא חורגה זו, לא היה ניתן לקיים מסחר סדיר בניירות ערך בבורסה. יש לציין כי פעילות המסחר בבורסה מושתתת גם על ההנחה כי על התאגיד חלות חובות הדיווח השוטף, והוא מפרסם מידע מכוחן.

⁸⁴ **דוח ועדת ידן**, לעיל ה"ש 15, ס' 49. בהתאם לכך, נוסחה המקורי של הגדרת "הצעה לציבור" היה כללי ביותר תוך הותרת כר נרחב לפרשנות כ"הצעה לציבור" - לרבות פנייה לציבור להזמין ניירות ערך."

⁸⁵ הגדרתו המקורית של המונח הייתה: "הצעה לציבור" - לרבות פנייה לציבור להזמין ניירות ערך". ס' 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 541.

⁸⁶ ת"פ (מחוזי ת"א) 31/73 **מדינת ישראל נ' אברון**, פ"מ התשל"ז(1) 329 (1976). בפרשה זו נענו כ-200 יהודים ממדינות זרות להצעה להשקיע בפרויקט להקמת בית מלון באמצעות רכישת מניות בחברה. לנוכח מגבלות הוצאת מטבע חוץ ממדינות אלה, נמנעה החברה מהצעה פומבית, אלא דאגה שיוודע ברבים כי היא נכונה למכור מניות. שיווק ההצעה נעשה באמצעות פרסום חוברת שכללה פרק על זכויות המשקיעים ותיאור סיכויי הרווח הצפויים מההשקעה בבית המלון, וכן בהעברת הידיעה מפה לאוזן במפגשים בבתי כנסת ובמקומות אחרים שבהם התכנסו המשקיעים היהודים. בכתב האישום נטען כי הפצת המניות ומכירתן למשקיעים נעשתה שלא על פי תשקיף ובניגוד להוראת חוק ניירות ערך. שם, פס" 9 לפסק דינה של השופטת ברענו.

מניות, המלווה בהעברת מידע, אף אם לא היו פרסומים בעל-פה ובכתב.⁸⁸

אמירה זו סויגה מאוחר יותר בעניין **קלאב הוטלס**,⁸⁹ וכן בתיקון לחוק משנת 2000, שהבהיר מפורשות כי הצעה לציבור הינה פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך.⁹⁰ נוסח זה, לצד תכליות החוק ופסיקת בתי המשפט, מבהירים כי המונח "הצעה" בדיני ניירות ערך אינו חופף למונח המקביל בדיני החוזים הכלליים, אלא הוא רחב ממנו.⁹¹ הוא כולל פעולות של שידול ושכנוע לרכוש ניירות ערך אף אם הן נעדרות מסוימות וגמירות דעת הנחוצות בהצעה חוזית. הוא כולל גם הצעות המותנות בתנאים, כפופות לשינויים או אף למשא ומתן עם הניצעים. והוא כולל גם מסירה של פריטי מידע חלקיים מתוך הצעה פוטנציאלית.⁹²

בפרשת **מונדרגון**⁹³ ניתנה לראשונה המחשה לגיוון שעשוי להיות בדרכי ההצעה עם התפתחות האמצעים הטכנולוגיים, שכן הפנייה לציבור נעשתה בין היתר באמצעות האינטרנט. ההחלטה שיקפה את התפישה הרחבה הנדרשת ביחס למונח ההצעה. בית המשפט קבע כי כדי שתגבש "הצעה לציבור", יש להראות כי התקיימה פעילות שיווקית ממשית הנתמכת בפרסומים המיועדים והמופנים אל ציבור המשקיעים הפוטנציאלי.⁹⁴ אגודת מונדרגון ביצעה פעילות שיווקית באמצעות מצגות לפני קהל יעד ובאמצעות ערכת שיווק אשר אמורה הייתה להימסר לחברי האגודה לפי דרישה, כדי לגייס חברים חדשים בשיטת "חבר מביא חבר".⁹⁵ בית המשפט עמד על חשיבות האינטרנט בכל הנוגע לשוק ניירות הערך ועל היותו אמצעי שיווקי ממדרגה ראשונה, וקבע כי השימוש באינטרנט והפעילות השיווקית שביצעה החברה היוו "הצעה לציבור".⁹⁶

המונח "הצעה" כולל גם מקרים שבהם הציבור אינו מבצע כל פעולה אקטיבית אלא מקבל את ניירות הערך לרשותו כתוצאה מפעולה של גורם אחר. על פי רוב, הצעה לציבור של ניירות ערך מיועדת לגייס כספים ממשקיעים, ואלו נדרשים לקבל החלטת השקעה, דהיינו לבצע קיבול אקטיבי ולשלם תמורה בעד ניירות הערך. עם זאת, במקרים מסוימים, כגון הקצאת מניות הטבה או חלוקת ניירות ערך כדיבדנד בעין, הציבור אינו ממלא תפקיד פעיל ואף אינו נדרש לשלם תמורה כלשהי בעבור ניירות הערך. גם מקרים אלה יכולים להיחשב בגדר "הצעה לציבור", שכן תוצאתם היא כי

⁸⁸ שם. בית המשפט לא קיבל את טענת הנאשם כי המשקיעים הם שהתדפקו על דלתות החברה, וקבע כי החברה עוררה את עניינם של המשקיעים, בציינו כי "לא עוף השמים הוליד את הקול לציבור היהודי על אפשרות ההשקעה הזאת". אמירתו של בית המשפט דובר העדר צורך בהצעה נראית במובט ראשון מרחיקת לכת, אולם יש להבינה על רקע הדוגמא שהביא מן הפסיקה האמריקאית - מקרה שבו לא התקבלה טענתה של חברה כי הקצתה מניות לעובדים שפנו אליה מבלי שהיא תפנה אליהם.

⁸⁹ ת"פ 3141/90 (שלום ת"א) **מדינת ישראל נ' קלאב הוטלס אינטרנשיונל (א.ק.ה.) בע"מ**, דינים שלום יז 308 (1993). בית המשפט קבע כי לא די בנכונות בלבד למכור ניירות ערך, אלא נדרש לכל הפחות תחילתו של תהליך אקטיבי כלשהו המכוון לגרום לרכישת ניירות ערך על ידי הניצע. שם, פס' י. 3. לפסק דינה של השופטת אופיר-תום.
⁹⁰ ראו: הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000, ה"ח 2845, 220-221. כך גם עולה מלשון ס' זה כי "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו" (ההדגשה נוספה).

⁹¹ בעניין **קלאב הוטלס**, לעיל ה"ש 89, פס' י. 2. לפסק דינה של השופטת אופיר-תום, הכיר בית המשפט בהיקף הרחב של המונח "הצעה" בחוק ניירות ערך ופסק כי אין הוא חופף את מקבילו בתחום דיני החוזים בהכרח. לדברי בית המשפט, ההבחנה בין ההצעה החוזית לבין ההצעה לפי חוק ניירות ערך עולה מעצם הגדרת המונח בחוק ניירות ערך, שכן להבדיל מס' 2 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973 (להלן: חוק החוזים), הדורש מסוימות בהצעה ויכולת קשירת החוזה על ידי קיבול, אין הצעה בעניין ס' 15 לחוק כרוכה בתנאים אלה.

דניאל פרידמן ונילי כהן סבורים כי חברה המציעה לציבור לרכוש את מניותיה אינה מפנה לציבור הצעה כמשמעותה בחוק החוזים אלא הזמנה להצעה, משום שהחברה מותירה לעצמה שיקול דעת, בדרגה זו או אחרת, אם לקבל או לדחות את הפנייה לרכישת מניותיה. דניאל פרידמן ונילי כהן **חוזים** כרך א' 187 (1991). לעומת זאת נראה כי שְׁלוֹ רואה בהצעת ניירות ערך הצעה חוזית רגילה, אשר לצדה חובות גילוי סטטוטוריות. גבריאלה שלו **דיני חוזים** כרך א' 231 (מהדורה שנייה, 2008). הדעה שלפיה משמעות המונח "הצעה" בדיני ניירות ערך רחבה ממשמעות מונח זה בדיני החוזים נתקבלה גם בארה"ב -

LOSS LOUIS ET AL., FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1083 (3rd ed. 1989).

⁹² ס' 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך מחריג מחובת פרסום התשקיף "פרסום כללי בדבר כוונה להציע ניירות ערך", שאינו כולל נתונים כספיים ואת פרטי ההצעה, לרבות מחיר, ריבית ותשואה. מכאן שמסירת מידע מהסוג המפורט, כגון תשואה אפשרית של ההשקעה או נתונים כספיים על אודותיה, מהווה הצעה הכפופה לחובת פרסום התשקיף. ראו עוד על חריג זה בחלק ה' להלן.

⁹³ עניין **מונדרגון**, לעיל ה"ש 22.

⁹⁴ שם, פס' 17 לפסק דינה של השופטת חיות.

⁹⁵ באתר האינטרנט פורסמו תנאי ההרשמה לאגודה והזכויות המוקנות לנרשמים, פרטים בעניין מועדי המצגות שערכה האגודה, דרכי ההתקשרות עימה וכן פרטים בעניין ערכת השיווק. שם, פס' 18 לפסק דינה של השופטת חיות.

⁹⁶ שם, פס' 20 לפסק דינה של השופטת חיות. הדגש בהחלטה היה הפעילות באינטרנט, שהייתה חדשנית בזמנו. בית המשפט היטיב לצפות את השימוש שעשוי להיעשות בה בתחום ניירות הערך. נוסף לכך, בית המשפט לא קיבל את טענת האגודה כי מצגים שביצעה לא היו לציבור אלא רק לחברי האגודה במסגרת מה שקרוי "חבר מביא חבר". גם לגישתנו, שיטה זו נכללת בדרכי ההצעה האפשריות.

בידי הציבור יהיו ניירות ערך.⁹⁷ אומנם, כאשר לא עומדת לפני המשקיעים החלטת השקעה פוחת הצורך בגילוי התשקיפי, אך מתקיימות יתר התכליות לחובת פרסום התשקיף. בפרט, התשקיף הוא שער הכניסה לחובות הגילוי השוטפות, והמידע מכוחן יהיה נחוץ למשקיעים מיד אחרי שיקבלו את ניירות הערך לרשותם.

3. הצעות לתיקון ביחס ליסוד ה"הצעה"

מהאמור עולה כי המונח "הצעה" זכה במהלך השנים לפרשנות מרחיבה של בתי המשפט ורשות ניירות ערך. רצוי לעגן פרשנות זו בחוק כך שיובהר כי הצעה כוללת כל פעולה שמטרתה שידול ויצירת עניין של הציבור הרחב בהשקעה בניירות ערך,⁹⁸ וכן כל פעולה שתוצאתה היא הנגשת ניירות ערך של תאגיד שאינו מדווח לציבור הרחב - גם אם פעולת ההנגשה לא חייבה קיבול אקטיבי של ניירות הערך ותשלום תמורה בעדם. הבהרות אלה ינתקו את המונח "הצעה" מאסוציאציה אפשרית למונח זה בדיני החוזים, ויתפשו מגוון של פעולות אפשריות שמטרתן ליצור עניין בקרב הציבור הרחב ברכישה של ניירות ערך.

ה. ציבור

1. פרשנות יסוד הציבור על בסיס החריגים שבחוק

בבסיס התכליות לחובת פרסום התשקיף נמצאת הנחה שלפיה הפעילות הטעונה אסדרה היא כזו המופנית לציבור של משקיעים. המונח "הצעה לציבור" נחקק ללא התייחסות מפורשת לשאלה "ציבור" מהו, וזאת בהתאם להחלטה מודעת שלפיה מוטב להותיר כר נרחב לפרשנות ולגמישות.⁹⁹ ברבות השנים הצורך בוודאות משפטית חייב שינוי בתפישה זו, ובשנת 2000 נקבעה בחוק שורה של חריגים, הן ביחס ליסוד ה"הצעה" הן ביחס ליסוד ה"ציבור". הואיל ויסוד ה"ציבור" לא הוגדר ישירות, החריגים הנוגעים לו הם הדרך העיקרית ללמוד, על דרך השלילה, מתי הוא מתקיים.¹⁰⁰

אמת המידה ששימשה לקביעת החריגים בחוק בעניין "ציבור" היא הלכת "הנסיבות והצורך" שאומצה מהדין האמריקאי. הלכה זו נקבעה בפסיקה בארה"ב בשנות החמישים של המאה הקודמת בעניין Ralston Purina, שבו נדחתה טענתה של חברה כי הקצאת מניות לעובדיה חסות תחת אחד הפטורים מרישום ניירות ערך. בית המשפט קבע כי המבחן הוא האם בנסיבות העניין זקוקים הניצעים להגנת החוק, וטענת החברה כי עובדיה מיודעים דיים על אודות עסקי החברה וניתן לראותם כמשקיעים מתוחכמים נדחתה.¹⁰¹ בהתאם לתפישה דומה נבחנו בישראל מקרים שונים ונקבעו בחוק פטורים מתחולתו.

⁹⁷ מסיבה זו כוללת הגדרת "הצעה לציבור" גם חלופה של רישום ניירות ערך למסחר בבורסה. עצם הרישום למסחר אינו מחייב החלטות השקעה מצד המשקיעים, אולם הוא יוצר נגישות של הציבור לניירות הערך ממועד רישומם למסחר. תפישה זו משתקפת גם בעמדת רשות ניירות ערך. עמדת סגל משפטית מס' 103-14: סדרת ניירות ערך אימתי יחשב דיבידנד בעין הצעה לציבור (1.4.2005) www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/IsaFile_845.pdf. ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 20, בעמ' 144-146. החוק קובע חריגים לחלק מן המצבים האמורים כדי שלא תחול חובת פרסום תשקיף בגינם.

⁹⁸ גם בארה"ב מוגדר המונח הצעה באופן רחב (ראו: (1933) § 2(a)(3) Securities Act of 1933, 74 U.S.C.), והוראות האוסרות על שידול (solicitation) של הציבור הרחב אוסרות על שלבים מוקדמים ביותר של פנייה לציבור, שאינם כוללים עדיין מסירת פרטים בדבר תנאי ניירות הערך וההשקעה. ניתן לפרסם בציבור הרחב רק אם מטרת הפרסום היא פנייה למשקיעים כשירים בלבד, המוחרגים מתחולת הדין, להלן ה"ש 117.

⁹⁹ **דוח ועדת ידן**, לעיל ה"ש 15, בעמ' 15. בדו"ח זה נאמר כי "הועדה סבורה שאין מקום להגדיר מראש מה יחשב הצעה לציבור. היא גם סבורה שאין שטעם לקבוע מספר קבוע של נמענים לצורך זה. המבחן הכללי צריך להיות המבחן העובדתי שלפיו הצעה תהיה הצעה לציבור אם היא מופנית לאנשים שהידיעות הניתנות על ידי פרוספקט אינן נמצאות בידם בלאו הכי, כגון מפני היותם insiders ("בעלי החברה או מנהליה")."

¹⁰⁰ חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000, ס"ח 1735; הצעה לתיקון סעיף 15 בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 – מצע לדיון 12 (1996) (להלן: מצע לדיון לתיקון סעיף 15).

¹⁰¹ SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953) חברת רלסטון פורינה סיפקה מוצרי מזון בארה"ב ובקנדה והעסיקה כ-7,000 עובדים. בין השנים 1947 ל-1951 מכרה החברה מניות למספר רב מעובדיה, לרבות כאלה שלא הייתה להם נגישות מיוחדת למידע על אודותיה, בשווי של כ-2 מיליון דולר ללא רישום. בית המשפט העליון בארה"ב לא קיבל את טענת החברה כי מדובר בעובדים המכירים את החברה מכוח תפקידם, וקבע כי אין סיבה שלא לראות בהם ציבור הזקוק להגנת החוק. ככלל, גם בישראל עובדים נחשבים ציבור שהצעת ניירות ערך אליו מחייבת תשקיף. בד בבד ישנם חריגים שנועדו להקל את השימוש המקובל בניירות ערך כאמצעי תגמול בתאגידים. ס' 15א(א), 15א(ב), 15ב(1), 15ב(2) ו-15ד לחוק. שם, בעמ' 20-23.

החריגים מנויים בסעיפים 15א ו-15ב לחוק.¹⁰² ניתן לאפיין אותם במסגרת שלוש קבוצות – חריגים המבוססים על שיקולי עלות תועלת; חריגים המבוססים על מאפיינים של הניצעים המעידים על העדר צורך שלהם בהגנת החוק; וחריגים המבוססים על קיומם של מנגנונים אחרים מכוח הדין להגנה על הציבור (לדוגמא, אישור בית המשפט להקצאת ניירות ערך). מפאת קוצר היריעה נתמקד בשני חריגים עיקריים: הפטור הראשון שנעסוק בו הינו הצעה למספר משקיעים שאינו עולה כדי ציבור. הפטור השני שנעסוק בו הינו הצעה למשקיעים כשירים שפנייה אליהם אינה כפופה לתחולת החוק תחת ההנחה כי אינם זקוקים להגנתו.

בטרם נפנה לחריגים אלה נציין כי תחולתה של חובת פרסום התשקיף היא טריטוריאלית, ולפיכך החובה עוסקת בהצעת ניירות ערך לציבור בישראל. בעבר קבע החוק כי לא רק הצעה לציבור של ניירות ערך של תאגיד ישראלי כפופה לחובת פרסום תשקיף, אלא גם הצעה של תאגיד זר לציבור בישראל והצעה של תאגיד ישראלי לציבור בחו"ל כפופות לחובה האמורה. בשני המקרים האחרונים ניתנה לרשות ניירות ערך סמכות לפטור את ההצעה מתחולת החוק.¹⁰³ בשנת 2000 בוטל המבחן של מקום ההתאגדות, ובמקומו אומצה התפישה ולפיה החוק חל רק על הצעות לציבור בישראל.¹⁰⁴ על פי תפישה זו, תאגיד שהתאגד בישראל המציע ניירות ערך לציבור מחוץ לישראל בלבד אינו כפוף להוראות החוק, אלא להוראות הדין הזר. לעומת זאת, כל תאגיד המציע ניירות ערך לציבור בישראל – ללא קשר למקום התאגדותו – כפוף להוראות החוק. תפישה זו תואמת את תכלית החוק להגן על הציבור בישראל, והיא מבטאת הכרה בכך שבעידן הגלובלי ישראלים עשויים לרכוש ביוזמתם (מבלי שפנו אליהם) ניירות ערך בחו"ל. משקיעים הבוחרים לעשות כן, מסתפקים בהגנות הנהוגות באותו שוק זר.¹⁰⁵

מתי הצעה לציבור היא הצעה לציבור בישראל? שאלה זו מקבלת משנה חשיבות עם התפתחות דרכי ההצעה, ובעיקר עם השימוש הנרחב באינטרנט. הצעה לציבור בישראל, היענות מצידו, וביצוע העסקאות (מכירת ניירות הערך כנגד תמורה כספית) אינם מחייבים עוד נוכחות פיזית כלשהי בישראל. בד בבד, אין מקום כמובן לראות בכל הצעה של ניירות ערך הנעשית בעולם, אשר עשויים להיענות לה משקיעים מישראל, כהצעה לציבור בישראל.

עמדת רשות ניירות ערך בעניין זה היא כי יש לבחון את מאפייני ההצעה, המציע והניצעים, ולעמוד על זיקתם המצטברת בישראל. המוקד הינו בבדיקה האם נעשתה פנייה לציבור בישראל ונערכו מאמצי שידול ביחס אליו, להבדיל מפנייה לכולי עלמא (באינטרנט או במדיה כללית אחרת) המופנית על פניו לציבור מחוץ לישראל. בחינת מאפייניה של הצעה יכללו למשל איתור המקום שבו מבוצעים הליכי השיווק והמכירה בפועל, באמצעות האינטרנט, במענה קולי, בכנסי משקיעים או במפגשים פרטניים; שפת ההצעה והשיווק; השפה שבה ערוכים מסמכי ההצעה והמכירה; מספרם

¹⁰² רשות ניירות ערך הציעה בעבר לתקן חריגים אלה, אך הצעה זו לא הבשילה לכדי תיקון חקיקה. הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 37), התשס"ח-2008. (להלן: תיקון מס' 37) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_2440.pdf. יש לציין כי בית המשפט העליון קבע בפרשת קדם שאין מקום ללמוד מהדין האמריקאי בפירוש הגדרת "ניירות ערך" הישראלית, אולם בנושא חריגים לחובת פרסום התשקיף הוא סבר כי ניתן להסתייע בדין האמריקאי, כיוון שבעניין זה נשאבה ממנו השראה ישירה ספציפית בתהליך החקיקה. עניין קדם, לעיל ה"ש 2, פס' יב לפסק דינו של השופט רובינשטיין.

¹⁰³ חוק ניירות ערך קבע בעבר כי הוראותיו יחולו גם כשניירות ערך של תאגיד הרשום בישראל מוצעים לציבור בחוץ לארץ או רשומים למסחר בחוץ לארץ. ס' 40 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 541. www.nevo.co.il/law_word/Law14/LAW-161_1735.
¹⁰⁴ חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000, ס"ח 1735, 161. www.nevo.co.il/law_html/law17/prop-220_2845, ה"ח 2845, 2000, התש"ס-2000, ס"ח 1735.
¹⁰⁵ ראו לעניין זה גם החלטה 103-1 של רשות ניירות ערך "הבהרות והנחיות בעניין חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20)" (24.12.2000).

www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/IsaFile_833.pdf

¹⁰⁵ ראו לעניין זה גם החלטה 1-2008 של רשות ניירות ערך "אימתי הצעת זכויות, הצעת רכש חליפין והחלפת מניות במיזוג הנעשית בידי תאגיד זר לא יחשבו כהצעה לציבור על פי חוק ניירות ערך" (22.10.2008).

www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/Plenary_Decisions/Documents/IsaFile_3333.pdf

ראו עוד על עקרון התחולה הטריטוריאלית והחריגים לו אצל ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 20, בעמ' 150-153.

הכולל של הניצעים בישראל; מקום תושבותם של הניצעים; ניהול מרבית נכסיהם של הניצעים; וכיצא באלה.¹⁰⁶

2. פטור 35 המשקיעים

החוק קובע כיום מבחן נומרי פשוט על פניו, ולפיו הצעה או מכירה של ניירות ערך ל-35 משקיעים או פחות אינה טעונה פרסום תשקיף, כל עוד מספר המשקיעים שלהם מכר המציע ניירות ערך במהלך 12 החודשים שקדמו לאותה הצעה או מכירה לא עלה על 35 משקיעים.¹⁰⁷ עוד קובע החוק כי מניין המשקיעים בסדרות שונות של ניירות ערך במהלך תקופה של 12 חודשים ייעשה במצטבר, אולם משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך המירים למניות יימנו בנפרד ממשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים (כגון אגרות חוב). כתוצאה מכך, מספר המשקיעים המרבי עשוי להגיע ל-70 בשתי הקטגוריות יחד.¹⁰⁸

מספר המשקיעים המרבי אומץ מהדין האמריקאי, הפוטר מחובת רישום מכירה של ניירות ערך למספר לא מוגבל של משקיעים "כשירים" (Accredited) ועד 35 משקיעים אחרים, שאינם כשירים אך בעלי ידע וניסיון.¹⁰⁹ הפטור עצמו מבוסס בעיקרו על שיקולי עלות-תועלת. מצד אחד, החלת החוק על פנייה למספר קטן של משקיעים לא הייתה מתירה לפעילות הכלכלית במשק להתקיים כסדרה, ומצד שני, התועלת בתחולה כה רחבה של החוק לא הייתה רבה, שכן עסקאות בניירות ערך שבהן לא מעורב הציבור הרחב מגלמות מטבע הדברים סיכון קטן יותר לאינטרס הציבורי. שיקול נוסף בבסיס הפטור נוגע ליכולתם של המשקיעים להגן על עצמם: כאשר תאגיד פונה למספר מצומצם של משקיעים, ההנחה היא כי האחרונים יוכלו לקיים עימו משא ומתן מעמדה שוויונית יותר, וכי לא תיווצר האסימטריה החריפה במידע וביכולת הפעולה של המשקיעים, הנוצרת כאשר מדובר בציבור משקיעים רחב, מפוזר, ועל פי רוב פסיבי.

בדומה למגבלות אחרות המרכיבות את חובת פרסום התשקיף, גם מגבלת מספר המשקיעים המרבי היוותה יעד לניסיונות עקיפה. בשנים האחרונות ניטש המאבק בהקשר זה על השאלה האם הרף המספרי מתייחס למספר הניצעים או למספר המשקיעים בפועל. אחד החריגים הקבועים בחוק, שלשונו הייתה עמומה, קבע כי ניתן לבצע "פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך", "לימצעים" שמספרם אינו עולה על שלושים וחמישה, "שייבחרו בהליך שקבע המפרסם".¹¹⁰ הפרשנות שנתנו גורמים בשוק לחריג זה הייתה כי הוא מתיר פנייה לציבור הרחב בהצעה לרכוש ניירות ערך כל עוד הרכישה עצמה תוגבל ל-35 משקיעים.¹¹¹

¹⁰⁶ יישום של תפישה זו בנוגע להצעה של מטבעות קריפטוגרפיים נעשה בדוח הביניים של ועדת המטבעות הקריפטוגרפיים, לעיל הי"ש 30, בעמ' 58.

¹⁰⁷ ס' 15א(א)(1) לחוק ניירות ערך, ותק' 1 לתקנות ניירות ערך (פרטים לענין ס' 15א עד 15ג לחוק), התש"ס-2000, ק"ת 6037.

¹⁰⁸ הסיפא של ס' 15א(א)(1) לחוק ניירות ערך. בעניין קדם הסביר בית המשפט העליון כי הדרישה לספור סדרות של ניירות ערך במצטבר לצורך חריג 35 המשקיעים "נועדה להגביל את השימוש בחריג, ולמנוע שימוש טכני שאינו עולה בקנה אחד עם תכליתו; למשל, עסקה מול מספר רב של משקיעים, המחולקים לקבוצות של 35 כדי להשתחל' לגדרי הסעיף". החריג נועד לדבריו לאפשר התקשרות עם קבוצות קטנות של משקיעים מתוך הכרה שמשא ומתן הוגן אינו אפשרי עם קבוצות גדולות של משקיעים, ולמנוע תמריץ לפצל עסקאות גדולות למספר עסקאות קטנות. עניין קדם, לעיל הי"ש 2, פס' כה, ל לפסק דינו של השופט רובינשטיין.

¹⁰⁹ על המשקיעים להיות בעלי ידע וניסיון בעניינים פיננסיים או עסקיים באופן המאפשר להם להעריך את הסיכויים והסיכונים בהשקעה המוצעת. הצעות של ניירות ערך לפי כלל זה מוגבלות כך שלא ניתן לבצע לגביהן שידול כללי או פרסום כללי (general solicitation or general advertising), אלא אם כן הן מופנות לרוכשים שהינם משקיעים כשירים בלבד (1993) §230.506(b)(2)(ii) C.F.R. 17.

<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=0a94ea1a8a9ecce212ec25025efed3af&node=17:3.0.1.1.12.0.46.181&rgn=div8>

¹¹⁰ ס' 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך. עוד מתיר הסעיף פרסום למשקיעים כשירים, המוגדרים בחוק ככאלה שאינם זקוקים להגנתו ולפיכך אינם חלק מהציבור הרחב. הואיל והצעה ומכירה של ניירות ערך למשקיעים כשירים פטורה מתחולת הדין, אין מניעה כי ייעשה גם פרסום שמטרתו איתור משקיעים כאמור. ראו עוד על פטור המשקיעים הכשירים בהמשך.

¹¹¹ גם פרשנותה של רשות ניירות ערך לחריג זה לא הייתה עקבית לאורך השנים. בטיוטת הצעת חוק שפרסמה רשות ניירות ערך בשנת 2008 צוין כי מטרת המחוקק הייתה לפטור מחובת פרסום תשקיף רק במקום שבו מדובר בעל תפקיד כנאמן, כונס נכסים או מפרק המבקש לבצע באמצעי התקשורת פנייה חד-פעמית לצורך הצעת מכר, שתסתיים במכירה לגורמים בודדים, והוצע לתקן את הסעיף כך שישקף מטרה זו. תיקון מס' 37, לעיל הי"ש 102. עם זאת, מאוחר יותר הודיעה הרשות למיזמים שביקשו לגייס כספים כי לא תנקוט נגדם פעולות אכיפה אם ההצעה תיעשה באינטרנט בלבד, ותוגבל לסכום שאינו עולה על מיליון דולר ומכירת ניירות הערך לא תיעשה ליותר מ-35 משקיעים. לאחר שהתברר כי

רשות ניירות ערך חששה כי פרשנות זו מאיינת את הכלל האוסר על ביצוע הצעה, ולא רק מכירה, ליותר מ-35 משקיעים, וכי היא מובילה להצעות רחבות היקף של ניירות ערך ללא פיקוח המסכנות את הציבור. לנוכח חשש זה, תוקן בשנת 2015 חריג הפרסום הכללי וצומצמו משמעותית היקפי המידע שאותם ניתן לפרסם לציבור מכוחו. לאחר התיקון, חל הפטור מפרסום תשקיף רק אם מדובר ב'פרסום כללי בדבר כוונה להציע ניירות ערך, שאינו כולל נתונים כספיים ואת פרטי ההצעה, רבות מחיר, ריבית ותשואה', ובלבד שניירות הערך יוצעו ויימכרו רק למשקיעים כשירים או למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35 ושפרסום תצוין המגבלה על הצעה ומכירה של ניירות הערך.¹¹² תיקון זה נועד להבהיר את עמדת רשות ניירות ערך שלפיה יש לפרש את חריג 35 המשקיעים בהתאם לתכליתו המקורית, וכי חל איסור על הצעה למספר משקיעים גדול יותר במהלך תקופה של 12 חודשים, גם אם מכירת ניירות הערך תהיה מוגבלת ל-35 משקיעים.¹¹³ בעקבות התיקון החלו מיזמים שפנו עד אותו מועד לציבור בהצעת ניירות ערך, בעיקר לשם השקעה בפרויקטים של נדל"ן לחו"ל, לעשות כן על פי תשקיף.

תיקון החוק גרר אחריו הליך משפטי. בפרשת אקזיטוואלי דובר בחברה שנהגה להציע ניירות ערך של חברות שונות לציבור הרחב, ולהגביל את מספר הרוכשים בכל אחת מההצעות ל-35. רשות ניירות ערך הורתה לחברה להפסיק לפעול במתכונת זו לאחר שהתיקון נכנס לתוקף, והחברה עתרה לבית המשפט. בית המשפט דחה את טענת החברה כי ההוראה לחדול מפעילות הייתה מנוגדת לחופש העיסוק וזכות הקניין שלה, וקבע כי מדובר בהגבלה חוקתית, וכי פעילותה של העותרת כרוכה בסיכון משמעותי לכספי המשקיעים כך שאינה יכולה להימשך בניגוד לחוק.¹¹⁴ טענה אחרת של החברה הייתה כי יש להתיר לה לבצע "הצעה מתגלגלת", קרי לפרסם ל-35 משקיעים פוטנציאליים מידע החורג ממגבלת הפרסום הכללי, אולם כאשר יסתבר שאחד המשקיעים אינו מעוניין בהשקעה, יימסר המידע למשקיע חדש במקומו. בית המשפט קבע כי מתכונת זו תאפשר לעותרת למסור למעשה את הפרטים האסורים למספר לא מוגבל של אנשים, וכי אין די בכך שהחשיפה לא תהיה ליותר מ-35 איש בו זמנית.¹¹⁵

האם נכון היה להגביל את מספר הניצעים ל-35 או שהיה מקום להסתפק בהגבלת מספר הרוכשים ל-35? שאלה זו מחזירה אותנו לדיון בהבחנה שבין הצעה ומכירה. אקזיטוואלי וחברות נוספות טענו כי אם לא יוכלו להציע ניירות ערך ליותר מ-35 משקיעים, אזי יתקשו לאתר 35 משקיעים שייעתרו להצעה וירכשו את ניירות הערך. טענה נוספת הייתה כי הנזק הפוטנציאלי ממכירת ניירות ערך ל-

פעילות זו הולכת ומתרחבת וכרוכים בה סיכונים משמעותיים למשקיעים, חזרה הרשות לעמדתה המקורית וקבעה כי "פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך" הינו פרסום כללי שמטרתו איתור קבוצת משקיעים פוטנציאליים מצומצמת, ואינו יכול לכלול מידע מפורט בנוגע לתנאי ניירות הערך ומחירם. מענה לפנייה מקדמית - סעיף 15א לחוק ניירות ערך (12.11.2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8141.pdf.

¹¹² ס' 15א(א)(4) לחוק תוקן במסגרת תיקון 58 לחוק ניירות ערך - חוק לקידום השקעות בחברות הפועלות בתחומי הטכנולוגיה העילית (היי-טק)(תיקוני חקיקה), התשע"ו-2005, ס"ח 2519. ראו לעניין הסיבות לתיקון זה בהצעת תיקון הסעיף באתר הרשות בכתובת

www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Proposed%20Legislation/2233/Documents/IsaFile_220914.pdf.

¹¹³ ראו עוד : עמדת סגל משפטית מס' 103-39 : שאלות ותשובות בנוגע להצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור (4.7.2016)

www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/4072016.pdf. בעמדה זו הבהירה הרשות כי על הפרסום להיות כללי באופיו ולעסוק רק בכוונה להציע ניירות ערך, ואת המגבלות החלות מכוח הסעיף על הצגת נתונים למשקיעים, בין בקשר עם ההצעה שעל הפרק ובין בקשר עם פעילות החברה המגייסת. ראו באתר האינטרנט של הרשות בכתובת

www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/4072016.pdf.

¹¹⁴ עת"מ (מחוזי ת"א) 18700-04-16 אקזיטוואלי בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פס' 75-84 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בתקדין, 18.9.2016). החברה טענה בין היתר כי יש להתיר לה להמשיך לפעול על בסיס עמדת הרשות בעבר, בהיקפים מוגבלים, עד שתוכל לקבל רישיון כפלטפורמת מימון המונים. ואולם, תוקפו של תיקון החוק לא היה מותנה באסדרת תחום מימון ההמונים שהתרחשה כעבור זמן מה.

¹¹⁵ שם, פס' 57-67 לפסק דינה של השופטת רונן. אשר סיכמה את הבעייתיות במתווה התלת-שלבי שהציעה החברה כך : "המחוקק התכוון להגביל שיווק ושידול לרכישת ניירות-ערך המפורסמים ללא תשקיף. הדגש שהושם הוא על הגבלת המידע שניתן לחשוף בפני מספר רב של משקיעים פוטנציאליים מהציבור במסגרת פרסום כוונה להציע ניירות-ערך. העובדה כי לא כל המידע הרלוונטי מוצג בפני אותם משקיעים פוטנציאליים בשלב השני של המתווה, אינה פותרת את הבעיה העקרונית בכך שלציבור גדול של פונים מוצג מידע שאסור להציג לפניו." שם, פס' 66 לפסק דינה של השופטת רונן.

35 משקיעים הוא מוגבל, ובצידו תועלת פוטנציאלית של גיוס כספי משקיעים לעסקים המבקשים להשיג מימון לפעילותם.¹¹⁶

מנגד, האיסור הקבוע בחוק חל במפורש ובמכוון על הצעה ליותר מ-35 משקיעים. כלומר, הפנייה הבלתי-מפוקחת לציבור הרחב, ולא רק רכישת ניירות הערך על-ידו, היא הפעילות שהחוק ביקש למנוע. איסור דומה קיים בארה"ב לגבי שידול (solicitation) של הציבור הרחב, לרבות שלבים מוקדמים ביותר של פנייה לציבור שאינם כוללים עדיין מסירת פרטים בדבר תנאי ניירות הערך וההשקעה.¹¹⁷ על כן, פרשנות שלפיה ניתן לבצע "הצעה מתגלגלת", אשר נדחתה כאמור בידי בית המשפט בפרשת אקזיטוואלי, הייתה מאינת הלכה למעשה את האיסור על הצעה לציבור והופכת אותו לאיסור על מכירה לציבור.¹¹⁸

יתרון אחד של קביעת האיסור ביחס לשלב ההצעה הינו בהיבט המניעתי. בהעדר מגבלה על פנייה לציבור, הבקרה על מספר המשקיעים שמהם גויסו כספים תהא קשה לביצוע ותיעשה תמיד בדיעבד. זאת ועוד, התרת הצעה לכולי עלמא הייתה מאפשרת למיזמים לאתר בקלות 35 משקיעים, באמצעות פניות רחבות היקף, בניגוד להנחה כי פטור 35 המשקיעים יחול כאשר המציע פועל מול מספר משקיעים קטן שיש להם כוח מיקוח רב יחסית. חשש נוסף הוא כי התרת הצעות רחבות היקף לציבור תיצור סיכון מערכתית, כיוון שמיזמים יפנו באופן סדרתי לציבור, כל פעם לגבי פרויקט אחר, והיקף פעילותם לא יוגבל ל-35 משקיעים בלבד אלא יקיף מאות ואף אלפי משקיעים.¹¹⁹

ה.3. פטור המשקיעים הכשירים

חריג חשוב נוסף מחובת פרסום התשקיף הינו הצעה ומכירה של ניירות ערך למשקיעים כשירים. ההנחה בבסיס פטור זה היא כי משקיעים בעלי יכולות מסוימות אינם זקוקים להגנה מכוח דיני ניירות ערך. רשימת המשקיעים הכשירים המנויה בחוק כוללת שורה של גופים המתמחים בהשקעה בניירות ערך, כגון קרנות נאמנות, קופות גמל, חברות ביטוח, בנקים, מנהלי תיקים ויועצי השקעות וכן תאגידים בעלי הון עצמי העולה על 50 מיליון שקלים.¹²⁰ ההנחה לגבי התאגידים האחרונים היא

¹¹⁶ בעניין קדם, לעיל ה"ש 2, פסי' לא לפסק דינו של השופט רובינשטיין, ניתן למצוא אמירה מצדדת של השופט רובינשטיין בגישה של הגבלת מספר המשקיעים בפועל. השופט ציין בהערת אגב כי ייתכן שהיה קובע העדרה של חובת פרסום תשקיף באותו עניין לו מספר המשקיעים בפועל בניירות הערך של המיזם בנסיבות אותו עניין בתקופה של שנה לא היה עולה על 35. פסק הדין ניתן קודם לתיקון החקיקה של פטור הפרסום הכללי, אשר חזר והבהיר כי מגבלת 35 המשקיעים חלה כבר בשלב ההצעה.

¹¹⁷ בדין האמריקאי האיסור על הצעה לציבור ללא רישום של ניירות הערך ב-SEC כפוף למספר חריגים. החריג העיקרי הינו Rule 506 של Regulation D, המתיר למנפיק לגייס כספים בהיקף לא מוגבל ממספר לא מוגבל של משקיעים כשירים (accredited investors) ולא יותר מ-35 משקיעים לא כשירים (non-accredited investors), קרי משקיעים רגילים) שהינם בעלי ידע וניסיון רלוונטיים. האיסור על הצעה לציבור כולל גם איסור רחב על ביצוע General Advertising ו-Solicitation, לרבות פרסומים בתקשורת ובאינטרנט. במסגרת חקיקת ה-JOBS Act בשנת 2012 הוסר איסור זה באופן חלקי, כך שמנפיק רשאי לבצע General Solicitation, בתנאי שמכירת ניירות הערך תוגבל למשקיעים כשירים בלבד, והמנפיק נקט צעדים סבירים לוודא זהותם כאמור. היתר זה דומה במהותו לפטור הישראלי הקבוע בס' 15א(4) ו-15א(7) לחוק ניירות ערך.

ראו: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.502>; אתר ה-SEC:

<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/general-solicitation-small-entity-compliance-guide.htm>

¹¹⁸ האיסור על מכירת ניירות ערך לציבור נוסף לחוק רק בשנת 2004, ולא נועד לשנות את האיסור הבסיסי שלפיו הצעת ניירות ערך לציבור אסורה ללא תשקיף. הוספת המונח "מכירה" נועדה להסדיר את הליך ההצעה, כך שבנסיבות מסוימות ניתן יהיה להציע ניירות ערך על בסיס טיוטת תשקיף, בתנאי שמכירת ניירות הערך תיעשה רק על בסיס תשקיף שקיבל את היתר הרשות. הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 24), התשס"ד-2004, ה"ח 103, 440-442. עם זאת, ס' 15א(1) לחוק הקובע את פטור 35 המשקיעים לא הבהיר מהו פרק הזמן למניית הניצעים, ומכאן השאלה הפרשנית שעלתה בנוגע ל"הצעה מתגלגלת".

¹¹⁹ מענה לפנייה מקדמית – אקזיטוואלי בע"מ ("החברה") (9.6.2016)

www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/19062016_4.pdf;

פרוטוקול ישיבה מס' 6-2015 של הרשות לניירות ערך, 8 (31.5.2015)

www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/135/2015/Documents/15072015.pdf

¹²⁰ ס' 15א(ב) לחוק ניירות ערך והתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך. כאמור, במקביל לפטור זה חל ביחס למשקיעים כשירים גם החריג שעניינו פרסום כללי. ראו גם עמדת רשות ניירות ערך המבקשת להבטיח כי החריג אכן ישמש רק לצורך פנייה למשקיעים כשירים. עמדת סגל משפטי מספר 35-103: הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים (21.9.2014) (להלן: עמדת סגל משפטית מס' 35-103: הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים)

כי אף בהעדר מומחיות פיננסית מיוחדת, יכולותיהם הכספיות יאפשרו להם לקבל החלטות השקעה נאותות, בין השאר תוך הסתייעות במומחים לכך.¹²¹ כמו כן נכללים ברשימת המשקיעים הכשירים בעלי עניין מסוימים בתאגיד שניירות הערך שלו מוצעים.¹²²

שינוי מהותי ברשימת המשקיעים הכשירים נערך בשנת 2011, כאשר נוספו לה גם משקיעים יחידים.¹²³ כיום מוגדר משקיע כשיר יחיד בחוק על בסיס נכסיו והכנסותיו, כמי שמתקיימים בו אחד התנאים הבאים, ונתן מראש הסכמתו בכתב לכך שייחשב כמשקיע כשיר: השווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך שבבעלותו עולה על 8 מיליון שקלים; גובה הכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עולה על 1.2 מיליון שקלים, או גובה הכנסת התא המשפחתי שלו עולה על 1.8 מיליון שקלים; השווי הכולל של הנכסים הנזילים שבבעלותו עולה על 5 מיליון שקלים ונוסף לכך גובה הכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עולה על 600 אלף שקלים או שגובה הכנסת התא המשפחתי שלו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עולה על 900 אלף שקלים.

הכללת משקיעים יחידים ברשימת המשקיעים הכשירים הרחיבה בהרבה את קבוצת המשקיעים שפנייה אליהם והתקשרות עימם פטורה מתחולת החוק, והיא מעלה שאלות ערכיות ומעשיות. שאלות אלה נוגעות בראש ובראשונה להנחת היסוד שדיני ניירות ערך הינם קוגנטיים באופיים ואינם ניתנים להתנאה.¹²⁴ האם נכון להותיר למשקיע את הבחירה והאחריות לפעול ללא הגנת הדין? האם הדבר מיטיב עם המשקיע הנחשף כך להשקעות נוספות מחוץ לעולם ההשקעות המפוקחות או פוגע בו? ובהנחה שמדובר בהטבה, מדוע לשלול אותה מיתר המשקיעים? שאלות מתעוררות גם ביחס למבחני "הכשירות" עצמם: מהי תכלית המבחנים ומהם היתרונות והחסרונות הגלומים בכל מבחן? האם עושר, לדוגמא, הוא קנה המידה הרלוונטי לתחום פיננסי וליכולת הגנה של המשקיע? האם יש לחייב השכלה בתחומי הפיננסים או ניסיון קודם בפעילות השקעה? האם יש לחייב הסתייעות בגורם מורשה (יועץ השקעות, לדוגמא) לפני ביצוע השקעה? ההשראה למבחנים הנוכחיים היא הדין האמריקאי, הנוקט מבחני נכסים והכנסה לזיהוי משקיע יחיד כשיר.¹²⁵

www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/103-32.pdf

¹²¹ הואיל וגופים זרים עשויים להיות דומים במהותם לגופים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, אך לא להתאים להגדרות המדויקות הכלולות בה, מסמיך ס' 15א(ב) (2) לחוק את הרשות לקבוע כי גם משקיע שהתאגד מחוץ לישראל מהווה משקיע כשיר, אם סברה כי בידו היכולת לקבל את המידע הדרוש לו לשם קבלת החלטה להשקיע בניירות ערך ואשר היה נכלל בתשקיף, אילו פורסם.

החלטה 103-32 של רשות לניירות ערך "הכרה בתאגידים זרים מסוימים כמשקיעים מתוחכמים" בהתאם לס' 15א(ב) (2) לחוק ניירות ערך לעניין רישום למסחר במערכת המסחר למשקיעים מוסדיים" (פברואר 2014) www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/103-32.pdf

¹²² ס' 15א(ב) לחוק מונה בהקשר זה את בעל השליטה, דירקטורים ומנכ"ל התאגיד שניירות הערך שלו מוצעים, וכן תאגיד בשליטת התאגיד המציע. עובדי התאגיד, לעומת זאת, אינם נחשבים משקיעים כשירים. ראו טקסט הנלווה לה"ש 101.

¹²³ ההגדרה המקורית נקבעה בדרך של הפניה לפרט 9 בתוספת הראשונה לחוק הסדרת העיסוק. הניסיון שנצבר בשנים הראשונות ליישום ההגדרה העלה כי היא אינה מתאימה לכל תחומי הפעילות הכפופים לדיני ניירות ערך. כך לדוגמא, ההגדרה כללה מבחן שעניינו מומחיות וכישורי המשקיע בשוק ההון, אשר היה עמוס מדי ונתון לשיקול דעת. או לדוגמא, ההגדרה כללה מבחן שעניינו מספר העסקאות שביצע המשקיע בניירות ערך או בנכסים פיננסיים, אף שזו אינה משקפת בהכרח מומחיות בשוק ההון. בשנת 2016 תוקנה ההגדרה של משקיע כשיר יחיד, ופוצלה לשתי הגדרות נפרדות: ההגדרה בחוק ניירות ערך נוגעת לפעילויות של הצעה ומכירה של ניירות ערך וזירות סוחר, בעוד שההגדרה בחוק הייעוץ (שעניינה "לקוח כשיר") נוגעת לפעילויות של ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות. הצדקה אפשרית לפער בין ההגדרות הוא כי בעוד שהרחבת הגדרת משקיע כשיר בחוק ניירות ערך עשויה לשרת גם תכלית ראויה של קידום גיוסים בידי עסקים במשק, קשה למצוא יתרון בהרחבה דומה של ההגדרה בחוק הייעוץ, אשר תפטר מרישיון גורמים המעניקים שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות.

¹²⁴ ת"א (מחוזי ת"א) 18668-12-13 אורן נ' טי, גי, אי, השקעות נדל"ן בע"מ, פס" 22 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 24.4.2017).

¹²⁵ בארה"ב מוגדר לקוח כשיר כיחיד שהכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עלתה על 200 אלף דולר (או שהכנסתו המשותפת עם בן זוגו עלתה על 300 אלף דולר) ויש יסוד סביר להניח שתישאר ברמה כזו בשנה הנוכחית, או לחלופין, אם הונו עולה על מיליון דולר נטו (נכסים פחות התחייבויות) בניכוי שווי בית המגורים המרכזי שלו ובתוספת חוב בגינו מעבר לשווי. בניגוד לכך, הגדרתו של לקוח כשיר באנגליה כוללת מבחנים נוספים המבוססים על הערכת יכולת קבלת החלטות ההשקעה של הלקוח, דוגמת היסטוריה מקצועית המעידה על התמחות, ביצוע השקעות קודמות, קבלת אישורים מגורמים מוסמכים על ידי הרגולטור, והצהרות הלקוח על אודות הבנת המשמעות של הכרתו כלקוח כשיר. Financial Conduct Authority, COBS 4.12 Restrictions on the promotion of non-mainstream pooled investments, available at: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/4/12.html#DES582>

התוצאה, אשר ניתן לחלוק על מידת רציותה, היא כי משקיעים כשירים הינם למעשה משקיעים עשירים.

ניתן להצביע על שני שיקולים עיקריים שצריכים להנחות בעיצוב המבחנים למשקיע כשיר: השיקול הראשון הוא יכולותיו של המשקיע – יכולתו להבין את הסיכונים הכרוכים בהשקעה הלא מפורקת המוצגת לו, יכולתו להגן על עצמו בכוחותיו הוא ללא מערך ההגנות הישירות והעקיפות שמעניקים דיני ניירות ערך, ויכולתו לספוג הפסדים אם השקעותיו ירדו לטמיון. השיקול השני הוא בהירות המבחנים – על מבחני המשקיע הכשיר להיות פשוטים ככל הניתן, נוחים לשימוש וניתנים לאכיפה. פירוש הדבר הוא כי לעיתים יהיו עדיפים מבחנים ברורים ('bright line' tests) אשר ישיגו ודאות משפטית על פני מבחנים עמומים וסובייקטיביים יותר, גם אם העדפה זו תוביל לזיהוי מדויק פחות של המשקיעים הכשירים. עשויים אפוא להיות משקיעים כשירים שלא ייכללו בהגדרה, ומנגד משקיעים לא כשירים שייכללו בה.¹²⁶

שיקול נוסף, בעל אופי מבני, בקביעת מבחני המשקיע הכשיר, עניינו השגת יחס הולם בין השוק המפוקח ובין השוק הלא מפוקח. יש חשיבות רבה כי השוק המפוקח יהיה דומיננטי, רב משתתפים וכי פעילות שאינה מפורקת לא תבוא על חשבון. כאשר משקיעים מתוחכמים משתתפים באופן פעיל בשוק המפוקח, השתתפותם מנתבת גם חברות המבקשות לגייס כספים לשוק זה, מוסיפה ליעילות השוק בהיבטים של נזילות ותמחור ואף תורמת להגנת המשקיעים מן הציבור הרחב. מנגד, יש אינטרס גם בקיומו של שוק ער של הנפקות פרטיות, אשר ישראל חברות שאינן מתאימות מסיבות שונות לשוק המפוקח. על מבחני המשקיע הכשיר להשיג איזון בין אינטרסים אלה.¹²⁷ לשם המחשה, בארה"ב גדל בשנים האחרונות שוק הגיוסים הפרטיים והחל להאפיל על השוק הציבורי. יש התולים התפתחות זו בין היתר בהרחבת הפטורים להקצאות פרטיות.¹²⁸

שיקולים אלו והקשיים שעולים לאורם באים לידי ביטוי בפועל בדיונים תכופים בשנים האחרונות בהגדרת המשקיע הכשיר בישראל ובארה"ב.¹²⁹ השינויים שנערכו בשנים האחרונות בישראל בנוגע

¹²⁶ סוגיה נוספת המתעוררת במישור הבקרה והציות לחוק ניירות ערך היא האמצעים לוודא כי משקיע יחיד אכן עומד בתנאי הכשירות. התוספת הראשונה קובעת כי על המציע לבדוק את התקיימות תנאי הכשירות במשקיע, ונוסף לכך נדרש המשקיע לתת הסכמתו בכתב לפני כל מועד ביצוע רכישה כי מתקיימים בו תנאים אלה וכי הוא מודע למשמעות היותו משקיע כשיר ומסכים לכך. אמצעי ווידוא תנאי הכשירות על-ידי המציע פורטו בעמדת סגל שפרסמה רשות ניירות ערך, והם מתבססים על מקור חיצוני (כגון אישור רואה חשבון), בדומה לעמדה של רשות ניירות ערך האמריקאית בנדון. עמדת סגל משפטית מס' 103-35: הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים, לעיל ה"ש 120.

¹²⁷ בארה"ב קיימת חובת דיווח למנפיקים העושים שימוש בפטורים, וכך נוצר בסיס נתונים המצביע על שימוש בפטורים לגיוסים בהיקפים גדולים ביותר. בישראל לא קיימת כיום חובת דיווח דומה, והדבר מקשה על הערכת היקף השימוש בפטורים והאם הם אופטימליים.

¹²⁸ לדיון בגורמים לירידה בהנפקות ראשוניות (IPOs) בארה"ב ולגידול בהיקף הגיוסים הפרטיים ראו דוח יחידת המחקר של הקונגרס:

EVA SU, CONG. RESEARCH SERV., R45221 CAPITAL MARKETS, SECURITIES OFFERINGS, AND RELATED POLICY ISSUES (2018), <https://fas.org/sgp/crs/misc/R45221.pdf>.

ראו עניין היקף הגידול בגיוסים פרטיים וההסבר הנוגע ל"דה-רגולציה" של השוק הפרטי שהובילה להתפתחותו כאלטרנטיבה משמעותית לשוק הציבורי. שם, בעמ' 15–16.

¹²⁹ רשות ניירות ערך האמריקאית חויבה בחקיקה משנת 2010 לבחון את הגדרת משקיע כשיר יחיד מדי ארבע שנים, כדי לקבוע את הצורך בהתאמתה. דוח הבחינה הראשון של רשות ניירות ערך אמריקאית - STAFF OF THE U.S.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, REPORT ON THE REVIEW OF THE DEFINITION OF "ACCREDITED INVESTOR" (2015), <https://www.sec.gov/corpfin/reportspubs/special-studies/review-definition-of-accredited-investor-12-18-2015.pdf>.

הייתה זו הבחינה הראשונה שנעשתה להגדרה האמריקאית מאז נקבעה בשנת 1982, והיא העלתה שתי ביקורות מרכזיות: ביקורת אחת הייתה כי המבחנים לא הותאמו לאינפלציה, ולפיכך חל גידול עצום בשיעור המשקיעים הכשירים במשך השנים – משיעור של 1.81% בשנת 1983 ל-10.1% כיום. שם, בעמ' 48, 105 ו-107. ביקורת אחרת הייתה כי לא קיים קשר הכרחי בין מבחני העושר הנקטים בהגדרת 'משקיע כשיר' ובין תחכום פיננסי. שם, בעמ' 43–46. לביקורת דומה על מגבלותיהם של מבחני הנכסים וההכנסות בארה"ב ראו: Felicia Smith, *Madoff Ponzi Scheme*, *Exposes the Myth of the Sophisticated Investor*, 40 U. BALT. L. REV. 215 (2010).

Syed Haq, *Revisiting the Accredited Investor Standard*, 5 MICH. BUS. & ENTREPRENEURIAL L. REV. 59 (2015).

ההמלצות המרכזיות כללו בין היתר עדכון של הספים הכספיים במבחני הנכסים וההכנסות בהתאם לשינויים האינפלציוניים שחלו ממועד קביעת ההגדרה, והוספת מבחני מומחיות חלופיים לספים הכמותיים. יישום של חלק מההמלצות עשוי להביא להפחתה ניכרת של קבוצת המשקיעים הכשירים, ואילו אימוץ חלקן האחר עשוי דווקא להגדילו. ואולם, בסוף שנת 2017 פרסם משרד האוצר האמריקאי המלצות לתיקוני חקיקה הקוראות להרחיב את מאגר המשקיעים שייחשבו משקיעים כשירים, כך שייכללו גם משקיעים המיועצים על ידי יועצי השקעות מפורקים ופעילים בשוק ההון הרשאים להמליץ על השקעות לא מפורקות לאחרים.

לפטור המשקיעים הכשירים משקפים מגמה להרחיב את הפעילות הלא ממוקחת בהיבט זה,¹³⁰ וזאת בניגוד למגמה הכללית ביחס לחובת פרסום התשקיף כפי שבאה לידי ביטוי ברשימה זו.

4. הצעות לתיקון ביחס ליסוד ה"ציבור"

הפטורים הקבועים בחוק הם כאמור המפתח לקביעה "ציבור" מהו. התיקון שנערך ביחס לחרג הפרסום הכללי הבהיר את המצב החוקי בנוגע להצעת ניירות ערך, אולם ניתן לשקול דרכים נוספות להבהיר ולפשט את פטור 35 המשקיעים.

תיקון נדרש הינו הבהרה ופישוט של הכללים ביחס למשך התקופה למניין הניצעים הנכללים בפטור זה. תיקון אפשרי אחר הוא קביעת רף מספרי שונה להצעת ניירות ערך לעומת מכירת ניירות ערך, כאשר מספר הניצעים המרבי יעלה על מספר המשקיעים בפועל. עוד יש לשקול איחוד ספירת המשקיעים לסוגיהם (חלף ההבחנה בין משקיעים במניות ובניירות ערך המירים למניות ומשקיעים בניירות ערך מסוגים אחרים).

תיקון מתבקש הוא קביעת רף מקסימלי למספר המשקיעים בתאגיד, אשר חצייתו תקים לתאגיד חובת דיווח שוטף. המגבלה הנוכחית עוסקת במספר המשקיעים בפרקי זמן של 12 חודשים רצופים, ולא במספר המשקיעים המצטבר, ולכן לאורך זמן יכול תאגיד לעשות שימוש חוזר בפטור, כך שמספר המשקיעים בו יהיה גדול מאוד.¹³¹

פטור המשקיעים הכשירים תוקן לאחרונה, ויש חשיבות ליציבות ההגדרות. יחד עם זאת, בדומה לקביעה בארה"ב, ראוי לקיים גם בישראל בדיקה תקופתית של הפטור. העובדה כי לא קיימת בישראל חובת רישום בנוגע לשימוש בפטור מקשה על ביצוע בדיקה אפקטיבית כאמור, ויש לשקול הטלת חובה כאמור על תאגידים העולים על גודל מסוים או על תאגידים המנפיקים ניירות ערך למספר גדול של משקיעים כשירים.

1. סיכום

השנים האחרונות העמידו במבחן את החובה הוותיקה לפרסם תשקיף לשם הצעה של ניירות ערך לציבור. המשך השתכללות דרכי ההצעה ואופני גיוס הכספים באמצעים טכנולוגיים יביא להערכתנו לצורך הולך וגובר של בתי המשפט להידרש לסוגיות העולות בקשר עם חובה זו.

תכליותיה החשובות של חובת פרסום התשקיף והצורך להכניס למסגרת פיקוחית פעילות בניירות ערך שבה מעורב הציבור מצדיקים מתן פרשנות רחבה ומהותית לרכיבי החובה שנוסחו לפני שנים. ברשימה זו ביקשנו לתת לפרשן העתידי כלים להידרש ולנתח את התקיימותם של רכיבים אלה. הסברנו בין היתר כיצד צריכה להתבצע ההתנתקות הפרשנית של הגדרת "ניירות ערך" בדין הישראלי מפרשנות מונח זה בדין האמריקאי, תוך הצגת שיקולים שיש להתחשב בהם לשם סיווג נייר ערך ככזה ושיקולים שאין להתחשב בהם. עמדנו עוד על המגבלות החלות על פנייה לציבור הרחב, המגולמות ברכיבים "הצעה" ו"ציבור", על ההתלבטויות בעיצובן של מגבלות אלה, ועל הניסיונות לעקוף אותן, אשר הגיעו גם לפתחם של בתי המשפט. בד בבד, ובהתאם לקריאת בית

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, A FINANCIAL SYSTEM THAT CREATES ECONOMIC OPPORTUNITIES CAPITAL MARKETS 44 (2017), <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf>.

¹³⁰ מלבד הכללת משקיעים יחידים ברשימת המשקיעים הכשירים בשנת 2011 והפחתת הדרישות הכמותיות בעניינם בשנת 2016, הופחת בשנת 2011 באופן משמעותי רף ההון העצמי הנדרש מתאגיד לצורך עמידה במבחן המשקיע הכשיר, מהון עצמי של 250 מיליון שקלים להון עצמי של 50 מיליון שקלים.

¹³¹ לדיון בעניין זה כבר בשנת 1996 ראו: מצע לדיון לתיקון סעיף 15, לעיל ה"ש 101, בעמ' 34-37. בארה"ב חלה דרישה כאמור ביחס לתאגיד בעל נכסים בהיקף העולה על 10 מיליון דולר ומספר בעלי מניות העולה על 2,000, או שיש לו יותר מ-500 בעלי מניות שאינם משקיעים כשירים. Securities Exchange Act of 1934, 14 SEC

Docket 3 s12(g) (1978)

<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/jobs-act-section-12g-small-business-compliance-guide.htm>.

המשפט העליון למחוקק בפסק דין קדם, הצענו תיקוני חקיקה מסוימים לרכיבי חובת פרסום התשקיף.

חובת פרסום התשקיף ממלאת זה יובל שנים תפקיד מרכזי בהגנת ציבור המשקיעים. הקפדה על פרשנות תכליתית שלה, לצד טיוב גדריהם של היסודות המקימים את החובה, יובילו לשכלול שוק ההון ולהגנה מיטבית על ציבור המשקיעים גם בשנים הבאות.