

עיון מחודש בהגדרת "נייר-ערך" בדין הישראלי

שרון חנס, * איתי פיגנבאום**

רשימה זו באה להציב את השיקולים הראויים בקביעת תחולתם של דיני ניירות-ערך בכלל ושל כללי הגילוי בניירות-ערך בפרט. דיני ניירות-ערך באים לתת מענה לחשש מהטעיה של משקיעים אשר בחרו להשקיע את כספם במתווה של השקעה סבילה (פסיבית), מבלי שהם מעורבים בפעילות הכלכלית העומדת מאחורי ההשקעה. בכך חוקי ניירות-הערך מגינים על המשקיעים, מחד גיסא, ומקנים את הביטחון המעודד את הפעילות באפיקי השקעה אשר חיוניים למשק, מאידך גיסא. העדר הגנה הולמת על משקיעים סבילים עלול לגרום תוצאות קשות למשק, שכן אלה יפחדו להיפרד מכספם, ויזימו ייאלצו להישען על המקורות הכספיים העצמיים שלהם ועל אפיקי מימון מסורתיים, דוגמת מוסדות בנקאיים. מאחר שגם במסגרת התחום של השקעות סבילות קיימים מכשירי השקעה רבים, שחלקם שונים בתכלית זה מזה, היה ראוי שהמחוקק יקדיש תשומת-לב ראויה להגדרת "נייר-ערך". תחת זאת נאלצו בתי-המשפט בישראל, במספר מועט של פסקי-דין, להתמודד עם הגדרות לקוניות ולא-בהירות של המחוקק. לאחרונה היתוספו פרשיות אחדות המעוררות את השאלה מחדש. מעבר לפרשיות אלה, השנים האחרונות הביאו עימן שפע של מכשירי השקעה חדשים המוצעים לציבור חדשות לבקרים, בין שמדובר בייבוא של מכשירים שפותחו לראשונה בחוץ-לארץ ובין שמדובר ביצירות ישראליות מקומיות. פיתוחים אלה מעלים גם הם את שאלת תחולתם של דיני ניירות-הערך לגביהם. באופן מצער, ההגדרה המופיעה בחוק אינה נותנת לשאלות אלה פתרון טוב, בלשון המעטה, וגם בתי-המשפט טרם הבהירו את הדרוש הבהרה. ברשימה זו אנו מבקשים לחזור אל המטרות הבסיסיות של החקיקה בניירות-ערך, ולהציע מתווה פרשני להגדרת "נייר-ערך" שיהיה גם בסיס לרפורמה חקיקתית של התחום.

* ד"ר שרון חנס, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב. מרצה לתאגידיים, משפט וכלכלה וניירות-ערך.

** עו"ד איתי פיגנבאום, סטודנט בתוכנית המסטר במשפטים (LL.M), אוניברסיטת קולומביה בניו-יורק.

אנו אסירי-תודה לשראל גוטמן, לזוהר גושן, לרון חריס, לעמרי ידלין, לעמיר ליכט ולרועי קרייטנר על הערות ושיחות מועילות. מרכז-על צגלה למחקר בינתחומי באוניברסיטת תל-אביב סייע במימון המחקר.

מבוא

פרק א: הדין הישראלי המצוי

1. ריבוי ההגדרות ל"נייר-ערך" בדין הישראלי
 2. פסק-דין מונדרגון והגדרת "נייר-ערך" בסעיף 1 לחוק ניירות-ערך
- פרק ב: הדין האמריקאי – לקחים נבחרים
1. על "נייר-ערך" ו"חוזה השקעה"
 2. היחס בין מבחן האווי לבין ההגדרה הכללית של "נייר-ערך" בדין האמריקאי ונסיון היישום בפסיקה הישראלית
- (א) פסק-דין לנדרת – תיקון הסתירה הפרשנית של בית-המשפט
3. יסוד ההשקעה המשותפת (common enterprise): שיתוף "אופקי" מול שיתוף "אנכי" בדין האמריקאי
 4. רגולציה חלופית כשיקול להחרגה מהגדרת "נייר-ערך"
 5. סיכום הלקחים העיקריים מהדין האמריקאי
- פרק ג: לקראת הגדרה חדשה ופרשנות מהותית של ההגדרה הקיימת
1. עקרונות-היסוד של רפורמה חקיקתית בהגדרת "נייר-ערך"
 2. האם מכשירי השקעה נגזרים (derivatives) הם ניירות-ערך?
- (א) פסיקה ישראלית בנוגע לתחולתם של דיני ניירות-ערך על מכשירי השקעה נגזרים
- (ב) המקור להבדל בין מכשירים פיננסיים נגזרים לבין ניירות-ערך קלסיים
- (ג) סיכום עמדתנו בשאלת תחולתם של דיני ניירות-ערך על מכשירים פיננסיים נגזרים
3. האם תעודות התחייבות מהוות נייר-ערך?
 4. מניעת תחולת-חסר ותחולת-יתר וכמה סוגיות משלימות
- פרק ד: סוף-דבר

מבוא

דיני ניירות-הערך מסדירים כמה נושאים, אשר החשוב מביניהם הוא דרישות הגילוי המיוחדות. רשימה זו באה להציב את השיקולים הראויים בקביעת תחולתם של דיני ניירות-ערך בכלל ושל כללי הגילוי בניירות-ערך בפרט. שיקולים אלה יובילו למתן מענה לשאלה כיצד יש להגדיר "נייר-ערך" בדין הישראלי. לשיטתנו, על-מנת להבין את תכלית החקיקה של דיני ניירות-ערך בארצות-הברית – כמו-גם בשאר מדינות העולם, ובכלל זה בישראל – ראוי להתחיל את הדיון במבוא היסטורי קצר באשר לתמורות שהובילו לחקיקתם של דיני ניירות-הערך האמריקאיים במחצית הראשונה של המאה העשרים. עד שנת 1933 היו

שוקי ההון בארצות-הברית פטורים במידה רבה מכל רגולציה,¹ ובוודאי מרגולציה פדרלית.² שנות השפל הגדול שינו מצב זה ללא הכר, והלך-הרוח שהוביל לחקיקה הפדרלית בא לידי ביטוי בדברי ההסבר להצעת חוק שהייתה עתידה ליהפך לחוק ניירות-הערך המרכזי של ארצות-הברית:

"במהלך העשור שאחרי תום מלחמת-העולם [הראשונה] הונפקו בארצות-הברית ניירות-ערך חדשים בשווי של 50 מיליארד דולר. מחצית שלמה – או ניירות-ערך בשווי של 25 מיליארד דולר שהונפקו בתקופה זו – התבררו כחסרי ערך לחלוטין. מספרים קרים אלה מבטאים טרגדיה בחייהם של אלפי פרטים, אשר השקיעו את כל חסכוניהם, שאותם צברו בעמל רב-שנים, באותם ניירות חסרי ערך."³

תיאור זה מבטא את הצורך בקיומם של דיני ניירות-ערך.⁴ דינים אלה באים לתת מענה לחשש מהטעיה של משקיעים אשר בחרו להשקיע את כספם במתווה של השקעה סבילה (פסיבית), מבלי שהם מעורבים בפעילות הכלכלית העומדת מאחורי ההשקעה, ולעיתים ללא הבנה בתחום ההשקעה. אין החוק⁵ בא להגן על יזמים שנכנסו למיזם כושל, אין לו כל

1 למעשה, בשנת 1911 החלו המדינות השונות בארצות-הברית לאמץ דברי חקיקה שמטרתם להגביל את המסחר בניירות-הערך שהוצעו למכירה בתחומי המדינה. חוקים אלה זכו בכינוי "חוקי שמים כחולים" (blue sky laws), שכן מטרתם הייתה למנוע מעשי תרמיות שנעשו "תחת השמים הכחולים" (לפי גרסה אחרת, מקור השם ביזמים מפוקפקים שמכרו זכויות לבניינים שנבנו "באוויר" – בתוך "השמים הכחולים"). ראו: LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 34–36 (3rd ed., 1998). למרות חקיקתם של חוקים פדרליים, רובן המכריע של מדינות ארצות-הברית שומרות על חוק "שמים כחולים" מדינתי.

2 חקיקה פדרלית מקיפה נעשתה רק לאחר היבחרו של רווולט לנשיא בשנת 1932. נכון להיום, ה-SEC (הרשות לניירות-ערך) האמריקאית אחראית מבחינה אדמיניסטרטיבית ליישומם של שבעה חוקים פדרליים. שני החוקים הרלוונטיים לעניינינו הם ה-15 Securities Act of 1933, U.S.C.S. §77a (1933) (להלן: החוק משנת 1933) וה-15 Securities Exchange Act of 1934, U.S.C.S. §78a (1934) (להלן: החוק משנת 1934). החוק משנת 1933 עוסק בעיקר בחובות הגילוי והרישוי של מנפיק בהנפקה ראשונה של ניירות-ערך שלו לציבור, ואילו עניינו של החוק משנת 1934 הוא בדרישות הגילוי של ניירות-ערך הנסחרים בשוק המשני ובהסדרת פעילותן של זירות המסחר. ראו LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 1, בעמ' 224–227.

3 תרגום של המחברים מתוך דיוני בית-הנבחרים: H.R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 2 (1933).

4 דברים אלה עולים גם מכתב-המינוי של הוועדה הישראלית להנפקת ניירות-ערך ולמסחר בהם: "הנני ממנה אתכם לוועדה שתפקידה ליעץ ולהציע הצעות... במטרה להבטיח בצורה יעילה את האינטרסים של המשקיעים במניות וניירות ערך אחרים..." הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם דין וחשבון (התשכ"ג) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_168.pdf (להלן: דוח ועדת ידן).

5 חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 234 (להלן: חוק ניירות-ערך או החוק).

שאיפה לטפל בהקשרים צרכניים או עסקיים שונים, למעט אותו תחום של מכשירי השקעה סבילים, וגם בתחום זה החוק מושך לרוב את ידיו מתחומים המוסדרים על-ידי רגולציה פרטנית אחרת, ומתמקד בראש ובראשונה בהשקעות בפעילות עסקית המנוהלת על-ידי אחרים. בכך החוק מגן על המשקיעים, ומקנה ביטחון המעודד את הפעילות באפיקי השקעה אלה, אשר חיוניים למשק.⁶ העדר הגנה הולמת על משקיעים סבילים עלול לגרום תוצאות קשות למשק, שכן אלה יפחדו להיפרד מכספם, ויזמים ייאלצו להישען על המקורות הכספיים העצמיים שלהם ועל אפיקי מימון מסורתיים שמרניים, דוגמת מוסדות בנקאיים. מדיניות ההתערבות העומדת מאחורי חוקי ניירות-הערך משפיעה רבות על הפעילות הכלכלית הנופלת לגדריו. ראשית, נקבעו עונשים מרתיעים בגין מעשי תרמית והטעיה בניירות-ערך,⁷ להבדיל מתרמית והטעיה באופן כללי.⁸ שנית, נקבעו סטנדרטים מרחיבים של גילוי ופיקוח, וכן הסדרים משלימים כגון הוראות פליליות נגד העושים שימוש אסור במידע פנים.⁹ התערבות מרחיקת-לכת זו גרמה להצבת שני מסגרים בשערי הכניסה לחוק, אשר מטרתם למנוע גלישה של הכללים הנוקשים לתחומי פעילות כלכליים שאינם ממין העניין או שההשקעה בפיקוח עליהם אינה מוצדקת. המסגן הראשון הוא הגדרת "נייר-ערך", והמסגן השני הוא הגדרת ה"הנפקה לציבור". לפיכך, עסקה שאינה קשורה לנייר-ערך פטורה לחלוטין מתחולת החוק, ועסקה שאינה מערבת הנפקה לציבור פטורה מכללי הגילוי הנרחבים ומרוב הוראות החוק, אך לא מכללי התרמית.¹⁰

מאחר שגם תחום ההשקעות הסבילות מכיל מספר רב של מכשירי השקעה, שחלקם שונים בתכלית זה מזה, היה ראוי שהמחוקק יקדיש תשומת-לב ראויה להגדרת "נייר-ערך". כך, למשל, ייתכן שתוצאה מיטבית הייתה מושגת אילו נקב המחוקק רשימה של השקעות

6 לעניין זה ראו את מחקרם החשוב של: Frank B. Cross & Robert A. Prentice, *Economies, Capital Markets, and Securities Law*, University of Texas, Law and Economy Research Paper No. 73 (2006) available at: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=908927.

7 ראו, למשל, ס' 54 לחוק ניירות-ערך.

8 ס' 15 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973; ס' 415, 423, 424, 425 לחוק העונשין, התשל"ז-1977; ס' 1 לחוק העונשין (תיקון מס' 32), התשנ"א-1991, ס"ח 104. עם זאת, אין בקיום עבירות אלה כדי להוות תחליף לאיסורים של חוק ניירות-ערך.

9 ס' א52-53 (ב) לחוק. ראו גם ס' 4-5 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 6), התשמ"א-1981, ס"ח 264.

10 עם זאת, יש לשים לב שהגדרת "ניירות-ערך" לצורך הטלת האחריות על המבצעים תרמית בקשר לניירות-ערך הורחבה מכוח ס' 54 (ב) לחוק. ראו ס' 5 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 32), התשס"ז-2007, ס"ח 308. לגבי חבות הדיווח, מכוח ס' 36 (א) לחוק, חובות הדיווח (התקופתי) חלות על "תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור על פי תשקיף", והחובה לפרסם תשקיף נקובה בס' 15 לחוק לגבי חברות המנפיקות לציבור. יצוין כי ס' א15-ב1 לחוק ניירות-ערך (ראו ס' 3 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000, ס"ח 161) מסייגים את החובה הכללית של ס' 15 לחוק על-ידי הגדרת פעולות שאינן הצעה לציבור (ס' א15) וקביעת סייגים לתחולת ס' 15 (ס' ב15) לחוק.

סבילות הנופלות לגדר נייר-ערך (בתוספת מונחי-שסתום שהיו מונעים התחמקות מן הרשימה), וכן רשימה של מכשירי השקעה סבילים שאינם בגדר נייר-ערך (כגון, אולי, תוכניות חיסכון בבנקים ופוליסות ביטוח למיניהן). באופן זה היו מושגים כמה יעדים חשובים. ראשית, הייתה גוברת רמת הוודאות בנוגע למכשירי ההשקעה הנופלים לגדר החוק ובנוגע לאלה שמחוץ לו. שנית, נסיונות התחמקות מן החוק ופיתוחים של מכשירי השקעה סבילים מסוימים שהמחוקק טרם הספיק להגיב עליהם היו נופלים ברשת החוק, במידת הצורך, בעזרת פרשנות של בית-המשפט למושגי-השסתום.¹¹ שלישית, היה ברור לכל כי פעילות כלכלית שאינה בגדר השקעה סבילה אינה נופלת למסגרת החוק.¹² רביעית, מכשירי השקעה סבילים שאינם מתאימים לרגולציה של ניירות-הערך, ובפרט אלה שזכו ברגולציה נפרדת, היו פטורים במצב זה באופן מפורש מתחולת החוק.

תחת זאת נאלצו בתי-המשפט, בכמה פסקי-דין, להתמודד עם הגדרות לקוניות ולא-בהירות של המחוקק. לאחרונה היתוספו פרשיות אחדות המעוררות את השאלה מחדש. פרשייה אחת נסבה סביב מקרה שבו הציע תאגיד למכירה לציבור הישראלי יחידות מקרקעין (וזכויות נוספות) באי שבאוקינוס השקט במסגרת חברות באגודה שיתופית. במקרה זה, שעוד נדון בו בהמשך, טענה רשות ניירות-ערך נגד התאגיד ומנהליו כי הם הציעו לציבור ניירות-ערך ללא שימוש בתשקיף. במקרה אחר קרסה רשת שיווק גדולה אשר מכרה לציבור לקוחותיה תלושי-שי בהיקפים נרחבים זמן קצר לפני הבקשה להקפאת הליכים ולמינוי נאמן לרשת השיווק. הועלתה טענה – ואף התארגנה קבוצה אשר הזדרזה להגיש תובענה ייצוגית בעניין לבית-המשפט¹³ – כי רשת השיווק עברה על החוק שכן תלושי-שי אלה

11 מושגי-השסתום יכולים לאפשר לבית-המשפט, במקרים המתאימים, גם להוציא מתחולתם של דיני ניירות-ערך פעילויות חברתיות וכלכליות אשר אינן בגדר השקעות סבילות אולם עוטות לכאורה כסות משפטית הנופלת לרשימת המכשירים הנחשבים נייר-ערך. למשל, אם בית-אבות יאוגד מסיבה כלשהי כתאגיד אשר ינפיק ללקוחותיו זכויות בתאגיד, אין זה מן הראוי להכיל את דיני ניירות-ערך על הסדר זה. השוו ע"א 1795/93 קרן הגימלאות של חברי אגד בע"מ נ' יעקב, פ"ד נא(5) 433 (1997).

12 הבחנה בסיסית זו אינה נהירה כיום. כך, למשל, בנוגע לתחולתם של דיני ניירות-ערך על הצעות להצטרף לקיבוץ או לקנטרי-קלב. בית-המשפט אינו דוחה את האנלוגיה לגופה באמצעות ההסבר הפשוט שאין מדובר כאן בהשקעה סבילה, אלא אומר שראוי לחקור גם מקרים אלה (אף שהוא מציין, בצדק, כי קיים הבדל מהותי בין המקרים). ראו ת"פ (שלום ת"א) 4709/03 מדינת ישראל נ' פסיפיק אגודה שיתופית לפיתוח כלכלי בע"מ, דינים שלום לא 223 (2004). לעומת זאת, ראו את הדיון להלן בה"ש 61 בשאלת החובה לפרסם תשקיף לצורך קבלת חברים לאגודה שיתופית.

13 תביעה זו, יחד עם הבקשה להכיר בה כתביעה ייצוגית, נדחתה לאחרונה בהסכמת הצדדים. ראו ת"א (מחוזי ת"א) 1980/05 ברק נ' קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ (טרם פורסם, 15.6.2006). בהעדר נימוקים בהחלטת בית-המשפט, ובשל המצב החוקי המעורפל, כפי שיתואר להלן, מאמר זה נותר רלוונטי לגבי שאלת הצורך (וליתר דיוק העדר הצורך) בתחולתם של דיני ניירות-ערך על מכירה לציבור של תווי-קנייה בהיקפים נרחבים.

מהווים למעשה ניירות־ערך, אשר הונפקו לציבור הרחב תוך הטעיה ואי־גילוי עובדות מהותיות (והיו אולי אף מחויבים בליווי של תשקיף).

מעבר לפרשיות אלה, השנים האחרונות גדושות במכשירי השקעה חדשים המוצעים לציבור חדשות לבקרים, בין שמדובר בייבוא של מכשירים שפותחו לראשונה בחוץ־לארץ ובין שמדובר ביצירות ישראליות מקומיות. חלק מפריחה זו נעוץ בעובדה הפשוטה שהמערכת הבנקאית מבקשת למצוא תחליפים לקופות־הגמל ולקרנות הנאמנות שאבדו לה בעקבות הרפורמה החוקית שנחקקה כתוצאה מדוח ועדת בכר.¹⁴ דוגמה בולטת היא פיתוחם של תעודות־סל,¹⁵ המוצעות לציבור כתעודות התחייבות.¹⁶ פיתוחים אלה מעלים גם הם את שאלת תחולתם של דיני ניירות־הערך לגביהם.¹⁷

ברשימה זו אנו מבקשים לחזור אל המטרות הבסיסיות של החקיקה בניירות־ערך,¹⁸

14 בעקבות דוח הוועדה החלה רפורמה חקיקתית שגולת הכותרת שלה היא החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005, ס"ח 830. במסגרת חוק זה צומצמה במידה ניכרת יכולתם של בנקים להחזיק אמצעי שליטה בגופים הפעילים בשוקי ההון, ובפרט בקרנות נאמנות ובקופות־גמל.

15 השקעה שפירוטיה צמודים למצרף של תשואות ממגוון של מוצרי השקעה אחרים, דוגמת מדד המשקף את תשואתו של אגד מניות מסוים.

16 לסוגיית השימוש שהבנקים עושים באפיקי השקעה תחליפיים בעקבות רפורמת בכר, ראו גם רם דגן "עוד פתרון 'עוקף קרנות' של הבנקים" הארץ online כלכלה 6.12.2006. על השיקולים העומדים בבסיס רכישתה של תעודת־סל מסוימת ראו שרון שפורר "שלוש תעודות סל על סין: שלוש תשואות שונות" **TheMarker online** 18.12.2006 www.themarker.com/tmc/article.jhtml?ElementId=/ibo/repositories/stories/m1_2000/shp20061218_1.xml&layer=market&log=true

17 בהקשר זה ניתן לציין כי הרשות לניירות־ערך שוקלת לאסור על הבנקים להפיץ מוצרים מוכנים (סטראקצ'רים), שכן מוצרים אלה מהווים תחליפים קרובים לקרנות נאמנות, שהוצאו מידי הבנקים במסגרת רפורמת בכר. ראו הדס מגן ועירן פאר "רשות ניירות ערך פותחת חזית חדשה: שוקלת לאסור על הבנקים להפיץ מוצרים מובנים" **גלובס online** 28.11.2006.

18 ההכרה בצורך של משקיעים סבילים בהגנה בדמות כללי הגילוי הנאות מעלה את החשש שמשקיעים אלה ייכשלו בתמחור כדאיותה של ההשקעה גם לאחר גילוי מלא, שכן תמחור מוצלח של מיום מצריך מידע נוסף (ויכולת) שדיני ניירות־הערך אינם מספקים – ולרוב גם אינם יכולים לספק – למשקיע. כידוע, דיני ניירות־הערך הפדרליים של ארצות־הברית, כמו־גם דיני ניירות־הערך של ישראל, נמנעים מהתערבות בהליך תמחורם של ניירות־הערך, ומסתפקים בגילוי הנאות. האמונה המשתמעת מכך היא שמשקיעים הפועלים דרך מנגנוני השוק יהיו מסוגלים לתמחר השקעות מורכבות ביותר אם רק יהיה בידם (או בידי גורמי השוק) כל המידע שדיני ניירות־הערך מכתיבים. אולם אמונה זו מטילה ספק בדבר הצורך במנדטוריות של דיני ניירות־הערך, שכן יכולת התמחור של פרויקטים מורכבים אינה נדמית ממבט ראשון כמשימה קלה יותר מתמחור עצם התועלת שבדיני ניירות־הערך עצמם, אשר עלותם למנפיק אינה עניין של מה־בכך. משום כך אין זו שאלה טריוויאלית מדוע אין המשקיעים יכולים לוותר ביחסיהם עם המנפיק על תחולתם של דינים אלה. רשימה זו אינה מתיימרת לענות על שאלה זו, אלא מתרכזת בהגדרת ניירות־הערך באופן קוהרנטי בהתאם למטרות המשוערות

ובשלב הראשון לצרף לשני המסננים העומדים בפתח החוק את הדרישה שידובר במכשירים של השקעה סבילה למטרת רווח של המשקיע. רק בדרך זו נוכל להבין מדוע החוק אינו אמור לחול על כל מקרה שבו גוף "מנפיק תעודות בסדרות" המעניקות "זכות השתתפות או תביעה", כדרישת התנאים המרכזיים בהגדרת "נייר-ערך" בחוק, כפי שהעירו בצדק מלומדים שונים, לכאורה, על-פי המצב החוקי השורר כיום, מכירה של תלושי-שי, כרטיס מינוי לתיאטרון וכרטיסייה באוטובוס יכולות להיחשב פעולות אסורות על-פי חוק ניירות-ערך, שכן הן פעולות הנעשות על-דרך הנפקה של תעודות בסדרות המקנות זכות תביעה ודרישה כנגד המוכר (ואין הן מלוות תשקיף).¹⁹ כדי למנוע תחולת-יתר או תחולת-חסר של החוק, אשר יסכלו את כוונת המחוקק וכבידו ללא צורך על הוודאות העסקית, מן הראוי לדחות מתוך החוק כל אותן התקשרויות אשר אינן מאפיינות אפיק של השקעה סבילה, ולהבהיר כי ראוי לקלוט אל תוך גדר החוק רק התקשרויות העונות על הגדרה זו. על-ידי העברת הדגש של הבדיקה אל הפן המהותי, מנגנוני ההגנה הקיימים בחוק ניירות-ערך יתפסו ברשתם נסיונות לגיוס הון של יזמים אשר ניסו להתגבר על דרישות החוק על-ידי עיצוב תוכניות השקעה בצורה לא-שגרתית. כמו-כן יוצאו ממסגרת הדיון כל אותן תעודות בסדרות שאין זה מן הראוי שחוק ניירות-ערך יעסוק בהן, כפי שעוד יפורט בהמשך. לצד המלצות לפרשנות משפטית ראויה של ההגדרות הקיימות, נציב גם מתווה לרפורמה חקיקתית בנושא לאור קווי-המתאר שצוינו לעיל. בשלב השני נציע גם קווים עקרוניים

של דיני ניירות-הערך, דהיינו, הגנה על משקיעים הסובלים מנחיתות במידע לעומת היזמים, ואולי גם מליקויים קוגניטיביים האופייניים להשקעות סבילות. דיון ראשוני במנדטוריות של דיני ניירות-הערך קיים אחד הכותבים במקום אחר: Sharon Hannes, *Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?* 29 J. CORP. L. 699 (2004). לדעה אשר רואה את האנליסטים כמושאי ההגנה העיקריים של דיני ניירות-ערך, וגזרת מכך את היקף הגילוי הראוי, ראו: Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. (forthcoming). להסבר מדוע המרת המשטר הכופה של דיני ניירות-ערך במשטר אשר יעניק למנפיק חופש פעולה רחב יותר לגבי המידע שיהיה עליו לגלות (למצער באמצעות מתן האפשרות לחברות לאמץ את דיני ניירות-הערך של מדינות אחרות, בדומה למצב הקיים בנוגע לאימוץ חוקי החברות בארצות-הברית) תוביל לתוצאות תת-מיטביות, ראו: Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1335 (1999). לסיכום ההצדקות האמפיריות והתיאורטיות למנדטוריות של דיני ניירות-ערך ראו Cross & Prentice, לעיל ה"ש 6. מכל מקום, אין לפרש רשימה זו כאילו כותביה אוהדים את מרכיב הכפייה שבדיני ניירות-הערך, או כאילו הליקויים שהמשקיעים הסבילים סובלים מהם מצדיקים את התערבות המחוקק. כל שרשימה זו מנסה לעשות הוא להציג את רעיון האסימטריה של המידע (והליקויים הקוגניטיביים) כתיאוריה מאחדת לדיני ניירות-ערך, המאפשרת פרשנות שיטתית של המונח "ניירות-ערך".

19 יוסף גרוס דיני ניירות ערך ובורסה 51-53 (מכון למחקר עסקים, אוניברסיטת תל-אביב, 1973); יוסף תמיר דיני ניירות ערך ואתיקה מקצועית 76 (המכון למחקרי משפט וכלכלה בע"מ, 2002).

להבחנה בין סוגים שונים של השקעות סבילות, אשר לא כולן נופלות בהכרח לגדר ההגנה של דיני ניירות-ערך. נסביר את מעמדן המיוחד של השקעות סבילות המנוהלות על-ידי אחרים מבין שלל ההשקעות הסבילות האפשריות, ונראה מדוע ההניעה (המוטיווציה) להחיל את דיני ניירות-הערך על השקעות סבילות אחרות – דוגמת מכשירים פיננסיים נגזרים (כגון חוזים עתידיים או אופציות) – חלשה יותר.²⁰ כמו-כן נדון במבחן הראוי לתוכניות השקעה, דוגמת חוב, אשר מתאפיינות בתשואה קבועה למשקיע בכפוף לסיכון של חדלות-פירעון או אי-תשלום של החייב. לכל אורך הדיון כוונתנו המרכזית תהיה להאיר את השיקולים הרלוונטיים להגדרת "נייר-ערך", ולא בהכרח להכריע לגבי היקף ההגדרה. מכל מקום, ההכרעה בעניין זה היא הכרעת מדיניות, ומוטב שהמחוקק יכריע בה.

בפרק הראשון יתואר המצב המשפטי הקיים בישראל, לרבות קושיות עדכניות שעלו בפסיקה. הפרק השני ידון בעקרונות שגובשו במשך השנים בדין האמריקאי, אשר מייצג את ההתמודדות הממושכת והמעמיקה ביותר עם דיני ניירות-הערך. הפרק השלישי יפרט את הצעותינו לשינויים פרשניים בדין הישראלי ואת המתווה המוצע לרפורמה חקיקתית, והפרק הרביעי יסכם. ראוי לציין כי רשימה זו אינה דנה במרכיב הכופה של דיני ניירות-הערך – דהיינו, בכך שהמשקיעים אינם רשאים לפטור את המנפיק מלציית לדיני ניירות-הערך – ובהצדקות האפשריות למרכיב זה. כל שרשימה זו מנסה לעשות הוא להציג את רעיון האסימטריה של המידע בין המשקיעים לבין יזמי ההשקעה²¹ (וכן את הרעיון בדבר ליקויים קוגניטיביים של משקיעים)²² כתיאוריה מאחדת לדיני ניירות-ערך, המאפשרת פרשנות שיטתית של המונח "ניירות-ערך".

20 חוזה עתידי הוא הסכם לרכישה או מכירה של נכס בעתיד בסכום קבוע. נגזרים (derivatives) הם הסכמים שתוצאתם תלויה בשווי של נכס-הבסיס המסוים שהסכם מסתמך עליו. נכס-הבסיס יכול להיות נכס ממשי (כגון תבואה או מניה), שער (כגון שער החליפין של מטבע חוץ) או מדד (כגון מדד של קבוצת מניות).

21 אסימטריה של מידע מוכרת בכלכלה ככשל שוק המצדיק התערבות בהתנהלות החופשית של שווקים, בכפוף לסייג שאין כל ודאות שהרגולטור ידע לתקן כשלי שוק בצורה טובה יותר מהפתרון הלקוי של כוחות השוק. ראו: N. GREGORY MANKIW, PRINCIPLES OF ECONOMICS: 479–484 (3rd ed., 2004).

22 המגבלה הקוגניטיבית הבסיסית של האדם – או ה-"bounded rationality" (רציונליות חסומה) – נזכרה לראשונה בספרות על-ידי הרברט סיימון, אשר זכה הודות לכך בפרס נובל לכלכלה בשנת 1978. בבסיס הרציונליות החסומה עומדת התובנה כי בני-אדם הינם, בפשטות, בני-אדם, וככאלה יכולתם לקלוט, לעבד ולפענח מידע בזמן קצוב הינה מוגבלת. יוצא שההחלטה הסופית אינה נעשית על-סמך כל המידע האפשרי, אלא על-סמך מידע חלקי בלבד. יתר על כן, אין הכרח שהמידע שנשקל לצורך ההחלטה הינו המידע החשוב ביותר. בנוגע לכשלים קוגניטיביים אשר אופייניים למשקיעים בשוק ההון, ראו: Gregory La Blanc & Jeffrey J. Rachlinski, *In Praise of Investor Irrationality*, in THE LAW AND ECONOMICS OF IRRATIONAL BEHAVIOR 542 (Francesco Parisi & Vernon L. Smith eds., 2005); לאה פסרמן-יוזפוב "השפעות של תיאוריות פסיכולוגיות (Behavioral Finance) על הגילוי בדיני ניירות-ערך" תאגידים ג(2) 3 (2006).

פרק א: הדין הישראלי המצוי

1. ריבוי ההגדרות ל"נייר-ערך" בדין הישראלי

הדין הישראלי כולל כמה הגדרות שונות ל"נייר-ערך", ובכך מקשה את פירוש המושג. ההגדרה המרכזית מצויה בסעיף 1 לחוק ניירות-ערך. הגדרה זו חשובה במיוחד משום שממנה ניוונה החובה לפרסם תשקיף בעת הצעה לציבור,²³ ובמקרים המתאימים גם החובה לקיים גילוי תקופתי ומתמשך.²⁴ החובה לפרסם תשקיף ומערכת הגילוי המתמשך מהוות את הליבה של דיני ניירות-הערך, אך כפי שכבר הזכרנו, קיימות סוגיות נוספות במסגרת דינים אלה. המעניין הוא שלגבי חלק מאותן סוגיות נוספות הדין מאמץ הגדרה נפרדת ל"נייר-ערך". דבר זה יוצא-דופן משום שחלק מן הסוגיות מוסדרות בחוק ניירות-ערך עצמו, וכך יוצא שבחוק אחד קיימות כמה הגדרות לאותו מונח. מצד אחד, ניתן אולי להצדיק את ההפרדה לנוכח התכליות השונות של הנושאים הנידונים בחוק, אך מצד אחר, עלולים להיווצר סרבול ואי-בהירות, אשר לשיטתנו ראוי שירתיעו את הפרשן מלהרחיב את ההבחנות בין המשמעויות השונות של המונח "נייר-ערך" במסגרת חוק ניירות-ערך.

רשימה זו תתמקד בפרשנות המונח "נייר-ערך" לצורך הליבה של דיני ניירות-הערך, דהיינו, לצורך החלת כללי הגילוי המיוחדים. כפי שנראה מייד, עניין זה לבדו הינו סבוך ביותר ומעלה קשיים. את הדיון בשאר הסוגיות, דוגמת פרשנות המונח "נייר-ערך" לצורך כללי האיסור על סחר במידע פנים או לצורך כללי האיסור על מניפולציה בסחר בניירות-ערך, לא נמצה ברשימה זו. עם זאת, פטור בלא-כלום אי-אפשר, ולפיכך נפתח בתיאור ההגדרות השונות שניתנו למונח "נייר-ערך" בדין הישראלי, תוך התמקדות בדיני ניירות-ערך, ובהמשך הדרך נתייחס בקצרה למגוון הסוגיות.

כפי שנרמז לעיל, תופעת ריבוי ההגדרות בדין הישראלי למונח "נייר-ערך" מתחילה כבר בחוק ניירות-ערך עצמו, אשר נוקט כמה התייחסויות שונות למונח. נציין כי מקריאת שתי הגדרות נוספות של המונח בחוק ניירות-ערך עולה כי גם המחוקק הכיר בכך שההגדרה הבסיסית פגומה. ניתן להצטער אפוא על כך שבמסגרת התיקונים להגדרות אלה, לא ראה המחוקק לנכון להבהיר כראוי את ההגדרה הבסיסית.

כך, פרק ח לחוק ניירות-ערך מטפל בהסדר הרגולטורי לצורך קבלת רישיון לניהול בורסה בישראל, ומעבר להגדרה הסיבובית של המונח "בורסה",²⁵ הוא גם קובע כי לצורכי

23 ס' 15 לחוק ניירות-ערך.

24 ראו ס' 36 לחוק ניירות-ערך; תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, ק"ת 2037.

25 ס' 1 לחוק מגדיר "בורסה" כ"בורסה לניירות ערך שקיבלה רישיון לפי סעיף 45". ס' 45(א) קובע כי "לא יפתח אדם ולא ינהל בורסה לניירות-ערך אלא ברשיון מאת שר האוצר שניתן לאחר התייעצות עם הרשות", ואילו ס' 45(ב) מתייחס לתנאים הפורמליים שצריכים להתקיים על-מנת שחברה כלשהי תקבל רישיון לניהול בורסה. ראו ס' 6 לחוק ניירות ערך (תיקון מס')

פרק ח, ניירות-ערך משמעם "לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות". ניתן לראות כי בהגדרה זו רב הסתום על הנגלה, שכן מסתבר כי הגדרת "נייר-ערך" כוללת קבוצה לא-ברורה של מקרים מעבר להגדרת "נייר-ערך" שבסעיף 1 לחוק, אשר ממנה המחוקק בוחר להדגים קבוצה אחת ויחידה של מקרים (יחידות של קרן סגורה). למעשה, המחוקק אומר לנו כי לצורך העניין קיימים ניירות-ערך נוספים מעבר להגדרה של סעיף 1 לחוק, אולם הוא סותם ואינו חושף למען הפרשן ולו שמץ של הנחיה באשר לזיהוים של ניירות-ערך אלה אשר חמקו מההגדרה הבסיסית.²⁶

אולם בכך לא מסתיימת התסבוכת הנובעת מריבוי של הגדרות סתומות למושג "נייר-ערך" בחוק ניירות-ערך. מסתבר שקיימת גם הגדרה פרטנית של "ניירות-ערך" לצורך עברת התרמית. סעיף 54(ב) מרחיב את ההגדרה של "ניירות-ערך" על-ידי הפניה לסעיף 52, כך שלצורך העברה, נייר-ערך הוא "לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות".²⁷ שוב מדובר בתוספת סתומה, שאינה עושה כמעט דבר מלבד לבשר לנו על חוסר שביעות-רצונו של המחוקק מההגדרה שבסעיף 1, לפחות לצורך עברת התרמית. כפי שנראה בהמשך, נוצרה גם אי-אחידות בין תחולת העברה הפלילית של תרמית הנשענת על ההגדרה הנזכרת כאן לבין עילת תביעה אזרחית בהקשר זה, הנשענת על הגדרה שונה ל"נייר-ערך". מצב-דברים זה מזמין החלטות סותרות וחוסר ודאות משפטית.²⁸

נוסף על מגוון ההגדרות הקיימות בחוק ניירות-ערך עצמו, חוקים נוספים שרשות ניירות-ערך אחראית ליישומם נוקטים הגדרות שונות, שאינן עולות תמיד בקנה אחד עם ההגדרה המרכזית שבסעיף 1 לחוק ניירות-ערך. דוגמה לכך ניתן למצוא בחוק השקעות משותפות בנאמנות, אשר קובע את המשטר הרגולטורי שחל על "כל הסדר, שמטרתו

11, התשנ"א-1990, ס"ח 22. יוצא שחוק ניירות-ערך אינו מתייחס מבחינה מהותית למונח "בורסה", ואינו מגדיר מהי בכלל "בורסה" שאי-אפשר לנהל אלא לאחר קבלת רישיון לכך. בחודש פברואר 2006 הוגש לרשות ניירות-ערך דוח ועדת פרוקציה - דוח הוועדה לבחינת הסדרת הפיקוח על מערכות מסחר אלטרנטיביות (התשס"ו) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_46.pdf (להלן: דוח ועדת פרוקציה). בתמצית, מסקנתה העיקרית של ועדת פרוקציה היא כי יש לשנות את ההגדרה של "בורסה" כך שתכיל מעתה גם זירות חלופיות למסחר בניירות-ערך, ואילו "נייר-ערך" יוגדר ככל נכס פיננסי הנסחר בבורסה. הגם שמטרת רשימה זו אינה לבקר את ההגדרה הקיימת או המוצעת ל"בורסה", נתייחס בהמשך להגדרה המוצעת על-ידי ועדת פרוקציה ל"נייר-ערך". ראו להלן בה"ש 146.

26 ראוי לציין כי הסיומת להגדרה "לרבות תעודות השתתפות של קרן להשקעות משותפות" הייתה חלק מההגדרה הכללית בס' 1. כיום סיומת דומה מופיעה בס' 52 לחוק, החל במישרין על פרק ח לחוק. ראו ס' 9 לחוק ניירות-ערך (תיקון מס' 19), התש"ס-2000, ס"ח 110.

27 סיומת זו לא הייתה קיימת במתכונת המקורית של הסעיף, והוספה במסגרת תיקון 14 לחוק ניירות-ערך. ראו ס' 132 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, ס"ח 308, 344 (תיקון עקיף לחוק ניירות-ערך, התשכ"ח-1968).

28 ראו את הדיון בעניין אופמת להלן בטקסט הסמוך לה"ש 125.

השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, שאינו מוסדר על פי דין אחר".²⁹ חוק השקעות משותפות בנאמנות מאמץ מדיניות של רישום קרנות השקעות ורישוי מנהלי קרנות, וכן דרישת פרסום תשקיף בעת הצעה לציבור של יחידות בקרן השקעות. לצורך חוק זה, ניירות-ערך הם "כמשמעותם בחוק ניירות ערך, לרבות ניירות ערך שהוצאו בידי המדינה", אך הסעיף שדן בתחולת החוק מוסיף וקובע במפורש כי "לענין סעיף זה יראו אופציה כמשמעותה בסעיף 64(ב), כנייר ערך".³⁰ במילים אחרות, חוק השקעות משותפות בנאמנות קובע במפורש שאופציות הן למעשה ניירות-ערך.³¹ אופציה לפי סעיף 64(ב) היא "התחייבות המקנה לרוכש אותה זכות לקנות או למכור את נכס-הבסיס במחיר המימוש, או לקבל את ההפרש בין מחיר המימוש לבין שווי נכס-הבסיס, והכל במועדים ובתנאים הנקובים באופציה".³² מקריאה מילולית של הגדרות אלה ניתן לסבור כי לדעת המחוקק הגדרת "ניירות-ערך" בחוק ניירות-ערך אינה כוללת מכשירי השקעה נגזרים, שאם לא כן לא היה כל צורך להתייחס אליהם במפורש מעבר להפניה לחוק ניירות-ערך. בהמשך הרשימה נראה כיצד מצב חקיקתי מעורפל זה העמיד את בית-המשפט בפני דילמה, כאשר הוא נדרש להפעיל הוראות פליליות של חוק ניירות-ערך בגין מסחר באופציות ובמכשירים נגזרים אחרים.

הסדר רגולטורי נוסף שרשות ניירות-ערך אחראית ליישומו הוא חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות.³³ באופן כללי, חוק הסדרת הייעוץ מטפל בחובות החלות על יועצי השקעות, משווקי השקעות ומנהלי תיקי השקעות בכל הנוגע לניירות-ערך ולנכסים פיננסיים. חובות אלה כוללות, למשל, רישום ורישוי, ובשל מערכת היחסים המיוחדת שנוצרת בין המשקיע לבין היועץ, המשווק או המנהל, חוק הסדרת הייעוץ מוסיף ומרחיב בנוגע לחובות האמון והזהירות הנדרשות במצבים אלה.

לצורך חוק הסדרת הייעוץ, "ניירות-ערך" מוגדרים "כהגדרתם בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, למעט ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה, לרבות ניירות ערך המונפקים על ידי הממשלה וניירות ערך חוץ".³⁴ לעומת הגדרה צרה זו, "נכסים פיננסיים" מוגדרים

29 ס' 2 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

30 ס' 1, 2(א), 64(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

31 כמו-כן, ס' 64(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות מסמיך את שר האוצר "לקבוע בתקנות, דרך כלל או לסוגי קרנות, את התנאים שבהם יהיה מנהל קרן רשאי לקנות, למכור, או ליצור אופציה או חוזה עתידי בעד קרן שבניהולו". שר האוצר אכן התקין את תקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשס"א-2001, ק"ת 389.

32 למען שלמות התמונה, "חוזה עתידי" הוא "התחייבות למסור או לקבל בעתיד הפרשי שער מטבע חוץ, הפרשי מדד, הפרשי ריבית, נכס או מחיר נכס, וזאת בכמות, במועד ובתנאים הנקובים בהתחייבות". ראו ס' 64(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות.

33 חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ס"ח 416 (להלן: חוק הסדרת הייעוץ).

34 ראו ס' 1 לחוק הסדרת הייעוץ; ס' 7 לחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי הענינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005, ס"ח 830, 840 (תיקון עקיף לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995). החוק אף

באותו חוק בצורה רחבה, וכוללים "יחידות כהגדרתן בחוק השקעות משותפות, אופציות, חוזים עתידיים, מוצרים מובנים וכן קרנות השתלמות".³⁵ "מוצר מובנה" מוגדר בחוק הסדרת הייעוץ כהשקעה - בפיקדון או בדרך אחרת - שהתשואה עליה או הסיכון הכרוך בה נקבעים על-פי נוסחה המבוססת על שינויים מסוימים, דוגמת שינויים במדד מסוים או במחיר של נייר-ערך.

מההפרדה הקיימת כאן בין הגדרת "נייר-ערך" להגדרת "נכסים פיננסיים" (לרבות מוצרים מובנים) עולה לכאורה עמדה עקרונית של המחוקק (או למצער לעניין חוק הסדרת הייעוץ) כי הגדרת "נייר-ערך" אינה כוללת אופציות ומכשירים פיננסיים נגזרים אחרים. נקודה זו מוסיפה על הקושי של בתי-המשפט כאשר הם באים להחיל את דיני ניירות-הערך מכוח חוק ניירות-ערך על פעולות במכשירים כאלה. יש להצטער על כך שבגדרי ההגדרה הכללית של "נייר-ערך" בחוק ניירות-ערך, שהינו החוק המרכזי המטפל בהגנה על ציבור המשקיעים, לא בחר המחוקק לטפל במפורש במכשירים הפיננסיים הייחודיים אשר נידונו בחוקים שמבחינת חשיבותם לכלל הציבור הינם משניים לחוק ניירות-ערך. בשלב זה של הדיון, אין אנו מביעים עמדה עקרונית בשאלת תחולתם של דיני ניירות-ערך על מכשירים אלה, אלא מתמקדים באי-הבהירות שיצר המחוקק ביחס אליהם.

אם אין די בתיאור לעיל להבהיר את אי-האחידות השוררת בחקיקה, הנה לאחרונה העדיף המחוקק להשתמש בהגדרה לא-ברורה נוספת למונח "נייר-ערך". כך, בחודש מרס 2006 נכנס לתוקפו חוק התובענות הייצוגיות,³⁶ אשר מהווה קודיפיקציה כללית בנושא תובענות ייצוגיות. בענייננו, על-פי החוק החדש, תובע ייצוגי רשאי לבקש אישור תובענה ייצוגית אם קיימת בידו עילה הנובעת מזיקה לנייר-ערך או ליחידה.³⁷

בנוגע לניירות-ערך אלה, חוק תובענות ייצוגיות קובע כי נייר-ערך הוא "כהגדרתו בחוק החברות וכן ניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק ניירות ערך". ניתן להתנבא כבר עכשיו כי הגדרה זו תיצור קשיים עתידיים ביישומה. ראשית, ההפניה לחוק החברות קשה כשלעצמה, שכן חוק החברות מאמץ הגדרה לא-ברורה לחלוטין וללא גבולות למונח "נייר-ערך" בסעיף 1 לחוק.³⁸ הקושי השני מקורו בהפניה לסעיף 52 לחוק ניירות-ערך. כזכור,

מקנה סמכות לשר האוצר - בהתייעצות עם רשות ניירות-ערך ובאישור ועדת הכספים של הכנסת - להרחיב מעבר להגדרה, אך עד כה טרם נוצלה סמכות זו.

35 גם לגבי הגדרת "נכסים פיננסיים" החוק מקנה סמכות לשר האוצר - בהתייעצות עם רשות ניירות-ערך ובאישור ועדת הכספים של הכנסת - להרחיב מעבר להגדרה (ראו שם), אך גם סמכות זו טרם נוצלה עד כה.

36 חוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006, ס"ח 264.

37 "כמשמעותה בחוק השקעות משותפות בנאמנות" (ראו ס' 5 לתוספת השנייה לחוק תובענות ייצוגיות), כלומר, יחידה מקרן של השקעות משותפות בנאמנות.

38 "נייר-ערך" לפי ס' 1 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, מוגדר כ"לרבות מניה, איגרת חוב, או זכויות לרכוש, להמיר או למכור כל אחת מאלה, והכול בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז". ראוי גם לציין כי לפני חקיקת חוק התובענות הייצוגיות, נכלל ההסדר בנוגע לתביעות ייצוגיות הנובעות מזיקה לנייר-ערך בחוק החברות. בשל ההגדרה הלא-ברורה של

סעיף 52 לחוק ניירות-ערך קובע כי "נייר-ערך" הינו מונח בלתי-מוגדר לחלוטין, "לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות". עם כל הכבוד למאמץ הקודיפיקטיבי בנושא תובענות ייצוגיות, נראה אפוא כי ההגדרה שנבחרה מסכמת את הבעייתיות הטמונה במגוון ההגדרות השונות הפזורות בדברי החקיקה, ובחוסר האחידות של צורת הטיפול בהן. דומה כי המחוקק נכנע ולמעשה ויתר על הגדרת "נייר-ערך", תוך שהוא משאיר את הזירה לפסיקה. כאשר רצה המחוקק ליצור הסדרים רגולטוריים ביחס למכשירי השקעה מתוחכמים, הוא עשה זאת בפירוט רב, כפי שניתן לראות בהגדרה של "מוצר מובנה" או "אופציה" בחוק הסדרת הייעוץ. שימוש בצירוף "לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 [לחוק ניירות-ערך]" במסגרת חקיקה כה חדשה הינו למעשה צעד אחורה במלאכת הפרשנות. לדוגמה, הוא אינו מבהיר כלל אם הנכסים הפיננסיים המתוחכמים אמורים להיתפס ברשת של "לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1". קושי זה רק מיתוסף על שאלת התחולה של האיסורים העונשיים הקבועים בחוק ניירות-ערך על מכשירים פיננסיים אלה – שאלה שכבר הזכרנו ואשר ננתח בהמשך.

כעת, משגמרנו להלין על אי-הבהירות שנגרמת מריבוי ההגדרות של "נייר-ערך" בחוק ניירות-ערך ובחוקים אחרים, הגיעה השעה לפנות אל הליבה של הגדרת "נייר-ערך" במסגרת ההסדר המרכזי של סעיף 1 לחוק ניירות-ערך.

2. פסק-דין מונדרגון והגדרת "נייר-ערך" בסעיף 1 לחוק ניירות-ערך

בהודמנות נדירה במשפט הישראלי נידונה לאחרונה הגדרת "נייר-ערך" במסגרת פסק-דין מונדרגון.³⁹ בעניין מונדרגון נידונה פעילות שהגה היוזם סטפן מנדל. מנדל קיבל השראה מכפר שיתופי שהוקם בצפון ספרד בשנת 1956, ואשר עם השנים צמח עד שנהפך לאיגוד של מאה ושבעים קואופרטיבים המפוזרים בעולם ועוסקים בתחומים מגוונים. לפי חומר

³⁹ "נייר-ערך" בחוק החברות, יצר הסדר זה בעיות לא-פשוטות לבתי-המשפט. לתיאור מפורט ראו את הדיון בעניין אופמת להלן בטקסט הסמוך לה"ש 125.

למעשה, מדובר בשלושה הליכים נפרדים שעניינם נסב סביב הגדרת המונח "נייר-ערך": הליך אורחי-מנהלי בבית-המשפט המחוזי בבקשה לצו מניעה; הליך פלילי נגד היוזם בבית-משפט השלום; וערעור על ההרשעה בהליך הפלילי בבית-המשפט המחוזי, אשר פסק-הדין בו ניתן לאחר שתמה כתיבת רשימה זו. מירב הדיון בטקסט ייסב אפוא על ההכרעה בבית-המשפט המחוזי בהליך המקורי בבקשתה של רשות ניירות-ערך להוצאת צו מניעה. ההליך הראשון היה אפוא ת"א (מחוזי ת"א) 2969/00 יו"ר הרשות לניירות ערך נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ, דינים מחוזי לג(4) 6 (2002). עם תום ההליך בבית-המשפט המחוזי בשאלת צו המניעה נגד פעולת מונדרגון נפתח הליך פלילי נגד היוזם בבית-משפט השלום. ראו עניין פסיפיק, לעיל ה"ש 12. לבסוף, ולאחר שתמה כתיבת רשימה זו, התקבל פסק-הדין בערעור, ואנו נתייחס לערעור בקצרה בהמשך. ראו ע"פ (מחוזי ת"א) 70267/05 עמוס נ' פרקליטות מחוז ת"א – מיסוי וכלכלה, דינים מחוזי לז(1) 360 (2006).

הרקע שפורסם באתר האינטרנט של מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ (להלן: מונדרגון), חברי הקואופרטיב הספרדי קיבלו דיבידנד מצטבר של 1.5 מיליארד דולר מיום הקמת האגודה הספרדית ועד תחילת המילניום.⁴⁰ עוד צוין בחומר הרקע כי הרעיון שמאחורי אגודת מונדרגון ספרד שבה את ליבו של מנדל, אשר הביאו לישראל יחד עם תוכניות מוגדרות ומארג של חוזים וזכויות בנוגע למקרקעין במדינת ונואטו, המצויה בדרום האוקיינוס השקט, באזור שבין אוסטרליה לניו-זילנד.

נוסף על פרסום חומר הרקע, השתמשה מונדרגון באתר האינטרנט שלה לצורך גיוס חברים חדשים. רשות ניירות-ערך סברה כי הפרסומים באתר האינטרנט, וכן מצגות שנעשו על-ידי מונדרגון או מי מטעמה, מהווים הפרה של סעיף 15 לחוק ניירות-ערך, האוסר הצעת ניירות-ערך לציבור ללא תסקיף שהרשות התירה את פרסומו, והפרה זו מהווה עברה על-פי סעיף 53(א)(1) לחוק ניירות-ערך.⁴¹ הקטע שפורסם באתר האינטרנט של מונדרגון, ואשר הוליד לנקיטת ההליכים על-ידי רשות ניירות-ערך, מתייחס להצטרפות חברים חדשים לאגודת מונדרגון. לפי הפרסום, תנאי ההרשמה ל-250 המצטרפים הפוטנציאליים הראשונים לאחר אותו פרסום הוא השקעה של \$2,500. תמורת השקעה זו הובטחה לכל מצטרף חדש חבילת הזכויות הבאה:⁴²

- א. חברות במונדרגון וזכות הצבעה למוסדות האגודה ובאספה הכללית;
- ב. שלושה דונם אדמה פרטית שתירשם על שם המצטרף החדש ואשר תהיה באזור המגורים באי;
- ג. שלוש מניות בחברת E.D.C.I בע"מ – חברה-בת וזרוע ההשקעות והפיתוח של מונדרגון.

בעקבות פנייה של רשות ניירות-ערך, ולאחר שורה של התכתבויות בין הצדדים, ניאותה מונדרגון לשנות את נוסח הקטע הרלוונטי באתר האינטרנט שלה. במסגרת שינוי זה בוטלה הצעת המניות של החברה-הבת, ובמקומה הוצעו יחידות שותפות ברכוש האגודה ובעסקיה, לרבות בעסקיה של החברה-הבת.⁴³ אף על-פי-כן סברה עדיין רשות ניירות-ערך

40 עניין מונדרגון, שם, פס' 5.

41 ההליך האזרחי בעניין מונדרגון הוחל על בסיס ס' 756 לחוק ניירות-ערך, המקנה סמכות לבית-המשפט ליתן צו שיאסור ביצועם או המשך ביצועם של מעשים אשר לדעת יושב-ראש רשות ניירות-ערך מהווים עברה על חוק ניירות-ערך. הנתבעים בהליך האזרחי הורשעו לאחר-מכן בהליך פלילי בבית-משפט השלום. ראו עניין פסיפיק, לעיל ה"ש 12. כפי שצינו בה"ש 39 לעיל, לאחרונה ניתן פסק-דין המאשר את ההרשעה בהליך הפלילי ודוחה את הערעור שהוגש.

42 עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 7.

43 זו לשונו של הנוסח המתוקן, שם, פס' 8:

"חברות באגודה שיתופית 'מונדרגון' כוללת:
הזכות לבחור ולהיבחר למוסדות האגודה.

3 דונם לאחר פרצלציה באי אספריטו סנטו אשר יירשמו על שם החבר ויהיו באזורי מגורים (האגודה מתחייבת שהשטח המוקצה לחברים לא יהיה חקלאי, או כזה שאינו ניתן לבנייה). שותפות יחסית (השווה למספר הדונמים שבידי החבר) ברכוש האגודה ובעסקיה ובתאגיד

כי אין בשינוי הנוסח משום שינוי מהותי בהצעה, ועל-כן אין בו כדי להוות הפסקה של ההפרה-לכאורה של הוראות סעיף 15 לחוק ניירות-ערך. פניות נוספות של רשות ניירות-ערך לא הניבו תוצאות, ומכאן החלו ההליכים שהובילו לפסק-דין מונדרגון במסגרת הליך מנהלי למתן צו מניעה נגד פעולות המנוגדות להוראות חוק ניירות-ערך.⁴⁴ לאחר שנפרשה התשתית העובדתית, התפנתה השופטת חיות לבחון אם מעשיה של מונדרגון מהווים הפרה של סעיף 15 לחוק ניירות-ערך, המחייב פרסום תשקיף לפני הצעה לציבור. "הצעה לציבור" מוגדרת בסעיף 1 לחוק ניירות-ערך. מצירוף ההגדרות האמורות אנו למדים כי לצורך הטלת אחריות מכוה סעיף 15 לחוק ניירות-ערך קיימת חשיבות עליונה לפרשנות הראויה של המונח "נייר-ערך".⁴⁵ ההגדרה המלאה של המונח "ניירות-ערך" הינה מעורפלת ומעוררת תמיהות לא-מעטות, במיוחד על רקע המשמעויות הנכבדות של הגדרת פעילות מסוימת ככוללת הנפקה של נייר-ערך, כפי שהיה בעניין מונדרגון. נקל לראות גם כי ההגדרה רחבה יתר על המידה, שלא לומר חובקת-כל, שכן תאגידיים מוציאים מתחת ידיהם מסמכים רבים המקנים זכות תביעה ודרישה מהם מבלי שאיש חושד כי מדובר בניירות-ערך שהנפקתם לציבור מחייבת תשקיף.⁴⁶

לפני שננסה להתמודד עם ההגדרה הבעייתית, ובמקביל להציע פרשנות ראויה להגדרה לעיל כך שיימנעו תוצאות אבסורדיות מעין אלה שעליהן הצביע כבר פרופ' גרוס, נחזור לאגודת מונדרגון, אשר טענה כי חבילת הזכויות שהיא מציעה אינה מהווה נייר-ערך. ראשית, טענה האגודה, האפיונים הייחודיים הכרוכים בחברות באגודה שיתופית – כגון תנאי קבלה, הליכי קבלה וכפיפות לדין משמעתי – מבדילים לשיטתה את חבילת הזכויות המוצעות מהשקעה בנייר-ערך הנתפס בגדרי ההגדרה שבחוק. שנית, לנוכח אי-סחירותן

עסקי הנשלט ע"י האגודה ואשר מהווה את הזרוע העסקית של האגודה. כלומר בעת ההצטרפות מקבל כל חבר 3 דונם שמצורפים אליהם אוטומטית 3 יחידות שותפות.

הסבר! יחידת שותפות = יחידה אחת – מתוך 125,000 יחידות שעל פיהן יחולק כל רכוש האגודה.

היחידה מקנה שותפות יחסית בעסקי האגודה וברווחיה. הערה! אין להפריד בין החברות באגודה ויחידות השותפות. לא ניתן למכור או לסחור בהן בנפרד."

44 שם, פס" 9; ס' 756 לחוק ניירות-ערך (ראו ס' 49 לחוק ניירות-ערך (תיקון מס' 9), התשמ"ח-1988, ס"ח 188).

45 יש להעיר כבר עכשיו כי הפרשנות הקיימת לשני היסודות האחרים לצורך הטלת אחריות מכוה ס' 15 לחוק ניירות-ערך – קרי, יסוד ה"הצעה" ויסוד ה"ציבור" – אינה נקייה אף היא מספקות. ראו ת"פ (מחוזי ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון, פ"מ לו(1) 329 (1976); ת"פ (מחוזי ת"א) 3141/90 מדינת ישראל נ' קלאב הוטלס אינטרנשיונל (א.ק.ה.) בע"מ, דינים שלום יז 308 (1993); עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 17-21. עם זאת, דיון ביסודות אלה חורג מנושא רשימתנו.

46 ראו דעתו של גרוס, אשר כינה את התוצאות שהגדרה מובילה אליהן "אבסורד". גרוס, לעיל ה"ש 19, בעמ' 52-53.

של המניות בחברה-הבת של מונדרגון - שהינן כאמור חלק מחבילת הזכויות שמוצעות לכל חבר חדש ואשר מוחזקות בנאמנות על-ידי מונדרגון בעבור חבריה - הן אינן צריכות לחסות תחת ההגדרה הבעייתית בחוק ניירות-ערך.⁴⁷

בטרם נפנה לניתוחו של בית-המשפט המחוזי, אשר הכריז על מכלול הזכויות המוצע כנייר-ערך, מוטב להבהיר את התוכנית הכלכלית של מונדרגון הישראלית. להבדיל מאגודת מונדרגון הספרדית, אשר חבריה נאספו בכפר אחד ועמלו על פיתוחה בעצמם, ספק רב אם רבים מבין המשקיעים הישראלים באגודה אכן תכננו לעזוב את בתיהם ולנדוד לאי ונואטו שבאוקיינוס השקט. כמו-כן, מכיוון שכל משקיע רוכש רק שלושה דונם של אדמה בחלק לא-מפותח של אותו אי מרוחק, ברור גם ששום משקיע אינו מתכנן לפתח שם פעילות כלכלית ביוזמה עצמאית.⁴⁸ למעשה, התבנית העובדתית מעידה כי המשקיעים מצפים לרווח כלכלי כתוצאה מפיתוח השטח המשותף לכל המשקיעים על-ידי היוזמים, מבלי שלמשקיעים תהיה מעורבות פעילה בכך. דברים אלה עולים גם מדבריו של היוזם מנדל.⁴⁹

לשיטתנו, תבנית השקעה משתמעת זו של השקעה סבילה ביוזמה כלכלית המנוהלת על-ידי אחר - די בה על-מנת להגדיר את הפעילות הכלכלית המשווקת כנייר-ערך, ואחת היא אם היא עטופה בלבוש של מניה של תאגיד המאוגד כחברה, בזכויות חברות באגודה שיתופית או אפילו בבעלות גרידא בשטח אדמה בצירוף הסכמי פיתוח עם צד שלישי.

מכל מקום, בית-המשפט המחוזי בעניין מונדרגון בחר בדרך אחרת, ונצמד לניתוח פורמלי הנשען על מילות החוק, בדרך שהתווה בעבר בית-המשפט העליון, כפי שנראה להלן, במקרה היחיד הידוע לנו שבו נדרש בית-המשפט העליון לפרש את המונח "נייר-ערך".⁵⁰ יתר על כן, בית-המשפט המחוזי נמנע מלהקיש ממסקנות הפסיקה האמריקאית הענפה הקובעת אימתי יוענקו ההגנות מכוח חוקי ניירות-ערך האמריקאיים. כפי שהעיר בית-המשפט, בצדק לכאורה, "...ההגדרה למושג 'ניירות ערך', הכלולה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, הינה הגדרה ישראלית, מקורית ואין היא דומה כלל להגדרה האמריקאית של המונח Security".⁵¹ לפיכך, אליבא דבית-המשפט, ככל שנדרשים לבחון את השאלה אם הצעת השקעה של מונדרגון מתייחסת ל"ניירות-ערך", "...יש להזקק להגדרה הכלולה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, ואין 'לייבא' בהקשר זה הלכות אמריקאיות, העוסקות בחקיקה אמריקאית ספציפית, שהגדרותיה שונות".⁵²

47 עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 13.

48 במסמך עקרונות-היסוד של מונדרגון צוינו כמה הבחנות חשובות בין האגודה הישראלית לבין המודל של מונדרגון בספרד. "...בספרד חובה על החברים לעבוד בקואופרטיב והדיבידנדים הנובעים מאחזקותיהם, ניתנים למימוש רק עם פרישה, ואילו חברי האגודה הישראלית יכולים להתזיק שיעורי בעלות בלתי שווים... וכן הם רשאים לבחור שלא לעבוד במסגרת האגודה ולממש את הדיבידנדים השנתיים שלהם הנובעים מאחזקותיהם." ראו שם, פס' 6.

49 שם, פס' 12.

50 ראו הדיון בעניין טבע להלן בטקסט הסמוך לה"ש 56.

51 עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 14. ראו: Securities Act of 1933, 15 U.S.C.S. §77b(a)(1); Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C.S. §78c(a)(10) (1934).

52 עניין מונדרגון, שם. ניתן לחלוק על נחרצות מסקנתה של השופטת חיות גם לנוכח פסיקה

לשיטתנו, אין לקבל עמדה זו, על-אף השוני בין ההגדרות של החוק הישראלי ושל עמיתו האמריקאי, וזאת מהסיבה הפשוטה שהפסיקה האמריקאית, כפי שנראה בהמשך, בחרה להרחיק אל מעבר להגדרה הפורמלית של המחוקק ולהתחקות בפרשנות אחר מטרות החקיקה.⁵³ בבסיסם, לדיני ניירות-הערך של ארצות-הברית וישראל יש מטרה מרכזית אחת, והיא להגן על משקיעים בהשקעות שאין להם כוונה לנהל בעצמם, וזאת מתוך הנחה שעקרון הגילוי יקדם השקעה מושכלת. מאחר שהפסיקה האמריקאית פירשה את ההגדרה של "נייר-ערך" בשים לב למטרה זו, וללא תלות הדוקה בלשון החוק, אם לנקוט לשון המעטה, היה אפשר להיעזר במלאכה הרבה שכבר נעשתה שם לאורכם של מאות רבות של פסקי-דין.⁵⁴ בית-המשפט בישראל, לעומת זאת, העדיף להתעלם מהידע הרב שנצבר מעבר לאוקיינוס.

כך, תוך התמקדות בלשון החוק הישראלי, פנה בית-המשפט בעניין מונדרגון לבחון אם חבילת הזכויות המפורטות בפרסומים השונים של מונדרגון אכן עונה על ההגדרה של "ניירות-ערך" בחוק ניירות-ערך. בית-המשפט מחלק את המונח לחלקים השונים של ההגדרה כדלקמן:

תעודות המונפקות בסדרות – בהקשר זה בית-המשפט מסתמך⁵⁵ על פסק-הדין המנחה, ולמעשה היחיד, של בית-המשפט העליון בעניין טבע, שבו קבע השופט שמגר, במידה רבה של צדק, כי "אין להגביל את המילה 'תעודה' למסמך פורמלי כתעודת מניה. מסמך, קרי

קודמות של בית-המשפט. בעבר קבע בית-המשפט העליון, בהקשר של פרשנות מונח-ייסוד בדיני ניירות-ערך, כי "לשם השוואה ניתן לפנות גם לדיני ניירות הערך הפדראליים של ארצות-הברית, אשר ההלכה הפסוקה לגביהם היא מפותחת וענפה". ראו ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד (מו"2) 818, פס' 7 (1992). לגבי עיון והקשה של עקרונות-ייסוד בדיני תאגידיים מדיני תאגידיים של מדינות אחרות, ראו ד"נ 29/84 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(4) 510, 505 (1984).

53 בניגוד להסתייגותו של בית-המשפט המחוזי מעיון בדין האמריקאי במסגרת ההליך האזרחי, בערעור על ההליך הפלילי דווקא התייחס בית-המשפט המחוזי לדין האמריקאי, ואף ניתח את השיקולים המהותיים שמאחורי הגדרת "נייר-ערך" לאור המבחנים האמריקאיים. ראו עניין עמוס, לעיל ה"ש 39, פס' 45-51. בשני המקרים מדובר כמובן באותה הגדרה של "נייר-ערך" שהיה על בית-המשפט לבחון, וההבדלים בין שני סוגי הניתוח בולטים לעין. מכל מקום, גם הדיון בדין האמריקאי שהתנהל במסגרת הערעור על ההליך הפלילי אינו ממצה, ולמעשה מצדיק במידה רבה את פרישת היריעה כולה ברשימה זו, כך שיהיה אפשר להשתמש בה בעתיד. כך, למשל, בפס' 51 לפסק-הדין בעניין עמוס, חוזר בית-המשפט על טעות של פסיקה ישראלית מוקדמת המזהה את המבחן האמריקאי לנייר-ערך עם מבחן האווי (ראו להלן בטקסט הסמוך ה"ש 68 ואילך).

54 במאמר אמפירי שהתפרסם בשנת 2000 נמצא כי בתי-המשפט בארצות-הברית נדרשו להתייחס למונח "ניירות-ערך" לא פחות מ-792 פעמים, ויותר מ-300 מאמרים משפטיים נכתבו בנוגע להתפרשות הראויה של דיני ניירות-הערך. ראו: Theresa A. Gabaldon, A *Sense of Security: An Empirical Study*, 25 J. CORP. L. 307 (2000).

55 עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 15.

נוסח כתוב, אף הוא בגדר ההגדרה.⁵⁶ באותו עניין בחר השופט שמגר להגדיר את המילה "סדרה" כדלקמן:

"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...".⁵⁷

בית-המשפט בעניין מונדרגון מאמץ הגדרות אלה, וקובע כי הן התקיימו לגבי ההצעה של מונדרגון.

נייר-ערך יכול שיהיה מונפק על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר, ומקנה זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם – בית-המשפט מציין כי גם חלק זה של הגדרת "נייר-ערך" התקיים בעניין מונדרגון, וזאת בין שהחבילה המוצעת מהווה תעודה המונפקת על-ידי אגודה שיתופית, שהיא מונדרגון, ובצידה זכויות נלוות בשטח אדמה ושלוש מניות בחברה-הבת, ובין שחבילת הזכויות המוצעת מקנה בעיקרו של דבר ובראש ובראשונה את מניותיה של החברה-הבת. לעניין זה השופטת חיות מדגישה כי תנאי קבלה והליכי קבלה הנוגעים בחברות באגודות שיתופיות, וכן מאפיינים נוספים הנוגעים בזכויות באגודה שיתופית, כגון הגבלת הסחירות בזכויות וחובת האגודה השיתופית לפדותן, שאותם ציינה מונדרגון כהוכחה לכך שאין מדובר בנייר-ערך, נקבעו רובם ככולם כתנאים סטטוטוריים בפקודת האגודות השיתופיות ובתקנות שהותקנו מכוחה. אולם בשל הקביעה המפורשת בחוק ניירות-ערך כי תעודות בסדרה שמנפיק תאגיד מסוג אגודה שיתופית בעניין זכות חברות או השתתפות באגודה מהוות נייר-ערך, טענתה של מונדרגון אינה יכולה להתקבל.⁵⁸

אנו תומכים בתוצאת ההליך בעניין מונדרגון, אולם מבקשים לעבות את הפרשנות של הגדרת "נייר-ערך" שבחוק ניירות-ערך במימד מהותי.⁵⁹ הפרשנות הנוקשה שיצאה מתחת ידי בית-המשפט הינה רחבה מדי, מצד אחד, ועלולה לתפוס ברשתה מקרים אשר ברור כי חוק ניירות-ערך אינו אמור לתפוס ברשתו. מן הצד האחר, הפרשנות צרה מדי ונטולת מימד מהותי, כך שהיא עלולה לאפשר ליזמים להשכיל לעצב את חבילת הזכויות המוצעות לציבור בצורה שתבטיח כי הן לא ייתפסו בתנאים הפורמליים של ההגדרה אף שמבחינה

56 רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ, פ"ד מז(5) 476, 481 (1993). כמו-כן, לדעתנו אין צורך להתמקד בדרישת הכתב דווקא. לעניין זה אין חשיבות מעשית מרובה מפני שקשה להעלות על הדעת השקעה סבילה שאינה מערבת כתב כלשהו שאפשר להגדיר אותה כהצעה.

57 שם, בעמ' 481-482.

58 עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 16. מעניין שכתמיכה לעמדתם בנקודה זו, הביאו באי-כוחה של מונדרגון את עניין פורמן, להלן ה"ש 71, פס' 14.

59 בערעור על ההליך הפלילי צעד בית-המשפט המחוזי צעד חשוב בכיוון זה בניחות העצמאי שלו להגדרת "נייר-ערך". ראו עניין עמוס, לעיל ה"ש 39, פס' 45-51. בשל פרסום פסק-הדין בסמוך למועד סיום כתיבת רשימה זו, לא ערכנו ניתוח מקיף שלו.

מהותית מדובר בהצעה לציבור שחוק ניירות-ערך אמור לחול עליה. תחת ההגדרה הקיימת, בית-המשפט אינו יכול לספק תשובה טובה לשאלות רבות, דוגמת זו שהעלו הסנגורים בעניין פסיפיק באשר לפעילותן של אגודות שיתופיות אחרות בארץ, כמתואר בעניין פסיפיק בבית-משפט השלום כדלקמן:

"...בארץ קיימים מאות קיבוצים ומושבים אשר מפרסמים מודעות בעיתונים, מזמינים מועמדים להצטרפות לפגישות למצגות. אין חולק, כי אף קיבוץ או מושב לא פרסם תשקיף, לא פנה בבקשה לקבלת אישור תשקיף, ולא הועמד לדין על פעילותו... [אולם] העובדה שקיימים עוד גופים, שעניינם ראוי להבדק ולהחקר – אין בה כדי להשליך, בשלב הזה, על המקרה שלנו."⁶⁰

ובכן, ההצעה שלנו לפרשנות של הגדרת "נייר-ערך" פותרת במחייב את הקושי שהועלתה, ומדגימה את החשיבות של הפן המהותי של ההגדרה. הצעה לחברות בקיבוץ או במושב אינה הצעה לרכישת נייר-ערך גם אם נראה את ההצעה כחלק ממיזם כלכלי גרידא. הסיבה לכך היא שהחברים הנכנסים אמורים ליטול חלק פעיל במיזם, בעוד דיני ניירות-ערך עוסקים בהשקעות סבילות של ציבור המשקיעים.⁶¹ כזכור, ריחוקם של המשקיעים הסבילים מהפעילות הכלכלית שבה הם משקיעים, בצירוף החשיבות העצומה הגלומה מבחינת המשק בטיפוח השקעות סבילות, הם שהצדיקו מלכתחילה את יצירתם של דיני ניירות-הערך. הדברים מקבלים משנה תוקף כאשר ברור כי ההצעה אינה נושאת אופי של השקעה כלכלית, אלא מהווה הצעה צרכנית או הצעה לעניין תרבות מגורים ואיכות חיים.

פרק ב: הדין האמריקאי – לקחים נבחרים

1. על "נייר-ערך" ו"חוזה השקעה"

חקיקה פדרלית מקיפה המטילה דרישות רגולטוריות בנוגע להנפקת ניירות-ערך ולמסחר

60 עניין פסיפיק, לעיל ה"ש 12, בעמ' 14.

61 נראה כי דעה זו אומצה על-ידי בית-המשפט המחוזי בירושלים, בקובעו, באמרת-אגב, כי פנייה לציבור לשם קבלת חברים חדשים לאגודה שיתופית צרכנית אינה מחייבת פרסום תשקיף. ראו עמ"נ (מחוזי י"ם) 113/03 דותן נ' קן אופ הריבוע הכחול אגודה שיתופית לשירותים בע"מ, דינים מחוזי לה (5) 263, פס' 73 (2005). עם זאת, בית-המשפט אינו מדגיש מספיק כי חברות באגודה שיתופית עשויה להיות לעיתים, לפי העניין, חלק מתוכנית עסקית להשקעה פיננסית סבילה של החברים, וככזאת מן הראוי להסדיר את התפרשותם של דיני ניירות-ערך על המקרה, לרבות הצורך לפרסם תשקיף.

בהם יצאה לדרך לפני יותר משישים שנה. ההגדרה האמריקאית למונח "נייר-ערך" בחוק משנת 1933 (העוסק בשוק הראשוני) ובחוק משנת 1934 (העוסק בין היתר בשוק המשני) הינה רחבה מאוד, מסורבלת, לא-בהירה, מפנה לעצמה ומיושנת.⁶² כפי שהעירה בצדק השופטת חיות בפסק-דין מונדרגון, נוסחה שונה מההגדרה המקבילה בחוק ניירות-ערך שלנו.⁶³ לפיכך, הדין האמריקאי החקוק אינו מהווה מקור השראה ראוי לפרשנות ראויה של הדין בישראל או אסמכתה לגיבוש דין רצוי.

עם זאת, לבתי-המשפט האמריקאיים יש ניסיון רב בהתמודדות עם יזמים החומדים את חסכוניותו של הציבור הרחב, ואין להתעלם מניסיון זה. ככלות הכל, שוק ההון האמריקאי מעפיל בהיקפו ובגיוולותו על כל שוקי ההון האחרים.⁶⁴ פסק-הדין המנחה בקשר להתמודדות זו הוא פסק-דין האווי,⁶⁵ אשר העלה על נס את הביטוי "חוזה השקעה" (investment contract), המהווה את אחת החלופות בהגדרת "נייר-ערך". בית-המשפט העליון הפדרלי קבע את הפרשנות הראויה למונח "חוזה השקעה" בדרך יצירתית ומתוך מודעות לתכלית החקיקה. השיקול שעמד לנגד עיניו של בית-המשפט היה, מחד גיסא, הרצון למנוע יזמים מליצור תבניות השקעה סבילות דמויות-מניות, אשר יתירו להם לחמוק מדיני ניירות-הערך; ומאידך גיסא, הרצון להבהיר שלא כל הסכם עסקי בין שני צדדים הנכנס לכאורה לגדר הפרשנות המילולית למונח "חוזה השקעה" אכן מוביל לתחולתם של דיני ניירות-הערך. במקרה שנידון דובר בחברת האווי, אשר החזיקה בבעלותה נכסי מקרקעין ענפים במדינת פלורידה, שרובם שימשו פרדסי תפוזים. חברת האווי עיבדה חלק מהמקרקעין בכוחות עצמה, אך פנתה גם לציבור הרחב בהצעה לרכוש חלקים קטנים מהפרדס. לרוכש

62 ראו את ההגדרה המלאה של המונח בחוק משנת 1933, לעיל ה"ש 51.

63 עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 14.

64 נכון ליום 31.12.2005 היו רשומות למסחר בבורסת ה-NASDAQ כ-3,200 חברות בעלות שווי שוק מצרפי של כ-3.8 טריליון דולר. מספרים אדירים אלה מחווירים לעומת הנתונים לגבי בורסת ניו-יורק (NYSE: New York Stock Exchange → NYX), אשר נכון ליום 31.12.2005 היו רשומות בה למסחר כ-2,600 חברות בעלות שווי שוק מצרפי של כ-22 טריליון דולר. במהלך ינואר ופברואר 2006 נרשמו בבורסת ניו-יורק בכל יום ממוצע עסקות בשווי של כ-69 מיליארד דולר. כל הנתונים על-אודות ה-NASDAQ ובורסת ניו-יורק לקוחים מתוך הדוחות השנתיים לשנת 2005 שהוגשו לרשות האמריקאית לניירות-ערך - דוחות ה-K-10 - שפורסמו במרס 2006. לשם השוואה, ערך השוק המצרפי של 568 החברות הרשומות למסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב (המספר אינו כולל חברות שהנפיקו אגרות-חוב להמרה או תעודות-סל בלבד) הסתכם בסוף שנת 2005 בכ-508 מיליארד ש"ח, ושווי השוק של חברה דואלית אחת היווה יותר מרבע מסכום זה. נתונים אלה לקוחים מתוך 'י צוק' ערך השוק של החברות הבורסאיות בשנת 2005, אשר פורסם באתר הבורסה לניירות ערך בתל-אביב - www.tase.co.il. מנתונים שפרסמה הבורסה בתל-אביב, מחזור המסחר המצרפי (אשר כולל מניות והמירים, אגרות-חוב ומלוות קצרות-מועד) הסתכם בשנת 2005 בכ-740 מיליארד ש"ח, ומחזור העסקות במניות ובהמירים היווה כשליש מהמחזור המצרפי.

65 SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) (לעיל ולהלן: עניין האווי).

חלק מהפרדס ניתנה האפשרות להתקשר עם חברה-אחות של חברת האווי בחוזה שירות, אשר במסגרתו יוסכם כי החברה-האחות תטפל בכל העניינים הקשורים לנטיעה, לקטיפה ובסופו של דבר למכירה של פירות חלקו בפרדס.⁶⁶ לרוכש הפוטנציאלי הוצע לרכוש חלק מהפרדס בתמורה למחיר אחיד בעבור יחידת שטח. לאחר התשלום העבירה חברת האווי את הבעלות בחלקה למשקיע. הרוב המכריע מבין ארבעים ושניים הרוכשים קנו חלקות קטנות בפרדס, כאשר בין החלקות השונות של המשקיעים לא הפרידה גדר. את סממני הבעלות של המשקיעים לא היה אפשר למצוא בפרדס עצמו, אלא רק בספרי החברה.

כמו-כן, במסגרת חוזה השירות האופציונלי, אשר נקבע בו לרוב כי הוא חל לתקופה של עשר שנים, ניתנה לחברה-האחות של האווי "שליטה מלאה" (full and complete possession) בנוגע לנטיעה, לקטיפה ולשיווק של פירות הפרדס. לבעלים החדשים של החלקה לא ניתנה זכות לשווק בעצמו את תוצרת החלקה ללא הסכמת החברה-האחות. לרוכשי החלקות לא הייתה זיקה ישירה לתוצרי החלקה שלהם דווקא, אלא לחלק היחסי מרווחי המכירות של כלל הפירות. לרוב הרוכשים לא היה דבר וחצי דבר עם נטיעה ושיווק של פירות-הדר. רובם ככולם רכשו את חלקם בפרדס מתוך ציפייה לרווחים. מובן גם שאילו הנפיקה חברת האווי את מניותיה למשקיעים, הייתה מתקבלת תוצאה דומה להפליא לסכמה העסקית שיושמה בפועל, אלא שבמקרה זה לא היה ספק בנוגע לתחלתם של דיני ניירות-הערך, שכן המונח "מניה" מופיע מפורשות בהגדרת "נייר-הערך" בדין האמריקאי.

לפני שהגיע העניין לבית-המשפט העליון הפדרלי, קבעו שתי ערכאות פדרליות נמוכות יותר כי המסכת העובדתית מתארת רכישה פשוטה של מקרקעין בצירוף חוזה ניהול על-ידי הבעלים הקודמים של המקרקעין. בית-המשפט העליון הפדרלי הפך את ההחלטה, וקבע כי חוזה הרכישה וחוזה השירות מהווים יחדיו "חוזה השקעה", כמשמעות המונח בהגדרת "נייר-ערך" בחוק משנת 1933. מכיוון שלא קוימו הליכי הרישום הנדרשים אצל רשות ניירות-הערך האמריקאית ולא הוצע תשקיף בזמן הפנייה לציבור הרחב באמצעות שירותי הדואר הפדרלי, עברה חברת האווי על הוראות החוק משנת 1933.⁶⁷ בית-המשפט העליון הפדרלי מטיף אפוא לפרשנות רחבה וגמישה של המונח "נייר-ערך", וקורא את המושג "חוזה השקעה" – המהווה חלק מההגדרה של "נייר-ערך" בחוק – כחוזה, עסקה או תוכנית שאדם משקיע בהם את כספו בהשקעה משותפת מתוך ציפייה לזכות ברווחים הנובעים באופן בלעדי מפעולתם של יזמי ההשקעה או של צדדים שלישיים, ואין זה מעלה או מוריד אם זכויותיו של המשקיע ביוזמה המשותפת מעוגנות בתעודות פורמליות או בזכות קניינית כלשהי בנכסי המיזם.⁶⁸

66 למשקיע ניתנה אפשרות לא להתקשר עם החברה-האחות, אך בפועל 85% מרוכשי החלקות התקשרו גם בחוזה השירות. ראו שם, בעמ' 295.

67 ראו: Securities Act of 1933, 15 U.S.C.S. §77e (1933); Securities Act of 1933, 15 U.S.C.S. §771 (1933), הקובעים כי התוצאה במישור האזרחי של מכירת ניירות-ערך לפני רישום כדין אצל רשות ניירות-הערך האמריקאית היא ביטול הרכישה, בדומה לתוצאה המנויה בס' 35 לחוק ניירות-ערך במקרה של הטעיה בניירות-ערך, אם הוכח כי הרכישה נעשתה בהסתמך על פרט מטעה שהיה בתשקיף.

68 עניין האווי, לעיל ה"ש 65, בעמ' 299.

באמצעות מבחן גמיש זה (להלן: מבחן האווי) – אשר נהוג לחלקו לשלושה מרכיבים: ציפייה לרווחים; מהשקעה משותפת; כתוצאה ממאמצים של הזום או של צד שלישי – הגיע בית-המשפט למסקנה כי במקרה של האווי אין מדובר בחוזה רכישה תמים אשר צמוד אליו חוזה שירות לשם נטיעה ושיווק של פירות-הדר, אלא בחוזה השקעה המהווה נייר-ערך, המחייב רישום בהתאם להוראות החוק משנת 1933. כל יסודות ההגדרה מתקיימים במקרה האווי: רוכשי החלקות השקיעו מכספם ב"קופת השקעה משותפת" המנוהלת על-ידי הזומים, מתוך ציפייה לרווחים עתידיים מפעולתם של הזומים. מסקנה זו אינה תלויה במינוח שנבחר לעטוף את היוזמה העסקית, בהעברת הזכויות במקרקעין לרוכש או במתן האפשרות התיאורטית לא להתקשר עם חברה קשורה בחוזה שירות.

2. היחס בין מבחן האווי לבין ההגדרה הכללית של "נייר-ערך" בדין האמריקאי ונסיון היישום בפסיקה הישראלית

עם השנים נהפכה ההגדרה שנקבעה בפסק-דין האווי למבחן המכריע שבת-המשפט הפדרליים השתמשו בו לשם הכרעה אם חוקי ניירות-הערך הפדרליים יחולו על סכמה עסקית כלשהי.⁶⁹ על-אף האטרקטיביות של השימוש במבחן זה כמבחן הבלעדי להגדרת "נייר-ערך", קיים בו פגם משמעותי, והוא הפגיעה בוודאות. צד הנכנס כמשקיע ליוזמה כלכלית מסוימת יתקשה פעמים רבות לנחש אם בית-המשפט יגדיר בדיעבד את סכמת ההשקעה שבה היה מעורב כהשקעה בנייר-ערך, ולפיכך לא יוכל להסתמך בוודאות על ההגנות המוענקות מכוח חוקי ניירות-הערך. הפגיעה בוודאות משמעותית כמובן גם בצד של הזומים ומתכנני העסקות. יתר על כן, קיימים כמה מכשירי השקעה המנויים מפורשות בהגדרת "נייר-ערך" בדין האמריקאי, דוגמת מניות, אשר הציבור רואה בהם נייר-ערך במשמעות היומיומית של המילה. לנוכח זאת דומה כי ביחס למכשירי השקעה אלה אין זה מן הראוי לבחון בכל פעם מחדש אם מדובר בנייר-ערך או לא לפי הגדרת "חוזה ההשקעה" הבוחנת את סיטואציית ההשקעה הספציפית (להוציא סיטואציות חריגות שבהן משמשים במונח "מניה" לצורך חריג ומיוחד).⁷⁰ לאחר התחבטויות לא-מעטות בשאלה, אימץ הדין

69 בתי-משפט מדינתיים אחדים אימצו את מבחן "סיכון ההון" כמבחן חלופי למבחן האווי. ראו, למשל: Silver Hills Country Club v. Sobieski, 361 P.2d 906, 908-909 (1961).

70 "רשות ניירות ערך קבעה כי מניות קאנטרי קלאב אינן מהוות ניירות ערך – בכפוף למספר תנאים" חדשות ופרסומים – אתר רשות ניירות ערך 8.7.2003 www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=MAIN&ID=8,175,839. במקרה זה דנה מליאת הרשות בשאלה אם קנטרי-קלאב שהחליט להתאגד כחברה ולהציע לחבריו מניות המקנות זכויות מסוימות (כגון זכות קדימה לרכוש מינוי בתנאים מועדפים) מנפיק למעשה ניירות-ערך כמשמען בחוק ניירות-ערך, ומחויב לפיכך בפרסום תשקיף. חשוב לציין כי עבירותן של המניות הוגבלה, לא היה אפשר להחזיק ביותר ממניה אחת, והמניות לא הקנו לבעליהן זכות השתתפות ברווחים או זכות השתתפות ביתרת נכסי החברה בעת פירוק מעבר לסכום ההשקעה המקורי. בנסיבות העניין החליטה מליאת הרשות כי בשים לב למטרה העיקרית של מכירת המניות, ספק אם יש ציפייה

האמריקאי את ההשקפה הזו, המסרבת לבחון בכל פעם מחדש אם השקעה במכשירי השקעה מקובלים, דוגמת מניות, אכן מהווה השקעה בנייר-ערך.

את הבלבול ששרר בדין האמריקאי במשך שנים רבות יש לייחס להחלטת בית-המשפט העליון הפדרלי בפסק-דין פורמן.⁷¹ אי-בהירות זו חדרה גם למשפט הישראלי, ומכאן החשיבות בפירוט עניין זה. עובדות פסק-דין פורמן מציירות נסיבות שהן תמונת-ראי של אלה שבעניין האווי. בעניין האווי, כזכור, נמכרו חווי השקעה דמוי-מניות בעטיפה של מכירת מקרקעין, ואילו בעניין פורמן, כפי שנראה, נמכרו זכויות בדירות בעטיפה של מניות. בעניין פורמן, תאגיד לתועלת הציבור בשם United Housing Foundation הקים מיזם מגורים רחבי-ידיים בשם "קו-אופ סיטי" בניו-יורק. על-מנת לזכות בתמריצים כספיים שונים שהציעה מדינת ניו-יורק, עוצב התאגיד על-ידי מקימיו כך שיפעל ללא מטרת רווח, וכך שהשכרת הדירות במיזם תאושר רק לתושבים העומדים באמות-המידה שקבעה המדינה. התאגיד האמור הקים אגודה שיתופית בשם ריברביי (Riverbay), אשר רכשה את המקרקעין שעליהם ייבנה קו-אופ סיטי. חברה-אחות של ריברביי תפקדה כיום, כמשווק וכקבלן ראשי של המיזם.

ריברביי בחרה דרך ייחודית להתקשר עם רוכשי יחידות-דיור במיזם: דייר פוטנציאלי נדרש לרכוש 18 מניות של ריברביי, במחיר \$25 ליחידה, על-מנת להיות זכאי לחדר באחד מדירות המיזם. כך, "רכישה"⁷² של דירה בת 4 חדרים תיעשה על-ידי רכישת 72 מניות של ריברביי במחיר כולל של \$1,800. ייעודן היחיד של מניות אלה היה לאפשר לרוכשן להיות דייר בקו-אופ סיטי. לפיכך עוצבו מניות אלה בצורה ייחודית: נאסר על בעל המניות להעביר את מניותיו לאחר או לשעבדן, ובמקרה של מות הדייר יכלו המניות לעבור אך ורק לבן-הזוג. מבחינת זכויות הצבעה, לכל "דירה" ניתן קול אחד באספה הכללית, מבלי להביא בחשבון את כמות המניות שבעלי הדירה מחזיקים. דייר שהיה מעוניין לעזוב את קו-אופ סיטי היה חייב להציע לריברביי לרכוש בחזרה את מניותיו במחיר שבו הן נקנו מלכתחילה. נקבע כי במקרה שריברביי לא תרצה לרכוש בחזרה את מניותיה, יהיה הדייר רשאי למכור את המניות במחיר הרכישה המקורי שלו אך ורק למי שעומד בתנאי הזכאות המקוריים. לאחר סיום התכנון המקדמי של המיזם, דאגה ריברביי להפיץ עלון מידע שנועד לעניין דיירים בקו-אופ סיטי. עלון המידע תיאר בקווים כלליים את יתרונות הדיור השיתופי בכלל ואת יתרונות קו-אופ סיטי בפרט. כמו-כן פורטה העלות המשוערת של המיזם, וצוין כי רק

לרווחים מצד רוכשי המניות, וביסודו של דבר המניות דומות למנויים המסדירים את השימוש במתקני הקנטרי-קלב. בכפוף לאיסור מכירת המניות מיד ליד, החליטה הרשות לפטור את המועדון מהצורך לפרסם תשקיף. אנו תומכים בהחלט בתוצאה הסופית שאליה הגיעה הרשות, אך סבורים עם זאת כי מוטב שהדבר ייעשה באמצעות רפורמה חקיקתית, כפי שיוסבר להלן, או על-ידי תיקון הכשלים בפסיקה הישראלית ביחס להגדרה הראויה של "נייר-ערך".

71 United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975) (לעיל ולהלן: עניין פורמן). ראוי לציין כי אגודת מונדרגון הסתמכה על קביעת בית-המשפט בעניין פורמן בנסיגה לטעון כי היא לא עברה על ס' 15 לחוק ניירות-ערך.

72 לבעלי המניות לא ניתנה זכות קניינית כלשהי בדירות המיזם. בעלות במניות הקנתה רק את הזכות להיות דייר בדירה. ראו שם, בעמ' 842.

חלק קטן מהעלות תכוסה על-ידי מכירת המניות של ריברביי. כן צוין בעלון המידע כי עם סיום הבנייה ואכלוס המיזם, ימומנו הוצאות התפעול והחזר ההלוואה החודשי על-ידי דמי שכירות חודשיים של הדיירים. הודגש בעלון כי דמי השכירות נתונים לשינוי ויהיו תלויים בגודל הדירה, אך בכל-זאת הוערכו דמי השכירות הצפויים בקצת יותר מ-\$92 לדירה בת ארבעה חדרים.

בפועל לא עמדו התוכניות המקדמיות של בניית קו-אופ סיטי במבחן המציאות. ריברביי נאלצה להגדיל ב-125 מיליון דולר את היקף ההלוואות שנטלה על עצמה, ובעקבות זאת גם עדכנה כלפי מעלה את דמי השכירות שהיא תכננה לגבות מדיירי המיזם. בתגובה הגישו 57 דיירים תביעה – הן תביעה ייצוגית בשם כל 15,372 רוכשי הדירות והן בצורה של תביעה נגזרת בשם ריברביי. טענתם המרכזית הייתה שעלון המידע הציג מצג שלפיו התאגיד, בין במישרין ובין באמצעות תאגידים קשורים, יישא בכל העלויות הנוספות מעבר לסכומים שצוינו בעלון המידע. הדיירים המשיכו וטענו כי התאגיד נמנע מלגלות עובדות מהותיות בעלון המידע, ובכך הפר את ההוראות האוסרות ביצוע תרמית בקשר לניירות-ערך המנויים בחוקים משנת 1933 ומשנת 1934.

בית-המשפט העליון הפדרלי מציין בפתח דבריו כי בהגדירו את המונח "נייר-ערך", לא התכוון המחוקק לקבוע הגדרה סגורה למונח, אלא לקבוע אמות-מידה כלליות למקרים שבהם יוענקו הגנות מכוח חוקי ניירות-הערך הפדרליים.⁷³ בית-המשפט העליון דוחה את הטענה כי עצם העובדה שהצדדים ביצעו את העסקה באמצעות מכירת מניות די בה להוביל לתחולתם של דיני ניירות-הערך הפדרליים. בית-המשפט מזכיר את העיקרון המנחה שלפיו יש להתעלם מהלבוש המשפטי הפורמלי שבחרו הצדדים, ותחת זאת להתמקד במהות הכלכלית של העסקה. התכלית המרכזית של החוקים משנת 1933 ומשנת 1934 הייתה להפסיק את השימוש לרעה שנעשה בשוקי ההון, אשר בזמן שהוא פעלו ללא רגולציה פדרלית כלשהי. לשם כך הרחיק המחוקק האמריקאי את מרכז-הכובד מהמעטפת החיצונית של העסקה הנבדקת, וקירב אותה אל עבר המהות הכלכלית שלה.

לנוכח גישה זו דחה בית-המשפט את העמדה שלפיה מכשיר השקעה ששמו מופיע בצורה מפורשת בסעיף ההגדרות של החוקים משנת 1933 ומשנת 1934 כ"נייר-ערך" הינו לאמיתו של דבר ובכל מקרה נייר-ערך. כך, אף אם מדובר במניה, תיערך בחינה מהותית אם ראוי להעניק במקרה הנדון הגנה מכוח דיני ניירות-הערך האמריקאיים. מכיוון שבית-המשפט בעניין האווי כבר אמר את דברו ביחס לדרך הבחינה המהותית, יש להשתמש לכאורה במבחנים שנקבעו בעניין האווי ביחס לחוזה השקעה כמבחנים לסיווג ניירות-ערך בכל מקרה ועניין. ובלשון בית-המשפט העליון האמריקאי:

73 הערכאה הפדרלית הראשונה סילקה את התביעה על הסף מכיוון שמצאה כי מניות ריברביי אינן נכנסות לגדר ההגדרה של "ניירות-ערך" בחוק משנת 1933, חרף שמן המפורש. *Forman v. Community Services, Inc.*, 366 F. Supp. 1117 (S.D.N.Y. 1973). החלטה זו נהפכה על-ידי בית-המשפט הפדרלי לערעורים של המחוז השני *Forman v. Community Services, Inc.*, 500 F.2d 1246 (2d Cir. 1974). בשל חשיבות הסוגיה הסכים בית-המשפט העליון הפדרלי לדון בעניין.

"[W]e perceive no distinction, for present purposes, between an 'investment contract' and an 'instrument commonly known as a 'security'". In either case, the basic test... is 'whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others'."

עם זאת, אין להתעלם לחלוטין מהשם שנקבע לעסקה הספציפית. ייתכנו מקרים שבהם השימוש בכותרת "מניות" או "אגרות-חוב" למושא העסקה ייצרו אצל הרוכש ציפייה סבירה כי חוקי ניירות-הערך הפדרליים יחולו.⁷⁴ אולם בנסיבות פסק-דין פורמן לא הצליחו התובעים לשכנע את בית-המשפט כי הם רכשו את המניות תוך ציפייה סבירה שחוקי ניירות-הערך הפדרליים ימשלו בעסקה, חרף השימוש בתואר "מניות". די בהיגיון בריא להסיק שרוכשי זכות שימוש אישי בדיוור מסובסד אינם סבורים כי העסקה שאליה נכנסו היא עסקה החוסה בצילם של דיני ניירות-הערך, חרף השימוש במונח "מניות". "מניות" אלה אינן נהנות אף מאחת התכונות שנהוג לייחס להשקעה מקובלת במניות: למרות שמן המפורש, הן אינן מקנות זכות יחסית לרווחי התאגיד, הן אינן עבירות, אי-אפשר לשעבדן, וזכות ההצבעה בתאגיד אינה מותנית בכמות המניות המוחזקות. כמו-כן, בשל החובה הקיימת למכור את המניות בחזרה לריברביי במחיר מוסכם מראש, ערך המניות אינו צפוי לעלות עם השנים. עיצוב התכונות הצמודות למניות מראה כי המניע העיקרי של הרוכשים היה להשיג דיוור מסובסד מטעם המדינה, ולא רכישה לשם השקעה. לנוכח זאת יש להתעלם מהעובדה שהעסקה גובשה כעסקה של מכירת מניות, ולבחון את השאלה אם מדובר בעסקה הנופלת לגדר דיני ניירות-הערך מבעד למשקפיים של המבחנים המהותיים של פסק-דין האווי.

לסיכום, אף שאין ספק כי דיירי קו-אופ סיטי רכשו מניות בתאגיד, תכונותיהן המיוחדות של מניות אלה – העדר זכות לדיבידנד, זכות הצבעה שאינה תלויה בכמות המניות המוחזקות, העדר אפשרות למכור את המניות ברווח, ובעיקר רכישה למטרת צריכה אישית של נכס-הבסיס שהמניה מגלמת – מובילות למסקנה, בעקבות יישום מבחן האווי, כי חוקי ניירות-הערך לא נחקקו מתוך כוונה להעניק הגנה לרוכשים במקרה זה.

אף שתוצאת הליך זה יאה לעובדות המיוחדות – דהיינו, שימוש בשם של מכשיר השקעה הידוע כמניה בנסיבות חריגות ומיוחדות שאינן נושאות למעשה אופי של השקעה – יצרה הלכת פורמן תזוית מסוימת במערכת. במרוצת השנים הסתמכו ערכאות נמוכות יותר על הגישה התכליתית של פסק-דין פורמן לצורך מתן מענה לשאלה אימתי לא יחולו החוקים הפדרליים על עסקות של מכירה ורכישה של מניות הנהנות מתכונות "מסורתיות" של מניות. כך, חלק מהמחוזות בארצות-הברית פיתחו את דוקטרינת "מכירת העסקים" (sale of business). לפי דוקטרינה זו, חוקי ניירות-הערך האמריקאיים לא יחולו כאשר מדובר במכירה של מירב המניות בחברות פרטיות (closely held corporations), משום שלמעשה מדובר במכירה של עסק (להשקעה פעילה) במעטפת של מכירת מניות. אף

74 עניין פורמן, לעיל ה"ש 71, בעמ' 850. בעניין זה ראו: Teague v. Bakker, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 90, 182 (4th Cir. 1998).

שמכירת רוב מניותיה של חברה פרטית מרמזות על השקעה פעילה, ולא על השקעה סבילה (אשר היא זו המצויה בליבה של תכלית החקיקה בניירות-ערך), יש טעם לפגם בהלכה זו. המחשבה כי בכל מקרה ומקרה שבו משתמשים במניות יצטרך בית-המשפט להכריע בדיעבד, על רקע הנסיבות הספציפיות, אם מדובר בהשקעה בניירות-ערך המעוררת חששות של ממש בנוגע ליסוד הוודאות הנדרשת לעסקות כלכליות.⁷⁵

(א) פסק-דין לנדרת⁷⁶ – תיקון הסתירה הפרשנית של בית-המשפט

עניין זה נסב סביב השאלה אם מכירה של כל מניות החברה כפופה להוראות חוקי ניירות-הערך האמריקאיים. משפחת לנדרת הייתה הבעלים של כל ההון המונפק והנפרע של חברה אשר הפעילה מנסרה. המשפחה הציעה את מניותיה בחברה למכירה דרך מתוכים שונים, אולם לרוע מזלם, בטרם הצליחו למצוא רוכש, נפגעה המנסרה של החברה בצורה מהותית משרפה. חרף השרפה והנוק שנגרם למנסרה, הוצעו עדיין מניות המשפחה למכירה. רוכשים פוטנציאליים עודכנו לגבי קרות השרפה, אך נאמר להם כי הנוק קטן ויתוקן במהרה. במסגרת זו קיבל מר סמואל דניס בדואר מכתב המציע לו לרכוש את מניותיה של חברת לנדרת, ולבסוף אכן רכש אותן יחד עם שותף. לא היה כל ספק כי לא דובר ברכישה לשם השקעה סבילה, אלא ברכישה המנסרה לשם הפעלתה, ומשום כך אין מדובר בהסכם השקעה כמשמעות המונח בפסק-דין האווי.

עם סיום העסקה התברר כי תפוקת המנסרה לא הגשימה את ציפיות הרוכשים, וכי עלויות הבנייה מחדש עברו את ההערכות הקודמות. בסופו של דבר מכר דניס את מניותיו בהפסד גדול, והגיש תביעה נגד בעלי המניות המקוריים של המנסרה, בטענה כי הם הציעו את מניותיהם לציבור אף שלא מולאו הוראות הרישום מכוח החוק משנת 1933, תוך הצגת מצג-שווא האסורה על-פי הוראות החוק משנת 1934. שתי הערכאות הפדרליות הנמוכות דחו את טענותיו של דניס על הסף. בהתאם לדוקטרינת "מכירת העסקים", חרף העובדה שהחוקים הפדרליים מציינים במפורש כי "מניה" נכללת בהגדרה של "נייר-ערך", נקבע כי חוקי ניירות-הערך אינם חלים על מכירת מלוא ההון של חברות פרטיות. זאת, בהתבסס על קביעות קודמות של בית-המשפט העליון הפדרלי בפסק-דין האווי ובפסק-דין פורמן, שמהן ניתן לכאורה להסיק כי "מניה" אינה מהווה "נייר-ערך" לצורך החלת החוקים כל עוד הרכישה לא נעשתה מתוך ציפייה להשיג רווח הנובע מפעולתם של אחרים. מכיוון שהשליטה המעשית במקרה דנן הועברה לידיהם של הרוכשים, קבע בית-המשפט דלמטה כי מדובר בעסקה בעלת אופי מסחרי גרידא, וכי במקרים כאלה חוקי ניירות-הערך אינם חלים.

75 לביקורת נוספת על דוקטרינת "מכירת העסק" בשל קשיים ביישומה ראו: Barbara Black, *Is Stock a Security? A Criticism of the Sale of Business Doctrine in Securities Fraud Litigation*, 16 U.C. DAVIS L. REV. 325 (1983); Stephen J. Easley, *Recent Developments in the Sale-of-Business Doctrine: Toward a Transactional Context-Based Analysis for Federal Securities Jurisdiction*, 39 BUS. LAW 929 (1984).

76 Landreth Timber Co. v. Landreth, 471 U.S. 681 (1985) (להלן: עניין לנדרת).

אולם בית-המשפט העליון הפדרלי סטה מדרך זו, וחזר להתמקד בלשון החוק.⁷⁷ כפי שכבר צוין על-ידי בית-המשפט בעבר, ההגדרה החוקית הקיימת למונח "נייר-ערך" רחבה ביותר.⁷⁸ ההגדרה כוללת בתוכה מכשירי השקעה שקל לזהותם, כגון מניה, וכן רשימת מכשירים בעלי תוכן לא-ברור, אשר הוגדרו על-ידי מונחי-שסתום כגון "חווה השקעה" או "מכשיר הידוע באופן כללי כנייר-ערך".⁷⁹ בעניין פורמן כבר נקבע אומנם כי עצם הכתרת מכשיר השקעה כלשהו בתווית של "מניה" אינה כשלעצמה ערובה להחלת החוקים הפדרליים, אולם יש להגביל הלכה זו ל"מניות" ייחודיות, אשר עוצבו כך שהן חסרות את רוב התכונות המסורתיות שאנחנו נוטים לייחס למניות. לעומת זאת, כאשר הסדר כלשהו נעשה באמצעות מכירה ורכישה של "מניות", כך שהמניות המועברות נהנות מחלק נכבד מהתכונות שמייחסים באופן טבעי למניות – כגון הזכות לקבל דיבידנד מרווחי החברה באופן יחסי לאחוזי הבעלות בהון החברה, סחירות, הזכות להיות משועבד או ממושכן, זכות הצבעה יחסית בהתאם לכמות המניות המוחזקות והאפשרות ליהנות מעלית השוויון⁸⁰ – לרוכש של אותה מניה קמה ציפייה מוצדקת כי חוקי ניירות-הערך הפדרליים יחולו על העסקה.

כך, בניגוד לעובדות שבבסיס פסק-דין פורמן, בעניין לנדרת אין חולק כי המניות שעברו ידיים נהנות מהתכונות אשר באופן מסורתי מיוחסות למניות רגילות. הכללת התיבה "מניה" בתוך ההגדרה החוקית של "נייר-ערך" מובילה למסקנה כי חוקי ניירות-הערך הפדרליים אמורים לחול בעניין זה, ומסקנה זו עולה בקנה אחד עם מטרת המחוקק להעניק תרופה של גילוי מלא לאלה המשקיעים במכשירים המוכרים בעולם המסחרי כ"ניירות-ערך".⁸¹ בית-המשפט העליון מכיר בעובדה שהמחוקק לא התכוון בדיני ניירות-הערך לייצר תרופה חוקית כללית לכל מעשי הרמייה (או לדרוש גילוי מיוחד ביחס לכל סוגי העסקות), אולם אין לקבל פרשנות צרה אשר תותיר את המניות מושא עסקת לנדרת מחוץ לתחום ההגנה של חוקי ניירות-הערך הפדרליים.

בית-המשפט העליון הפדרלי מתייחס לטענת המשיבים שלפיה המסקנה המתבקשת מפסק-דין פורמן היא כי יש להתעלם מהתווית שניתנה ל"מניה", ובמקביל להתחקות אחר המהות הכלכלית האמיתית של מכשיר ההשקעה שבמחלוקת על-מנת לקבוע אם יש צורך ביישום של חוקי ניירות-הערך הפדרליים. בכנות יוצאת-דופן, בית-המשפט העליון הפדרלי מודה כי חסרה בהירות מסוימת בפסיקותיו השונות ביחס לקביעה אימתית

77 Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 756 (1975); International Brotherhood of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen & Helpers of America v. Daniel, 439 U.S. 551, 558 (1979) (להלן: עניין טימסטרס).

78 Marine Bank v. Weaver, 455 U.S. 551, 555–556 (1982).

79 SEC v. C.M. Joiner Leasing Corp., 320 U.S. 344, 351 (1943) (להלן: עניין סי.מ. ג'וינר).

80 עניין פורמן, לעיל ה"ש 71, בעמ' 851. בית-המשפט העליון מדגיש כי רשימת התכונות אינה ממצה, וכי יכולים להיות סוגים שונים של מניות עם תכונות אחרות אשר יזכו עדיין בתחולת החוקים הפדרליים. שם, בעמ' 847.

81 ראו את הציטוט מדברי בית-הנבחרים בעניין האווי, לעיל ה"ש 65, בעמ' 299.

יש לראות מכשיר השקעה כלשהו כ"נייר-ערך". בהקשר זה הוכרעו החלטות אחדות על-סמך המהות הכלכלית של העסקה שבמחלוקת, מעבר לצורה החיצונית שהצדדים השונים השכילו לעצב.⁸²

פסק-דין האווי הבהיר והמשיך את המגמה הרואה מכשירי השקעה לא-שגרתיים כ"ניירות-ערך" אם נסיבות המקרה מכתבות זאת. בעניין פורמן המשיכה דעת הרוב ובחנה את הרכישה מבעד לפריזמה של מבחן האווי, והגיעה למסקנה כי אין מדובר ב"חווה השקעה", מכיוון שהרוכשים לא נפרדו מכספם מתוך מטרה לקצור תשואה על ערך הנכס כתוצאה ממעשי היוזמים, אלא לשם רכישת נכס לצורכי שימוש עצמי. אשר על-כן, בעניין לנדרת בית-המשפט מבקש להבהיר את משמעות פסיקותיו הקודמות. על-פי קביעתו, בעוד שמכשירי השקעה סבילים שאינם נזכרים מפורשות בלשון החוק ייבחנו במבחן המהותי של חווה ההשקעה על-פי הפרשנות של פסק-דין האווי, מכשירי השקעה הנזכרים מפורשות בלשון החוק, ובראש ובראשונה מניות, ייחשבו ברגיל כניירות-ערך, מבלי שיצטרכו לעבור במסגרת של המבחן המהותי. יש לראות את פסק-דין פורמן כקובע כי חוקי ניירות-הערך הפדרליים לא יחולו בנסיבות המקרה משום שהוכח כי המניות שבמחלוקת אינן למעשה מניות בהתאם למשמעות הרגילה של המונח. בית-המשפט העליון מדגיש כי מבחן האווי, אשר נועד להתחקות אחר המהות הכלכלית של מכשיר ההשקעה, נוצר במקור על-מנת לוודא באילו מקרים מדובר ב"חווה השקעה", שהינו אחד הצירופים החלופיים בהגדרה של "נייר-ערך". מבחן האווי מעולם לא התיימר להיות אבן-בוחן כללית לכל המכשירים השונים המנויים במפורש כ"ניירות-ערך", שהרי יישום של מבחן האווי ביחס לכל אחד מהם ייתר את רוב ההגדרה שקבע המחוקק. במהלך פרשני זה החזיר בית-המשפט את הוודאות בנוגע לתחולתם של דיני ניירות-הערך לגבי רוב סוגי ההשקעות במשק.⁸³ תוצאת ההליך הבהירה אפוא כי לא יהיה אפשר עוד לטעון שמבחן חווה ההשקעה של פסק-דין האווי הוא המבחן הבלעדי לקיום נייר-ערך בדין האמריקאי.⁸⁴ בית-המשפט העליון בעניין לנדרת העדיף לא לקבוע מפורשות אם מכשירים נוספים

82 ראו, למשל, עניין סי.מ. ג'וינר, לעיל ה"ש 79.

83 בית-המשפט העליון משתמש בהנמקה שונה מהצורך להגן על הוודאות. בית-המשפט טוען כי חוקי ניירות-הערך הפדרליים נועדו להגן לא רק על משקיעים סבילים בניירות-ערך, אלא גם על יזמים שונים אשר רכשו שליטה בתאגיד פלזני. ראו עניין לנדרת, לעיל ה"ש 76, בעמ' 692. אנו חולקים על הנמקה זו, משום שלשיטתנו הוראות אלה מגינות באופן עקיף על המשקיעים הסבילים בניירות-הערך של חברות שמתרחשות בהן העברות שליטה. אין הן באות להגן על אלה הנוטלים בידם את השליטה. נקל גם לראות את הפגם בהנמקה זו לנוכח העובדה שניסוח העסקה בעניין לנדרת כעסקה למכירת העסק (להבדיל מעסקה למכירת מניותיו) הייתה פותרת אותה מתחולתם של דיני ניירות-הערך. היה מוטב, אם כן, להתמקד בנימוק של קידום הוודאות ושימור ההבנה המקובלת בציבור של המושג "נייר-ערך".

84 למען שלמות התמונה, לפי דעת המיעוט של השופט סטיבנס, חוקי ניירות-הערך הפדרליים יחולו רק כאשר מדובר בניירות-ערך הנסחרים בשוק ציבורי או בהגנה על משקיע אשר מפאת עמדת מיקוח נחותה אינו יכול להבטיח את זכויותיו החוזיות ולדרוש גילוי מלא לפני ביצוע העסקה. ראו פסק-דין לנדרת, לעיל ה"ש 76, בעמ' 697 ואילך.

המנויים בהגדרה של "ניירות-ערך" אכן יהיו תמיד "ניירות-ערך", בהתבסס על שמם ועל תכונותיהם המקובלות בלבד. עם זאת, קיימים שיקולים אחדים התומכים במסקנה כי יש להבחין בעניין זה בין "מניות" לבין מקצת המכשירים האחרים המנויים במפורש בהגדרת החוק. מכשירים אשר נושאים את התווית "מניות" ונהנים מהתכונות המסורתיות של מניות משקפים את ההבנה המקובלת הבסיסית ביותר של המונח "נייר-ערך". ראשית, הן מבחינת ההדיוט והן מבחינת בעל הניסיון בתחום, מניות מסורתיות מהוות דוגמה פרדיגמטית של נייר-ערך. על-כן, למבצעים עסקות במניות מסורתיות קמה ציפייה מבוססת כי עסקות אלה יזכו בהגנה של חוקי ניירות-הערך. שנית, בניגוד למכשירי השקעה אחרים, ניתן לזהות בקלות את התכונות הבסיסיות של המניה הודות לעקביותן. לכן גישה פורמליסטית ביחס לתיוג מניות נראית מתאימה יותר מאשר גישה דומה לצורך זיהוי מכשירי השקעה אחרים הכלולים בהגדרה של "ניירות-ערך", דוגמת איגרת-חוב או שטר, שבהם עוד נדון בהמשך. לעומת זאת, הגישה הפורמליסטית לתיוג מניות מתאימה גם לתיוג אופציות וחוזים עתידיים על מניות או על מדדים של מניות. כפי שנראה בהמשך, מכשירי השקעה נגזרים אלה אינם מקיימים את מבחן "חווה ההשקעה" של פסק-דין האווי, אך נזכרים מפורשות בהגדרת "נייר-ערך" בארצות-הברית, ובניגוד לאמור בעניין רוזן⁸⁵ (אשר נצמד למבחני פסק-דין האווי בלבד), אין ספק שהם מהווים נייר-ערך על-פי הדין האמריקאי, וזאת על-אף העובדה שחלק מהם כפופים לרגולציה כלשהי של גופי פיקוח אחרים.

3. יסוד ההשקעה המשותפת (common enterprise): שיתוף "אופקי" מול שיתוף "אנכי" בדין האמריקאי

במסגרת מבחן האווי, ונוסף על הדרישה כי ידובר בהשקעה המנוהלת על-ידי אחרים, נדרש גם כי ידובר בהשקעה משותפת (common enterprise). עניין זה הוביל להתחבטויות רבות ולליטיגציה נרחבת בארצות-הברית. מורכבות הדיון וחילוקי-הדעות בו הינם בין הגורמים שהניעו אותנו לסבור כי אין זה ראוי להכביד על הדין הישראלי בכפיית מבחן פרשני דומה בישראל בדרך של פרשנות או תחיקה. דרישת ההשקעה המשותפת, כאחד המרכיבים של הגדרת "חווה השקעה", היא הדרישה כי בהשקעה תיטול חלק קבוצה של משקיעים שיש ביניהם יחסי-גומלין מסוימים. באשר למהות אותם יחסי-גומלין המצדיקים את הגדרת ההשקעה כהשקעה משותפת קיימת מחלוקת פרשנית עזה בין המחוזות השונים בארצות-הברית. כל המחוזות תמימי-דעים כי השקעה משותפת מתקיימת כאשר בין המשקיעים השונים קיים יחס של "שיתוף אופקי" (horizontal communalism), קרי, קשרי-גומלין שבהם המשקיעים מתחלקים בהוצאות הפעילות העסקית, ולאחר-מכן כל רווחי המיזם מתחלקים למשקיעים לפי נוסחה המתחשבת באחוז השקעתו של כל משקיע מתוך ההשקעה המצרפית.⁸⁶ גורל כספו של כל משקיע בהסדר מעין זה תלוי אם כן בהצלחת המיזם כמכלול,

85 ת"א (מחוזי ת"א) 395/93 רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ, דינים מחוזי כו(5) 338 (1995).

86 Hart v. Pulte Homes of Michigan Corp., 735 F.2d 1001, 1004 (6th Cir. 1984); Salcer

ללא הפרדה בין משקיעים. המחלוקת בין המחוזות השונים נוגעת בקשרי-גומלין אחרים בין המשקיעים, שזכו בכינוי "שיתוף אנכי" (vertical communalty), אשר רק חלק מן המחוזות מכירים בהם כיוצרים השקעה משותפת.⁸⁷ בשיתוף אנכי בין המשקיעים, להבדיל משיתוף אופקי, אין בהכרח קשר ישיר בין תשואתו של משקיע אלמוני לבין תשואתו של משקיע פלוני. רווחי המיזם בכללותו אינם מתחלקים באופן יחסי בין כלל המשקיעים במיזם לפי חלקם בו, ומכאן שקשרי-הגומלין בין המשקיעים השונים רופפים יותר.

הרעיון בשיתוף אנכי הוא שכל משקיע נהנה מהרווחיות של חלקו הנפרד במיזם שמתנהל בעבורו, אך כולם נשענים על אופרציה משותפת שיצר היזם, אשר בלעדיה לא הייתה למיזם זכות קיום כלכלית. לעניין זה הבחינה הפסיקה בארצות-הברית בין שני סוגים של שיתוף אנכי: שיתוף אנכי במובן הרחב (broad vertical commonality) ושיתוף אנכי מצומצם (strict vertical commonality). על-מנת לקבוע כי מדובר בשיתוף אנכי במובן הרחב, די להראות כי תשואת המשקיעים כולם קשורה בקשר ישיר למאמצי היזם הפועל לטובת המיזם המשותף.⁸⁸ לעומת זאת, על-מנת לקבוע כי מדובר בשיתוף אנכי מצומצם, יש להראות כי תשואת המשקיעים קשורה לרווחי היזם מהמיזם.⁸⁹ במילים אחרות, אם היזם זוכה בשכר קבוע, אשר אינו מותנה בהצלחת ההשקעה, עסקינן בשיתוף אנכי במובן הרחב. לעומת זאת, שיתוף אנכי מצומצם יתקיים כאשר היזם ישתתף יחד עם שאר המשקיעים בתשואה שתנבע מהצלחת ההשקעה (אף אם ההכנסה של כל משקיע תלויה בתגובת החלק הספציפי שלו במיזם).⁹⁰

יש לשים לב כי פרשנות מרחיבה של הצירוף "השקעה משותפת", לרבות זו הכוללת גם שיתוף אנכי לסוגיו השונים, עשויה למזג שני תת-מבחינים של מבחן האווי – אם קיימת השקעה משותפת ואם רווחי המשקיעים נובעים ממעשי היומים – לכלל שאלה אחת, וזאת משום שכל צירוף של אנשים לשם השקעה יענה על מבחן ההשקעה המשותפת.⁹¹ אולם לשיטתנו, אין כל רע במיזוג מעין זה, ואנו מאמצים אותו בהמלצות שלנו לגבי הדין הישראלי, עד כדי ביטול מבחן ההשקעה המשותפת. אנו סבורים כי די במבחן של "השקעה

v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 682 F.2d 459, 460 (3d Cir. 1982); Milnarik v. M-S Commodities, Inc., 457 F.2d 274, 276 (7th Cir. 1972); accord, 409 U.S. 887 (1972).

SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc., 474 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973); Glenn W. Turner Enterprises, Inc. v. SEC, 414 U.S. 821 (1973); Villeneuve v. Advanced Business Concepts Corp., 698 F.2d 1121, 1124 (11th Cir. 1983); Villeneuve v. Advanced Business Concepts Corp., 730 F.2d 1403 (11th Cir. 1984)

.Long v. Shultz Cattle Co., Inc., 881 F.2d 129, 140–141 (5th Cir. 1989) 88

.Brodv. Bache & Co., Inc., 595 F.2d 459, 461 (9th Cir. 1978) 89

Revak v. SEC Realty Corp., 18 F.3d 81, 87 (2d Cir. 1994) (להלן: עניין ריבק). 90

SEC v. Continental Commodities Corp., 497 F.2d 516, 522 (5th Cir. 1974); Savino v. E.F. Hutton & Co., Inc., 507 F. Supp. 1225, 1237–1238 (S.D.N.Y. 1981) (in dicta, broad vertical commonality is inconsistent with Howey); Berman v. Bache, Halsey, Stuart, Shields, Inc., 467 F. Supp. 311, 319 (S.D. Ohio 1979) 91

סבילה בעסקו של אחר", ואין צורך בסרבול המאפיין את הפסיקה האמריקאית בתחום. אנו מציעים אפוא ששיקולים הקשורים לתת-מבחן ההשקעה המשותפת ייכנסו בעקיפין ובאופן חלקי להגדרת המונח "הנפקה לציבור", שכן מבחינה מהותית אין הצדקה לאפיון של צורת השקעה כנייר-ערך על רקע כמות המשקיעים בה או היחסים שביניהם.

את הנפקות הקריטיות של שאלת ההשקעה המשותפת בארצות-הברית ניתן להדגים על סוגיית חשבונות הנאמנות המנוהלים על-ידי יועצי השקעות וברוקרים. לעיתים קרובות בעל החשבון מעניק ייפוי-כוח ושיקול-דעת לברוקר או ליועץ להשקיע את הכספים שהפקיד בחשבון מתוך מטרה להשיא את ערך נכסיו. אם נאמן את גישת השיתוף האנכי במובן הרחב, ניתן לראות בהסדר השקעה משותפת (ומכאן גם חוזה השקעה ונייר-ערך), היות שגישה זו מחייבת תלות בין תשואת המשקיעים לבין מהלכי היזם, ללא קשר לעובדה שהיזם אינו נושא בסיכון הכספי שהינו מנת-חלקם של המשקיעים. לעומת זאת, הגישה המצומצמת לשיתוף אנכי לא תכיר בעמלה הקבועה שהברוקר זכאי לה כסיבה להסיק קיומה של השקעה משותפת. באופן דומה, מכיוון שמדובר בחשבון אישי של כל משקיע, גם הגישה הדוגלת בשיתוף אופקי לא תראה את קשרי-הגומלין שנקשרו עם הברוקר כהשקעה משותפת, ומכאן שחשבון ההשקעה אינו חוזה השקעה ואינו נופל להגדרת "נייר-ערך".⁹² לשיטתנו, כפי שנמליץ בפרק העוסק בכך, יש סיבות טובות להחריג תיקי השקעות מהגדרת "נייר-ערך", בפרט משום שהתחום כפוף לרגולציה חליפית ומשום שפערי המידע האינהרנטיים בסוגיה זו מטרידים פחות מאשר בהקשרים אחרים. אולם אנו סבורים כי אין להחריג תיקי השקעה מהגדרת "נייר-ערך" באופן מלאכותי, דרך יסוד "ההשקעה המשותפת". בהקשר זה נחתום את הפרק העוסק במשפט האמריקאי בבירור הסוגיה של רגולציה חליפית כעילה להחרגת מכשיר פיננסי מהגדרת "נייר-ערך".

4. רגולציה חלופית כשיקול להחרגה מהגדרת "נייר-ערך"

בבחינה אם מכשיר פיננסי כלשהו אמור להיכלל במסגרת ההגדרה של "נייר-ערך", נדרש בית-המשפט בארצות-הברית לברר אם המכשיר הנידון חוסה תחת רגולציה פדרלית חלופית. אם התשובה לשאלה הזאת חיובית, אזי הסיכון שציבור הרוכשים נתון בו פוחת במידה ניכרת, ויחד עימו פוחתת ההצדקה להחלתם של חוקי ניירות-הערך. לשיטת בית-המשפט, דינים פדרליים ספציפיים מתאימים הרבה יותר למכשירי השקעה מסוימים מדיני ניירות-הערך הכלליים. רציונל זה מוסבר בצורה ממצה על-ידי בית-המשפט העליון הפדרלי בפסק-דין ויבר,⁹³ שבו נדרש בית-המשפט להכריע בשאלה אם שני מכשירים

92 מן ההתייחסות המפורשת בחוק הסדרת הייעוץ, לעיל ה"ש 33 (חוק אשר נמצא במסגרת טיפולה של רשות ניירות-ערך), ניתן להסיק כי המחוקק והרשות עצמה אינם רואים את חוזה ההשקעה שנכרת עם יועץ ההשקעות כנייר-ערך.

93 Marine Bank v. Weaver, 455 U.S. 551 (1982) (לעיל ולהלן: עניין ויבר).

חוזיים - תעודת פיקדון (certificate of deposit) שגרתית של בנק וחווה בין שתי משפחות - יכולים להיחשב "ניירות-ערך".⁹⁴

בני-הזוג ויבר רכשו תעודת פיקדון מבנק מריין לתקופה של שש שנים, ולאחר-מכן משכנו אותה לטובת הבנק על-מנת שתשמש בטוחה להלוואה בגובה 65,000 דולר שהעמיד הבנק לחברת קולומבוס. בתמורה למתן הבטוחה, כרתו בעלי קולומבוס חווה עם בני-הזוג ויבר שלפיו בני-הזוג זכאים לקבל 50% מרווחי קולומבוס וכן תשלום חודשי של 100 דולר במשך כל התקופה שבה תמשיך תעודת הפיקדון לשמש בטוחה להלוואה שקיבלה קולומבוס מבנק מריין. לטענת בני-הזוג, נאמר להם על-ידי נציגי הבנק כי ההלוואה בסך 65,000 דולר תשמש את קולומבוס לפעילותה השוטפת. אולם בפועל נוצלה מרבית ההלוואה להקטנת יתרת החובה של קולומבוס לבנק מריין, וכן לתשלום לנושים שונים ולרשויות המס. לאחר שימוש זה של כספי ההלוואה, סירב הבנק לאפשר לקולומבוס לבצע משיכות-יתר, וכעבור ארבעה חודשים נקלעה קולומבוס למצב של חדלות-פירעון. עם תחילת ההליכים ציין בנק מריין לפני בני-הזוג ויבר כי בשל המחסור בבטוחות אחרות לכיסוי חובה של קולומבוס, ייאלץ הבנק להעמיד לפירעון את תעודת הפיקדון.

בני-הזוג ויבר הגישו תביעה לבית-משפט פדרלי בטענה כי מהלכיו של בנק מריין מהווים תרמית בניירות-ערך (בהפירם את הוראות התרמית של החוק משנת 1934, וכן בסותרם את האמור בחוק "שמים כחולים" של מדינת פנסילוניה). לטענת בני-הזוג, נציגי הבנק הם ששידלו אותם להפקיד בטוחה לצורכי ההלוואה לקולומבוס, תוך שהם מודעים למצבה הכספי הרעוע ויודעים כי עיקר ההלוואה נועדה להחזיר הלוואות לבנק. בית-המשפט לערעורים של המחוז השלישי קבע כי ניתן לראות הן את תעודת הפיקדון והן את החווה בין בני-הזוג ויבר לבין בעלי קולומבוס כ"ניירות-ערך", שהרי בני-הזוג ויבר השקיעו את כספם במתכונת זו בצפייה לתשואה כספית.⁹⁵

בערעור שהוגש לבית-המשפט העליון הפדרלי, קיבל בית-המשפט את הערעור ודחה את הטענה כי שני המכשירים החוזיים שבמחלוקת הינם למעשה ניירות-ערך. בית-המשפט העליון חוזר אומנם ומציין כי סעיפי ההגדרות של חוקי ניירות-הערך הפדרליים מגדירים

94 שמין משיקול זה כבר מובנה בתוך חוק ניירות-ערך הישראלי במסגרת ס' 15א(א)(3), אשר מחריג באופן מפורש מהצורך לפרסם תשקיף כל הקצאה או העברה של ניירות-ערך שנעשו בעקבות החלטה שניתנה בהליך לפי ס' 350 או 351 לחוק החברות. ראו ס' 3 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000, ס"ח 161. בית-המשפט עמד על כך שבמסגרת בקשה לפשרה או להסדר (הליך לפי ס' 350 או 351 לחוק החברות) נכנס גורם אובייקטיבי לתמונה, שבכוחו להעניק שכבת הגנה נוספת לציבור המשקיעים, עד כדי כך שבמקרים מסוימים יהיה אפשר לוותר על הצורך לפרסם תשקיף, גם כאשר ההסדר המוצע נתפס לכאורה על-ידי כל שלושת המסננים של ס' 15. ראו בש"א (מחוזי ת"א) 19229/01 אלרוד ייזום ונדל"ן בע"מ נ' רשות ניירות ערך, דינים מחוזי לג' (5) 837, פס' 24-25 (2002). ראוי לציין כי בעניין הנידון לא ראה השופט גורן בשינוי התנאים של שטר הנאמנות על-ידי אספה של מחזיקי אגרות-חוב משום פעולה היוצרת ניירות-ערך חדש, ולפיכך בלאו הכי לא היה צורך לפרסם תשקיף לפני ההצבעה. השוו עם ע"א 1060/02 סלע גרופ.קום בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד נו(6) 769 (2002).

95 Weaver v. Marine Bank, 637 F.2d 157 (3d Cir. 1980)

את המונח "נייר-ערך" בצורה רחבה מאוד. מטרת החוקים הייתה להחזיר את אמון המשקיעים בשוקי ההון, והביטוי "נייר-ערך" נועד לכלול בתוכו את "מגוון המכשירים אשר בעולמנו המסחרי נכנסים לתוך המונח 'נייר-ערך'".⁹⁶ ההגדרה החוקית כוללת בתוכה מניות ואגרות-חוב, יחד עם אותם "אין-ספור תכסיסים ומזימות אשר תוכננו על-ידי אלה החומדים כספי אחרים מתוך הבטחה לרווחים עתידיים".⁹⁷ על-כן תחולתן של ההוראות הבאות למנוע תרמית אינה מוגבלת למכשירים אשר נסחרים בשוקי הון.⁹⁸

אולם ההגדרה הרחבה מסייגת את עצמה בקובעה כי המונחים המפורטים בהגדרה לא ייחשבו "ניירות-ערך" אם "הקשר הדברים מחייב אחרת" (the context otherwise requires). כן יש לזכור כי המחוקק לא התכוון ליצור תרופה פדרלית כללית לכל מקרי התרמית. לכן בית-המשפט העליון מבחין בין תעודת הפיקדון לבין הזכויות מושא החלטתו הקודמת, שנקראו "זכויות הוניות ניתנות למשיכה" (withdrawable capital shares).⁹⁹ בניגוד לתעודת הפיקדון, אשר מעניקה לבעליה ריבית חודשית קבועה, הזכויות ההוניות הניתנות למשיכה הקנו לבעליהן דיבידנדים המותנים ברווחי המיום וכן זכויות הצבעה. אך חשוב מכך, בית-המשפט העליון הפדרלי מוצא הבדל מהותי בין תעודת הפיקדון לבין מכשירי חוב ארוכי-מועד, אשר מסווגים לרוב כ"ניירות-ערך". תעודת הפיקדון הונפקה על-ידי מוסד בנקאי אשר פועל במשטר רגולטורי מקיף.¹⁰⁰ הפקדות הציבור בבנקים מוגנות על-ידי דרישות של ביקורת, דיווח ובטחונות הנובעות מחוקי הבנקאות הפדרליים, והן גם מבוטחות (עד שיעור מסוים) על-ידי תאגיד פדרלי לביטוח פקדונות. למן הקמתו של המבטח הפדרלי, בשנת 1933, כמעט כל המפקידים בבנקים כושלים שבוטחו על-ידי התאגיד זכו בהחזר כספי מלא. על-כן יש הבדלים מהותיים בין תעודות פיקדון בבנק שנהנה מרגולציה מקיפה לבין מכשירי חוב ארוכי-טווח אחרים. מצבם של רוכשי תעודות הפיקדון שונה אפוא ממצבם של רוכשי מכשירי חוב אחרים, אשר נוטלים את הסיכון שעלול לנבוע מחוסר יכולת הפירעון של הלווה. לסיכום, הכפפת מנפיקים של תעודות בנקאיות להוראות של

96 מתוך דברי הסבר לבית-הנבחרים, כפי שצוטטו בעניין פורמן, לעיל ה"ש 71, בעמ' 847.

97 עניין האווי, לעיל ה"ש 65, בעמ' 299.

98 Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6, 10 (1971). ראו גם עניין סי.מ. ג'וינר, לעיל ה"ש 79.

99 עניין ויבר, לעיל ה"ש 93, בעמ' 556; Tcherpnin v. Knight, 389 U.S. 332 (1967).

100 בית-המשפט העליון בעניין ויבר מאזכר החלטה קודמת שלו ברוח דומה, שבה נקבע כי זכויות בתוכנית פנסיה חובה אינן עולות כדי "נייר-ערך". אחת הסיבות להחלטה נעוצה בכך שתוכנית הפנסיה נהנית מרגולציה מקיפה מכוח ה-ERISA, 29 U.S.C. §1001 (1974). ראו עניין טימסטרס, לעיל ה"ש 77, בעמ' 569-570. לשם השוואה, ס' 15 לחוק ניירות-ערך מתריג תאגיד מהצורך לפרסם תסקיף אם הוא מקצה את ניירות-הערך לעובדיו במסגרת תוכנית תגמול. ראו ס' 3 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), לעיל ה"ש 94. החרגה זו מותנית בתנאים אחרים, אשר מיועדים לגלות לעובדים מידע מהותי ביחס לניירות-הערך המוצעים, ובמקרים מסוימים יחולו תקנות ניירות ערך (פרטי מתאר הצעת ניירות ערך לעובדים), התש"ס-2000, ק"ת 617.

חוקי ניירות-הערך הפדרליים הינה מיותרת, שכן מחוקקי התעודות זוכים בלאו הכי בהגנה רחבה מכוח חוקי הבנקאות הפדרליים.¹⁰¹

5. סיכום הלקחים העיקריים מהדין האמריקאי

לנוכח המטרה להגן על ציבור המשקיעים מפני אלה החומדים את כספם – מטרה אשר משותפת לדיני ניירות-הערך האמריקאיים והישראלים – יש להיעזר לשיטתנו בדין האמריקאי בגיבוש ההגדרה הראויה ל"נייר-ערך" בדין הישראלי. ההגנה על ציבור המשקיעים אינה נושאת אופי פטרנליסטי, במובן של מתן הנחיות במה אפשר ובמה אי-אפשר להשקיע, אלא חורתת על דגלה את עקרון הגילוי: תפקידם של הגופים המופקדים על חוקי ניירות-הערך הוא לוודא כי לפני ציבור המשקיעים הונח כל המידע הרלוונטי על-אודות ההשקעה הפוטנציאלית, וכי כל משקיע יכול לבחון מידע זה ולהחליט אם ברצונו להיפרד מכספו בתקווה לתשואה עתידית.

לבת-המשפט בארצות-הברית יש יותר משבעים שנים של ותק וניסיון בנוגע למכשירי השקעה שראוי להטיל עליהם משטר רגולטורי רחב. נקודת המוצא היא לשון החוק, אשר נוקבת כזכור במפורש בכמה מכשירי השקעה – מניות, אגרות-חוב וכדומה – וכן מונה כמה הגדרות אמורפיות אשר מלאכת פרשנותם הושארה לבתי-המשפט.

דומה שכיום אין עוד מחלוקת בארצות-הברית בנוגע לפרישתם של דיני ניירות-ערך על הזכות אשר מגלמת לדעת רוב הציבור את הדוגמה המובהקת ביותר לנייר-ערך, קרי, מניה בתאגיד. אין הדבר אומר כי לכל מכירה של מניות חייב להתלוות תשקיף, שכן הדין מכיר ביסודות נוספים שחייבים להתקיים לשם כך, אך ניתן לומר שרוכשי מניות זכאים להגנות המיוחדות המופיעות בחוקי ניירות-הערך. בתי-המשפט אומנם השאירו פתח לסתור הנחה זו אם יוכח כי הלכה למעשה המניה אינה מקנה זכויות הוניות מסורתיות, וכי לצדדים לעסקה לא קמה ציפייה כי דיני ניירות-הערך יחולו עליהם, אך נטל הראיה מוטל על הטוען טענה זאת.

השאלות האקוטיות יותר מתעוררות כאשר יזמים חרוצים מנסים לעניין את ציבור המשקיעים באמצעות מתווה השקעה ייחודי. ההגדרה בחוק ניירות-ערך הפדרלי נוקטת לשון רב-משמעית של "חוזה השקעה", ומלאכת מילויה של ההגדרה בתוכן הראוי למטרותיה הופקדה בידי בתי-המשפט.

במרוצת השנים התגבש מבחן מנחה לשם זיהוי מתי חוזה השקעה "סתם" נהפך לנייר-ערך, על המשמעויות כבדות-המשקל הנובעות מכך. מבחן זה כונה לימים "מבחן האווי", כפי שכבר הוסבר. כמו-כן, רגולציה חלופית שמגינה על הציבור מהווה נימוק כבד-משקל להדרת רגליה של רגולציה מכוח דיני ניירות-הערך.

בפרק זה סקרנו את עיקרי הדין הקיים בארצות-הברית ואת התשתית העיונית שדין זה מבוסס עליה. בפרק הבא נעלה הצעות בנוגע לצורת ניתוח אשר תאיים למצב החוקי

101 בית-המשפט דחה גם את סברת הערכאה הנמוכה כי החוזה שבין המשפחות הינו הסכם השקעה ולכן נייר-ערך. ראו עניין ויבר, לעיל ה"ש 93, בעמ' 558-560.

המיוחד לישראל. כבר בשלב זה נבהיר כי אנו תמימי-דעים לגבי נחיצותם של התת-מבחנים הראשון והשלישי של מבחן האווי. בפרק הבא נרחיב וניישם את שני התת-מבחנים הללו ביחס למכשירי השקעה מיוחדים שעד כה התייחסו אליהם בתי-המשפט בישראל בצעדים מהוססים, נטולי הסבר מהותי ותוך יישום לא-מדויק של המצב החוקי הקיים בארצות-הברית.

עם זאת, לנוכח הבעייתיות המיוחדת שגרם התת-מבחן השני של מבחן האווי, הבוחן את יסוד ההשקעה המשותפת, המלצתנו אינה מתפרשת לגביו. אנו בדעה כי התת-מבחן השני אינו רלוונטי כלל כאשר אנו משווים לנגד עינינו את הצידוקים והתכליות של דיני ניירות-הערך, וכבר בשלב זה נקדים את המאוחר ונדגיש כי אין סיבה לאמץ אותו להגדרה המהותית החדשה שעל הדין הישראלי לאמץ לדעתנו.

פרק ג: לקראת הגדרה חדשה ופרשנות מהותית של ההגדרה הקיימת

מטרת פרק זה היא לגבש את עקרונות-היסוד הראויים לשימוש בהגדרת "נייר-ערך" – הן כמתווה ראשוני לרפורמה חקיקתית בהגדרה, והן לטובת פרשנות מהותית של ההגדרה הקיימת כיום בחוק. נקודת המוצא של הפרשנות היא שדיני ניירות-הערך באים להגן על המשקיעים בהשקעות סבילות, דהיינו, השקעות שהמשקיעים בהן אינם נדרשים להיות פעילים כדי להפיק תשואה מההשקעה. השקעות אלה חשובות ביותר לכלכלה, ואילו המשקיעים בהן סובלים מנחיתות במידע לעומת היוזמים של ההשקעה, ואולי גם מהתלהבות-יתר האופיינית לאדם שאינו בקי בתחום ההשקעה אך מקווה להתעשר ממנה. נקודת מוצא זו, המעוגנת היטב במטרות החקיקה, מסוגלת לנפות מסדר-היום אותן תופעות שאין זה מן הראוי כלל להחיל עליהן את דיני ניירות-הערך, כגון תעודות המונפקות בסדרות כחלק מפעולה צרכנית – למשל, רכישת כרטיסי טיסה או תלושי-שי. באופן דומה יוסר מסדר-היום גם דיון בתעודות המונפקות בסדרות המעידות על השקעה פעילה של רוכשיהם, כגון זכיונות למיניהם. כמו-כן, עמדה זו (בין על-דרך של פרשנות מהותית של ההגדרה הקיימת ובין על-דרך של תחיקה) תתפוס בחכמה השקעות סבילות בעסקם של אחרים שאינן נופלות לפרשנות הלשונית הצרה של החוק כיום, וזאת משום שהן מתכסות בכסות של עסקות במקרקעין או מנוסחות בדרך חמקמקה אחרת.

עם זאת, ועל-אף האפשרות לפרש פרשנות מהותית את ההגדרה הקיימת כיום, דומה כי בסופו של יום אין מנוס מרפורמה חקיקתית, וזאת משום שראוי לתחום בבירות רבה ככל האפשר את גדריהם של דיני ניירות-הערך לטובת המשקיעים ומתכנני העסקות כאחד. יתר על כן, קיימים כיום מכשירי השקעה סבילים רבים, דוגמת מכשירי השקעה נגזרים, אשר ההגנה על משקיעיהם אינה מצויה במוקד מטרותיהם של דיני ניירות-הערך, כפי שנסביר. לפיכך מן הראוי כי המחוקק יכריע מי מבין אותם מכשירים, אם בכלל, יזכה בהגנתם של

דיני ניירות-הערך. לנוכח חשיבות הדיון במכשירים פיננסיים נגזרים, נקיים דיון נפרד בהם בהמשכו של פרק זה. לבסוף, מן הראוי להיפטר כבר מן הצירוף הארכאי "תעודות... המונפקות בסדרות", שאינן מהוות לשיטתנו מרכיב הכרחי או מספיק בהגדרה מודרנית של "ניירות-ערך".

1. עקרונות-היסוד של רפורמה חקיקתית בהגדרת "נייר-ערך"

מבלי לנסות למצות את הדיון בסוגיה, אנו מציעים את המתווה החקיקתי הבא להגדרת "נייר-ערך" בחוק. לשיטתנו, את ההגדרה ראוי לפתוח ברשימה של מכשירי השקעה קלסיים שיש לפרוש עליהם את חסותם של דיני ניירות-הערך. שיטה זו מבטיחה עקביות וודאות, שערכן רב בעידוד פעילות כלכלית. לגבי רשימה זו של מכשירי השקעה לא יהיה אפוא צורך לחזור ולבחון כל פעם מחדש אם השימוש בהם בנסיבות המקרה הספציפי אכן מצדיק את ההגנות של דיני ניירות-הערך. הודאות ואמון הציבור מחייבים להתייחס אליהם ככלל כאל נייר-ערך, וזאת למעט חריגים שיפורטו בהמשך.¹⁰² בראש ובראשונה מדובר במניות, אשר מרגע הכנסתן לרשימה ייחשבו נייר-ערך אף אם נרכשו במקרה הספציפי למטרת השקעה פעילה.

ככלל, כזכור, השקעה פעילה אינה מצדיקה לשיטתנו את החלתם של דיני ניירות-הערך, ובאופן היסטורי מעולם לא הייתה כוונה להחיל אותם עליה. אדם הנכנס להשקעה פעילה בקי בדרך-כלל בתחום שבו הוא עומד להשקיע, שהרי אם לא כן לא היה מסוגל ליטול בו חלק פעיל. כמו-כן, להבדיל מהשקעה סבילה, המתאפיינת במקרים רבים בהשקעה צנועה יחסית במיזם עסקי (דוגמת השקעה של אדם מן הציבור במניותיה של חברה נסחרת), רבות מבין ההשקעות הפעילות מתאפיינות בהשקעה בהיקף נכבד של המשקיע.¹⁰³ היקף ההשקעה הנרחב יניע את המשקיע פעמים רבות לברר עד תום את משמעות המיזם שאליו נכנס ולנקוט משנה זהירות. לעומת זאת, הניסיון מלמד כי השקעה סבילה בהיקפים קטנים יחסית להונן של האדם מעודדת פזיזות, ואינה מצדיקה בדיקה לעומק של ההשקעה.¹⁰⁴ ואם

102 ניתן לטעון כי הטיעון בדבר אמון הציבור והסתמכותו הינו טיעון טאוטולוגי, שהרי אם יקבע המשפט כי סוג מסוים של השקעה אינו מהווה נייר-ערך, אזי שוב לא יראה בו הציבור נייר-ערך ולא יצפה להגנת המחוקק. עם זאת, יש לזכור כי דיני ניירות-הערך לא נוצרו בחלל הריק, ובוודאי כך הדבר לגבי רפורמה שלהם. במשק כבר קיימות ציפיות מסוימות, ובכלל זה סוגי השקעות שהפעילים והמשקיעים בשוק רואים בהם נייר-ערך באופן מסורתי. אי-כיבוד של תפיסות אלה על-ידי המחוקק עלול לזעזע את השוק ולפגוע בפרטים רבים. זו הסיבה לכך שבית-המשפט העליון בארצות-הברית חוזר על הטיעון של ציפיות המשקיעים.

103 הקשר פה הוא דו-כיווני. מחד גיסא, השקעה בהיקף גדול מניעה את המשקיע להתערב בניהול השקעתו, ומאידך גיסא, משקיע שבכוונתו להשביח את השקעתו על-ידי מעורבות פעילה ישקיע מלכתחילה בנתח נכבד מן המיזם על-מנת להרוויח ככל האפשר מתרומתו לניהולו.

104 לעניין זה יש להזכיר גם את הממצא המפורסם של כהנמן וטברסקי, הטוענים כי רוב האנשים הינם אוהבי סיכון כאשר הם מבצעים השקעות או הימורים בסכומים קטנים ובתנאי אי-ודאות.

אין די בסיבות אלה לשלול או לייתר את הגנתם של דיני ניירות-הערך במקרה של השפעה פעילה, אזי נוסף כי ההנצעה להחלתם של דיני ניירות-הערך תלויה גם ברווחה החברתית הנובעת מהחלתם. המשק מעוניין לעודד את כל האוכלוסייה (או את רובה המובהק) ליהפך למשקיעים סבילים. מדובר למעשה בעידוד החיסכון אשר משמש באופן ישיר לפיתוח פעילות כלכלית. לא כולנו ניחנו בכישורים המתאימים לשמש יזמים, וגם אין בכך כל צורך חברתי. ראוי לפיכך שדיני ניירות-הערך יאפשרו לכל אדם לשמש משקיע סביל, אך לא נראה שיש הצדקה לטיפול מיוחד לטובת אוכלוסיית היזמים בהקשר זה של גילוי וכללי אי-תרמית.¹⁰⁵ לבסוף, משקיעים פעילים, דוגמת שותף הנכנס לשותפות או צד הנכנס להשקעה יחד עם אחרים, מצויים בדרך-כלל בקרבה משפטית רבה לצדדים האחרים המשתתפים במיזם. לנוכח זאת, דיני החוזים והנויקין הרגילים מגינים עליהם פעמים רבות מפני תרמית, ומאפשרים תביעה בגין מצגי-שווא.¹⁰⁶ לעומת זאת, השקעה סבילה נעשית לעיתים קרובות בדרך עקיפה וללא קרבה משפטית בין המשקיע לבין שאר הגורמים במיזם. למשל, לעיתים מזומנות משקיע במניות אינו רוכש את המניות במישרין מהמנפיק, ולעיתים קרובות הוא מסתמך על מנגנוני התמחר של השוק הראשוני, ואינו מוודא בעצמו את פרטי ההשקעה. לנוכח זאת לא ברור כלל כלפי מי עומדת לו עילת תביעה, ויקשה עליו להוכיח הסתמכות על הטעיה. דיני ניירות-הערך עשויים להתגבר בשבילו על מכשולים אלה.¹⁰⁷

מכיוון שהרעיון המרכזי העומד מאחורי החוק הוא קידום ההשקעות במשק, יש לזכור כי חוסר ודאות הינו אקלים מסוכן לטיפול השקעה. לפיכך לא ייגרם נזק רב אם גם כמה משקיעים פעילים יזכו בהגנת החוק, ובלבד שהמשקיעים הסבילים יוכלו לדעת בוודאות רבה כי מכשיר השקעה הנושא שם מסוים, דוגמת מניה, ייחשב נייר-ערך (להוציא חריגים מצומצמים ביותר וקלים לאבחון). על-כן עמדתנו היא כי לגבי ניירות-הערך אשר יהיו נקובים ברשימה במפורש לא יהיה צורך לבחון בכל פעם מחדש אם הם שימשו להשקעה סבילה או פעילה. מעבר לכך, הגדרת מכשיר השקעה מסוים כנייר-ערך אינה מקנה לרוכש

ראו: Daniel Kahneman & Amos Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, 47(2) *ECONOMETRICA* 263 (1979).

105 מן הראוי לעודד את היזמות ואת היזמים המתאימים והמוכשרים לכך בכלים אחרים, חלקם תוך התערבות ישירה של המחוקק, דוגמת הטבות מס או מענקים למיניהם. ראו, לדוגמה, חוק לעידוד השקעות הון, התשי"ט-1959, ס"ח 234; חוק לעידוד השקעות (חברות עתירות הון),

התש"ן-1990, ס"ח 170; חוק לעידוד מחקר ופיתוח בתעשייה, התשמ"ד-1984, ס"ח 100.

106 דוגמה להחלה של דיני החוזים הכלליים בהקשר של עסקה במניות ניתן לראות בת"א (מחוזי ת"א) 2207/00 איזק נ' Art Advanced Recognition Technologies Inc., דינים מחוזי לה (7) 336 (2005). דיני החוזים או הנויקין אינם באים לדחות עקרונות מדיני התאגידיים הכלליים, ובמיוחד את חובת הגילוי אשר נגזרת בנסיבות מתאימות מחובת האמונים הכללית. ראו ע"א 741/01 קוט נ' עזבון ישעיהו איתן, פ"ד נו (4) 171 (2003).

107 ראו Securities Act of 1933, 15 U.S.C.S. §77k (1933). הוראה דומה נמצאת בס' 31 לחוק ניירות-ערך. ראו גם ס' 3 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד-2004, ס"ח 427. השוו עמרי ידלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי שוא בשוק המשני" משפטים כז 249, 269 (1996).

אותו באופן אוטומטי את כל הגנות החוק, אלא רק את הרובד הראשון שלו, דהיינו, את הכללים המיוחדים נגד תרמית. מירב ההגנות שבחוק מופעלות רק לגבי נייר-ערך שהוצע לציבור, ואילו השקעות פעילות, מעצם טיבן, אינן מוצעות בדרך-כלל לקהל רב ובלתי-מסוים של אנשים, ומכאן שלא יחייבו את הפעלת מירב מנגנוני החוק. מכאן שמחיר החלתם של דיני ניירות-הערך גם על משקיעים פעילים אינו רב. ערך הוודאות מחייב אפוא לבחון אם השקעה מסוימת היא נייר-ערך אם לאו לפי מאפייניה הכלליים, ולא על-פי נסיבותיה הספציפיות. באשר למניה, מדובר בעיקרון במכשיר של השקעה סבילה, שכן בעל מניה אינו נהנה מזכות לנהל את החברה שהנפיקה את המניות. אומנם, במקרה של רכישת רוב המניות, לדוגמה, רוכש המניות נהנה בעקיפין משליטה בחברה, והשקעתו נהפכת להשקעה פעילה. אך עדיין אין הדבר מצדיק פיתוח דין מיוחד שיבחן בכל מקרה לגופו אם המניות נרכשו באופן המעיד על השקעה פעילה ומכאן שהן אינן מהוות נייר-ערך.¹⁰⁸

אם כן, המכשירים הראשונים שיופיעו ברשימת מכשירי ההשקעה בהגדרה המוצעת הם המכשירים הקלסיים שמוצדק להגן על המשקיעים בהם, כגון מניות, אגרות-חוב (להוציא אגרות-חוב בעסקה מסחרית) וכן מכשירי השקעה המירים או ניתנים למימוש למניות או לאגרות-חוב, אשר מונפקים על-ידי אותו גורם שעתיד להנפיק את נייר-הערך שאליו יומרו או ימומשו מכשירי ההשקעה.¹⁰⁹ כעת מגיע תורה של רשימה נוספת של מכשירי השקעה סבילים שיש לראותם כנייר-ערך. גם כאן הרציונל הוא קידום הוודאות, אולם הפעם מדובר במכשירים שאין זה ברור מאליו שמטרתיהם של דיני ניירות-הערך מחייבות את ראייתם כנייר-ערך או שאין לגביהם קונסנזוס בשוק כי מדובר בנייר-ערך. ההכרעה כאן היא אפוא הכרעת מדיניות, ומוטב שהיא תהיה גלויה לכל, ולא פרי הכרעה שיפוטית או רגולטורית מאוחרת. מדובר בקבוצה של מכשירי השקעה נגזרים, דהיינו, מכשירי השקעה שערכם תלוי בשווי של נכס אחר (נכס-הבסיס) אשר אינו מצוי בשליטתו של מתכנן העסקה הנגזרת. מבין רשימה זו על המחוקק לבחור באותם מכשירים שהוא מעוניין להחיל על המשקיעים בהם את ההגנות של דיני ניירות-הערך (כולן או חלקן).¹¹⁰ בסוגיה חשובה זו נדון בתת-פרק הבא.

108 השוו עניין לנדרת, לעיל ה"ש 76.

109 מכשירי השקעה המירים או ניתנים למימוש מעין אלה (שבהם המנפיק של מכשיר ההשקעה הוא זה שינפיק בעתיד את ניירות-הערך שאליהם ימומש או יומר מכשיר ההשקעה) אינם בגדר נגזרים לצורך רשימה זו, כפי שנתייחס אליהם בהמשך. הסיבה לכך היא שמדובר כאן בהשקעה הוגנת בעסקו של אחר, ולפיכך חלים לגביה הכללים הרגילים.

110 כך, לדוגמה, אם מעוניינים להחיל על קבוצת השקעות מסוימת את הכללים נגד מניפולציה אך לא את כללי הגילוי, ניתן להרחיב את הגדרת "נייר-הערך" לצורך אותו עניין. כפי שהראינו בסקירת ההגדרות הקיימות למכשירים פיננסיים שונים בפרק א לעיל, דבר זה נעשה באופן גורף ולא-ברור בפרק ח לחוק ניירות-ערך, אשר מרחיב את ההגדרה של "נייר-ערך", "לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות". דרך אחרת היא לקבוע הגדרה כללית רחבה ל"נייר-ערך", ובמקביל להחריג ניירות-ערך מסוימים מתחולתן של הוראות מסוימות בחוק, כגון הצורך בתשקיף או ברישום. בכל מקרה, כל החלטה של המחוקק שיש בה כדי למנוע את אי-הוודאות הקיימת תתקבל בברכה. כמו-כן ראוי להדגיש כי קיימים יתרונות וחסרונות

2. האם מכשירי השקעה נגזרים (derivatives) הם ניירות-ערך?

כדי להבהיר את חשיבות השאלה אם מכשירי השקעה נגזרים, דוגמת אופציות או חוזים עתידיים, הם ניירות-ערך, נפתח את הדיון בשתי החלטות של בית-המשפט המחוזי שהניבו תוצאות הפוכות. לאחר-מכן נציג דיון שנערך בפסק-דין אמריקאי כמבוא להצגת עמדתנו בעניין זה, ולבסוף נסכם ונבהיר במה מכשירי השקעה נגזרים שונים מסכמות אחרות של השקעה המצויות בליבם של דיני ניירות-הערך. לפני שנעמיק בדין הרצוי ובהניעות להכללתם או לאי-הכללתם של מכשירים נגזרים בהגדרת "נייר-ערך", נציין רק כי כבר כיום קיים בהגדרת "נייר-ערך" הצירוף "תעודות המקנות זכות לרכוש ניירות-ערך". צירוף זה כשלעצמו יכול להתאים במשמעותו המילולית לחלק מן המכשירים הנגזרים, ובפרט לאופציות מסוג call, המקנות לרוכשים אותן זכות רכישה. אולם מכשירים פיננסיים מקבילים לאלה אינם נופלים לגדרו של הצירוף האמור. כך הן, למשל, אופציות מסוג put למכירה של ניירות-ערך (להבדיל מרכישה) או אופציות בנוגע למדד של ניירות-ערך (להבדיל מאופציות לרכישת נייר-ערך). באופן כללי יותר ניתן לומר שהמציאות מלמדת כי ניתן לעצב הסכמים פיננסיים מתוחכמים כך שייוותר ספק אם נכסה-הבסיס מושא ההסכמים ייחשב בעצמו נייר-ערך.¹¹¹

חוסר הסימטרייה והעמצום הרב שנקט המחוקק בצירוף "תעודות המקנות זכות לרכוש ניירות-ערך" מובילים אותנו למסקנה כי בחלק זה של ההגדרה התכוון המחוקק רק לאופציות לרכישת נייר-ערך של מנפיק האופציות, אשר ידועות בכינוי warrants ומהוות מכשיר פיננסי נגזר מסוג מיוחד. מכשיר פיננסי נגזר ייחודי וותיק זה משמש מנפיקים לגיוס סכומי כסף לשם ניהול עסקיהם, ומכאן שאין כל ספק שעליו ליפול לגדר הגדרת

לגישה המשתמשת בהגדרות שונות של המונח "נייר-ערך" לצרכים שונים של החוק, אולם לא נוכל לעסוק בעניין זה ברשימה הנוכחית, המתמקדת בהגדרת "נייר-ערך" לצורך דרישות הגילוי.

111 ראו ה"ש 20 לעיל בנוגע לחלק מההסכמים הפיננסיים המתוחכמים. לסקירות מקיפות על-אודות המשטר הרגולטורי הקיים ביחס למכשירים אלה ראו: Roberta Romano, A *Thumbnail Sketch of Derivative Securities and Their Regulation*, 55 Md. L. Rev. 1 Willa E. (1996). לשאלת סיווגם הראוי של הסכמי Swap (החלפת תזרימי מזומנים) ראו: David A. Skeel, Jr. & Frank Partnoy, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, U. Cin. L. Rev. (2006), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929747. לרבות צידוקים להעדר צורך ברגולציה מקיפה ביחס אליהם, ראו: Jennifer E. Bethel & Allen Ferrell, *Policy Issues Raised by Structured Products*, in BROOKINGS-NOMURA PAPERS ON FINANCIAL SERVICES (Yasuki Fuchita & Robert E. Litan eds., 2007), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=941720.

"נייר-ערך" לפי הפרמטרים שדנו בהם עד כה. כפי שנראה מייד, ההבדל המכריע בין נייר-ערך זה לבין מכשירים פיננסיים אחרים הוא ששווי של נכס-הבסיס מצוי בשליטתו של מנפיק המכשיר הנגזר. השאלה המעניינת היא לגבי מכשירים פיננסיים נגזרים אחרים שאינם מהווים השקעה סבילה בעסקו של אחר, דוגמת אופציות המונפקות על-ידי צדדים שלישיים שאין להם שליטה בנכס-הבסיס. נגזרים אלה, לשיטתנו, אינם נכללים במפורש בהגדרה המרכזית הקיימת של "נייר-ערך" בסעיף 1 לחוק, ויש לדון בגורלם במסגרת הדין הרצוי או במסגרת פרשנות מהותית של הדין הקיים.

(א) פסיקה ישראלית בנוגע לתחולתם של דיני ניירות-ערך על מכשירי השקעה נגזרים

נדגים את הבעייתיות של הפרשנות הקיימת כיום באמצעות שתי החלטות העוסקות במכשירים פיננסיים נגזרים אשר מחוקק חוק ניירות-ערך לא כלל אותם במפורש במסגרת ההגדרה הבעייתית שבסעיף 1 לחוק. כפי שנראה להלן, חרף הדמיון בין המכשירים, מסקנת בית-המשפט בכל אחד מהמקרים הפוכה מרעותה. נקדים ונאמר כי חילוקי-דעות אלה אינם מפתיעים אותנו כלל ועיקר, וזאת לנוכח עמדתנו כי לשאלה אם ראוי שדיני ניירות-ערך יחולו לגבי נגזרים דוגמת אופציות על שער של מדד מסוים או על שער של מטבע חוץ, או חוזים עתידיים, אין תשובה חותכת במסגרת המטרות הקלסיות של דיני ניירות-ערך. הסיבה לכך, כפי שנבהיר להלן, היא שאף-על-פי שמדובר במכשיר של השקעה סבילה, תפקיד היום מתמזה בעיקרו בבחירת נכס-הבסיס ובביצוע המטלות הפרוצדורליות אשר נחוצות לשם מימוש הסכם ההשקעה. מרגע ביצוע ההשקעה ואילך ליוזם אין דרך ישירה להפיק טובות-הנאה מהסכום שהושקע, קיימת שקיפות אינהרנטית לגבי התנודות בשווי של נכס-הבסיס, ובאופן כללי יותר ניתן לומר שפערי המידע בין המשקיע הסביל הממוצע לבין יזמי תוכנית ההשקעה הינו קטן באופן יחסי. מצב זה משמיט את הקרקע מתחת לחלק מההצדקות להחלתם של דיני ניירות-ערך, אף כי לא מתחת לכולן, ובכל מקרה ההצדקה חלשה יותר מאשר במקרה של השקעה בפעילות עסקית המנוהלת על-ידי אחר.

פסק-הדין הראשון הוא פסק-דין רוזן, אשר מתייחד בכך שהשופט אלשיך שמה ליבה לשיקולים המהותיים העומדים בבסיס ההגדרה של "נייר-ערך", ובאופן חלקי היא שותפה לדעתנו באשר למטרותיהם של דיני ניירות-הערך.¹¹² פסק-דין רוזן התחיל כתובענה כספית רגילה בסדר דין מקוצר שבנק המזרחי המאוחד הגיש בגין יתרת חובה של מר רוזן בחשבון המתנהל אצלו. יתרת החובה של רוזן נוצרה ממסחר שקיים באמצעות הבנק ב"מכשירים עתידיים ופיננסיים" בנוגע למדד מסוים של מניות, כפי שמתאר זאת בית-המשפט. רוזן טען

112 עניין רוזן, לעיל ה"ש 85. יצוין כי על החלטה זו הוגש ערעור לבית-המשפט העליון, אשר מצא פגם בהחלטת בית-המשפט המחוזי לא להעניק לרוזן רשות להתגונן. בגין פגם זה ביטלה ערכאת הערעור את החלטת בית-המשפט המחוזי, והחזירה את הדיון לבית-המשפט המחוזי. ראו ע"א 5931/95 רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד, (לא פורסם, 14.11.1999) נגיש בנבו. למיטב ידיעתם של כותבי שורות אלה, לאחר קביעתו זו של בית-המשפט העליון הגיעו הצדדים להסכם פשרה ביניהם, כך שהתוצאה הסופית היא שלקביעותיו של בית-המשפט המחוזי בעניין רוזן אין תוקף אופרטיבי.

שמעשי הבנק בניהול התוכנית נגועים באי-חוקיות בשלושה ראשים נפרדים, אשר נטועים כולם בחוק ניירות-ערך: (א) פתיחת בורסה למסחר בניירות-ערך וניהולה ללא רישיון; (ב) הצעת ניירות-ערך לציבור לא על-פי תשקיף שרשות ניירות-ערך התירה את פרסומו; (ג) הצעת תעודות התחייבות לציבור לא על-פי האמור בחוק, טענות אלה נסמכו על ההנחה של רוזן כי המכשירים הפיננסיים שנסחרו אצל הבנק – קרי, החוזים העתידיים (או האופציות) על מדד של מניות – הם אכן בגדר "נייר-ערך".¹¹³

חווה עתידי הינו התחייבות לרכישה או למכירה של נכס או סחורה מסוימת בזמן שנקבע מראש, הוא זמן המסירה, ובמחיר שנקבע בזמן כריתת החוזה יחד עם יתר תנאי העסקה. אף-על-פי שמדובר בקנייה ומכירה של נכס או סחורה, אין מדובר בהעברת כספים בזמן ביצוע העסקה, אלא בהתחייבות להעברת כספים בזמן המסירה העתידי.¹¹⁴ המשתתפים במסחר בשווקים עתידיים הינם משקיעים שיש להם ציפיות מסוימות לגבי שינויי מחירים ואשר מעוניינים להפיק רווחים מהתממשות ציפיותיהם או להגן על עצמם מפני נזקים שיסבו להם תנודות המחירים. על-כן הרווח או ההפסד מעסקה עתידית למי שמחזיק בפוזיציה השקעה עד תאריך המסירה תלויים בקשר שבין מחיר הנכס על-פי ההסכם לבין מחיר הנכס בתאריך העתידי הנקוב בהסכם. החוזה העתידי דומה אם כן לאופציה על נכס-בסיס מסוים (כאשר נכס-הבסיס אינו נייר-ערך של כותב האופציה), אולם להבדיל מאופציה, קיימת חובה לממש את העסקה העתידית בנכס-הבסיס, ולא רק זכות לבצע עסקה כזאת.¹¹⁵ בנסיבות פסק-דין רוזן, נכס-הבסיס היה ללא ספק מדד כלשהו של מניות, אך מדברי בית-המשפט קשה להבין אם דובר בחוזה עתידי או באופציה על מדד של מניות, ואולי דובר בשני הת-מכשירים הללו גם-יחד.¹¹⁶ חוסר בהירות זה בפסק-הדין מדגיש את

113 עניין רוזן, לעיל ה"ש 85, פס' 3-4.

114 משה בן-חורין שוק ההון וניירות הערך 617 (1996).

115 אגב, אין ציפייה להעברת נכס-הבסיס בפועל, אלא רק להעברת סכומי הרווח או ההפסד שנוצרים מהעסקה הפיננסית, וכך המצב ברוב (אך לא בכל) העסקות בנגזרים.

116 השופטת אלשיך משתמשת בביטוי "שוק מכשירים עתידיים ופיננסיים (להלן בהחלטה זו: שוק המעוף)" (ראו עניין רוזן, לעיל ה"ש 85, פס' 3), אך לאחר-מכן המונחים "חוזים עתידיים" (שם, פס' 8-9, 12-13) ו"שוק המעוף" (שם, פס' 11) מופיעים בערבוביה בתיאור הפעילות הכלכלית מושא ההחלטה. נראה שמקור הבלבול הוא בהגדרות המופיעות בחוזים שנכרתו בין רוזן לבין הבנק. החוזים נשאו את הכותרת "תוכניות 'עתידיות' במדד המניות"... לעיסקות עתידיות ביחידות מדד המניות" (שם, פס' 8), אולם במקום אחר בחוזה יש התייחסות ל"אופציית מדד המניות" (שם, פס' 10). בכל מקרה, אין בדבר כדי להשליך לדעתנו על התוצאה הרצויה, אך יש בו כדי להדגיש את האנדרלמוסיה שהמצב החוקי יוצר. אגב, בארצות-הברית ניתנה לאחרונה החלטה הקובעת כי אף אופציה "סינתטית" על מניה כלשהי – כלומר, חוזה בין שני צדדים המחקה באופן פיננסי הסדר של אופציה הניתנת למימוש למניה ממשית, מבלי שצד כלשהו נדרש לרכוש את המניה בפועל (cash settled over the counter option) – מהווה נייר-ערך לצורך חוקי ניירות-הערך האמריקאיים. ראו: *Caiola v. Citibank*, N. A., New York, 295 F.3d 312 (2d Cir. 2002) (להלן: עניין קיולה). במקרה האמור הסתייעה ההחלטה של ערכאת הערעור (אשר הפכה את החלטת הערכאה הראשונה) בעובדה

הקושי שהמצב החוקי יוצר, וכתוצאה מכך את טיפול-החסר של בתי-המשפט במכשירים פיננסיים מתוחכמים.

רוון נשען בטענותיו על כך שהחוזים העתידיים מקנים לבעליהם זכות לקבל כספים מהתאגיד אשר הנפיק אותם.¹¹⁷ השופטת אלשיך מסרבת לקבל טענה זו כפשוטה, וחוזרת על ההבחנה בספרות שפירוש מילולי-דווקני להגדרת "נייר-ערך" עלול לרוקן מתוכן את כוונת המחוקק.¹¹⁸ עם זאת, השופטת אלשיך אינה נוטשת את הרובד הלשוני של ההגדרה. לשיטתה, חוזה עתידי אינו נעשה על "מסמך" כדרישת ההגדרה של "נייר-ערך".¹¹⁹ החוזה העתידי אינו מונפק בסדרות ואין הוא ממוספר, הצדדים לחוזה העתידי הם הקובעים את תנאי ההתקשרות ומחירי החוזה, והאחידות נשמרת רק בנוגע לתנאי-המסגרת. על-כן אין מדובר בסדרת חוזים הומוגניים-סדרתיים, אלא בחוזים דו-צדדיים הנכרתים בין שני צדדים. למען הסר ספק, אין מדובר אף ב"תעודות המקנות זכות לרכוש או למכור ניירות-ערך", המהווה חלק מההגדרה של "נייר-ערך" בחוק. במקרה דנן החוזה העתידי מגלם מעין הסדר כספי שבו מדד של ניירות-ערך משמש משתנה חוץ-מערכתי, אשר בהסתמך על עליות או ירידות בו ייקבעו רווחיו או הפסדיו העתידיים של המתקשר בחוזה. אולם חשוב מכך הוא הטעם המהותי שבית-המשפט מציין כמענה לשאלה מדוע אין לראות חוזה עתידי הנשען על מדד מניות כ"נייר-ערך". בלשונה של השופטת אלשיך:

"מטרת דיני ניירות הערך בכלל, ושל חובת פרסום התשקיף בפרט, היא לאפשר קבלת מידע מהימן למשקיעים המוסרים את כספם בידי חברה על מנת לקבל תשואה שתנבע מאופן ניהול עסקיה. במסגרת פעולת המכשירים הפיננסיים בהם עסקינן, אין למשקיע כל כוונה להשקיע כסף בבנק כדי להשיג תשואה... אדם נקשר בחוזה עתידי על מנת להשיג רווח כתוצאה מהתנהגות מדד המניות ולא מאופן ניהול חברה זו או אחרת, ובכלל זה הבנק. כל הפרטים הרלוונטיים לצדדים לחוזה עתידי מגולמים בחוזה שנערך בין הצדדים... המידע באשר לחברות עצמן, אותן החברות

שההגדרה האמריקאית למונח "נייר-ערך" מונה במפורש (בניגוד להגדרה הישראלית) גם אופציות על מדדים של מניות כנייר-ערך. מכיוון שבמקרה של אופציה על מדד של מניות אין מדובר כלל ברכישה או במכירה של מניות ממשיות לשם מימוש האופציה, הסיק בית- המשפט שגם אופציה שמימושה תלוי במחירה של מניה יחידה תחשב נייר-ערך, מבלי שהסכם האופציה ידרוש העברה "פיזית" של המניה.

117 יתרה מזו, הגדרתו הרחבה ממילא של "נייר-ערך" מורחבת עוד יותר בס' 52 לחוק ניירות- ערך, לצורך פרק ח לחוק (שעל-פיו חל איסור על פתיחת בורסה לניירות-ערך וניהולה). סעיף זה אומר מפורשות כי ניירות-ערך הם "לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1..." עניין רוון, לעיל ה"ש 85, פס' 4. מובן שהגדרה קשה זו אינה מקילה על הפרשן.

118 שם, פס' 7.

119 שם, פס' 8. השופטת אלשיך אינה מסבירה כיצד קביעתה בעניין זה מסתדרת עם הפרשנות הליברלית שניתנה לתיבה "מסמך" על-ידי בית-המשפט העליון בעניין טבע, לעיל ה"ש 56.

אשר מרכיבות את המדד על פיו נקבעים רווחיו או הפסדיו של המתקשר בחוזה העתידי, מצוי בתשקיפי החברות. זוהי למעשה 'נקודת ההשקה' היחידה בין תשקיף, כאמור בסעיף 15 לחוק ניירות ערך, לבין המכשירים הפיננסיים שהוא פרשה זו. לא זו אף זאת, שהחוזים העתידיים נעדרים את הסממן הבסיסי של נייר ערך; להבדיל ממניות, תעודות השתתפות, אגרות חוב וכתבי אופציה המונפקים על ידי חברות, אין החוזה העתידי משמש אמצעי לגיוס הון על ידי תאגידים. בהתאם לכך, בין רוכש חוזה עתידי לבין חברה כלשהי מהחברות המרכיבות את המדד אין אלא קשר עקיף.¹²⁰ [ההדגשות במקור]

יתרה מזו, אליבא דשופטת אלשיך, מכיוון שנקבע במפורש בחוזה העתידי כי הזכויות המוקנות למתקשר עם הבנק הינן זכויות אישיות שאינן סחירות, אחד המאפיינים הבסיסיים של נייר-ערך אינו מתקיים בחוזה העתידי.¹²¹ לבסוף, השופטת אלשיך מצביעה על כמה דברי חקיקה חדשים המבחינים בין נייר-ערך "קלסי" לבין החוזה העתידי.¹²² לדעתנו, השופטת אלשיך צודקת בהערותיה המלומדות, ואכן אופציות (או חוזה עתידי) על מדד של מניות אינן מצויות בליבם של דיני ניירות-הערך, לנוכח מטרותיו הקלסיות של מערך דינים זה. עם זאת, כהשקעה סבילה עם מרכיבים פיננסיים מורכבים, אין זה בלתי-מתקבל על הדעת לפרוש על המשקיעים במכשירים אלה את ההגנות מכוח דיני ניירות-הערך או למצער את חלקן.¹²³ יתרה מזו, השופטת אלשיך טועה בסברתה כי המשפט האמריקאי אינו רואה מכשירים אלה כנייר-ערך. ההפך הוא הנכון – מכשירים אלה מנויים במפורש בהגדרת "נייר-ערך" בארצות-הברית, אלא שהשופטת התמקדה בסעיף-הסל של ההגדרה האמריקאית, דהיינו ב"חוזה השקעה" כמובנו בפסק-דין האווי, אשר מטפל למעשה

120 עניין רוזן, לעיל ה"ש 85, פס' 9.

121 הגבלת סחירותן של הזכויות המוצעות בעניין מונדרגון לא מנעה את השופטת חיות מלסווגן כניירות-ערך. ראו עניין מונדרגון, לעיל ה"ש 39, פס' 16. בעניין דותן, לעומת זאת, העדר הסחירות של זכויות החברות של החבר באגודה שיתופית היווה שיקול מרכזי בקביעת בית-המשפט כי חברות באגודה שיתופית (לפחות בנסיבות העניין) אינה זכות בנייר-ערך. ראו עניין דותן, לעיל ה"ש 61, פס' 76.

122 דברי חקיקה אלה כוללים את חוק השקעות משותפות בנאמנות ואת כללי הבנקאות (שרות ללקוח) (יעוץ להשקעות), התשמ"ו-1986, ק"ת 876. ראו עניין רוזן, לעיל ה"ש 85, פס' 11.

123 לעמדה המצדדת בהכללת מכשירים פיננסיים מתוחכמים, כחוזים עתידיים ואופציות על מדד המעו"ף, תחת הגדרת "נייר-ערך", ראו רונן עדיני דיני ניירות ערך (ההוצאה לאור של לשכת עורכי-הדין, 2004). מבלי לפגוע בנימוקים שהעלה עדיני, אנו מעדיפים ניתוח כללי הממקם את המכשירים הפיננסיים הנגזרים על-פי השיקולים המהותיים של הגדרת "נייר-ערך", ולא על-פי דמיון זה או אחר שלהם לניירות-ערך אמיתיים או לפי צורך נקודתי של מקצת מדיני ניירות-הערך. שיטת הניתוח של עדיני מנעה אותו מלעמוד על ההבדלים המהותיים שבין הנגזרים לבין ניירות-ערך קלסיים – הבדלים שחשיבותם נובעת מניתוח מטרותיהם של דיני ניירות-הערך. ראו את ניתוחנו בתת-פרק הבא.

רק במקרים המצויים בליבם של דיני ניירות-הערך.¹²⁴ יתרה מזו, מכיוון שההגדרה המרכזית של "נייר-ערך" אינה כוללת פירוט של מכשירי השקעה ספציפיים, היה בית-המשפט הישראלי יכול לאמץ, כצעד לגיטימי, את גישת סעיף-הסל האמריקאי (שכאמור אינה תופסת ברשתה מכשירים פיננסיים נגזרים) אך לדחות את המכשירים הספציפיים המנויים בהגדרה האמריקאית. בדרך זו הייתה נשמרת תוצאת ההליך וגם דרך הניתוח, וזאת תוך היפרדות מהדין האמריקאי על רקע השוני בהגדרות שקבע המחוקק. מכל מקום, האשם המרכזי נעוץ כמובן בהגדרות השונות של פעילות פיננסית המשתרעות על-פני ארבעה חוקים שונים ותקנותיהם, ולא במאמצי הפרשנות המהותיים והתקדימיים של בית-המשפט, שהינם ראויים ויוצאי-דופן כשלעצמם.

בנסיבות אלה, ועל-אף הדמיון במטריה שבמחלוקת, אין להתפלא כי המסקנה שאליה נטה השופט ישעיה בפסק-דין אופמת¹²⁵ שונה בתכלית מהמסקנה שאליה הגיעה השופטת אלשיך בפסק-דין רוזן. בעניין אופמת דובר במשקיע שהחזיק באופציות על מדד המעו"ף.¹²⁶ ביומיים שקדמו למועד פקיעתן של האופציות, ביצעו גופים בשוק ההון הישראלי כמה רכישות ומכירות של מניה הכלולה במדד המעו"ף במחירים "בלתי סבירים" וחסרי הגיון כלכלי, כלשון כתב-התביעה. לטענת המשקיע, פעולה זו, אשר גרמה לו נזק כספי בשל

124 השופטת אלשיך מצטטת את פסק-הדין המנחה בארצות-הברית בעניין, ומסבירה כי נקבעו בו ארבעה מבחנים מצטברים לסיווג נייר-ערך. ראו עניין רוזן, לעיל ה"ש 85, פס' 12. לאמיתו של דבר, כפי שהבהיר בית-המשפט העליון בארצות-הברית לאחר אותו פסק-דין מנחה, וכפי שכבר פירטנו בדיונונו בעניין לנדרת (ראו לעיל סעיף ב(א) למאמר), אין מדובר בהגדרת "נייר-ערך", אלא רק בהגדרת "חווה השקעה", המהווה חלק מההגדרה של "נייר-ערך". אופציות על מדדי מניות מהוות חלק אוטונומי של הגדרת "נייר-ערך" בארצות-הברית, ואין על כך כל ויכוח. ראו (1933) 15 U.S.C.S. §77b(a)(1) Securities Act of 1933. הרגולציה הפדרלית של מכשירים פיננסיים נגזרים בארצות-הברית הינה ענפה ומורכבת. חלק מהמכשירים הנגזרים, דוגמת אופציות על מניות או על מדד של מניות, מצויים באחריותה המוחלטת של הרשות לניירות-הערך, וחלק אחר, דוגמת חוזים עתידיים על סחורות, מצויים באחריותה של רשות פדרלית מיוחדת בשם Commodity Futures Trading Commission (CFTC). חוזים עתידיים על מניות נמצאים באחריות משותפת של שני הגופים, אף שהסמכות המרכזית בעניינם מצויה בידי ה-CFTC. במקרה של פסק-דין רוזן, כאמור, לא ברור בדיוק באיזה מכשיר נגזר מדובר. על חלוקת הסמכויות בין הרשויות ראו עדותו של יושב-ראש ה-CFTC לפני בית-הנבחרים, נגיש ב-www.cftc.gov/opa/speeches/opaborn-33.htm#n_8.

125 ת"א (מחוזי ת"א) 1203/02 אופמת השקעות בע"מ נ' קודסי, דינים מחוזי לד(4) 123 (2004). על-פי הפרסום בעיתונות, לאחרונה חתמו הצדדים על הסכם פשרה, שקיבל תוקף של פסק-דין, שלפיו התביעה תימחק מבלי שהנתבעת תודה באשמה. ארנון בן-יאיר "נמחקה בקשה לתובענה ייצוגית נגד חברת אקסלנס השקעות" הארץ online 9.4.2006 www.haaretz.co.il/hasite/pages/ShArtPE.jhtml?itemNo=703847&contrassID=2&subContrassID=6&sbSubContrassID=0.

126 מדד המעו"ף כולל את עשרים וחמש המניות של החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר מבין מניות ה"משתנים". מימוש על-ידי מסירת נכס-הבסיס אינו אפשרי כלל, הואיל והמדד אינו נכס בר-מסירה. ראו בן-חורין, לעיל ה"ש 114, בעמ' 653-655.

ירידה במדד המעו"ף, מהווה מניפולציה והשפעה בדרכי תרמית על שער המדד.¹²⁷ בד בבד עם התביעה הישירה נגד אותם גופים בשל הנוק הישיר שנגרם למשקיע, הוגשה בקשה להכיר בתביעה כייצוגית מכוח הוראות חוק החברות. הואיל ואחד התנאים הבסיסיים לצורך ניהול תביעה ייצוגית מכוח חוק החברות הוא קיומה של "זיקה" לנייר-ערך, מיהרו הגופים הנתבעים להגיש בקשה לסילוק התביעה על הסף. לטענתם, אופציות על מדד המעו"ף אינן נחשבות נייר-ערך,¹²⁸ ולכן אין ביכולתו של המשקיע ליצור את ה"זיקה" הנדרשת. השופט ישעיה החליט לא למחוק את התביעה על הסף בשלב מקדמי זה של ההליכים. ניכר כי העובדה שהגופים אשר ביקשו את מחיקת התביעה על הסף נמנעו מלתמוך את בקשתם בתצהירים ובראיות לכאוריות אחרות בנוגע לאופיו ולמהותו של מדד המעו"ף הייתה לצנינים בעיני בית-המשפט. על-כן לא מצא בית-המשפט מקום לקבוע בשלב זה של ההליכים, עוד בטרם הוצגו ראיות כלשהן, כי אופציות על מדד המעו"ף אינן נכללות בהגדרת "נייר-ערך" בחוק החברות.¹²⁹

אך השופט ישעיה אינו מסתפק בכך, ובהערת-אגב מוסיף את ההבחנה הבאה:

"עם זאת אציין, בקצירת האומר, כי בשלב זה, לפחות, בטרם הובאו ראיות כאמור, אין דעתי כדעת המבקשים בשאלה פרשנית זו. הן מבחינת לשון ההגדרה של המונח 'נייר ערך' בסעיף 1 לחוק החברות הנוקטת ברישא במונח 'לרבות', והן מבחינת התכלית החקיקתית שביקש המחוקק להשיג, סבור אני, כי יש לראות באופציות על מדד המעו"ף, כמו גם אופציות על שערי מטבע זרים, משום 'ניירות ערך' לפי חוק החברות, אשר למחזיקיהם יש הזכות לבקש אישור תובענה כייצוגית לפי סעיף 207 לחוק החברות."¹³⁰

השופט ישעיה אינו מגלה מהי לדעתו אותה תכלית חקיקתית המחייבת לראות גם אופציות על מדד המעו"ף בבורסה כמו גם אופציות על שערי מטבעות זרים כניירות-ערך. יש להניח כי השופט רואה לנגד עיניו את העובדה שגם פה מדובר במכשיר של השקעה סבילה.¹³¹ תנאי זה מהווה לשיטתנו תנאי הכרחי בהגדרת מכשיר השקעה מסוים כנייר-ערך, אולם אין הוא תנאי מספיק, ולכך עוד נחזור בהמשך. שיקול נוסף שעמד בוודאי לנגד עיניו של השופט הוא שבמקרה שלפניו, להבדיל מעניין רוזן, דובר במכשיר סחיר הנסחר

127 מניפולציה והשפעה בדרכי תרמית על שער המדד מהוות עברה פלילית לפי ס' 54 לחוק ניירות-ערך.

128 ראו ס' 1 לחוק החברות. בשל השימוש במילה "לרבות", דומה שמנסחי חוק החברות הצליחו לייצר הגדרה ברורה פחות אף מההגדרה המקבילה בחוק ניירות-ערך. על כניסתו לתוקף של חוק תובענות ייצוגיות ראו לעיל בטקסט הסמוך לה"ש 36.

129 עניין אופמת, לעיל ה"ש 125, פס' 5-6.

130 שם, פס' 6.

131 לא זו בלבד שמדובר פה בהשקעה סבילה, מדובר במכשיר שאין בו כל שימוש אחר למעט להשקעה סבילה. בכך הוא שונה מנדל"ן, למשל, שניתן לרוכשו למטרת השקעה סבילה אך גם למטרת השקעה פעילה (בנייה, השכרה, תפעול) ולעיתים גם למטרה צרכנית.

בבורסה, ודיני ניירות-הערך יכולים לסייע בביצור אמון הציבור בבורסה, בין היתר בהקשר הספציפי של איסור השפעה על השער בדרכי תרמית ובאמצעות שימוש במידע פנים. עם זאת, יש לזכור כי מרכיב הסחירות ככלל, והסחירות בבורסה בפרט, אינו מהווה חלק מפורש מהגדרת "נייר-הערך" בחוק, ויש בעייתיות בהחלה שלו בדיעבד.¹³²

(ב) המקור להבדל בין מכשירים פיננסיים נגזרים לבין ניירות-ערך קלסיים

כדי להמחיש את הפער שבין מכשירים פיננסיים נגזרים לבין מכשירי השקעה אחרים, בחרנו להתחיל את הדיון בפסק-דין אמריקאי משנות התשעים. מכיוון שנגזרים סטנדרטיים אשר נכס-הבסיס שלהם הוא נייר-ערך (כגון אופציות על מניות או על מדדי מניות) נכנסים בארצות-הברית במפורש לגדר ההגדרה של "נייר-ערך" ואין לגביהם ספק, בחרנו להביא דווקא את פסק-דין לייף פרטנרס, שנסב סביב יוזמה כלכלית ייחודית ומקברית שעוררה ספק בדבר תחולתם של דיני ניירות-ערך.¹³³ חברה בשם Life Partners, Inc. (להלן: LPI) הגתה תוכנית עסקית שלפיה משקיע יכול לרכוש חלק יחסי של פוליסת ביטוח חיים של חולה סופני בהנחה של בין 20% ל-40% משווי הפוליסה, כתלות בתוחלת החיים המשוערת של החולה הסופני. עם מות המבוטח, המשקיע מקבל את החלק היחסי של ביטוח החיים שהיה משולם לעיזבון של המבוטח. LPI ארגנה את העסקות הללו ועשתה כמה פעולות אדמיניסטרטיביות בעבור הצדדים, כגון העברות כספים גם לאחר החתימה על העסקות. לטענת ה-SEC, עסקות אלה מהוות מכירה של ניירות-ערך, משום שהן נופלות להגדרה של "חווה השקעה" על-פי הפרשנות של פסק-דין האווי, ולכן עברה LPI על חוקי ניירות-הערך האמריקאיים בכך שלא דאגה לרשום את תוכניתה ולקבל את האישורים הנדרשים מאת ה-SEC.¹³⁴

במהלך ההליכים שנוהלו בין LPI לבין ה-SEC, במתכונת המזכירה במעט את ההתנהלות שהזכרנו בפסק-דין מונדרגון הישראלי, שינתה LPI פעמים מספר את מגוון השירותים שסיפקה למשקיע לאחר שהלה רכש את חלקו בחווה הביטוח. מכל מקום, בכל המתכונות, עיקר פעולותיה של LPI נעשו לפני ביצוע ההשקעה. כך, עוד בטרם אותר משקיע, יצרה LPI קשר עם המבוטח, העריכה את מצבו הרפואי ואת פוליסת הביטוח שלו, ניהלה עם המבוטח משא-ומתן בנוגע לתנאי ההשקעה ובאשר להבאת משקיע שירכוש חלק בחווה ביטוח חיים, ובסופו של דבר דאגה להכנת המסמכים המשפטיים הנחוצים להתקשרות. לאחר ביצוע ההשקעה, נרשמו LPI או מי מטעמה כמוטבים של חווה הביטוח.

132 דרישת הסחירות הינה אחד היסודות המנחים של דוח ועדת פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 25. בעניין מונדרגון ובעניין דותן, כפי שראינו, הגיעו השופטים למסקנות הפוכות ביחס לנחיצותו של יסוד הסחירות כתנאי לקיום נייר-ערך. ראו את הדיון לעיל בה"ש 121.

133 SEC v. Life Partners, Inc., 87 F.3d 536 (D.C. Cir. 1996) (להלן: עניין לייף פרטנרס).

134 למען שלמות התמונה, אחת מטענות ההגנה המקדמיות של LPI הייתה כי העסקות החשודות חוסות במונח "פוליסת ביטוח", אשר פטורה לחלוטין מתחולתם של חוקי ניירות-הערך הפדרליים. ראו שם, בעמ' 541-542.

כמו-כן המשיכה LPI להעניק שירותים אדמיניסטרטיביים שונים למשקיע, כגון ניטור מצבו הרפואי של המבוטח, דאגה להמשך קיומה של פוליסת הביטוח, ולבקשת רוכש הפוליסה – מציאת משקיע נוסף שיהיה מוכן לרכוש את חלקו.¹³⁵

לאחר פניית ה-SEC, ובניסיון לפעול לפי הנחיותיה, שינתה LPI את מבנה ההשקעה המוצע כך שהרוכש יירשם כמוטב של חוזה הביטוח. בדרך זו נוצרה לראשונה יריבות חוזית ישירה בין המשקיע לבין חברת הביטוח. נוסף על כך גילתה LPI למשקיעים הפוטנציאליים את זהותו של בעל השליטה בה וכן את העובדה כי בעל השליטה, אשר כיהן במקביל כנושא-משרה ב-LPI, היה מעורב בעברו פעמים מספר בסכסוכים משפטיים עם רשויות פדרליות, אם כי לא בקשר לחוזה ההשקעה הנוכחיים. כמו-כן הובהר למשקיעים כי הם אינם מחויבים לקבל שירותים נוספים לאחר הרכישה מהנאמן שהוצע להם על-ידי LPI, וכן הוסבר להם כיצד יוכלו לעשות בעצמם את הפעולות האדמיניסטרטיביות הנחוצות לאחר הרכישה.

מאחר שגם גרסות ההשקעה המעודכנות לא סיפקו את דרישות ה-SEC, התנהלו ההליכים שהובילו לפסק-דין לייף פרטנרס. לב המחלוקת היה אם מדובר ב"חוזה השקעה" בהתאם לחוקי ניירות-הערך, ולכן בית-המשפט מתחיל את ניתוחו בחזרה על שלושת יסודותיו של מבחן האווי: (1) ציפייה של המשקיע לרווחים; (2) מהשקעה משותפת; (3) הנובעים בעיקרם מפעולותיהם של הזומים או של צדדים שלישיים.

בית-המשפט לא נדרש למאמץ מיוחד על-מנת להגיע למסקנה שהיסוד הראשון של מבחן האווי מתקיים במקרה זה: המשקיעים רכשו חלק מחוזה הביטוח מתוך ציפייה לרווחים. בית-המשפט פירש כאן את יסוד הרווח בצורה רחבה. בהסתמך על קביעתו של בית-המשפט העליון הפדרלי בפסק-דין פורמן, הצירוף "ציפייה לרווח" מתקיים כל אימת שהרכישה נעשית בציפייה להחזר כספי חיובי על סכום ההשקעה, להבדיל מרכישה לשם צריכה עצמית של הרוכש. בחוזה ההשקעה ששיווקה LPI, המשקיע רוכש זכות תביעה על החזר כספי עתידי, ומובן כי הרכישה אינה נעשית לשם צריכה עצמית, אלא לשם רווח עתידי.

היסוד השני של מבחן האווי קובע כי על ההשקעה להיות חלק מהשקעה משותפת (common enterprise). לעניין זה, כפי שראינו, בתי-המשפט הפדרליים תמימי-דעים כי "שיתוף אופקי" – דהיינו, פעילות שמשותפת במאחד בכספי המשקיעים ואשר מייחסת לכל אחד מהם חלק יחסי של ההכנסות וההוצאות – עונה על דרישת התת-מבחן של ההשקעה המשותפת.¹³⁶ במקרה זה, LPI אוספת מספר לא-מבוטל של משקיעים ומצרפת את השקעותיהם לשם הפיכתם למוטבים של פוליסת ביטוח חיים אחת של חולה סופני. אף שייתכן כי השקעה בפוליסה אחת מסוימת הינה רווחית יותר או רווחית פחות (כתלות מעלת-חלחלה בהידרדרות מחלתו של החולה הספציפי) מהשקעה בפוליסה אחרת, כל המשקיעים בחוזה ביטוח אחד נהנים מאותו שיעור רווחיות. היות שכל המשקיעים בהשקעה

135 רוב הפעולות הללו נעשו על-ידי נאמן מטעמה של LPI. לאחר העסקה המקורית לא היה ל-LPI אינטרס כלכלי נוסף במערכת היחסים שבין המבוטח לבין המשקיע.

136 עניין ריבק, לעיל ה"ש 90.

הספציפית חשופים לסיכון משותף או לחלופין ייהנו יחד מהתממשות הסיכוי, בית-המשפט רואה אותם כחברים בהשקעה משותפת.

לבסוף, המחלוקת העיקרית בפסק-הדין – מחלוקת אשר חשובה במיוחד לענייננו בדיון הישראלי – נסבה על התנאי השלישי של מבחן האווי, דהיינו, אם רווחיהם של המשקיעים נבעו בעיקרם ממאמצייהם של הזמים או של צדדים שלישיים. LPI העלתה את הטענה שתנאי זה אינו מתקיים מאחר שמאמצי הזים הושקעו לפני חתימת חוזה ההשקעה, ואילו לאחר החתימה הזים מתעסק בעיקר במטלות ביורוקרטיות משרדיות. לאחר חתימת הסכם ההשקעה, רווחי המשקיעים אינם תלויים עוד במאמצי LPI, אלא במשך הזמן שנשאר למבוטח לחיות ותו לא.

בשלב זה בית-המשפט מתאר בקצרה את ההתפתחות ההדרגתית שעבר תנאי זה של מבחן האווי. כך, למשל, עם השנים הסתפקו בתי-משפט בכך שהרווחים ינבעו במידה ניכרת (predominately) ממאמצייהם של הזמים או של צד שלישי, ומעורבות מסוימת של המשקיעים בהשקעה לא פסלה את ההשקעה מהגדרת "חוזה השקעה" ובעקיפין מהגדרת "נייר-ערך".¹³⁷ לענייננו, בית-המשפט מציע להבחין בין פעולות שהזים נוקט לפני מועד ההשקעה לבין פעולות הנעשות לאחר מועד ההשקעה. לצורך כך בית-המשפט מעביר תחת שבת ביקורתו את שלוש הגרסות של חוזה ההשקעה המוצע על-ידי LPI, תוך הבחנה בין הפעולות ש-LPI עושה לפני החתימה על חוזה ההשקעה לבין הפעולות שהיא עושה לאחריה. בשלב הראשון בית-המשפט בוחן את משמעות הפעולות הנעשות לאחר ההשקעה. אליבא דבית-המשפט, פעולות אלה הן במהותן קלות-ערך יחסית לאלה שקודמות למועד ההשקעה, כמפורט להלן.

כזכור, בגרסה הראשונה LPI נותרת רשומה כמוטב וכבעלים של חוזה הביטוח. במבט ראשון, המשקיע נשאר תלוי ב-LPI, שכן האחרונה יכולה לגבות את כספי הביטוח עם מות המבוטח ולהימנע מלהעבירם ליעדם. ברם, בית-המשפט מבהיר כי חוקי ניירות-הערך האמריקאיים לא נועדו לשמש חסם ותרופה נגד כל מעשי התרמית שעלולים להתרחש בעולם העסקי, אלא להגן על משקיעים בניירות-ערך. במקרה זה אין זיקה של ממש בין רווחיות המיזם לבין שם המוטב הרשום בפוליסה. לפי בית-המשפט, התנאי השלישי של מבחן האווי דורש שפעולות הזים ישפיעו על רווחיות המיזם, ותנאי זה אינו מתקיים במקרה זה, חרף הישארותה של LPI באופן פורמלי כמוטב של הפוליסה.

בגרסה השנייה של חוזה ההשקעה, נאמן מטעם LPI עושה פעולות מסוימות לאחר ביצוע ההשקעה. ה-SEC ריכזה את טענותיה נגד שירות מסוים שהציעה LPI למשקיעים לאחר הרכישה. מדובר בסיוע ש-LPI הייתה מוכנה להעניק למשקיעים במציאת משקיעים חלופיים לרכישת חלקם בחוזה הביטוח. באמצעות שירות זה היה יכול להיווצר, הלכה למעשה, מעין שוק משני למשקיעים בחוזים מסוג זה. אולם בית-המשפט אינו מתרשם יתר על המידה מטיעון זה, ודוחה אותו מטעמים עובדתיים. ראשית, לא הובאו ראיות לכך שאכן היו משקיעים שהעדיפו לממש את השקעותיהם בחוזה ביטוח החיים עוד במהלך חי

SEC v. International Loan Network, Inc., 968 F.2d 1304, 1308 (D.C. Cir. 1992); 137
Goodman v. Epstein, 582 F.2d 388, 408 n.59 (7th Cir. 1978)

המבוטח. שנית, גם אם שירות כזה אכן הוצע למשקיע פלוני, ה-SEC לא הצליחה להוכיח כי מאמצי התיווך של LPI יכולים להשיא את שווי ההשקעה. שלישית, בית-המשפט העניק משקל נכבד לאזהרות שפרסמה LPI בקשר לשירות התיווך המוצע על-ידיה, ובפרט כי לא בטוח כלל שיהיה אפשר למצוא רוכש חלופי או למכור את חלקו של המשקיע במחיר כלשהו.

לבסוף, ובאופן דומה, בית-המשפט מנתח את הגרסה השלישית של חוזה ההשקעה, וקובע כי אין בפעולות הביורוקרטיות המשרדיות הנעשות על-ידי נאמן מטעמה של LPI כדי להשפיע על רווחיות ההשקעה. גם אם נקבל את הטענה שחלק-הארי של המשקיעים יודקו לעזרתו של גוף מומחה לשם ביצוע אותן פעולות נחוצות, וכי חרף זכות הבחירה שניתנת למשקיע להתקשר עם כל גוף אשר יחפוץ לשם ביצוע פעולות אלה סביר להניח כי הוא יבחר בסופו של דבר את הנאמן בעל הקשרים ל-LPI, מסקנת הניתוח לא תשתנה. לנוכח זאת, מסקנת בית-המשפט בשלב זה היא שה-SEC לא הצליחה להצביע על כל פעולה או שירות ש-LPI או מי מטעמה עושים או מציעים לאחר מועד ההשקעה שאינם ביורוקרטיים משרדיים באופיים. יתרה מזו, אין בכוחן של פעולות אלה להשפיע על רווחיות ההשקעה באופן ממשי, ובוודאי אין הן הגורם העיקרי הנדרש לשם עמידה במבחני פסק-דין האווי לחוזה השקעה.

לנוכח האמור, בית-המשפט ממשיך ובודק אם יש לתת משקל לפעולות שנעשו על-ידי LPI בטרם נחתם חוזה ההשקעה עם המשקיע, ואם פעולות אלה יכולות לספק את דרישות מבחן האווי ל"חוזה השקעה". בית-המשפט מאזכר שתי החלטות של בתי-משפט פדרליים ומבחין ביניהן. בשני המקרים קבעו בתי-המשפט במשתמע כי הפעולות שנקטו הוגי התוכנית לפני ההשקעה אינן משפיעות על ההכרעה אם מדובר כאן בנייר-ערך. השוני בין התוצאות נבע מכך שאחד היזמים התחייב לעשות פעולות בעלות אופי יומי לאחר ההשקעה, ואילו הפעולות שהיזם במקרה האחר הבטיח לעשות לאחר קבלת כספי ההשקעה לא נשאו אופי משמעותי להשקעה. בית-המשפט מחיל מבחן זה במפורש גם בעניין LPI, בשעה שהוא מדגיש כי גם פעולות מקיפות ביותר של היזם לפני ההשקעה אינן הופכות את ההתקשרות לחוזה השקעה. אין מחלוקת כי הפעולות שנעשו על-ידי LPI הינן הכרחיות להצלחת המיזם, הואיל ואין מדובר בפעולות תיווך גרידא בין משקיעים לבין השקעה מסוימת. המשקיעים הפוטנציאליים מסתמכים כמעט לחלוטין על LPI לשם איתור בעל פוליסת ביטוח חיים מתאימה, לרבות הערכת הפוליסה האמורה וניהול משא-ומתן על מחיר ראוי. עם זאת, בית-המשפט מכריע כי כאשר הפעולות המהותיות של יומי ההשקעה נעשות לפני המועד שבו גויסו כספי ההשקעה, חוקי ניירות-הערך האמריקאיים אינם חלים. לשון אחר, לשיטת בית-המשפט, חובת הגילוי הרחבה (וכללי אי-התרמית) מכוח חוקי ניירות-ערך אינה נדרשת לטובת המשקיע, אשר אמור להיות מסוגל להעריך בכוחות עצמו את ממדי הסיכון והסיכוי בהשקעה האמורה. מטרתם של חוקי ניירות-ערך אינה להילחם בכל סוגי התרמית, כך לשיטת בית-המשפט, אלא רק במעשי תרמית הנגרמים בקשר לניירות-ערך. עצם הרכישה של חלק יחסי בפוליסת ביטוח חיים אינה הופכת את ההשקעה לחוזה השקעה העומד בתנאים של מבחן האווי. במקרה זה, רווחיות ההשקעה תלויה באורך חייו של המבוטח, ולכן ה-SEC לא הצליחה להוכיח כי הצלחתה או כשלונה

של ההשקעה נובעות מ"פעולותיהם ומאמציהם של היוזמים (או צדדים שלישיים)", כדרישת מבחן האו"י.¹³⁸

קשה לשבח מסקנה זו של בית-המשפט או לחלוק עליה מבלי להתייחס לתכלית העיקרית של דיני ניירות-ערך, והיא ההגנה על המשקיעים בהשקעה סבילה. דינים אלה באים להציב תמרורי אזהרה לפני משקיעים אשר יאפשרו להם לברור את ההשקעות הטובות ולנפות את ההשקעות הרעות, וכתוצאה מכך יאפשרו למשק לשגשג. אולם אין לראות את כל ההשקעות הסבילות כעשויות מקשה אחת. אולי בראש רשימת ההשקעות המצדיקות התערבות, ובוודאי בראש הרשימה שעמדה לנגד עיניהם של המחקקים בארצות-הברית בראשית שנות השלושים, עומדות ההשקעות של אדם בעסקו של אחר. במצב זה מתעצם חוסר הסימטרייה של המידע בין מגייס ההון הפעיל בעסק לבין המשקיע המרוחק, ועימו החשש שהמשקיע יתפתה להשקעה במחירים מנופחים או להשקעה בהשקעות לא-ראויות.¹³⁹ יתר על כן, במצב-דברים מעין זה, כספיו של המשקיע עוברים לשליטתו של מגייס ההון, והוא עלול להשתמש בהם לטובתו-הוא, ולא לשם מקסום התשואה על ההשקעה.¹⁴⁰ זאת ועוד, בהשקעה בעסקו של אחר אין שקיפות אוטומטית לגבי מצב העסקים של מגייס ההון לאחר ביצוע ההשקעה, ובהעדר הוראות מפורטות (מכוח חוזה או מכוח החוק) לגבי הגילוי הנדרש, לא יוכל המשקיע לברר את מצב השקעתו ואם זו העלתה פרי. לעומת זאת, קיימות השקעות סבילות רבות אחרות שלגביהן אין עולים כל אותם חששות, או לפחות לא באותה

138 למען שלמות התמונה, דעת המיעוט בעניין לייף פרטנרס, לעיל ה"ש 133, סברה כי בפעולות טרום-השקעה שנעשו על-ידי הוגי התוכנית יש כדי לספק דרישה זו של מבחן האו"י, בתנאי שפעולות אלה חיוניות להצלחת ההשקעה.

139 לעניין האסימטרייה של המידע ראו לעיל ה"ש 21. לעניין המגבלה הקוגניטיבית ראו לעיל ה"ש 22. רעיון הרציונליות החסומה, כמו-גם כשלים קוגניטיביים נוספים, פותחו בהמשך על-יד פרופ' עמוס טברסקי ז"ל ופרופ' דניאל כהנמן, אשר זכו אף הם בפרס נובל לכלכלה בשנת 2002. ראו: Amos Tversky & Daniel Kahneman, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *JUDGMENT UNDER UNCERTAINTY: HEURISTICS AND BIASES 3* (Daniel Kahneman, Paul Slovic & Amos Tversky eds., 1982); Amos Tversky & Daniel Kahneman, *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, 211 *SCIENCE* 453 (1981) (1981). לתיאור תמציתי בעברית של המחקרים המפורסמים של פרופ' כהנמן וטברסקי ז"ל, ראו מיה בר-הלל "התובנות הפסיכולוגיות שזכו בפרס נובל בכלכלה" רבעון לכלכלה 4/03 771 (2003). בנוגע לכשלים קוגניטיביים שאופייניים למשקיעים בשוק ההון ראו La Blanc & Rachlinski, לעיל ה"ש 22, ופרסמן-יוזפוב, לעיל ה"ש 22.

140 חוסר האחידות באינטרסים של הדמויות השונות הקשורות למארג התאגידי – בעלי מניות השליטה, בעלי מניות המיעוט, מנהלים ונושים – כונה לימים "בעיית הנציג", ונהוג לייחס את ההסבר הראשוני של התופעה ל-"Theory" Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3(4) *J. FIN. ECON.* 305, 350–360 (1976), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043. לתיאור עדכני ראו זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטירו פרוקציה – חיבורי משפט 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו עורכים, 1996).

עוצמה. לבסוף, מכיוון שדיני ניירות-הערך עוצבו ברובם כדי להתמודד עם הפרדיגמה של השקעה בעסקו של אחר, לעיתים קרובות הם אינם מתאימים לטיפול בהשקעות סבילות מסוג שונה.

(ג) סיכום עמדתנו בשאלת תחולתם של דיני ניירות-ערך על מכשירים פיננסיים נגזרים

כבר ציינו כי לשאלה אם ראוי שדיני ניירות-ערך יחולו על אופציות על מדד מסוים, אופציות על שער של מטבע חוץ, חוזים עתידיים ודומיהם אין לדעתנו תשובה חותכת במסגרת המטרות הקלסיות של דיני ניירות-ערך, ועל-כן על המחוקק הישראלי להבהיר עניין זה מפורשות כפי שעשה המחוקק האמריקאי. מצד אחד, גם ההשקעה במכשירים אלה מהווה השקעה סבילה לכל דבר ועניין. ככזו, גם היא חשופה לחולשותיהם של בני-אדם רבים, אשר מתוך ציפייה לרווח גבוה מוכנים לא להקפיד בבדיקת פרטי ההשקעה ולעיתים אף לנהוג בפזיזות של ממש. מהיבט זה דיני ניירות-ערך יכולים לסייע בהעלאת רף האחראיות לתרמית במסגרת ההשקעה במכשירים אלה, ובדרישה להספקת מידע בדרך סדורה ומלאה. מצד אחר, קיים הבדל מכריע בין השקעות סבילות אלה לבין השקעות סבילות רגילות בעסק המנוהל על-ידי אחר, אשר אמורות כזכור ליפול לשיטתנו לגדר המונח "נייר-ערך". ההבדל נעוץ בכך שהחלק הפעיל של היזם בהקשר של אופציות על נכס-בסיס מסוים, ובהקשר של מכשירים דומים אחרים, מסתיים עם בחירת נכס-הבסיס. מרגע זה ואילך, ולאחר ביצוע ההשקעה, התשואה של המכשיר הפיננסי תלויה בתנודות של נכס-הבסיס.

העדר מעורבותו של היזם בשלב זה מפיג במידה רבה את החששות המלוות את מטרותיהם של דיני ניירות-הערך. ראשית, היזם אינו יכול להפיק לעצמו טובות-הנאה מניהול העסק שאותן הסתיר מהמשקיעים מלכתחילה (בהנחה שהחווה המקורי אכן מגלה את כל קשריו של היזם להשקעה, לרבות דמי ניהול ותנאי תגמול מיוחדים), והרי חלק מרכזי מדיני ניירות-הערך נועד להכריח את היזם לספק למשקיעים מידע מלא על פן זה של ההשקעה, לרבות פירוט כל הזיקות של היזם להשקעה. שנית, קיימת שקיפות לגבי התנודות במחיר נכס-הבסיס, להבדיל מתנודות בפעילות כלכלית של השקעה המנוהלת על-ידי היזם, אשר אינן גלויות לכל, ואשר מוטיב מרכזי בדיני ניירות-הערך מכווון לחשיפתן בדרישת הדיווח המתמשך.¹⁴¹ מסיבה זו קשה לענות על השאלה אם ראוי להחיל את הגדרת "ניירות-הערך" על מכשירים מעין אלה, לנוכח ההגדרה הסתומה של החוק הישראלי, מה-גם שראוי אולי להחיל דרישות גילוי נפרדות לגבי מכשירים שבהם תפקידו של היזם מתמצה בבחירת נכס-הבסיס.

מבלי להיכנס עמוק יותר לעובי הקורה של סוגיה מורכבת זו, נציין רק כי חלק מהמכשירים הנגזרים מונפקים בהליך דומה להליך ההנפקה של ניירות-ערך רגילים. זה

141 אמת, קיים סיכון של חדלות-פירעון של נותן ההתחייבויות, אשר מצדיק לכאורה דיווח על מצבו הכלכלי, אולם כפי שנראה בתת-פרק הבא, סיכון של חדלות-פירעון גרידא אינו מצדיק ואינו מביא לידי החלה אוטומטית של דיני ניירות-הערך.

המצב בנוגע לתעודות-סל, למשל.¹⁴² לעומתם, במכשירים נגזרים אחרים אין דרך לזהות את מהלך ההנפקה המוכר, וזה המצב בנוגע לאופציות הסחירות על מדד המעו"ף, למשל. כל זה נכון שבעתיים בשים לב להשלכות הכבדות, ולעיתים הפליליות, של הגדרה מעין זו. על אי-הבהירות ניתן אולי ללמוד מהצעה עדכנית לתיקון חוק ניירות-ערך שמטרתה להחיל את איסור הסחר במידע פנים גם על עסקות במכשירים נגזרים. אם תיקון זה אכן נדרש, אזי הוא מגלה כי הדין הקיים אינו רואה בנגזרים על ניירות-ערך או על מדדים של ניירות-ערך משום נייר-ערך, ואף אם התיקון נדרש למטרות הבהרה בלבד, הוא חושף את המחלוקת לגבי הדין הקיים. במסגרת התיקון הוצע להוסיף להגדרה של "ניירות-ערך" שבפרק 11 לחוק (הפרק הדין באיסור השימוש במידע פנים) הפניה לסעיף 52 לחוק, אשר כולל בתוכו, על-פי דברי ההסבר, מכשירים פיננסיים נגזרים נסחרים.¹⁴³

קיים שוני נוסף בהניעה לפרישת ההגנה של דיני ניירות-הערך על מכשירי השקעה נגזרים. שוני זה נובע מכך שלהבדיל מהשקעה סבילה ביזמות עסקית של אחר, אשר אין כיום ספק בנחיצותה להצלחת העסקית של המשק, קיימות עמדות שונות באשר לתועלת החברתית הצומחת מקיומם של מכשירי ההשקעה הנגזרים. מכשירים אלה מאפשרים אומנם ביזור סיכונים, ואולי גם מייצלים את תמחורם של שווקים מסוימים, אבל חסר להם המרכיב של העברת כספים לשם מימון מיזמים נדרשים, בעוד מרכיב ההשקעה לשם ספקולציה וכן רמת הסיכון שבהם גבוהים.¹⁴⁴ לפיכך, בעוד אנשי כלכלה רבים, דוגמת ראש הבנק הפדרלי

142 גם רשות ניירות-ערך ערה לסוגיות המורכבות שהשימוש הגובר בתעודות-סל מוליד, ולאחרונה פרסמה שלוש החלטות של הסגל והמליאה ביחס למוצרים מובנים ותעודות-סל. מדובר בהחלטה 107-1 של רשות ניירות-ערך "ניירות ערך מובנים (Structures) ותעודות סל" (פברואר 2005) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_888.pdf; החלטה 107-2 של מליאת רשות ניירות-ערך "הקלה בדרישות הגילוי בתשקיפי אג"ח מובנות" (ספטמבר 2003) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_889.pdf; החלטה 107-3 של רשות ניירות-ערך "שיווק ופרסום תעודות סל" (אוגוסט 2005) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_890.pdf. ביחס להחלטה האחרונה, אשר הגבילה הלכה למעשה את אפשרותם של מנפיקי תעודות-הסל להציע לציבור יחידות נוספות של התעודה ללא תשקיף, מעניין שמנפיקים מסוימים ניצלו את התיקון העדכני לחוק ניירות-ערך אשר הוסיף את ס' 23 לחוק ואיתו את האפשרות לפרסם "תשקיף מדף", כלומר, לקבל אישור עקרוני למתווה ההצעה לציבור, תוך פרסום נתוני המנפיק, כאשר אין תוכנית גיוס פרטנית ומיידית ביחס לתעודות-סל. ראו ס' 2 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 25), התשס"ה-2004, ס"ח 18. ראו בעניין זה את הדיווחים: ק.ס.ס סל סחורות בע"מ "תשקיף מדף מיום 11.7.2006" מערכת מאיה maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=202645; ק.ס.ס סל סחורות בע"מ "תשקיף מדף מיום 30.8.2006" מערכת מאיה maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=211004; תאלי תעודות סל בע"מ "תשקיף מדף מיום 2.11.2006" מערכת מאיה maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=221130.

143 הצעת התיקון לחוק ניירות-ערך בנושא החלת ההגבלות בנוגע לשימוש במידע פנים על אופציות אושרה על-ידי ועדת השרים לחקיקה ביום 9.10.2005. להצעת התיקון ראו www.isa.gov.il/Download/IsaFile_1593.pdf (להלן: הצעת התיקון לחוק ניירות-ערך).

144 התועלת שבהם מתמזה אם כן ב-price discovery וב-hedging של סיכונים.

אלן גרינספן, מאמינים כי תרומתם לפיתוח המשק רבה, דמויות בולטות אחרות, דוגמת המשקיע האגדי וורן בפט, רואים בהם תופעה מסוכנת ומיותרת.¹⁴⁵ לבסוף, קיימת גם אפשרות להחיל רק מקצת מדיני ניירות-הערך על מכשירים פיננסיים נגזרים או להחילם רק על מכשירים פיננסיים נגזרים הנסחרים בשווקים מסוימים. כך, למשל, בעוד רשימה זו מתרכזת בדרישות הגילוי המיוחדות של דיני ניירות-הערך, קיימות, כפי שכבר ראינו, גם הוראות בדבר איסור מניפולציה, איסור השפעה בדרכי תרמית ואיסור שימוש במידע פנים. מטרתיהן של הוראות אלה שונות מאלה של ההוראות באשר למשטר הגילוי, ועיקרן בתמצית למנוע קלקולים במסחר בשוק. לנוכח מטרת אלה ספק אם יש הצדקה עניינית להבחנה בין ניירות-ערך קלסיים לבין נגזרים. אחת האפשרויות היא אפוא להתרכז בהקשר של הוראות אלה בשווקים שאנו מעוניינים להגן עליהם, ולא בסוג ההשקעה. כדי להשיג מטרה זו ניתן בפשטות להוסיף להגדרת "נייר-ערך" גם כל מכשיר פיננסי הנסחר בבורסה לניירות-ערך.¹⁴⁶ אפשרות אחרת היא לפצל בין ההוראות השונות ולקבוע כי ההוראות האוסרות תרמית, מניפולציה ושימוש במידע פנים יחולו גם על המכשירים הפיננסיים המתוחכמים, אך רוב ההוראות של דיני ניירות-הערך בדבר גילוי, ובראשן החובה לפרסם תשקיף, לא יחולו לגביהם.¹⁴⁷ מכל מקום, לא היינו נוטים לפתרון של פיצול לכמה הגדרות של "נייר-ערך", כל אחת לטובת חלק אחר של חוק ניירות-ערך ושל החוקים הפיננסיים האחרים הנופלים תחת אחריותה של רשות ניירות-ערך. פיצול זה,

145 ההיחלצות לטובת המשקיעים בהם בעזרת דיני ניירות-הערך הינה לפיכך חרבי-פיפיות. מחד גיסא, היא עלולה להקטין את רמת הסיכון, אך מאידך גיסא, היא עלולה להגביר את השימוש במכשירים אלה. לתמצית הוויכוח בין גרינספן לבין בפט ראו: Ari Weinberg "The Great Derivatives Smackdown" forbes.com (9.5.2003) www.forbes.com/home_asia/2003/05/09/cx_aw_0509derivatives.html.

146 הוראה זו דומה לכאורה להצעת ההגדרה של "נייר-ערך" בדוח ועדת פרוקצ'יה, לעיל ה"ש 25, אולם קיימים שני הבדלים הנובעים מכך שדוח הוועדה מתייחס להגדרה זו כאל הגדרה אקסלוסיבית של "נייר-ערך" (אם לכך אכן כיוונו המחברים), ואילו אנו מציעים להוסיף אותה כתת-סוג של ניירות-ערך. ההבדל האחד הוא שההגדרה שלנו כוללת בקרבה גם מכשירים פיננסיים שהינם במהותם ניירות-ערך אך שיומיהם אינם מתכוונים כלל לרשום אותם למסחר בבורסה, דוגמת ניירות-הערך שהונפקו בעניין מונדרגון. ההבדל האחר הוא שהגדרת "בורסה" (שבה התעמקה הוועדה) נסמכת על זירה שבה מתנהל מסחר בניירות-ערך, וכך יוצא שהגדרת "נייר-ערך" מפנה להגדרת "בורסה", והגדרת "בורסה" מפנה להגדרת "נייר-ערך", וניתן רק לנחש מהו המאפיין ההופך מכשיר פיננסי לנייר-ערך ואת המקום שבו הוא נסחר לבורסה. בהגדרה שלנו, לעומת זאת, כל מכשיר פיננסי המצטרף למסחר במקום שבו מתנהל מסחר גם בניירות-ערך אחרים (לפי חלקיה האחרים של ההגדרה) נהפך גם הוא לנייר-ערך לצורך החוק. לזכותם של חברי הוועדה ייאמר כי המשימה שהוטלה עליהם הייתה לבחון את פעולותיהן של זירות מסחר חלופיות למסחר בניירות-ערך. במילים אחרות, חברי הוועדה התמקדו ברגולציה של ניירות-ערך לאחר ביצוע ההנפקה, בדומה לתכלית החוק האמריקאי משנת 1934, ועל-כן ייתכן שהגדרתם מתאימה לצורך זה.

147 נראה כי דרך זו עדיפה בעיני רשות ניירות-ערך; ראו הצעת התיקון לחוק ניירות-ערך, לעיל ה"ש 143.

אשר נוהג כיום, מקשה באופן מיותר את הדיון בתחום, אשר גם כך, כפי שראינו, אינו פשוט כלל ועיקר.

3. האם תעודות התחייבות מהוות נייר-ערך?

עד כה נמנענו מלהביע את דעתנו בשאלה מרכזית העוסקת בתחולתם של דיני ניירות-ערך על התחייבויות או תעודות התחייבות. בתיבה "התחייבות" או מתכוונים להקניית זכות תביעה ברורה אשר הסכנה המרכזית למקבלה היא סכנת חדלות-הפירעון של המתחייב, או באופן כללי יותר – סכנת אי-תשלום מצד המתחייב. התחייבות מעין זו שונה מזכויות הנובעות מניירות-הערך שבהם עסקנו עד כה, דוגמת מניות, אשר זכותו של האוחז בהן אינה כוללת תקבול מוגדר, אלא תלויה, למשל, ברווחיות התאגיד המנפיק ובמדיניות החלוקה שלו.

פעמים רבות גם ההשקעה בתעודות התחייבות היא השקעה סבילה, דהיינו, השקעה שלמשקיע בה אין מעורבות בניהול השקעתו. עם זאת, קיימות סיבות טובות לפטור לפחות חלק מתעודות ההתחייבות מעולמם של דיני ניירות-הערך. ראשית, ביחס לתעודות ההתחייבות כולן, נדמה כי הצורך של המשקיעים בהן במידע לגבי המנפיק הינו פחות מן הצורך המקביל של המשקיעים במניות, לדוגמה. הסיבה לכך היא שבעל תעודת ההתחייבות זכאי לתקבול קבוע ללא תלות במצבו הכספי של המנפיק, כל עוד המנפיק אינו חדל-פירעון, ואילו בעל המניה בחברה ציבורית מרוויח או מפסיד מכל תנועה זעירה במצבו הכלכלי של המנפיק. היות שדיני ניירות-ערך, לפחות בפן שרשימה זו מדגישה, מתמקדים בהספקת מידע, הַהניעה להחילם על תעודות התחייבות פחותה מלכתחילה.

שנית, סכנת חדלות-הפירעון מלווה עסקות רבות אשר לא כולן נרצה להכיר כנייר-ערך, ואשר לא תמיד קל למיין לקבוצות שונות. כך, למשל, במה אשראי מספקים נבדל מסדרת אגרות-חוב שהונפקה לציבור? התשובה מצויה במטרותיהם של דיני ניירות-הערך, כפי שהצגנו אותם עד כה. גם הספקים וגם המשקיעים מהציבור מעמידים אשראי למנפיק ואינם מעורבים בניהול עסקיו (ומכאן ששניהם משקיעים סבילים), אולם בעוד האסימטריה של המידע בין הציבור למנפיק גדולה, יש מקום לסברה כי פערי המידע בין הספקים המתמחים בתחום לבין החברה קטנים למדי.¹⁴⁸ הבדל עקרוני זה בין פערי המידע האופייניים הוא שמכניס לפעולה את דיני ניירות-הערך במקרה הראשון ושולל אותם במקרה השני. לגבי שני התחומים שהזכרנו כעת דומה שלא תהיה מחלוקת בשאלת תחולתם של דיני ניירות-הערך, אולם סכנת חדלות-הפירעון מלווה מגוון רחב מאוד של עסקות מסחריות ותבניות השקעה שונות.¹⁴⁹ מצב-דברים זה מקשה עד-מאוד גיבוש מבחן בהיר, ועל-כן אנו

148 הבדל זה מתקשר גם להבדלי הַהניעות בין המשקיעים השונים. הספקים מספקים אשראי באופן משני לניהול עסקיהם, ואילו המשקיעים באגרות-חוב סחירות פועלים אך ורק מַהניעות פיננסיות. ללא עידוד מצד דיני ניירות-ערך קיים אפוא חשש רב יותר לפגיעה בהניעה של הקבוצה השנייה.

149 לאחרונה, בשל קריסתן של כמה חברות מוכרות במשק הישראלי והנוק השיורי שנגרם לשורה

ממליצים לאמץ את "מבחן הדמיון המשפחתי". על-פי מבחן זה, קיימים כמה סוגים של תעודות התחייבות והתחייבויות העונות ללא ספק על הגדרת "נייר-ערך" (דוגמת אג"ח ציבורי) וכמה סוגים של תעודות התחייבות והתחייבויות שאינן נופלות להגדרה (דוגמת חוב לספקים או איגרת-חוב שניתנה כביטחון לעסקה צרכנית או להשכרת דירה). לגבי כל שאר ההתחייבויות יש לבחון בעזרת כמה פרמטרים את "הדמיון המשפחתי" שלהן לקבוצות שלגביהן יש הכרעה ברורה, ולנוכח מיקומן על קשת האפשרויות יוחלט כיצד לקטלג אותן.

מבחן זה, שאנו ממליצים לשקול את אימוצו, נקבע בארצות-הברית במסגרת הפרשנות הראויה למונח notes, המנוי במפורש כ"נייר-ערך" בסעיפי ההגדרות של חוקי ניירות-הערך הפדרליים. מאחר שהמונח notes כולל בפרשנות הלשונית שלו אגרות-חוב ושטרות מכל המינים ומכל הסוגים, התגבשו בארצות-הברית במשך השנים כמה דוקטרינות שנועדו להפריד בין מחזיקי שטרות ואגרות-חוב הראויים להגנת החוק לבין אלה שאין ביניהם לבין מטרותיהם של דיני ניירות-הערך דבר. לבסוף התפנה בית-המשפט העליון הפדרלי לעשות סדר בדוקטרינות השונות בפסק-דין ריבס, אשר נסב סביב השאלה אם שטרות מסוימים שהנפיקה "אגודה שיתופית של חקלאי ארקנסו ואוקלהומה" מהווים ניירות-ערך בהתאם להגדרות המנויות בחוקי ניירות-הערך הפדרליים.¹⁵⁰

עובדות המקרה מדגימות עד כמה קשה לקטלג את הסוגים השונים של תעודות ההתחייבות. במועד הנפקת השטרות היו באגודה השיתופית כ-23,000 חברים רשומים. לשם גיוס כסף שיועד למהלך העסקים הרגיל שלה, מכרה האגודה השיתופית שטרי-חוב אשר מזכים את המחזיק בהם בסכום כסף שישולם לו עם דרישתו. שטרי-החוב לא הובטחו בשעבוד כלשהו על נכסי האגודה השיתופית, והם נשאו ריבית משתנה אשר נקבעה כך שתהא גבוהה במעט מהריבית שהעניקו גופים אזוריים אחרים שהציעו הלוואות דומות. שטרי-החוב הוצעו הן לחברי האגודה השיתופית והן לציבור הרחב, והשטרות שווקו על-ידי האגודה השיתופית כ"תוכנית השקעה". בעלוני המידע שחולקו על-ידי האגודה השיתופית צוין כך:

ארוכה של ספקים, נותני שירותים ועובדים, הוצע לתקן את חוק החברות כך שייתווסף מעמד חדש של "חברה של ציבור עניין מהותי בה". מטרת התיקון המוצע היא לאפשר לציבור – במקרים של חברות בעלות מחזורים גדולים, מספר רב של לקוחות או מספר גדול של עובדים – לדעת מול מי הם עומדים ולקבל החלטה מושכלת בדבר הקשר העסקי או התעסוקתי עם החברה, באמצעות מתכונת גילוי אשר תיקבע על-ידי שר המשפטים, באישורה של ועדת החוקה, חוק ומשפט של הכנסת. ראו הצעת חוק החברות (תיקון – חברה של ציבור עניין מהותי בה), התשס"ו-2006, www.knesset.gov.il/privatelaw/data/17/277.rtf, 150 *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990) (לעיל ולהלן: עניין ריבס). כל שופטי בית-המשפט העליון הפדרלי הסכימו לגבי המבחן הראוי לזיהוי "שטרות". הדעות נחלקו ביחס לחלק מההגדרה של החוק משנת 1934 אשר מחריג מהגדרת "נייר-ערך" שטרות אשר מועד פרעונם בתוך תשעה חודשים מיום הנפקתם, אולם מכיוון שמחלוקת זו אינה רלוונטית לצורך בירור שאלתנו, היא לא תתואר.

"YOUR CO-OP has more than \$11,000,000 in assets to stand behind your investments. The Investment is not Federal insured but it is... Safe... Secure... and available when you need it."

חרף הבטחות אלה, נאלצה לבסוף האגודה השיתופית להגיש בקשה להגנת בית-משפט מנושית. במועד הגשת הבקשה החזיקו יותר מ-1,600 אנשים שונים שטריי-חוב בשווי כולל של יותר מ-10 מיליון דולר. מחזיקי שטריי-חוב הגישו תביעה שהתבססה על ההוראות הכלליות נגד תרמית המצויות בחוק משנת 1934 וכן על חוקי ניירות-הערך המדינתיים של ארקנסו.

שופט בית-המשפט העליון הפדרלי מרשל מציין בפתח החלטתו כי מטרתם של חוקי ניירות-הערך הפדרליים, אליבא דבית-המשפט, היא למנוע שימוש לרעה שיומים מפוקפקים עלולים לבצע בשוקי הון אשר עד לחקיקת החוקים הפדרליים התנהלו לרוב ללא פיקוח רגולטורי. המחוקק האמריקאי הגדיר בצורה רחבה את השוק שעתידי להיות מפוקח, והטיל על כתפיה של רשות ניירות-הערך האמריקאית, האמונה על יישום החוקים הפדרליים, ובסופו של דבר גם על מערכת המשפט הפדרלית את המשימה לפסוק על אילו פעילויות עסקיות יחולו חוקי ניירות-הערך הפדרליים. מרשל קובע כי בביצוע מטלות אלה יש לבחון את המציאות הכלכלית של העסקה, ולא את הלבוש הפורמלי שלה. הדבר נכון במיוחד לגבי שטרות, אשר משתמשים בהם במגוון מסגרות, לא תמיד בהקשר של השקעה. על-כן אין לפרש בצורה מילולית את הביטוי "כל שטר" (any note) המופיע בסעיף ההגדרות, אלא יש להבינו על רקע התכלית החקיקתית של חוקי ניירות-הערך הפדרליים.

לפני שהגיע פסק-דין ריבס לדיון בבית-המשפט העליון, גיבשו הערכאות הנמוכות יותר עקרונות מנחים לבחינה אילו "שטרות" ייכללו בתחום פרישתם של חוקי ניירות-הערך הפדרליים. רוב בתי-המשפט לערעורים של המחוזות השונים אימצו, בשינויים קלים ביניהם, גישה אשר מבחינה בין שטרות שנמכרו בהקשר של עסקה מסחרית רגילה לבין שטרות שנמכרו בהקשר של השקעה כספית.¹⁵¹ כך, מבחן "הדמיון המשפחתי", אשר הונהג במחוז השני, יוצא מנקודת-הנחה כי כל שטר אשר מועד פרעונו עולה על תשעה חודשים מיום הנפקתו מהווה נייר-ערך. עם זאת, בהכירם כי לא כל שטר הוא לאמיתו של דבר "נייר-ערך", הגה המחוז השני רשימה של חריגים שלגביהם אין מחלוקת כי אין מדובר בניירות-ערך, חרף הכותרת שהם נושאים, דוגמת שטר המלווה עסקה מסחרית באשראי. מנפיק שטרות יוכל להפריך את ההנחה הראשונית אם יצליח להראות "דמיון משפחתי" מודגש בין השטרות שלו לבין אחד החריגים ברשימה, או אם ישכנע את בית-המשפט להוסיף סוג שטר חדש לרשימת החריגים.¹⁵²

Futura Development Corp. v. Centex Corp., 761 F.2d 33, 40-41 (1st Cir. 1985); 151 McClure v. First Nat. Bank of Lubbock, Texas, 497 F.2d 490, 492-494 (5th Cir. 1974); Hunssinger v. Rockford Business Credits, Inc., 745 F.2d 484, 488 (7th Cir. 1984); Holloway v. Peat, Marwick, Mitchell & Co., 879 F.2d 772, 778-779 (10th Cir. 1989), cert. pending No. 89-532.

152 Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co., 726 F.2d 930, 939 (2d Cir. 1984)

לעומת זאת, המחוז השמיני ובית-המשפט של מחוז קולומביה בחרו ליישם את מבחן האווי על-מנת לקבוע אם חוקי ניירות-הערך הפדרליים יחולו על השטרות הנבדקים.¹⁵³ אולם בית-המשפט העליון הפדרלי בעניין ריבס דחה את הגישה הדוגלת ביישום מבחן האווי על שטרות. מבחן האווי נועד לזהות "חוזי השקעה" שעליהם יחולו חוקי ניירות-הערך הפדרליים. ייתכן בהחלט כי שטר כלשהו מהווה חוזה השקעה, אך אין זו האפשרות היחידה להכניס שטר לגדר המונח "נייר-ערך", שהרי המונח "שטר" מופיע מפורשות בהגדרת "נייר-ערך" לצד חוזה ההשקעה. יישומו של מבחן אשר נועד לזהות "חוזי השקעה" על "שטרות" ייתר חלק נכבד מרשימת המכשירים הפיננסיים שמנה המחוקק בניירות-ערך. בית-המשפט העליון מבכר לפיכך את מבחן "הדמיון המשפחתי" ומאמץ את עקרונותיו. מכיוון שסעיפי ההגדרות קובעים כי "כל שטר" הינו למעשה "נייר-ערך", יש לצאת מנקודת מוצא כי כל שטר הוא אכן נייר-ערך. מכיוון שהתכלית החקיקתית של חוקי ניירות-הערך הפדרליים הייתה ליצור רגולציה של שוקי ההשקעות, ולא להעניק עילת תביעה כללית נגד כל מעשי התרמית והרמייה, נקודת המוצא אינה בלתי-ניתנת לסתירה. בניסיון להוסיף בהירות לקו-הגבול בין סוגי שטרות, השכילו בתי-המשפט של המחוז השני להכין רשימה של שטרות שברור לגביהם כי אין מדובר בניירות-ערך.¹⁵⁴

בית-המשפט העליון הפדרלי נוטל על עצמו את המשימה לגבש הנחיות נוספות לגבי ההבחנה בין שטרות שחוקי ניירות-הערך חלים עליהם לבין שטרות אחרים. ראשית, יש לבחון את מניעיהם של צדדים סבירים בעסקת-היסוד שבעטייה הוצא השטר. אם המניע המרכזי של מנפיק השטר היה לגייס הון לשם פיתוח מיזם עסקי או לשם מימון השקעות נוספות, ורוכש השטר עשה זאת מתוך כוונה לגרוף תשואה כספית, אזי מירב הסיכויים שמדובר בנייר-ערך. לעומת זאת, אם השטר נחתם במטרה לסייע בעסקה מסחרית, לתקן בעיית תזרים מזומנים זמנית אצל אחד הצדדים לעסקה או לקדם מטרה מסחרית או צרכנית אחרת, אזי מירב הסיכויים שהשטר שבמחלוקת לא יוכר כנייר-ערך. שנית, יש לבדוק אם תוכנית ההפצה של המכשיר מאפשרת מסחר עתידי בשטר לשם השקעה או ספקולציה. שלישית, יש לבחון את הציפיות הסבירות של ציבור המשקיעים – בתי-משפט רשאים לקבוע כי שטר כלשהו הינו לאמיתו של דבר נייר-ערך בהתבסס על ציפיות הציבור, אף אם ניתוח המהות הכלכלית של העסקה מוביל למסקנה הפוכה. לבסוף, יש לבחון אם גורם נוסף, כגון קיומו של משטר רגולטורי חלופי אשר מפחית באופן ניכר את מידת הסיכון של ההשקעה, מיתר את החלתם של חוקי ניירות-הערך.

יישום מבחן "הדמיון המשפחתי" לנסיבותיו של פסק-דין ריבס מוביל למסקנה כי שטרי-החוב שהנפיקה האגודה השיתופית הינם ניירות-ערך. השטרות שהונפקו על-ידי האגודה השיתופית אינם נהנים מדמיון מיוחד לשטר כלשהו המנוי ברשימת החריגים. נוסף על כך,

153 Young & Co. v. Reves, 856 F.2d 52, 56 (8th Cir. 1988); accord, Baurer v. The Planning Group, Inc., 669 F.2d 770, 777–779 (D.C. Cir. 1981).

154 רשימה זו כוללת, בין היתר, שטרות שניתנו במסגרת עסקת מימון צרכני וכן שטרות שבוטחו במשכנתה על בית מגורים או בהטלת שעבוד על חלק מנכסיו של עסק קטן, ולכן מובן כי אין מדובר במכשיר השקעה. ראו לעיל ה"ש 152.

אין בכוחם של ארבעת התת-מבחנים כדי לשנות את סיווגם של שטריי-החוב כניירות-ערך. האגודה השיתופית מכרה את השטרות מתוך מטרה לגייס כספים לפעילותה העסקית הכללית, ורוכשי השטרות עשו כן על בסיס ציפייה לרווח עתידי. אחד התמריצים שהוצעו לרוכשי השטרות היה נוסחה לעדכון שיעור הריבית, כך שזו תישאר גבוהה מהריבית החלופית שהוצעה על-ידי מוסדות מימון מקומיים. יוצא כי שני הצדדים התייחסו לעסקה כאל השקעה במיזם עסקי, בניגוד לעסקה מסחרית או צרכנית רגילה. בנוגע לתוכנית ההפצה של השטרות, האגודה השיתופית הציעה את השטרות במשך תקופת זמן ארוכה לכל חבריה וכן לציבור הרחב. יותר מ-1,600 אנשים החזיקו את שטריי-החוב במועד שבו נקלעה האגודה השיתופית לחדלות-פירעון. לא היה אומנם שוק שהיה אפשר לסחור בו בשטריי-החוב, אולם השטרות הוצעו ונמכרו לפלח רחב מהציבור, ולפי פסקי-דין קודמים של בית-המשפט העליון הפדרלי, די בכך לעמוד בדרישה שתוכנית ההפצה של המכשיר הנבחן תהיה דומה לתוכנית ההפצה של ניירות-ערך אחרים, דוגמת מניות או אגרות-חוב.¹⁵⁵

נוסף על כך, לפי בית-המשפט, הציפייה הסבירה של הצדדים עובר למכירת שטריי-החוב תומכת במסקנה כי שטרות אלה הינם ניירות-ערך. תמציתו של נייר-ערך בכך שהוא מהווה מכשיר השקעה. בפרסומים שהוציאה האגודה השיתופית לפני ההנפקה תוארו שטריי-החוב כהשקעה, ולא הובאו לפני בתי-המשפט עובדות נוספות שיש בהן כדי להניע אדם סביר לפקפק בתיאור האמור. לבסוף, אי-אפשר להצביע על גורם מפחית סיכון שיוביל למסקנה כי שטריי-החוב אינם ניירות-ערך. השטרות לא בוטחו ולא הובטחו על-ידי נכסי האגודה השיתופית. יתרה מזו, בניגוד למכשירים אחרים שלגביהם קיים משטר רגולטרי חליפי אשר עשוי למנוע את החלתם של חוקי ניירות-הערך הפדרליים עליהם, שטריי-החוב שהנפיקה האגודה השיתופית יחמקו מכל רגולציה פדרלית אם ייקבע כי הם אינם ניירות-ערך. לסיכום, מן הראוי לשיטתנו לאמץ מבחן דוגמת מבחן "הדמיון המשפחתי" בשינויים קלים. כך, ניתן לקבוע בחקיקה כי תעודות התחייבות הינן נייר-ערך אלא אם כן הקשר הדברים שולל הנחה זו, מתוך ציפייה שבית-המשפט יגבש רשימה של התחייבויות שחזקה לגביהם שהם אינם ניירות-ערך, כגון התחייבויות לזמן קצר או התחייבויות המגבות עסקה מסחרית או צרכנית. קביעה כזאת אינה מחייבת כמובן את המסקנה שלכל מכירה של תעודות התחייבות יתלווה תשקיף מצד החברה המוכרת, שכן סעיף 15 לחוק כולל בתוכו גם את מסנן ההצעה לציבור.¹⁵⁶

נדגים את מסקנתנו על פרשייה עדכנית שבה קרסה רשת קמעונאית גדולה. עם קריסתה התברר כי חובותיה של הרשת לספקיה ולנושיה מסתכמים בכ-1.4 מיליארד שקלים.¹⁵⁷ מעבר

155 ראו, בין היתר, עניין האווי, לעיל ה"ש 65; עניין לנדרת, לעיל ה"ש 76.

156 עם זאת, אין לשכוח כי לקביעה ששטר ההתחייבות הינו למעשה "נייר-ערך" יש משמעויות נוספות, במיוחד לנוכח חוק התובענות הייצוגיות, אשר מעניק לתובע זכות לבקש אישור של תובענה ייצוגית בשל עילה הנובעת מזיקה לנייר-ערך. השוו עם הטקסט הצמוד לה"ש 36-38 לעיל.

157 שמוליק שלח וענת שיחור-אהרונסון "חקירה על קריסת קלאבמרקט" nrg מעריב 6.9.2005 www.nrg.co.il/online/16/ART/980/479.html

לנוק שנגרם לספקי הרשת, מסתבר כי זמן קצר לפני קריסתה מכרה הרשת תווי-קנייה המיועדים ללקוחות בסכומי כסף גדולים.¹⁵⁸ לאחר הקריסה נוצרה מחלוקת בנוגע למעמדם המשפטי של מחזיקי תווי-הקנייה. בית-המשפט המחוזי הבהיר כי התו הינו התחייבות של רשת השייוק לספק שווה-כסף, דהיינו, סחורות לפי רצונו של המחזיק בתו בערך הנקוב בו ולפי תנאיו, לרבות תאריך התפוגה שלו. תווי-הקנייה נרכשים בדרך-כלל בשלב הראשון על-ידי גוף הרוכש אותם במרוכז (דוגמת מעסיק גדול או ועד עובדים), ובשלב השני הגוף מחלק אותם לעובדים או לזכאים אחרים, הכל לפי ההסדרים הפנימיים הנהוגים בו. בשני השלבים, כך מבהיר בית-המשפט, מדובר ב"נשייה בשווה-כסף" במהלך העניינים הרגיל, אשר נהפכת לנשייה כספית, כלומר, מקנה זכות להגיש תביעת חוב במקרה שרשת השייוק קורסת ונקלעת לחדלות-פירעון.¹⁵⁹

אך מה באשר למעמדם של תווי-הקנייה כניירות-ערך? כזכור, התובענה הייצוגית שהוגשה על-ידי מחזיקי התו בהתבסס על הטענה כי מדובר בניירות-ערך נדחתה בהסכמת הצדדים, ופסק-הדין ניתן בלי נימוקים שינחו אותנו באשר לעתיד לבוא.¹⁶⁰ מכל מקום, ניתוח על-פי העקרונות שהותוו לעיל מוביל למסקנה כי תווים אלה אינם ניירות-ערך. אם נאמץ את מבחן "הדמיון המשפחתי", ונצא מנקודת-הנחה כי תווי-הקנייה הינו תעודת התחייבות, כפי שנקבע על-ידי בית-המשפט, אזי נקודת המוצא היא שמדובר לכאורה בנייר-ערך. ייתכן גם שאין דמיון מובהק בינו לבין תעודות התחייבות שברור לכל כי הן אינן ניירות-ערך, כגון אשראי של ספקים. אף-על-פי-כן, מבחני-המשנה של מבחן "הדמיון המשפחתי" מצביעים על כך שאין לפנינו נייר-ערך. תווי-הקנייה הונפקו כדי לקדם עסקה צרכנית ולשם קידום מכירות, ומרכיב ההשקעה הפיננסית שבהם הינו משני, לפחות מנקודת-ראותם של הצרכנים.¹⁶¹ לא למותר לציין גם כי לא תוכנן מסחר עתידי ממשי בתלושי-השי. לבסוף, דומה כי ראוי שהטיפול בתווי-קנייה כגון אלה יישאר בידי רשות גולטרית המופקדת על הגנת הצרכן, ולא בידי רשות ניירות-ערך.¹⁶² כפי שבת-המשפט

158 ראו, לשם המחשה, רם דגן "למרות צמצום החשיפה לקלאבמרקט נאלצה נטו להפריש 4.25 מ' ש"ח בגין קריסת הרשת; הרווח נפל ל-500 אלף ש"ח" *TheMarker online* 31.8.2005; אסף רותם "שום מוצר של סנו לא יעזור לנקות את הלכלוך שהשאירה קלאבמרקט: הרווח הנקי צנח ב-62% בגין הפרשת 19 מיליון שקל" *TheMarker online* 28.8.2005; נתן שבע "השפעת קריסת קלאבמרקט ניכרת גם בתוצאות הריבוע הכחול: הרווח התפעולי טיפס ב-14% ל-59 מיליון שקל" *TheMarker online* 16.11.2005.

159 בש"א (מחוזי ת"א) 20425/05 עמותת שירותי הרווחה של עובדי בזק נ' רו"ח גבי טרבלסי וד"ר שלמה נס עו"ד ורו"ח, דינים מחוזי לה(8) 938 (2005).

160 ראו לעיל ה"ש 13.

161 השוו עם ה"ש 74 לעיל.

162 אכן, בעקבות הפרשה הוגשה הצעת חוק שלפיה עוסק לא ימכור תווי-קנייה בסכום גבוה מ-100,000 ש"ח אלא אם כן הפקיד אצל הממונה על הגנת הצרכן ערבות בנקאית להבטחת החזרתם. עברה על סעיף זה תיחשב, לפי ההצעה, לעברה פלילית שעונשה מאסר של שנה או קנס של פי שבעה מהסכום המובטח. ראו הצעת חוק הגנת הצרכן (תיקון - תווי קניה), התשס"ו-2006, www.knesset.gov.il/privatelaw/data/17/1436.rtf.

האמריקאיים הדגישו לא־אחת, דיני ניירות־ערך לא נועדו ליצור עילת תביעה כללית נגד כל מעשי התרמית, אלא רק נגד מעשי תרמית שנעשים ביחס ל"ניירות־ערך".

4. מניעת תחולת־חסר ותחולת־יתר וכמה סוגיות משלימות

לאחר שהשלמנו את הדיון במרכיבים השונים של הגדרת "נייר־ערך", דהיינו ברשימת ניירות־הערך הפרטניים הנחשבים ככלל כנייר־ערך, נותרו שתי משימות חשובות: האחת, למנוע תחולת־חסר של הכלל; והאחרת, למנוע תחולת־יתר שלו. בעיית תחולת־החסר הינה בעיה מרכזית, שכן כפי שראינו, במקרים רבים בארצות־הברית (ובמקרים מעטים בישראל) ניסו יזמים מתוחכמים לנסח את תוכנית ההשקעה כך שתחמוק מדיני ניירות־הערך. לעיתים נארזה ההשקעה הסבילה בעסקו של האחר בתבנית של השקעה בנדל"ן או במיזם עסקי אחר שניתנו לו שמות שונים ומשונים. הפתרון כאן הוא בדמות סעיף־סל שיגרוף לתוכו את כל מכשירי ההשקעה הנוספים בעסקו של המנפיק הנושאים אופי סביל. בלית ברירה יוטל הנטל על המערכת המשפטית לברר בכל מקרה ומקרה אם היוזמים ניסו לגבש תוכנית עסקית שמטרתה לעקוף את המנגנונים של דיני ניירות־הערך. הבעיה האחרת, בעיית תחולת־היתר, נובעת מהסדרים אשר ברור מאליו כי הם אינם משמשים כלל להשקעה (ובוודאי לא להשקעה סבילה) אך מטעמים שונים בחרו מנסחיהם לקרוא לזכויות הנמכרות בשם של נייר־ערך מן הרשימה הנזכרת בפתח הסעיף.¹⁶³ הסדרים כאלה ייתכנו, למשל, במקרה של בית־אבות אשר מאורגן כתאגיד ואשר לקוחותיו אוזנים במניה במקום בהסכם לקבלת שירות, או במקרה של ארגון מקום עבודה על־דרך של חברה שבעלי המניות שבה הם למעשה עובדיו של התאגיד, או במקרה של בעלי מניות המהווים למעשה בעלי דירות בהסדר הידוע בכינוי "חברת גוש־חלקה".¹⁶⁴ במקרה כזה ראוי לאפשר לבית המשפט לקבוע כי לנוכח נסיבותיו החריגות של המקרה אין לראות באותה זכות ייחודית נייר־ערך, או למצער אין להעניק לאוחז בה את כל ההגנות המוענקות למחזיק ניירות־ערך "אמיתיים", אף שהיא מתהדרת בכינוי המוכר של אחד מניירות־הערך שברשימה.

נקודה משמעותית נוספת היא שבמסגרת הבחינה אם מכשיר פיננסי כלשהו מהווה לאמיתו של דבר נייר־ערך יש לתת את הדעת למספר המשקיעים הפוטנציאליים של

163 במקום אחר פירטנו את הדרישה להתעלם מהמעטפת התאגידית ולחפש את המהות הכלכלית שביסוד ההתקשרות. ראו שרון חנס ואיתי פינגבאום "על פתיחות־חסר של דיני התאגידים: פסק דין נצבא והתחנה הבאה של הלכת 'קרון גמלאות של חברי אגד'" תאגידים (ב) 20 (2005). ברשימה זו הראינו מקרים שבהם בתי־המשפט משתמשים בדוקטרינות מוכרות מתחום דיני התאגידים, ומסרבים להכניס דוקטרינות חלופיות מתחומי משפט משיקים, אף שלאמיתו של דבר התאגיד שבמחלוקת נהנה מתכונות ייחודיות אשר מצדיקות לדעתנו הגמשה של הדוקטרינות התוך־תאגידיות. השוו עם ע"א 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר, דינים עליון פ 693 (2006).

164 ראו, למשל, ע"א 759/00 עזבון גולדשטיין נ' פסגת ברטנורה בע"מ, פ"ד (נח) 3(711) (2004).

תוכנית ההשקעה. ככל שמספרם של המשקיעים רב יותר כן מתרבות ההצדקות להתערבות של הדין ולהחלתם של דיני ניירות-הערך. ראשית, לעיתים ריבוי משקיעים מעיד בעקיפין על מורכבות ההשקעה, ומכאן על פערי מידע גדולים יחסית בין היזם לבין כל משקיע יחיד. שנית, ריבוי משקיעים משמעו לעיתים קרובות שחלקו של כל משקיע במיזם קטן, ובהתאם לכך גם תשומת-הלב שהוא מקדיש להשקעה ומעורבותו בה קטנות. בהעדר מנגנוני בקרה הולמים במקרים אלה, יוכל יזם מפוקפק לנצל את אדישותם של המשקיעים לגריפת רווח על-חשבונם. שלישית, ריבוי משקיעים מגביר את הסיכוי למסחר עתידי בתוכנית ההשקעה, המהווה ורז להתערבות המחוקק. אם מדובר בסוג השקעה ראוי באופן כללי, אזי המסחר יכול לעודד את המשקיעים לפנות לתחום ההשקעה המדובר, והחלתם של דיני ניירות-הערך עשויה לעודד את המסחר, בהקנותה ביטחון למשקיעים. רביעית, אמת-המידה של ריבוי משקיעים חוסכת אולי את ההתעסקות במקרים של מה-בכך. אין בהכרח הצדקה להחלת הוראות רגולטוריות דומות על תוכנית השקעה של חמישה משקיעים ועל תוכנית השקעה של חמשת אלפים משקיעים.¹⁶⁵ לבסוף, במצב של ריבוי משקיעים, השקעה פזיזה וכושלת עלולה לגרום לתהודה, אשר תרתיע אחרים מלהצטרף להשקעות רצויות אחרות. לסיום, וכפי שכבר ציינו, ראוי לקבוע בחקיקה כי כל מכשיר פיננסי הנסחר בבורסה לניירות-ערך יחשב נייר-ערך.¹⁶⁶ כפי שהזכרנו בהקשר של הדיון במכשירים פיננסיים נגזרים, חלק מההגנות של דיני ניירות-הערך, דוגמת איסור ההשפעה בדרכי תרמית ואיסור המסחר במידע פנים, נובעות מהרצון לאפשר מסחר שאין בו יתרון לסוחרים מתוחכמים, ואחת היא אם מדובר בהשקעה במניות או במכשירים סחירים אחרים. עם זאת, ברור שאי-אפשר לאמץ את הגדרת הסחירות בבורסה כמבחן בלעדי להגדרת "נייר-ערך".¹⁶⁷ השקעות רבות מצדיקות את ההגנה של החוק משום שהן השקעות סבילות בעסקו של אחר אף שהן אינן מגיעות כלל לרישום בבורסה, ובוודאי אין כוונה להגן על יזמיהן רק מפני שבחרו לא למכור אותן במסגרת זו. מבחינות מסוימות דווקא ההשקעה דרך הבורסה מגינה על המשקיעים הסבילים, שכן מנגנוני שוק דוגמת פעולת החתם ואישור הרישום למסחר של הבורסה מקנים הגנה של ממש.¹⁶⁸ לעומת זאת, ההשקעות האפלות ביותר נעשות דווקא במחשכים, בדמות הצעות מפתות למשקיעים שונים ליטול חלק במיזמים מפוקפקים.

165 תוכנית השקעה אשר פונה לפחות משלושים וחמישה איש פטורה לחלוטין מדרישות הגילוי מכוח ס' 15 לחוק, שכן מספר ניצעים זה אינו עולה כדי "ציבור". ראו תקנות ניירות ערך (פרטים לענין סעיפים 15 עד 15ג לחוק), התש"ס-2000, ק"ת 616.

166 על הדמיון והשוני שבין המלצה זו לבין המלצת הוועדה לבחינת הסדרת הפיקוח על מערכות מסחר אלטרנטיביות ראו לעיל ה"ש 146.

167 ראו לעניין זה את ביקורתנו על דוח ועדת פרוקצ'יה בה"ש 146 לעיל.

168 אף-על-פי-כן, נסיון החיים מלמד שגם הגנה זו אינה מוחלטת. לאחרונה התגלה מקרה שבו נושאי-משרה של חברה ציבורית הצליחו לרשום במרמה 10 מיליון מניות פיקטיביות למסחר בבורסה, מבלי שהדבר התגלה על-ידי הגופים המפקחים. ראו יצחק דנון "בקשה לאישור תביעה ייצוגית נגד הבורסה והמזרחי-טפחות בפרשת מניות אורליין", גלובס [online](http://www.globes.co.il) 10.4.2006. השוו מקרה זה עם מסקנת המחוז השני בפסק-דין קיולה, לעיל ה"ש 116.

כעת, ובטרם נחתום את הדיון, מגיע שלב חשוב נוסף של ההגדרה, הכולל רשימה של מכשירי השקעה אשר מוחרגים מגדר דיני ניירות-הערך משום שיש להם רגולציה מוצלחת חליפית או משום שדיני ניירות-הערך במתכונתם הנוכחית פשוט אינם מתאימים להסדרתם. ברשימה זו מן הראוי לכלול פוליסות ביטוח, תוכניות חיסכון ופקדונות כספיים דרך מוסדות בנקאיים, וכן תיקי השקעות המוסדרים על-פי חוק.

פרק ד: סוף-דבר

בכתיבתה של רשימה זו נטלנו על עצמנו משימה שדומה כי איש לא היה מוכן עד כה לעסוק בה. אחדים הלינו על המצב הקיים, אך לא הציעו תחתי תשתית תיאורטית ממשית שתאפשר את ניתוח הסוגיה. מצבו העכשווי של הדין בישראל אינו מניח את הדעת. מצד אחד ניצבת הגדרתו הפורמלית של המחוקק, אשר לכל הדעות לוקה בחסר ("תעודות המונפקות בסדרות... ומקנות זכות חברות או השתתפות [בגוף המנפיק]... או תביעה [ממנו]"), ומהצד האחר מצויות רשויות האכיפה, אשר מעוניינות להרחיב את תכולתם של דיני ניירות-הערך ככל הניתן, מה שאולי מניא אותן מלקדם פרשנות (או חקיקה) ברורה יותר להגדרת "נייר-ערך". כך, לאחרונה גיבשה הרשות לניירות-ערך הצעת חוק אשר תגדיר "ניירות-ערך" לעניין חלק מסוים מחוק ניירות-ערך "כהגדרתם בסעיף 52, למעט ניירות ערך כאמור שמתקיימים לגביהם כל אלה:..." עם כל הכבוד, מדובר בהגדרה ריקה מתוכן, המטילה על הפועלים בשוק את הנטל לנחש מה יוגדר בעתיד על-ידי הרשויות כ"נייר-ערך", שכן גם הגדרת "נייר-ערך" בסעיף 52 לחוק קובעת כי נייר-ערך לעניין הנידון שם כוללת ניירות-ערך שאינם כלולים בסעיף 1 לחוק, וזאת מבלי לתת כל הסבר באשר למהותם של אותם ניירות-ערך נעלמים. ברור כי כוונת הרשות היא להרחיב את ההגדרה של סעיף 1, אבל נותר רק לנחש מה נכלל בהגדרה המורחבת.

ייאמר מייד כי הגדרה חד-משמעית של "נייר-ערך" אינה אפשרית. ראשית, קיים חשש שהגדרה מדויקת ביותר תאפשר ליזמים מתוחכמים להתחמק מהוראות החוק. שנית, תחום הפעילויות הכלכליות שראוי כי דיני ניירות-הערך יחלשו עליו הינו סבוך מכדי לתחום אותו בכלל משפטי צר. שלישי, העולם הכלכלי מתפתח בזרזות, ונדרש סטנדרט שיאפשר התמודדות עם כלי השקעה עתידיים או מתפתחים.

לצורך כך, וכדי לתת הגדרה קוהרנטית לדיני ניירות-הערך אשר תאפשר הסתמכות סבירה של יזמים, שחקנים פיננסיים וציבור המשקיעים, אין מנוס מלרדת לחקר ההיניעה של דיני ניירות-הערך. חקירה זו הובילה אותנו למסקנה שהמחוקק מבקש להגן על משקיעים בהשקעות סבילות מסוימות משום שהוא סבור כי הם מתאפיינים בנחיתות מידע (ואולי גם בנחיתות קוגניטיבית) ומשום שיש חשיבות עליונה בגיוס השקעות סבילות למשק. הכרה בהיניעה זו של המחוקק מאפשרת יצירת פרשנות קוהרנטית להגדרת "נייר-ערך". ודאות מוחלטת לגבי כל הסדרי ההשקעה אינה אפשרית, אולם הגדרה ראויה, דוגמת זו

שאנו מנסים לגבש, מסוגלת לנפות בשלב הראשון פעולות הנופלות ברמת ודאות גבוהה לגדר דיני ניירות-הערך וכן פעולות אשר נופלות ברמת ודאות גבוהה מחוץ להם. בשלב השני ההגדרה יוצרת אמת-מידה סבירה (השקעה סבילה בעסקו של אחר) אשר תאפשר לבית-המשפט להכריע אילו מבין אותן עסקות שאינן לגביהן אפשרות להכרעה זריזה הן אכן השקעה בניירות-ערך.

הסברנו גם שהשקעות סבילות שאינן השקעות בעסקו של אחר אינן מעוררות את כל החששות המצדיקים את החלתם של דיני ניירות-הערך, ובפרט את החשש מפני אסימטרייה של מידע בין הצדדים לעסקה. עם זאת, ייתכן בהחלט שהמחוקק יכריע כי הוא מעוניין להחיל את דיני ניירות-הערך (או את חלקם) גם על חלק מהשקעות אלה, כפי שהדבר נעשה בארצות-הברית. המחוקק עשוי להכריע כך, למשל, ביחס להשקעה הנסחרת בבורסה, דוגמת מכשירים פיננסיים נגזרים מסוימים, וזאת בשל החשש למעשי תרמית אשר עלולים לפגוע באמון הציבור בבורסה. מכל מקום, חשיבותה של רשימה זו בהקשר של מכשירים פיננסיים נגזרים היא בהעלאת השיקולים המרכזיים שיש לבחון, ובמתן הסבר מדוע מכשירי השקעה אלה אינם מצויים בליבם של דיני ניירות-הערך.

עד להכרעה זו של המחוקק, תוכל הפרשנות המוצעת לעשות רבות כבר עתה. היא תנפה תביעות-סרק רבות, מצד אחד, ותחסום את ההתחמקויות הבולטות ביותר מתחולתם של דיני ניירות-הערך, מן הצד האחר. לדוגמה, לנוכח הפרשנות המוצעת אין ספק כי תווי-קנייה שנרכשו על-ידי הציבור למטרה צרכנית אינם מהווים נייר-ערך, ואילו חווי השקעה המוסווים כחוויים לרכישת חלק בנכס בצירוף שירותי ניהול נחשפים כהסכמי השקעה בניירות-ערך לכל דבר ועניין.

מכל מקום, ברור כי הקושי העקרוני בגיבוש הגדרה ל"נייר-ערך" אינו יכול להוות צידוק להעדר הגדרה. במקרה הטוב הריק מתמלא בפסיקה המפרשת את דיני ניירות-הערך ללא התייחסות למטרתם של דינים אלה, ובמקרה הפחות טוב לא נותר ליזמים ולמשקיעים אלא לנחש את הדין החל על פעילותם.

דלילות הפסיקה בישראל מגבירה אף היא כמובן את אי-הבהירות של הסוגיה, ולכן בחרנו להביא פסיקה משווה אמריקאית, אשר התמודדה עם הנושא באינטנסיביות לאורך שבעים שנה. הדין החקוק בארצות-הברית אומנם שונה מעמיתו הישראלי, אולם הפסיקה האמריקאית התנתקה מלשון הכתוב ואימצה לעצמה הניעות דומות לאלה של השיטה הישראלית. לפיכך הצבענו על החלקים בפסיקה האמריקאית אשר ניתן ללמוד מהם לקח ראוי, ועל חלקים אחרים שראוי להימנע מהם.

ההצעה שהעלינו אינה ממצה את הדיון בהגדרת "נייר-ערך", אלא מהווה רק מתווה לדיון. אין מדובר בהצטנעות מצידנו, אלא בהכרה בכך שמדובר בתחום נרחב ביותר של פעילות כלכלית המצריך, בין היתר, היכרות עם קשת רחבה של מכשירים פיננסיים מתוחכמים. אין זה ראוי אפוא לגבש הצעה ממשית לחקיקה ללא הקמת ועדה אשר תזמן מומחים מן התחומים השונים ותלמד על משמעות החלתם של דיני ניירות-הערך על מגוון תחומי ההשקעות הסבילות. כמו-כן נדרשת היכרות משמעותית עם הרגולציה החליפית הקיימת לגבי מכשירי ההשקעה השונים, כדי לבחון אם ראוי בכלל להסדיר את התחום בהסדרה כפולה. בינתיים אנו תקווה כי הפרשנות שהצענו תסייע כבר עתה בפתרון מקרים

משפט ועסקים ז, התשס"ז

שרון חנס, איתי פיגנבאום

רבים אשר החוק כפשוטו אינו נותן להם מענה כיום, ואשר הפסיקה התקשתה להתמודד איתם בצורה מסודרת.