

המערערת: רשות ניירות ערך
ע"י ב"כ עוה"ד ליאב וינבאום ו/או שלמה כהן
מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)
מדרך מנחם בגין 154 (בית קרדן), ת"ד 33051, תל-אביב 6133001
טל' 073-3736222 / 073-3736229 ; פקס 073-3736490/1

- נ ג ד -

המשיבה: קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ, ח"פ 51-434900-0
באמצעות ב"כ עוה"ד אילן מריאנו ו/או נטלי יוסף ואח'
מרר' מנחם בגין 7, רמת גן 52521
טל' 03-6128840 ; פקס 03-6128841

כתב ערעור

המערערת - רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") מתכבדת בזאת להגיש ערעור על פסק דינו של כב' השופט ד. מינץ מיום 1.10.2014 מבית המשפט קמא בעניין עת"מ 14-05-34589 (להלן: "פסק הדין"). פסק הדין מצורף בזה לכתב ערעור זה כנספח א'.

ההדגשות לאורך ערעור זה אינן במקור.

א. מבוא ותמצית נימוקי הערעור

1. סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"), קובע חובת פרסום תשקיף לצורך הצעה או מכירה של ניירות ערך לציבור. ללא פרסום תשקיף חל איסור על הצעת ניירות ערך לציבור וגיוס כספים ממנו בדרך זו. מדובר בהוראת יסוד בדיני ניירות ערך. מהוראה זו נגזרת תחולת החוק שהוא דבר החקיקה שמקנה הגנה לציבור המשקיעים בניירות ערך בישראל.
2. עניינה של העתירה ובהתאם עניינו של פסק הדין הוא, בתמצית, תקיפת החלטה מנהלית-מקצועית של רשות ניירות ערך.

3. ההחלטה היתה כי המתווה המוצע על-ידי המשיבה לגיוס כספים מהציבור מהווה הצעת ניירות ערך לציבור שלא ניתן לבצע ללא פרסום תשקיף. החלטה זו התקבלה לאחר שהרשות שקלה את פניית המשיבה בעניין זה על כל היבטיה, והחליטה כי פרשנות ראויה של סעיף 15 לחוק, בהתחשב באינטרסים של המשקיעים בשוק ההון, מחייבת את המסקנה המשפטית האמורה.
4. פסק הדין עסק בפרשנות הגדרת המונח "נייר ערך" בסעיף 1 לחוק (להלן: "סעיף ההגדרות"), ובמיוחד בפרשנות התיבה "סדרה" הכלולה בהגדרה זו. לעמדת הרשות, בית המשפט קמא אימץ בנוגע למונחים אלה פרשנות פורמלית ביותר, שגויה, ומנוגדת לתכלית החקיקה. פרשנות זו צפויה לפגוע באופן מיידי וברור בציבור המשקיעים בישראל.
5. בתמצית, בית המשפט קמא קבע כי "סדרה" של תעודות היא מספר תעודות שוות מעמד ודרגה, וכי לכן רק כאשר מתקיים תנאי זה יהיה מדובר ב"נייר ערך" כמשמעותו בסעיף ההגדרות. בית המשפט קמא קבע כי כאשר יש שוני מסוים בין תנאי התעודות עקב ניהול משא ומתן לא מדובר ב"סדרה" לצורך הגדרת "נייר ערך" כאמור.
6. בית המשפט קמא דחה הלכה למעשה את הפרשנות הראויה שהוצעה על ידי הרשות למונח "סדרה" לפיה לצורך החלת ההגדרה די ב"מטרת השקעה דומה המתאפיינת בסיכונים וסיכויים דומים", ואין חובה שתתקיים זהות מוחלטת בין התעודות. כן קבע בית המשפט קמא קביעות בלתי-נכונות נוספות בעניין זה אשר תפורטנה להלן.
7. בית המשפט קמא שגה בניתוח הדין האמריקאי כדין משווה, והסיק מסקנות לא נכונות לגבי תחולתו אילו היה נדון במסגרתו מקרה דומה. בית המשפט קמא ביצע ניתוח של הדין האמריקאי בנוגע לסוגיית "חווה השקעה", אף שסוגיה זו כלל לא עמדה במחלוקת בין הצדדים, והיא גם כלל אינה רלבנטית לענייננו. בענייננו כלל לא מדובר ב"חווה השקעה" שהוא השקעה הונית אלא על השקעה במכשיר חוב. בנוגע להשקעה במכשיר חוב קיימת בארה"ב פסיקה ענפה שדוחה באופן מפורש את תחולת פסק הדין שבית המשפט קמא ביקש להחיל על ענייננו (פסק דין Howey), ואשר מחילה מבחנים אחרים (שנקבעו בפסק דין Reves).
8. בית המשפט קמא אף קבע קביעות (אגב אורחא לדעת הרשות) אשר אינן עולות עם הלכות קודמות של בית המשפט הנכבד, אינן עולות בקנה אחד עם החלטות קודמות של בתי המשפט מחוזיים, מנוגדות לתכליתו של החוק, ואף אינן עולות בקנה אחד עם קביעותו של בית המשפט קמא בראשית פסק הדין.
- כך, למשל, לדעת הרשות, בית המשפט קמא טעה בפרשנות (של) ובהסתמכות על פסק הדין של בית המשפט הנכבד בעניין רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות נ' זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ ואח', פ"ד מז(5) 476 (להלן: "עניין טבע").
9. פרשנות בית המשפט קמא למונח "סדרה" הביאה אותו למסקנה - מוטעית לעמדת הרשות - לפיה המשיבה אינה מציעה לציבור "ניירות ערך" כיוון שה"תעודות" אותן היא מתכוונת להציע לציבור אינן בחזקת "סדרה" שוות מעמד ודרגה נוכח האפשרות לקיים משא ומתן.

10. לעמדת הרשות, כפי שתפורט להלן, הפרשנות שאומצה בהקשר זה על ידי בית המשפט קמא היא פרשנות דווקנית-לשונית-טכנית שמתעלמת מתכלית החוק, וממטרת העל של החוק - ההגנה על ציבור המשקיעים.
11. כפי שיפורט להלן, על מנת להגשים את תכלית החוק, נוסחה הגדרת "ניירות ערך" (כמו גם הגדרת "הצעה לציבור") בהרחבה וכך גם יש לפרש אותה. הצורך בהגדרה המרחיבה ובפרשנות ש"תתפוס" את המקרים המתאימים נכון במיוחד לאור ההתפתחות הטכנולוגית של השנים האחרונות שמאפשרת להציע ניירות ערך ביתר קלות, בתפוצה רחבה מאד, באמצעות רשת האינטרנט והדואר האלקטרוני, והגיוון הרב האפשרי בפעילויות בעולם העסקי.
12. הגדרת "ניירות ערך" והאיסור הקבוע בסעיף 15 לחוק נועדו להגן על הציבור כאשר מיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה. לכן לעמדת הרשות גם אם קיימים ניואנסים מסוימים בין "תעודה" אחת לשנייה אך מטרת ההשקעה דומה והסיכונים והסיכויים דומים אין בכך כדי "להוציא" את הפעילות מתחולת ההגדרה.
13. בית המשפט קמא אימץ למונח "סדרה" פרשנות לשונית צרה שאינה מתיישבת עם תכלית החוק, שמתעלמת מ"התמונה הגדולה" כפי שהוצגה בפניו על ידי הרשות, ואשר מאפשרת למיזמים שונים להציע למשקיעים רבים מהציבור ניירות ערך ללא תשקיף, והכל תוך התעלמות מתכליתם של דיני ניירות ערך ותוך יישום שגוי של תכלית זו כפי שבאה לידי ביטוי בפסקי דין של בית משפט נכבד זה, של בתי המשפט המחוזיים, ושל בתי המשפט בארצות הברית; והחשוב מכל - תוך העמדת ציבור המשקיעים בפני סיכון בלתי-סביר ובלתי-מוצדק.

ב. עיקרי העובדות הרלוונטיות לערעור

14. ביום 10.10.2013 פנתה המשיבה בבקשה לקבלת הנחיה מקדמית של סגל הרשות (להלן: "הפניה הראשונה"). עיקרי העובדות שתוארו בפניה הראשונה, הינם כדלהלן:
- א. המשיבה עוסקת בייזום פרויקטים על פי הוראות תמ"א 38. בשל קושי בקבלת ליווי בנקאי לפרויקטים מסוג זה, המשיבה מעוניינת ביצירת מנגנון של ליווי פרויקט על ידי משקיעים פרטיים, באמצעות גיוס אשראי ממלווים פרטיים בסכום של החל מ- 200,000 ₪, עד לגיוס מלוא סכום המימון הדרוש (8,000,000 ₪).
- ב. ייעוד כספי ההלוואה לטובת ביצוע הפרויקט יובטח באמצעות הפקדת הכספים ישירות לחשבון נאמנות ייעודי עבור כל המלווים, כאשר שחרור הכספים יעשה על ידי הנאמן אך ורק בהתאם לקצב התקדמות הבנייה, ובכפוף לאישור מפקח על השלמת השלב הרלוונטי בבנייה.

ג. לצורך גיוס האשראי ממלווים, כאמור, בכוונת המשיבה לפנות למספר רב של מלווים פוטנציאליים ולהציע להם להתקשר בהסכמי הלוואה בשיעורי ריבית משתנים, הנובעים מהיקף הלוואה, באמצעות ההתקשרות ספציפית עם כל מלווה ומלווה בנפרד, כאשר כל מלווה מיוצג על ידי עורך דין ויכול להעיר הערותיו על הסכם הלוואה. זאת, מבלי שיתקיימו שינויים מהותיים במתווה העסקה הבסיסי, שכן המדובר בעסקה אחת לגיוס מימון לפרויקט ספציפי.

ד. בכוונת המשיבה לתת לחלק מהמלווים, על פי סדר התקשרותם עמה, את האפשרות לקבל את החזר הלוואה במועד מאוחר יותר, בתוספת ריבית נוספת על תקופה זו וזאת כהטבה נוספת על מנת לתמרץ מלווים לחתום על הסכם הלוואה עמה בהקדם.

15. מספר המלווים אליהם תפנה המשיבה ומספר המלווים עימם תתקשר בסופו של יום אינו מוגבל מראש. המדובר במלווים מהציבור הרחב, ולא במשקיעים מתוחכמים שפניה אליהם נהנית מפטור תחת דיני ניירות ערך. במסגרת הפניה הראשונה ביקשה המשיבה לקבל את עמדת הרשות לגבי השאלה האם הסכמי הלוואה שהמשיבה מעוניינת להציע למלווים נכנסים לגדרי המונח "סדרות", כמשמעותו בהגדרת המונח "ניירות ערך" בחוק.

16. לעמדת המשיבה, כפי שהובעה בפניה הראשונה, הסכמי הלוואה האמורים אינם נכנסים בגדרי המונח "סדרות" בחוק, ולפיכך אין מדובר ב"נייר ערך". לפיכך לשיטת המשיבה היא פטורה מהוראות הדין ביחס לדרך הצעת ניירות ערך לציבור. זאת, כיוון ששיעורי הריבית ומועדי הפירעון לא יהיו זהים לכל המלווים; כיוון שלא תתקיים תקרה למספר ההסכמים הכולל לצורך גיוס סך המימון הדרוש לפרויקט; וכיוון שמדובר בהתקשרות ספציפית עם כל מלווה ומלווה בנפרד.

17. במכתב הרשות מיום 13.1.2014 - במענה לפניה הראשונה - הובהר כי בנסיבות העניין ועל רקע העובדות שתוארו בפניה הראשונה כמפורט לעיל, עמדת המשיבה נדחית. לעמדת סגל הרשות, הסכמי הלוואה כפי שתוארו בפניה הראשונה מהווים "**תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה**" ומשכך הם מהווים "**ניירות ערך**", כהגדרתם בחוק. זאת, בעיקר לאור העובדה שלא קיים הבדל מהותי בין הסכמי הלוואה השונים לעניין התשלום והערובה לתשלום. סגל הרשות הפנה לעניין טבע בו נקבע כי המונח "סדרה" מתייחס לשני ניירות או יותר שהם שווי דרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום.¹

18. בעקבות הפניה הראשונה ומענה סגל הרשות בעניינה, וכן בעקבות שיחות שניהלו נציגי המשיבה עם מלווים פוטנציאליים, פנתה המשיבה פעם נוספת לרשות (להלן: "**הפניה השנייה**"), בבקשה לבחון מתווה שונה במקצת מזה שתואר בפניה הראשונה לצורך גיוס המימון הדרוש, ואשר לטענת המשיבה יעמוד בפרשנות החוק (לעניין המונחים "סדרה" ו"נייר ערך").

¹ בנוסף, הסב שם סגל הרשות את תשומת לבה של המשיבה לכך שאף אם היה ניתן לראות בהסכמי הלוואה מספר סדרות של ניירות ערך לאור ההבדלים שתוארו בפניה הראשונה (וכאמור הרשות בדעה אחרת), הרי שלאור סעיף 1א(א)(1) סיפא לחוק יש למנות את כלל המלווים לעניין מגבלת 35 המשקיעים.

19. השינוי העיקרי במתווה שהוצע במסגרת הפנייה השנייה, ביחס לזה שבפניה הראשונה, היה יצירת רכיבים שונים בהתקשרות, אשר **יכול** וישתנו בין מלווה אחד למשנהו ו**יכול** שיקבעו במשא ומתן פרטני מול כל מלווה ביחס לתנאי ההתקשרות הספציפיים. בין רכיבי ההתקשרות **שייתכן** ויהיו שונים בין מלווה למלווה הציעה המשיבה לכלול את העניינים שלהלן: רכיב ייעוד התמורה של כספי ההלוואה; הבטוחה למלווים; בטוחות נוספות שיועמדו במקרים מסוימים לטובת המלווים; שיעור הריבית שההלוואה תישא; ומועד החזר ההלוואה.
20. עוד ציינה המשיבה בפנייתה כי היא תהיה מוכנה להחיל על עצמה סייג נוסף, באופן שלטענתה יוכל בפרשנות מרחיקת לכת ביותר להביא לכל היותר לכדי מסקנה כי מדובר ב- 5 סדרות שונות. על פי סייג זה תציע המשיבה למלווים חמש אפשרויות שונות להתקשרות עימה, אשר בכל אחת מהן יכללו טווחים של הרכיבים המפורטים לעיל, כולם או חלקם, שישתנו בין אפשרות אחת למשנתה, כאשר המשיבה תגביל עצמה כך שלא תחתום עם יותר מ- 35 מלווים בכל אחת מאפשרויות אלה. על פי תרחיש זה עשויה החברה להתקשר עם עד 175 משקיעים מהציבור.
21. המשיבה טענה כי בהתאם למתווה המוצע במסגרת הפניה השנייה הסכמי הלוואה לא יהוו ניירות ערך. זאת, לאור העובדה שעם כל מלווה (גם אלו אשר אותה דירה משמשת להם כבטוחה להלוואתם) יתנהל משא ומתן נפרד, על פי קריטריונים מסחריים מקובלים של היצע וביקוש ואינטרסים מסחריים שונים ונפרדים של כל אחד מהצדדים, וזאת בהתייחס לכל אחד מהרכיבים השונים בהסכמי הלוואה - סכומי ההלוואות, שיעור הריבית, הבטוחות, משך תקופת ההלוואה ומועדי פירעון ההלוואות. עניין זה יוביל, לעמדת המשיבה, למגוון רחב של הסכמי התקשרות, בעלי תנאים שונים, באופן שאלו לא יהוו "סדרה" של ניירות ערך.
22. במכתבו מיום 25.8.2014 הודיע סגל הרשות למשיבה כי בנסיבות העניין ועל רקע העובדות שתוארו בפניו הוא אינו מקבל את עמדת המשיבה לפיה במסגרת המתווה שתואר במסגרת הפניה השנייה הסכמי הלוואה אינם עולים כדי "ניירות ערך", כמשמעותם בחוק. הנימוקים לכך פורטו במכתב הרשות הנ"ל.
23. לאור תשובת הרשות, פנתה המשיבה לבית המשפט קמא בעתירה נשוא הליך זה.

ג. הקביעות בפסק הדין

24. במסגרת פסק הדין, קיבל בית המשפט קמא את העתירה וקבע מספר קביעות, אשר לעמדת הרשות הינן שגויות, ואינן עולות בקנה אחד עם תכליתו של הדין, ועם מטרת העל של החוק - מתן הגנה לציבור המשקיעים. בית המשפט קמא ביסס את החלטתו בעיקר על ההחלטה בעניין טבע ועל הדין האמריקאי, אך לעמדת הרשות - והדברים יפורטו להלן - בשני המקרים נפל בית המשפט קמא לכדי טעות.

25. לעניין ההפניה לדין האמריקאי - בית המשפט קמא הפנה לפסיקה האמריקאית שעוסקת ב"חווה השקעה". אך נושא זה לא עמד כלל במחלוקת בין הצדדים בהליך זה או נדרש לצורך הכרעה. מעבר לכך, בענייננו כלל לא מדובר ב"חווה השקעה" אלא על השקעה במכשיר חוב. בנוגע להשקעה במכשיר חוב פסיקת בית המשפט העליון בארה"ב בעניין Reves דחתה באופן מפורש את תחולת פסק הדין שבית המשפט קמא ביקש להחיל על ענייננו (פס"ד Howey), וקבעה מבחנים ייעודיים. על פי הדין האמריקאי, ובניגוד לסברתו של בית המשפט קמא, מהווים הסכמי ההלוואה בהם ביקשה המשיבה להתקשר עם משקיעים מהציבור ניירות ערך הכפופים לתחולת הדינים הרלבנטיים.
26. בנוגע לעניין טבע - בית המשפט קמא לא אבחן כמתבקש את העניין הנוכחי מהעניין הפשוט שנדון בעניין טבע.
27. הקביעה המרכזית - והבעייתית ביותר - של בית המשפט קמא היא כי יש לפרש את המונח "סדרה" המופיע בהגדרת "נייר ערך" כסדרה של תעודות זהות. אחרת, כך לפי בית המשפט קמא, לא מדובר ב"סדרה", ומכאן, גם לא מדובר ב"נייר ערך". בית המשפט קמא דחה את הפרשנות התכליתית של הרשות למונח "סדרה" לפיה לצורך החלת ההגדרה די ב"מטרת השקעה דומה המתאפיינת בסיכונים וסיכויים דומים", ואין חובה לקיומה של זהות מוחלטת בין התעודות. בית המשפט קמא לא קבע אמנם כי פרשנותה של הרשות אינה אפשרית, אולם סבר כי "אינה הכרחית", דחה אותה, ובחר במקומה בחלופה פרשנית דווקנית ופורמליסטית, אשר אינה מתיישבת עם תכלית החוק.
28. בהמשך לכך, ולצורך יישום הפרשנות על המתווה המוצע, קבע בית המשפט קמא כי כיוון שהמשיבה הצהירה כי בכוונתה לאפשר שונות במספר רכיבים בין השקעה להשקעה, ולאור העובדה שיתכן והמשיבה תנהל משא ומתן עם המשקיעים אליהם תפנה ושיחפצו בכך, אין במתווה המוצע על ידה כדי להוות "סדרה" של ניירות שוות מעמד ודרגה, ולכן הנ"ל אינו עונה להגדרת "סדרה" בסעיף ההגדרות.
29. לעמדת הרשות - כפי שתפורט להלן - מדובר בפרשנות צרה, דווקנית, ומנוגדת לתכלית החוק. מדובר בפרשנות שאף עלולה להתיר למיזמים שונים שהחוק אמור להסדיר את פעילותם, לגייס כספים מהציבור באופן חופשי ללא כל הסדרה או פיקוח.

ד. המסגרת המשפטית הדרושה לערעור

30. בטרם תוצג הטעות שנפלה לעמדת הרשות בפרשנותו של בית המשפט קמא, תוצג להלן התשתית הנורמטיבית הנדרשת בכל הנוגע להוראות הדין ותכלית הדין הרלבנטיים לדיון בערעור.

1.1. הדרישה לפרסום תשקיף

31. סעיף 15 לחוק אוסר על ביצוע הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא פרסום תשקיף או טיוטת תשקיף, לפי העניין:

"(א) לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות.

(ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו".

32. סעיף 1 לחוק מגדיר את המונחים "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" באופן הבא:

"ניירות ערך" - תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה: ..."

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

(1) רישום ניירות ערך למסחר בבורסה;

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

33. פרק ה'1 לחוק העוסק בתעודות התחייבות מגדיר את המונח "תעודות התחייבות" באופן דומה וקובע (בסעיף 35א לחוק) אף הוא כי מדובר ב"תעודות המונפקות בסדרה על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר והמקנות זכות לתבוע מתאגיד כאמור כסף, בתאריך קבוע או בהתקיים תנאי מסויים ואינן מקנות זכות חברות או השתתפות באותו תאגיד ...".

34. לאור האמור, פעולה המקיימת את שלושת התנאים הבאים - הצעה, של ניירות ערך, לציבור - מחייבת פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 15 לחוק. מכירה לציבור של ניירות ערך גם היא מחייבת פרסום תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

35. תכליתו של סעיף מרכזי זה היא קביעת תחולתו של חוק ניירות ערך על תאגידים המציעים ומוכרים ניירות ערך, לשם הגנת ציבור המשקיעים בניירות ערך.

36. בסעיפים 15א ו-15ב לחוק מפורטים מספר חריגים לחובה לפרסום תשקיף. החריג הרלבנטי לענייננו מופיע בסעיף 15א(א)(1) לחוק ועוסק בהצעת או מכירת ניירות ערך למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35. חריג נוסף, שאינו מתקיים בענייננו, הוא הצעה ומכירה של ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים. כאמור, המשיבה ביקשה להציע ולמכור ניירות ערך למספר בלתי מוגבל של משקיעים לא מתוחכמים (משקיעי Retail), מהציבור הרחב.

37. דרישת התשקיף משרתת, בין היתר, את המטרות הבאות:

ראשית, מתן גילוי מקיף בדבר ההשקעה המוצעת לציבור. הגילוי נועד על מנת לאפשר לציבור המשקיעים לקבל החלטת השקעה מושכלת. הגילוי עצמו נבדק על-ידי הרשות, וחלה בעניינו אחריות פלילית, מנהלית ואזרחית;

שנית, לאחר פרסום התשקיף מוגדר התאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור כתאגיד מדווח החב בחובות גילוי שוטפות כל עוד ניירות הערך שלו מצויים בידי הציבור. חובות אלו נועדו להקנות למשקיעים יכולת לקבל החלטה מושכלת באשר לניירות הערך שבידיהם גם לאחר ביצוע ההשקעה הראשונית, ולאמוד בין היתר את שווי זכויותיהם.

שלישית, דיני החברות ודיני ניירות ערך מעניקים הגנות רחבות נוספות רבות למחזיקי ניירות ערך שהוצעו על פי תשקיף, בהתאם לסוג נייר הערך שהוצע. לדוגמא, חברה שמציעה לציבור תעודות התחייבות מחויבת לא רק במשטר גילוי קפדני אלא גם במינוי נאמן שתפקידו שמירה על עניינם של מחזיקי אותן תעודות (ר' סעיף 335 ו-35 לחוק) ובהתקשרות בשטר נאמנות אשר מסדיר את תנאי תעודות ההתחייבות (ר' סעיף 135 לחוק). הצעת תעודות ההתחייבות לציבור כפופה למשל גם לעילות קוגנטיות להעמדה לפירעון מידי של החוב, ובכלל זה מקרה בו חלה הרעה מהותית בעסקי המנפיק וקיים חשש ממשי שלא יוכל לפרוע את תעודות ההתחייבות במועדן (ר' למשל סעיף 135ט(א)(1) לחוק). חברה כזו גם תחויב לעמוד בכללי ממשל תאגידי רחבים מכוח חוק החברות, התשנ"ט-1999, עקב הצעת אגרות חוב לציבור (ובכלל זה מינוי דירקטורים חיצוניים ואופן אישור עסקאות עם בעלי עניין).

גיוס כספים מהציבור בדרך של הנפקת ניירות ערך, ללא עמידה במערכות הדינים הנגזרות מחובת פרסום התשקיף, יוצר כר פורה לתרמיות והונאות כלפי הציבור ולפגיעה אפשרית בו בשורה ארוכה של עניינים, כגון הגילוי בקשר עם הסיכונים הכרוכים בהשקעה, אופן השימוש בכספי ההשקעה והבקרות עליו, אפשרויות האכיפה במקרה של פגיעה בזכויות המשקיעים, ועוד.

38. בתי המשפט עמדו על חשיבותם של דיני ניירות ערך בעת גיוס הון מהציבור הרחב, כמערכת כללי התנהגות אשר נועדו להבטיח הגינות ושקיפות מלאים בהצעת ניירות ערך לציבור ובמסחר בהם, טוהר מידות בשוק ההון, ובסופו של יום את אמון המשקיעים ונכונותם להשקיע בשוק זה. האמצעים והמנגנונים השונים שנקבעו בחוק נועדו להבטיח כי הציבור לא ישם כספו על קרן הצבי או חלילה יפול קורבן למעשי תרמית והונאה.

39. בפרט עמדו בתי המשפט על חשיבותו של עיקרון הגילוי הנאות לנוכח מאפייניהם הייחודיים של ניירות הערך, ועל ארבע מטרותיו המרכזיות של הגילוי הנאות: מסירת מידע לציבור המשקיעים לשם קבלת החלטות רציונליות בנוגע להשקעותיהם; יצירת הרתעה בקרב החברה ומנהליה מהתנהגות בלתי ראויה; חיזוק אמון הציבור בשוק ניירות הערך; והגברת יעילותו של שוק ניירות הערך.² מן האמור לעיל ברורה גם חשיבות הדרישה לפרסום תשקיף, המהווה את שער הכניסה לדיני ניירות ערך, כאמור בדברי כב' השופטת ה' בן עתו בעניין ת"פ (ת"א) 31/73 **מדינת ישראל נ' אפרים אברון**, פ"מ תשל"ז (1) 329 (להלן: **"עניין אברון"**).

40. דרישת התשקיף קובעת אם כן את תחולת החוק, ובכך מעניקה הגנה משמעותית לציבור המשקיעים בחברות שפרסמו תשקיף. בה בעת היא אוסרת על חברות שלא עמדו בחובת פרסום התשקיף (ועל כן המשקיעים בהן אינם זוכים להגנות הקבועות בדין) לגייס כספים מהציבור בדרך של הנפקת ניירות ערך.

² ע"א 218/96 **ישקר בע"מ נ' חברת דיסקונט השקעות**, תק-על 97(3) 513 (1997), פסקה 24; רע"פ 11476/94 **מדינת ישראל נ' חברת דיסקונט השקעות בע"מ ואח'** (ניתן ביום 21.2.2010) (פורסם בנבו), פסקאות 118 – 127.

41. בראייה רחבה יותר של הדברים, מערכת הדינים בשוק ההון (הנוגעת להשקעות פיננסיות, לחיסכון פנסיוני ולחיסכון בנקאי) נועדה למנוע מצב דברים בו פתיחת אפיקי השקעה אלו **לציבור** נעשית ללא הסדרה. בית המשפט קמא ציין בצדק כי **"דיני ניירות ערך לא נועדו להקיף כל מכשיר פיננסי הקיים בשוק, ובוודאי לא כל חוזה בין קונה למוכר נכנס לגדרו של החוק"** (סעיף 10 לפסק הדין), אולם אחת שמדובר במכשיר פיננסי המוצע **לציבור הרחב**, ההנחה היא הפוכה, ולפיה צריכה לחול על המכשיר הפיננסי מסגרת חוקית ספציפית, ולא ניתן להסתפק בתחולתו של הדין הכללי. ההבדל נעוץ אם כן בכך שההשקעה מוצעת לציבור הרחב, ואינה מוגבלת למספר משקיעים מצומצם או למשקיעים מתוככמים.
42. **לנוכח תכלית ההגנה על ציבור המשקיעים, והגיוון הרב האפשרי בפעילויות בעולם העסקי, נוסחו הגדרות "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" שבחוק בהרחבה וכך גם יש לפרש אותן ואת מרכיביהן.** באופן כללי, מטרתם של הגדרות אלו ושל האיסור הקבוע בסעיף 15 לחוק הם להגן על הציבור כאשר מיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה. זו התכלית, ולכן ראוי שפרשנות ההגדרות בחוק תהיה גמישה מספיק כדי "לתפוס" את המיזמים האלה.
43. **ובענייננו - פעילות גיוס הכספים המוצעת על-ידי המשיבה, כפי שתוארה במכתביה ובעתירה, היא מסוג הפעילויות שדיני ניירות ערך נועדו לפקח עליהן שעה שהן מכוונות לציבור, מתוך כוונה להקנות לציבור זה את ההגנה הנדרשת לו בהתאם להוראות הדין.** המדובר בפנייה למספר רב של מלווים פוטנציאליים, במטרה לגייס מהם כספים למימון פעילותה של המשיבה העוסקת בייזום פרויקטים על פי הוראות תמ"א 38. כנגד השקעת הכספים במשיבה מובטחת למשקיעים תשואה פיננסית בהתאם להסכמי ההלוואה שייחתמו בינם ובין המשיבה.
44. קבלת תשואה זו תלויה בפעילותו של המיזם ובאופן ניהולו, ולפיכך נחוצים המנגנונים הקבועים בדיני ניירות ערך ובדיני החברות להגנת המשקיעים. יובהר, כי מטבע הדברים לא כל מיזם עסקי יכול או נדרש לעמוד בדרישות הקבועות בדיני ניירות ערך, מפאת גודלו, יכולותיו הפיננסיות והארגוניות, מטרת גיוס הכספים על ידו, או סוג ההצעה שהוא מבקש להציג לציבור. אך אלו הם "כללי המשחק" של דיני ניירות ערך וטעמיהם עימם. ככל שמיזם עסקי מעוניין לגייס כסף **מהציבור** לצורך השגת תשואה פיננסית עבורו, ולפנות אליו באופן נרחב, עליו לעשות זאת בדרך הקבועה בחוק, קרי באמצעות פרסום תשקיף.
45. בפני מיזם שאינו יכול או מעוניין לעמוד בהוראות החוק, פתוחות דרכים רבות אחרות למימון פעילותו, כגון גיוס כספים מהמערכת הבנקאית, ממשקיעים מתוככמים (כהגדרתם בחוק ובתקנות) או ממספר משקיעים שאינו עולה כדי "ציבור" בהתאם לחריג הקבוע בסעיף 15א(א)(1) לחוק. ואולם, האפשרות לפנות **לציבור** תהא חסומה בפניו אם אינו יכול לקיים את דרישות הדין.

46. בהתאם, בית המשפט העליון פירש בענין טבע את המונח "תעודות" בהרחבה, וקבע כי אין לפרש מונח זה כמסמך פורמלי כתעודת מניה, וכי מסמך, קרי נוסח כתוב, מצוי אף הוא בגדר ההגדרה. באותו מקרה התייחס בית המשפט העליון אף למונח "סדרה" באומרו כי "תכונתה של סדרה היא שהיא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום אשר יש תקרה למספרן הכולל".³
47. אמירה זו של בית המשפט יש להבין על רקע העניין הפשוט שהובא לפניו באותו מקרה, ועסק בכתבי אופציה שהוצעו על פי תשקיף (כמפורט בפרק ד.3. להלן).
48. ואולם, לנוכח תכליות החוק כפי שצוינו לעיל, פרשנות המונח "סדרה" לענין הגדרת "ניירות ערך" אינה מוגבלת, הן מבחינה לשונית הן מבחינה תכליתית, למצב בו מתקיימת הות בין התעודות וההבדל ביניהן מתמצה במספר סידורי.
49. לצורך "סדרה" די בקיומן של מספר תעודות אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים. הבדלים בין התעודות, אשר אינם נוגעים למהות ההשקעה, אינם מחריגים, לפיכך, את התעודות מגדר סדרה אחת כאמור בהגדרת "ניירות ערך"⁴. עמדה זו קיבלה לאחרונה ביטוי גם במסגרת "עמדה משפטית של סגל רשות ניירות ערך מספר 103-34 - סדרת ניירות ערך" (להלן: "העמדה המשפטית של סגל הרשות").⁵

2.ד. ספירה יחד של משקיעים בסדרות שונות

50. סעיף 15א(א)(1) לחוק קובע כי לא יראו כהצעה או כמכירה לציבור "הצעה או מכירה למשקיעים שמספרם אינו עולה על מספר שייקבע בתקנות, ובלבד שמספר המשקיעים שלהם ימכור המציע ניירות ערך בהצעה או במכירה כאמור, בצירוף מספר המשקיעים שלהם מכר ניירות ערך במהלך שנים עשר החודשים שקדמו לאותה הצעה או מכירה, לא יעלה על המספר שנקבע; לעניין זה יימנו בנפרד משקיעים שרכשו מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות, ומשקיעים שרכשו ניירות ערך אחרים".
51. כפי שעולה מהסיפא של סעיף 15א(א)(1) לחוק, יש למנות יחד את מספר המשקיעים בסדרות שונות של ניירות ערך, תוך מיון בין שתי הקטגוריות הבאות: (1) מניות וניירות ערך המירים למניות, או (2) ניירות ערך אחרים. לאור האמור, גם בהיתן הצעה או מכירה של סדרות שונות בתכלית של ניירות ערך, ספירת המשקיעים עשויה להיות מצרפית (בנוגע לכל מי שרכש "מניות וניירות ערך הניתנים למימוש או להמרה למניות", ולכל מי שרכש "ניירות ערך אחרים").

³ לעיל, בעמ' 481 – 482. מאפיינים אלה לא נקבעו בלשון החוק עצמו.

⁴ יובהר, כי פרשנות המונח "סדרה" בהקשרים אחרים, כגון זיהוי סדרת אגרות חוב שהונפקה לציבור על פי תשקיף לשם קביעת חובות שונות מכוח דיני ניירות ערך ודיני החברות, עשויה להיות שונה ומצומצמת יותר.

⁵ ר' באתר האינטרנט של הרשות בכתובת האינטרנט:

52. כלומר, בעניינה של המשיבה, מאחר שכל הסכמי הלוואה, על ה"מסלולים" השונים שבהם, מהווים "ניירות ערך אחרים", הרי שאף לו ניתן היה להתייחס לכל אחת מאפשרויות ההשקעה או לכל אחד ממסלולי השקעה שיוצעו כסדרה נפרדת של ניירות ערך (עמדה שכאמור הרשות דוחה מכל וכל), הרי שלצורך מנין 35 המשקיעים יש למנות את כלל המלווים עימם תתקשר המשיבה יחדיו ובמצטבר גם אם השקיעו במסלולים שונים, שכן כולם נמנים על אותה קטגוריה של "ניירות ערך אחרים". לכן, ככל שתפנה המשיבה בהצעה ליותר מ- 35 משקיעים להתקשר בהסכמי הלוואה או תתקשר החברה עם למעלה מ- 35 משקיעים בהסכמי הלוואה/מכירה במצטבר, תהיינה ההצעה והמכירה כפופות להוראות סעיף 15 לחוק ותחייבנה פרסום תשקיף.

3.ד. פסק הדין בעניין טבע ופרשנותו על ידי הערכאות הדיוניות

53. המשיבה הפנתה בעתירה לדברים שנאמרו על ידי בית המשפט הנכבד בעניין טבע וזכרים לעיל. גם בית המשפט קמא התייחס לדברים אלה והתבסס עליהם בהחלטתו. עם זאת, דומה שיש להבהיר עניין זה כבר במהלך הדיון במסגרת הנורמטיבית הרלבנטית להכרעה בערעור.

54. ראשית יצוין כי המילים "שוות מעמד ודרגה" המופיעות בפסק הדין בעניין טבע אינן מופיעות בהגדרת "נייר ערך" בסעיף ההגדרות. כלומר מדובר בהתייחסות למונח "נייר ערך" במסגרת פסק הדין בעניין טבע לאור הנסיבות הספציפיות והפשוטות של ההליך שם.

55. בנוסף, קביעתו של בית המשפט הנכבד בעניין טבע התייחסה למקרה הספציפי שנדון שם, ולאור זאת יש לפרשם. המקרה שם היה מקרה פשוט שעסק בכתבי אופציה שהוצעו על פי תשקיף. בעניין זה הועלתה טענה כאילו האופציות שהונפקו שם לא היו נייר ערך משום שבאותו מקרה היו רק כתבי הקצאה או מכתבי הקצאה אך לא "תעודת אופציה פורמלית". בית המשפט הנכבד דחה טענה פורמליסטית זו בקובעו כי "אין להגביל את המילה 'תעודה' למסמך פורמאלי כתעודת מניה. מסמך, קרי נוסח כתוב, אף הוא בגדר ההגדרה" וכי "בתשקיף עצמו יש כדי להצביע על כך שהמדובר בהנפקה של סדרה ... 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" (עמ' 481, פסקה 6).

56. מקריאת פסק דינו של בית המשפט הנכבד בעניין טבע עולה כי שם היה מדובר ב"מקרה קל" שלא הצריך מבית המשפט הנכבד התלבטות משמעותית, ובהתאם גם הניתוח המשפטי עצמו היה קצר ופשוט.

על העובדה כי המקרה בעניין טבע היה קל ניתן ללמוד מכך שאפילו המבקשים שם חזרו בהם לפני פרסום פסק הדין מטענתם כי אופציה אינה נייר ערך ובלשון בית המשפט הנכבד: "אחרי שהרכב סיכם פסק דינו, הודיעו לנו המבקשים כי הם חוזרים בהם מטענתם לפיה אופציה אינה נייר ערך" (עמ' 482, פסקה 6).

על העובדה כי המקרה בעניין טבע לא הצריך התלבטות משמעותית ניתן ללמוד מכך שבפסק הדין עצמו נכתב כי "הערנו במהלך הדיון כי הפרשנות, המוציאה כתבי אופציה שהוצעו או שהוצאו בדרך המקובלת - בכתב - מכלל ניירות ערך שהחוק חל עליהם, היא מרחיקת לכת במשמעותה ונוגדת את רוחו ומגמתו וגם את מילותיו של החוק, אשר אל הוראותיו אנו נזקקים" (עמ' 480, פסקה 5).

57. בעניין טבע מדובר היה, כאמור, בכתבי אופציה של תאגיד המדווח בכל מקרה לציבור מכ דיני ניירות הערך (חברה ציבורית מוכרת), אשר ניירות הערך שלו הונפקו באמצעות תשקיף, אשר נרשמו למסחר בבורסה ואשר לא היה ספק שמדובר בניירות ערך "סטנדרטיים" שהונפקו ב"דרך עסקים רגילה". ברוח עובדות אלו יש לפרש את האמור בפסק הדין בעניין טבע. זאת, במובחן מהעניין דכאן, מקום בו מדובר בהנפקת נייר ערך של תאגיד העושה כל שביכולתו בכדי שלא להפוך לתאגיד מדווח ואשר מנסה בכל כוחו שלא להחיל על עצמו את דיני ניירות הערך.

58. בנוסף, ומבלי לגרוע מחשיבותו של פסק הדין בעניין טבע, הרי ייתכן שהאמירה שם לעניין הגדרת "סדרות" מהווה אמרת-אגב, ולכן ספק אם היא מהווה הלכה מחייבת בכל הקשור לבית המשפט קמא.

59. יצוין כי גם הערכאות הדיוניות הכירו - לאחר פסק הדין בעניין טבע - בהכרח לפרש את המונח "סדרה" פרשנות תכליתית גמישה על מנת לעצור פרקטיקות בלתי-רצויות אותן חוק ניירות ערך נועד למנוע כדי להגן על ציבור המשקיעים.

60. כך, לדוגמא, בע"פ (ת"א) 70267/05 **דורון עמוס נ' פרקליטות מחוז ת"א - מיסוי וכלכלה** (פורסם בנבו, 26/11/2006) התייחס הרכב של בית המשפט המחוזי בת"א (כבוד השופטים ז' המר, ז' כספי, י' שיצר) למונח "סדרה" במסגרת ערעור על ההרשעה בעניין מונדרגון. בעניין מונדרגון נטען על ידי המדינה כי צבר זכויות שכלל חברות באגודה שיתופית, שטח אדמה באי מסוים, ומניות בחברה שנועדה לרכז את הפעילות העסקית-כלכלית של האגודה השיתופית היווה "נייר ערך", וכי הצעתו הפומבית של צבר זכויות זה היווה "הצעה לציבור". בית המשפט השלום (כבוד השופט ד' רוזן) קיבל את הטענה.

61. אחת מטענות הנאשם בערעור הייתה כי בית המשפט שלום לא דן בטענתו כי לא הוכח קיומה של "סדרה" של תעודות. הנאשם הפנה לעניין טבע וטען כי הדרישות שנקבעו שם בנוגע למונח "סדרה" ("... שורה של ניירות, שהן יותר מאחת, שהן שוות מעמד ודרגה ... ואשר יש תקרה למספרן הכולל") לא הוכחו. באותו עניין נטען כי לנאשם נקשרה רק תעודה אחת ולכן לא הוכח שהיו תעודות "שוות מעמד ודרגה" ואף לא שהייתה "תקרה למספרן הכולל" (סעיף 38 לפסק הדין).

62. בית המשפט המחוזי דחה את הטענה, אימץ נקודת מבט תכליתית, ונמנע מלהחיל על הסיטואציה באופן טכני-אוטומטי את מה שנקבע בעניין טבע. בית המשפט קבע כי "אין בהגדרה שהוצעה על ידי כב' הנשיא שמגר (המחוקק בחר שלא להגדיר את המונח סדרה) כדי לשלול קיומו של 'נייר ערך' בענייננו" (סעיף 39 לפסק הדין). ואכן, באותו מקרה בית המשפט קבע כי העובדה שלא הייתה "תקרה למספרן הכולל" אינה משמעותית, וכי גם העובדה כי לחלק מהמצטרפים הוצעה ב"חבילת" הזכויות 3 מניות ולחלק אחר 4 מניות "אינה גורעת מהיות התעודות 'שוות מעמד ודרגה'".

63. כלומר, בית המשפט המחוזי שם הביט בסיטואציה בדיוק כפי שהרשות הביטה בעניין דכאן ובחן אם התעודות "מקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים" (סעיף 42 לתשובת הרשות לעתירה). לעמדת הרשות זוהי דרך ההסתכלות הנכונה.

64. הסיבה היא שכמות הניואנסים שניתן לבצע במועדי הפירעון, שיעורי הריבית, גובה הבטוחות, ועוד, היא אינסופית, וההתמקדות בהם תחמיץ את העיקר. ההיצמדות לדקדקנות המילולית תביא להוצאת פעילותה של המשיבה, ושל מיזמים אחרים דומים לה, מתחולתם של דיני ניירות ערך ותותיר את ציבור המשקיעים חסרי הגנה. העיקר הוא אפוא בבחינת המשמעות הכלכלית-אמיתית של פעילות המשיבה - כפי שפורט לעיל ולהלן - ובחינת השאלות המשמעותיות: האם מדובר בזכויות דומות, במטרת השקעה דומה, ובסיכויים וסיכונים דומים. ככל שהתשובות לשאלות אלה חיוביות הדבר מצביע שלפנינו "ניירות ערך" עליהם יש להחיל את דיני ניירות ערך.

65. פרשנות דווקנית של המונח "סדרה" - בהתאם לפרשנותו של בית המשפט קמא - עשויה ליצור מצבים אבסורדיים אשר יפגעו בטובתם של המשקיעים. כך לדוגמא, לפי הפרשנות המוצעת על ידי בית המשפט קמא, כאשר מוצעים ליותר מ-35 איש שני ניירות ערך זהים יהיה מדובר בסדרה, אך כאשר מוצעים או נמכרים 100 ניירות ערך השונים זה מזה רק בשוליים (למשל שינויים מינוריים במועד הפירעון או בשיעור הריבית) לא יהיה מדובר בסדרה, ובהתאם לא יחולו כל ההגנות שהחוק ביקש לספק, וזאת, גם כאשר מטרת ההשקעה דומה ומתאפיינת בסיכונים וסיכויים דומים.

4.ד. ההגדרות השונות של המונח "נייר ערך" והצורך בפרשנות תכליתית

66. הגדרתו של המונח "נייר ערך" אינה הגדרה אחת, תחומה באופן "בינארי" וממצה. ניתן ללמוד זאת ולו מעצם השוני בהגדרות המונח הנ"ל בדינים שונים המרכיבים את מסכת דיני ניירות הערך.

67. כאמור לעיל, בסעיף 1, סעיף ההגדרות לחוק מוגדר "נייר ערך" כ"תעודות המונפקות בסדרות על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם..." ובפרק ה'1 לחוק (בסעיף 35א) המונח "תעודות התחייבות" מוגדר כדלקמן: **"תעודות המונפקות בסדרה על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר והמקנות זכות לתבוע מתאגיד כאמור כסף, בתאריך קבוע או בהתקיים תנאי מסויים, ואינן מקנות זכות חברות או השתתפות..."**

בסעיף 52 לחוק ניירות ערך הוגדרו ניירות ערך לצורך הוראות פרק ח' לחוק ניירות ערך כך: **"ניירות ערך" - לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות"**.

סעיף 52ט לחוק ניירות ערך קובע כי לעניין ביצוע עסקאות בידי עובד חבר בורסה יוגדר נייר ערך כך: **"נייר ערך" - מניה או נייר ערך הניתן למימוש או להמרה במניה, הרשומים למסחר בבורסה"**.

סעיף 1 לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, מגדיר את המושג "נייר ערך" כך: **"ניירות ערך" - כהגדרתם בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, למעט ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה ומוצרי מדדים, לרבות ניירות ערך המונפקים על ידי הממשלה וניירות ערך חוץ, או כפי שקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת"**.

סעיף 1 לחוק השקעות משותפות בנאמנות קובע כי לעניין חוק זה יוגדר נייר ערך כך: **"ניירות ערך" - כמשמעותם בחוק ניירות ערך, לרבות ניירות ערך שהוצאו בידי המדינה"**.

68. ריבוי ההגדרות אינו מקרי. הוא אינו נובע מבלבול של המחוקק או מעצלותו. הדבר נובע מכך שהמונח "נייר ערך" הוא מונח "חמקמק" שמשמעותו משתנה מהקשר להקשר, ושקשה להכיל אותו באופן הרמטי באמצעות הגדרה ממצה אחת. כך הדבר בדין בישראל, וכך גם הדבר בדין שמחוץ לישראל.

69. המונח "נייר ערך" אינו מונח הניתן למיצוי באופן מוגדר אחד, אלא פרשנותו מחייבת גמישות בכדי להתאימה להקשר שבו נבחנים הדברים, ולהקשר של ההסדרה החוקית הקונקרטית לשמה נועד מעשה החקיקה הרלבנטי. לשון אחר, הגדרת המונח נייר ערך מחייבת התייחסות רחבה לתכליתו של מעשה החקיקה בו מצויה ההגדרה, שכן אחרת לא תהא תועלת רבה בה מטרתו של הסדר החקיקה הרלבנטי לא תושג.

70. דברים אלו מחייבים, מהצד השני, שמקום שבו קם הצורך לפרש את המונח "נייר ערך" המופיע בהסדר חקיקתי כלשהו, הפרשנות תיעשה באופן תכליתי תוך הסתכלות אל מטרת מעשה החקיקה וניסיון להגשים את היעדים של מעשה החקיקה וליישם אותם "בעולם האמיתי". קיימים מיזמים רבים המבקשים לגייס כספים מהציבור ולהימנע מתחולת דיני ניירות ערך. תהיה זו טעות לבחון את פעילותם באופן טכני-אוטומטי לפי ההגדרה הלשונית המופיעה בחוק, ולפי מאפייני ניירות הערך ה"קלאסיים", ולפסוק על פיהם מבלי להתייחס למהות האמתית של פעילותם, ובמקרה דכאן, פעולתה של המשיבה.

71. עמדת הרשות היתה ועודנה שלאור כל האמור לעיל פרשנות דווקנית או טכנית של לשון החוק וסעיף ההגדרות, והיתלות דווקנית אוטומטית באמרת האגב של בית המשפט הנכבד בעניין טבע מחטיאה את מטרתו של חוק ניירות ערך, ופוגעת בהגנה שמקנה הדין לציבור.

72. לדעת הרשות העובדה שלבחינת הגדרת החוק עומד "נייר ערך" ו/או "מוצר" שהינו "חדש", "שונה", "מוזר", "יצירתי", ובעיקר בלתי ניתן לשיבוץ כאחד ניירות הערך ה"סטנדרטיים" הנוהגים בשוק (אג"ח ומניות שהונפקו על פי תשקיף ואשר נרשמו למסחר בבורסה) אין בה כדי להוציא את הגדרת "נייר ערך" ולקבוע כי אינה חלה על ה"מוצר" נשוא הבחינה, וכי דיני ניירות הערך, לרבות אך לא רק, החובה להנפיק את ה"מוצר" הנ"ל על פי תשקיף, אינם חלים.

73. דווקא בכל הקשור ל"מוצר" מיוחד, החורג מניירות הערך ה"קלאסיים" יש צורך לבצע בחינה תכליתית של הגדרת נייר הערך, להידרש למטרתו של החוק ולמהותה של הדרישה לפרסום תשקיף, ולבחון האם ה"מוצר" נשוא הבחינה הינו מסוג ה"מוצרים" שהחוק בא להכניסם תחת כנפיו בכדי להגן על ציבור "הקונים". דווקא בניירות ערך שאינם מיועדים להיסחר בבורסה, ואינם כפופים למנגנוני השוק הרבים הכרוכים בכך, עלולות להיות גלומות סכנות מיוחדות עבור ציבור המשקיעים ולכספים המושקעים על ידו, שאותן יש צורך לזהות, לחשוף ולמנוע מוקדם ככל הניתן.

5.ד. קיומו של משא ומתן - אינו רלבנטי להגדרת "נייר ערך"

74. הגדרת "ניירות ערך" אינה כוללת התייחסות לעניין קיומו או העדרו של משא ומתן בין המנפיק למשקיע. הסיבה היא כי מדובר ברכיב בלתי-רלבנטי להגדרה, שאינו יכול להוות אינדיקציה לכך שהדין אינו אמור לחול. היעדרו של משא ומתן כאמור הוא אמנם מאפיין שכיח בשוקי ניירות הערך המוסדרים, אך הדבר נובע בעיקר בשל אופיים של שווקים אלה ושיטת המסחר בהם.

75. **קיומו של משא ומתן אינו גורע מכך שמדובר בנייר ערך.** גם בהנפקות של ניירות ערך בבורסה יש לעיתים קרובות משא ומתן עם חלק מהמשקיעים (לרבות עם משקיעים מוסדיים מתוחכמים שמשפיעים על תנאי ניירות הערך עבור כל הניצעים), אך הדבר אינו מפחית מהצורך בתחולת דיני ניירות ערך. **הדבר נכון אף יותר בנוגע לניירות ערך שאינם מיועדים להיסחר בבורסה, ולפיכך מנגנוני השוק פחות חזקים בעניינם.**

76. בית המשפט קמא קבע סבר כי קיומו של משא ומתן אפקטיבי טרם ההשקעה מוציא את הסכמי ההלוואה "מהמתחם המחייב של דיני ניירות הערך" (סעיף 20 לפסק הדין). לגישתו המשא ומתן ינטרל את "פערי המידע" בין החברה למשקיעים לצורך קבלת החלטה מושכלת בהשקעתם, ופערים אלה הם שעומדים בבסיסם של דיני ניירות ערך. אך בקביעה זו מתעלם בית המשפט קמא לחלוטין מהתכליות הנוספות שבבסיס דיני ניירות הערך כמפורט לעיל, ובעיקר מחובת הגילוי השוטף והרציף המוטלת על חברה אשר הציעה ניירות ערך לציבור. גילוי אשר מטרתו להבטיח יכולת אפקטיבית של המשקיעים לקבל החלטה מושכלת באשר לניירות הערך שבידיהם גם לאחר ביצוע ההשקעה הראשונית ובכל רגע נתון, לאמוד את שווי זכויותיהם, ולעקוב אחר עמידתה של החברה אחר התחייבויותיה (כגון בדבר התקיימותם של תנאים להעמדת החוב לפרעון מייד). דיני ניירות הערך מבקשים לספק למשקיע לא רק אינפורמציה מלאה בנקודת הכניסה להשקעה, אלא גם אינפורמציה מלאה לכל אורך חיי נייר הערך הרלבנטי. מכך התעלם בית המשפט קמא.

77. גם מבחינה פרקטית ההתחשבות, לעניין תחולת הגדרת "נייר ערך", בשאלה אם התקיים משא ומתן היא בעייתית. מה אם המשיבה תנהל משא ומתן עם משקיע אחד אך משקיע נוסף יתקשר עימה מבלי לנהל משא ומתן כלל? האם במקרה זה מדובר ב"נייר ערך"? או אולי עצם האפשרות לנהל משא ומתן היא החשובה? אך אם זה המצב, ולפי אותו הגיון, ניתן יהיה לטעון כי לא היה נדרש רישיון לניהול תיקים מאדם המנהל משא ומתן עם לקוחות פוטנציאליים שלו, ולא היה נדרש רישיון בנק מחברה המנהלת משא ומתן עם לקוחותיה על תנאי ההלוואות שהיא נוטלת. ולהמחשה מעולם ניירות הערך: האם ניתן לומר כי חברה פרטית המקיימת משא ומתן עם 100 משקיעים לשם רכישת מניותיה, אינה מבצעת הצעה של ניירות ערך? מובן כי התשובה לכך שלילית, ואין בקיומו של משא ומתן כאמור כדי לשלול את תחולת דיני ניירות ערך, הן בשלב ההצעה הן בשלב המכירה של המניות.

78. לכן גם אם מתנהל משא ומתן בין מציע לבין כל משקיע ומשקיע, אין בכך כדי להוציא את ה"מוצר" מהגדרת "ניירות ערך", ואף לא מגדר פעולה של "הצעה". יהא תוכנו של תהליך זה של "מו"מ" אשר יהא, אין הוא יכול להחליף את הדרישות שנקבעו בדיני ניירות ערך לעניין הדרך לביצוע "הצעה לציבור של ניירות ערך", ובכלל זה את ההגנה הניתנת מכוחם לציבור המשקיעים.

79. מעבר לכך, ספק גדול אם קיימת אפשרות מעשית לנהל משא ומתן אמיתי ואפקטיבי עם ציבור גדול של משקיעים פוטנציאליים. ככל שציבור המשקיעים גדול יותר כך קטן כוח המיקוח הפרטני של כל משקיע, וממילא קטן הסיכוי שיתנהל מול כל משקיע משא ומתן אותנטי. סביר יותר כי במקרה כזה פשוט יוצגו בפני כל משקיע חלופות שונות ומוגדרות מתוכן יוצע לו לבחור, ולא יתאפשר לו לנהל משא ומתן בנוגע להוראות מהותיות בנוגע להלוואה. סביר יותר כי הממשק האישי בפועל עם כל משקיע ומשקיע אינו משקף משא ומתן בין שני צדדים שווים, אלא את מאמצי השיווק של מגייס הכספים.

80. דיני ניירות ערך נועדו, בין היתר, להעמיד בפני ציבור המשקיעים את מלוא המידע הדרוש לו לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת, כאשר גם הדרך שבה יש להציג בפני ציבור המשקיעים מידע זה נקבעה בדיני ניירות ערך. בנוסף, וכאמור לעיל, דיני ניירות ערך מחילים גם מנגנוני הגנה רבים נוספים במטרה לשמור על זכויות המשקיעים. בהיותם של דיני ניירות ערך דינים קוגנטיים, לא ניתן למצוא להם תחליף בדרך של ניהול שיחות עם המשקיעים, או בהצגת מידע אלטרנטיבי למידע שנקבע בדין, או בכל דרך אחרת מזו שנקבעה בדין.

81. המונח "הצעה לציבור" המחייבת פרסום תשקיף מנוסח בחוק בהרחבה כ"פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך", ואינו מסויג לאופן פניה זה או אחר. החוק אינו נוקט לשון ספציפית באשר לדרך שבה יש לבצע הצעה לציבור. לכן, הצעה לציבור יכולה להיעשות גם בדרך של מפגשים פרטניים, עם כל משקיע ומשקיע, בהם מוצע לכל אחד מהמשקיעים לרכוש ניירות ערך. כלומר, ככל שלא חלים החריגים הקבועים בחוק (לרבות החריג שעניינו מספר המשקיעים המותר - 35), אזי מדובר בהצעה לציבור. סיכומו של דבר, כאשר בוחנים את השאלה האם נעשתה "הצעה לציבור" של ניירות ערך, החשיבות אינה באופן הפניה לציבור אלא בעצם הפניה אליו במטרה להניעו לרכוש ניירות ערך.

82. בעניינה של המשיבה - ניהול משא ומתן עם המלווים, כולם או חלקם, אינו גורע מהיות פעילותה בגדר הצעה לציבור של ניירות ערך, אלא רק ממחיש את מאמצי השכנוע וההנעה של המשיבה כדי שהציבור ירכוש את ניירות הערך שלה.

83. לכן, לעמדת הרשות שגה בית המשפט קמא כאשר ייחס חשיבות רבה לקיומה של אפשרות מיקוח על תנאיו של הסכם ההלוואה המוצע לכל המשקיעים.

6.ד. הדין הזר - האמריקאי - הרלבנטי

84. בסעיפים 11 - 15 ו-18 לפסק הדין הפנה בית המשפט קמא לדין ולפסיקה האמריקאית כדי להתחקות אחר פירושו של המונח "נייר ערך" ובתוך זאת להתחקות אחר המונח "סדרה".

85. לצורך כך סוקר בית המשפט קמא את הלכת Howey בדבר ארבעת היסודות הנדרשים לצורך התקיימותו של "חוזה השקעה" (investment contract). בפרט, סוקר השופט את התייחסות הפסיקה בארה"ב ליסוד "המיזם המשותף" וקובע כי גם לפי מבחנים אלו חוזי ההלוואה המוצעים על ידי המשיבה בענייננו אינם מהווים ניר ערך.

86. גם הרשות סבורה כי ניתן להיעזר בפסיקה האמריקאית בהקשר הנוכחי, שכן לבתי המשפט האמריקאים יש ניסיון רב בהתמודדות עם סיטואציות דומות. יש לציין, כי בתי המשפט המחוזיים לא הביעו דעה אחידה בשאלה אם ראוי להיעזר בדין האמריקאי בקשר עם הגדרת "ניירות ערך" בישראל, לנוכח ההבדלים בהגדרות בשני הדינים, אולם במקרה הנדון בחר בית המשפט קמא לעשות כן.⁶

87. עם זאת, בית המשפט קמא שגה בכך שהתייחס להלכת **Howey** כהלכה האמריקאית הרלוונטית בקשר עם מכשירי חוב דוגמת "המוצר" של המשיבה. בעניין זה מובילה ושלטת מזה למעלה מ- 20 שנה פסיקת בית המשפט העליון בארה"ב בעניין **Reves**⁷, שקבעה במפורש כי הלכת **Howey** אינה רלבנטית בקשר עם מכשירי חוב והסדירה ביחס לאלו מבחן שונה.

88. כבר בסמוך לאחר פסק הדין בעניין **Howey** קבע בית המשפט העליון בארה"ב מפורשות כי מבחינת **Howey** נועדו להתחקות אחר המהות הכלכלית של מכשיר השקעה, לצורך קביעת המקרים בהם מדובר ב"חוזה השקעה", וכי מבחנים אלו לא נועדו להיות אבן-בוחן כללית לכלל המכשירים השונים המנויים במפורש בניירות ערך, שכן יישום המבחן שנקבע שם ביחס לכל אחד מסוגי המכשירים ייתר את ההגדרה הרחבה שקבע המחוקק. העיקרון המנחה הינו התמקדות במהות הכלכלית של העסקה ותוך התעלמות מהמעטפת החיצונית של העסקה הנבדקת.

"Second, we would note that **the Howey economic reality test was designed to determine "whether a particular instrument is an "investment contract," not whether it fits within any of the examples listed in the statutory definition of "security."**...

Moreover, **applying the Howey test to traditional stock and all other types of instruments listed in the statutory definition would make the Acts' enumeration of many types of instruments superfluous.**

Golden v. Garafalo, 678 F.2d 1139, 1144 (CA2 1982). See Tchernin v. Knight, 389 U.S. 332, 343 (1967)⁸

89. כך גם בעניין **Reves** קובע בית המשפט העליון בארה"ב כי המהות הכלכלית של העסקה היא אשר תכתיב את קביעת תחולת דיני ניירות ערך:

⁶ ר' המי' (ת"א) 3199/95 רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ, דינים מחוזי, כרך כו(5), 338; וכך ת"א (ת"א) 2969/00 יו"ר הרשות לניירות ערך נ' מונדרגון אגודה שיתופית בע"מ, דינים מחוזי כרך לג(4), 6

⁷ **Reves v. Ernst & Young** 494 U.S. 56 (1990)

⁸ **Landreth timber co. v. Landreth** 471U.S. 681

"We are not bound by legal formalisms, but instead take account of the economics of the transaction under investigation. See, e.g. *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967) (in interpreting the term "security" form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality"). Congress' purpose in enacting the securities laws was to regulate *investments*, in whatever form they are made and by whatever name they are called. [שם עמ' 57]"

וכן קבע בית המשפט העליון בארה"ב קבע בפסק הדין בענין Reves כי הלכת Howey אינה רלוונטית ואין להשתמש בה לצורך בחינת מהותם של מכשירי חוב:

"We reject the approaches of those courts that have applied the *Howey* test to notes; *Howey* provides a mechanism for determining whether an instrument is an "investment contract". The demand notes here may well not be "investment contracts", but that does not mean they are not "notes". To hold that a "note" is not a "security" unless it meets a test designed for an entirely different variety of instruments "would make the Acts' enumeration of many types of instruments superfluous", *Landreth Timber*, 471 U.S., at 692, and would be inconsistent with Congress' intent to regulate the entire body of instruments sold as investments..."
[שם, עמ' 64]

90. בקשר עם מכשירי חוב קובע בית המשפט העליון האמריקאי בענין Reves כי יש לישים את "מבחן הדמיון המשפחתי" (the "family resemblance" test). בכך הכריע בית המשפט בדבר המבחן הראוי להיותם של מכשירי חוב משום ניירות ערך מתוך מספר מבחנים קודמים ששימשו עובר לו את הערכאות הנמוכות בארה"ב.⁹ מבחן הדמיון המשפחתי הרחיב את המבחן התדיר ביותר ששימש לפניו אשר בוסס על גישה כללית דומה של בחינת "עסקת השקעה" אל מול "עסקה מסחרית" ("investment versus commercial"). הגישה על פי שני המבחנים הללו היא כי קיימת הבחנה בין מכשירי חוב המונפקים לצרכי השקעה שהינם "ניירות ערך", לבין מכשירי חוב המונפקים לצרכים מסחריים – צרכניים, שאינם בחזקת נייר ערך.¹⁰ אמנם למבחן הדמיון המשפחתי דמיון חלקי להלכת Howey בחלק מרכיביו אך הוא גם שונה ממנו במהותו וביסודותיו כמפורט להלן.

91. הגדרת "נייר ערך" בחוק האמריקאי כוללת "כל שטר" (any note). לפיכך, נקודת המוצא בפסק דין Reves הינה כי חזקה שכל מכשיר חוב מהווה "נייר ערך", וכי חזקה זו ניתנת לסתירה על בסיס ארבעת המבחנים המפורטים להלן. זאת, באמצעות הוכחת דמיון משמעותי בין מכשירי החוב הנבחנים לאחד מבין "משפחת" מכשירי החוב שנמנו ברשימה שקבעה הערכאה הנמוכה באותו עניין, על בסיס ארבעת המבחנים כאמור (כגון מכשיר חוב המבוטח במשכנתא של בית, מכשיר חוב המתעד הלוואה בין בנק ללקוח ועוד) או באמצעות עמידה בנטל השכנוע של בית המשפט כי יקבע קביעת סוג מכשיר חדש במסגרת אותה רשימה, על בסיס אותם מבחנים. למבחן "הדמיון המשפחתי" ארבעה רכיבים כדלקמן:

91.1 מניעים של מוכר ושל קונה סבירים להתקשר בעסקה - לצורך קביעה האם מכשיר חוב הינו נייר ערך יש לבחון אם מטרת המוכר היא לגייס כסף לשם מיזם עסקי כלשהו או למימון השקעות מהותיות והקונה מעונין בעיקר ברווח העשוי לנבוע ממכשיר החוב, שאז מדובר כנראה בנייר ערך. לעומת זאת, אם מכשיר החוב נועד לאפשר רכישת נכס זניח או מוצר על ידי צרכן, לגשר על בעיית תזרים מזומנים של המוכר, או לקדם מטרה מסחרית או צרכנית אחרת נראה שאין מדובר בנייר ערך.

⁹ כאמור עובר להלכת Reves לצורך קביעת היותו של מכשיר חוב משום "נייר ערך" שימשו את הערכאות הנמוכות יותר בארה"ב מספר מבחנים בערבוביה, הם:

מבחן סיכון ההון - ר' למשל (9th Cir. 1976) 532 F.2d 1252, 1257; **Great W. Bank & Trust v. Kotz**;
מבחן הדימיון המשפחתי- ר' למשל 544 F. 2d 1126, 1138; **Exch. Natl. Bank of Chi. v. Touche Ross & Co.**;
הלכת Howey - ר' למשל (8th Cir. 1988) 856 F.2d 52, 54; **Artur Young & Co. v. Reves**;
ומבחן ההשקעה אל מול עסקה מסחרית- ר' למשל (3d Cir. 1973) 487 f.2d 689, 694; **Lino v. City Investing Co.**;
ר' למשל גם "Is a Note a "Security"? Current tests Under State Law" 46 S.D. L. REV. 369 (1973).
¹⁰ ר' למשל (CA1 1985) 761 F.2d 33, 40-41; **Futura Development Corp. v. Centex Corp.**

בעניין זה, בקביעתו כי מכשירי החוב שנדונו שם הינם "נייר ערך" התייחס בית המשפט לעובדה ששולמה בעניינם ריבית משתנה העולה על ריבית בנקאית סטנדרטית ועלתה עליה¹¹:

"The Co-Op sold the notes in an effort to raise capital for its general business operations, and purchasers bought them in order to earn a profit in the form of interest. **Indeed, one of the primary inducements offered purchasers was an interest rate constantly revised to keep it slightly above the rate paid by local banks and savings and loans.** From both sides then, the transaction is most naturally conceived as an investment in a business enterprise rather than as a purely commercial or consumer transaction⁶⁷- [שם – עמ' 67]."

91.2 תוכנית ההפצה של המכשיר (plan of distribution) - לפי מבחן זה יש לבחון האם הכוונה היא שיתבצע מסחר במכשיר. עם זאת, בית המשפט קבע שם במפורש כי במסגרת מבחן זה כדי שיחשב מכשיר כנייר ערך כל שנדרש הוא כי מכשירי החוב הוצעו ונמכרו לציבור הרחב. העדר נזילות של מכשיר החוב, קבע בית המשפט, אינה מצדיקה העדר סיווגו כנייר ערך:

"To be sure, the notes were not traded on an exchange. **They were, however, offered and sold to a broad segment of the public, and that is all we have held to be necessary to establish the requisite "common trading" in an instrument** [שם, עמ' 68]"

יתרה מכך, ערכאה נמוכה בארה"ב אף טענה כי תנאי זה אינו הכרחי כלל לצורך גיבוש היותו של מכשיר חוב משום נייר ערך על פי מבחן הדימיון המשפחתי¹².

91.3 ציפיית המשקיע הסביר לתחולה של דיני ניירות ערך - יש לבחון האם ציפיה סבירה של משקיע הינה כי מכשיר ההשקעה יהווה נייר ערך, גם אם נסיבות העסקה אינן מצביעות על כך:

¹¹ ורי גם Wright v. Downs, 1992 U.S. App. LEXIS 17384 (6th Cir. Mich. July 17, 1992) (עניין Wright)

¹² רי Jaquith v. Newhard, 1993 U.S. Dist. LEXIS 5214 (S.D.N.Y. Apr. 20, 1993)

"The third factor - the public's reasonable perceptions - also supports a finding that the notes in this case are "securities". We have consistently identified the fundamental essence of a "security" to be its character as an "investment". See supra, at 61, 65. **The advertisements for the notes here characterized them as "investments", see supra, at 59 and there were no countervailing factors that would have led a reasonable person to question this characterization. In these circumstances, it would be reasonable for a prospective purchaser to take the Co-Op at its word.**" [שם, עמ' 68-69]

91.4. קיומו של גורם אחר, כגון רגולציה אחרת, המקטין משמעותית את הסיכון הגלום במכשיר - יש לבחון האם קיים גורם שכזה כך שתחולת דיני ניירות ערך אינה נחוצה. מדובר במבחן המשמש גם בפסיקה אחרת ולרבות בפסיקה הישראלית כמבחן לקביעת התקיימותו של נייר ערך:¹³

"Finally, we find no risk-reducing factor to suggest that these instruments are not" in fact securities. The notes are uncollateralized and uninsured. Moreover, unlike the certificates of deposit in *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. which were insured by the Federal Deposit Insurance Corporation and subject to substantial regulation under the federal banking laws, and unlike the pension plan in *Teamsters v. Daniel*, which was comprehensively regulated under the Employee Retirement Income Security Act of 1974, **the notes here would escape federal regulation entirely if the Acts were held not to apply**[שם- עמ' 69]

¹³ למשל בעניין *Marine Bank v. Weaver* 455 U.S. 551 (1982) שם נקבע כי תעודות פקדון הכפופות לרגולציה בנקאית לא נתפסו כניירות ערך וכן המ' (ת"א) 3199/95 רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ, דינים מחוזי, כרך כו(5)

92. הלכת Reves היא כאמור ההלכה המובילה והשלטת בקשר עם קביעת היותו של מכשיר חוב משום "נייר ערך" בשנים שחלפו מקביעתה, מזה למעלה מ-20 שנה, והיא מיושמת ומפורשת תדיר על ידי בתי המשפט בערכאות נמוכות בארה"ב¹⁴. גם מלומדים ישראלים הביעו עמדה לפיה זהו המבחן הראוי ליישום בקשר עם תעודות התחייבות גם בדין בישראל, ר' ש' חנס וא' פיגנבאום, "עיון מחדש בהגדרת "נייר ערך" בדין הישראלי", **משפט ועסקים ז'**, 11 (2007) בעמ' 64.

93. בהתאם, **ובשונה ממסקנת בית המשפט קמא**, מבחן הדמיון המשפחתי בו בחר בית המשפט העליון בארה"ב לבחינת היותם של מכשירי חוב משום נייר ערך הינו, ככל שמבקשים לבחון לפי הדין האמריקאי בהקשר זה, המבחן המתאים כדי לבחון אם ה"מוצר" אותו מציעה המשיבה לציבור הוא "נייר ערך". כאשר מיישמים מבחן זה על עובדות ענייננו מתחזקת המסקנה כי לפנינו בניירות ערך.

94. ראשית, בקשר עם מניעי המוכר ומלווים סבירים, הרי שהמשיבה עצמה הציגה את המיזם בעתירתה לבית המשפט קמא **כהשקעה פיננסית, שמטרתה תחליף למימון בנקאי**, וממילא כך יתייחס אליה משקיע סביר. כמו כן, בדומה לנתון עליו נשען בית המשפט העליון בארה"ב בעניין Reves, שיעור הריבית המוצע על ידי המשיבה במסגרת חוזה ההלוואה עולה משמעותית על שיעור הריבית הבנקאית הסטנדרטית.

שנית, בקשר עם מבחן אופן הפצת מכשיר ההשקעה - בענייננו חוזה ההלוואה שבנדון טרם הוצעו או נמכרו. עם זאת, עולה כי בכונת המשיבה להציע אותם לציבור באופן רחב.

¹⁴ להלן מספר דוגמאות לפסקי דין המיישמים את הלכת Reves, בפרט בערכאות נמוכות *Holloway v. Peat*, *LeBrun v. Kuswa*, 24 F. Supp. 2d (*Marwick, Mitchell & Co.*, 900 F.2d 1485 (10th Cir. 1990) UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE TENTH CIRCUIT; *Delgado v. Ctr.* 641(1998); on Children, Inc., 2012 U.S. Dist. LEXIS 97251 (D. La. 2012); *Wright v. Downs*, 1992 U.S. App. LEXIS 17384 (6th Cir. Mich. July 17, 1992); *State v. Kelson*, 2012 UT App 217 (Utah Ct. App. *SEC v. Mulholland U.S. Dist.* LEXIS 35559 (D. Mich. 2013); *Greenbelt Prop. Mgmt., LLC v.*)2012 *Transnation Title Ins. Co.*, 2013 Bankr. LEXIS 2647 (Bankr. D. Ariz. 2013)

אמנם, עלו במהלך השנים שאלות בדבר אופן יישומה של הלכת Reves והאפשרות ליישם גם מבחנים קודמים ששימשו את הערכאות הנמוכות עובר להלכת Reves, כך למשל נשאלו שאלת מדרג העדיפות בקשר עם ארבעת היסודות של הלכת Reves, ושאלת הקביעה הראויה במקרה של אינדיקציות סותרות, ר' למשל C.R. Haper "Sometimes Promising is Not So Promising: The Breakdown of the Family resemblance Test", 29

שלישית, בנוגע למבחן של ציפיית המשקיע הסביר לתחולה של דיני ניירות ערך - בענייננו המשיבה מאפיינת כאמור את חוזי ההלוואה כמכשיר השקעה, אשר מטרתו החלפת מימון בנקאי לפרויקטים של תמ"א 38, קרי כמכשיר השקעה אשר עליו ככלל מוחלים דיני ניירות ערך. תמציתו של נייר ערך היא בכך שהוא מהווה מכשיר השקעה וזו היא אף הגדרתו של "המוצר" לדברי המשיבה. לכן גם מבחן זה תומך לעמדת הרשות במסקנה כי יש להחיל את דיני ניירות הערך.

רביעית, הגורם האחרון במסגרת מבחן הדימיון המשפחתי הוא קיומו של גורם אחר, כגון רגולציה אחרת, המקטין משמעותית את הסיכון הגלום במכשיר. גורם כאמור לא קיים בענייננו ולא קיימת רגולציה אחרת שחלה על פעילות המשיבה לגיוס הכספים. בהקשר זה יצוין כי בהתבסס על הלכת Reves גם בפסיקה בערכאה נמוכה בארה"ב נקבע כי תנאי זה לא מתקיים במיזם דומה לזה שבענייננו - השקעה פיננסית המובטחת בשעבוד על נכס נדל"ן¹⁵:

"Finally, the fourth factor is whether some regulatory scheme exists to reduce the risk of the investment. **Michigan laws concerning the recording of deeds and mortgages are certainly not the type of regulation the Supreme Court had in mind.** Because there are no comprehensive regulations such as the Federal Banking Laws, or the Employee Retirement Income Security Act of 1974, "the notes here would escape federal regulation entirely if the Acts were held not to apply." Id. at 69". [ההדגשות אינן במקור]

כפי שצוין לעיל, העובדה כי לא חלה על חוזי ההלוואה כל רגולציה אחרת, אף שמדובר במכשיר לביצוע השקעה פיננסית המוצע לציבור הרחב, מצביעה על כך שמבחינה תכליתית דיני ניירות ערך צריכים לחול בענייננו.

95. על הסיכון הנובע לציבור הרחב ממכירת ניירות ערך בדרך המוצעת על-ידי המשיבה ניתן ללמוד גם כן בבירור מהשוואה לארה"ב. רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) עושה מאמצים למנוע הונאות ותרמיות של הציבור, ובמסגרת זו הקדישה אזהרה מיוחדת באתר האינטרנט שלה לקטגוריה של "Promissory Note Fraud". תחת אזהרה זו מובאים הדברים הבאים (ההדגשות הוספו):

¹⁵ ר' עניין Wright

"A promissory note is a form of debt – similar to a loan or an IOU – that a company may issue to raise money. Typically, an investor agrees to loan money to the company for a set period of time. In exchange, the company promises to pay the investor a fixed return on his or her investment, typically principal plus annual interest.

While promissory notes can be legitimate investments, those that are marketed broadly to individual investors often turn out to be scams. The SEC and state securities regulators across the nation have joined forces to combat the fraudulent sale of promissory notes to investors."

ובהמשך לכך מובאים "טיפים" למשקיעים כיצד להימנע מתרמיות בניירות ערך מסוג זה, ובהם הדברים הבאים:

• Bear in mind that legitimate corporate promissory notes are not usually sold to the general public. Instead, they tend to be sold privately to sophisticated buyers who do their own "due diligence" or research on the company. If someone calls you up or knocks on your door trying to sell you a promissory note, chances are you're dealing with a scam.

...

• Be skeptical if the seller tells you that the promissory note is not a security. The types of promissory notes involved in promissory note scams usually are securities and must be registered with the SEC or your state securities regulator – or they must meet an exemption."

[מתוך אתר רשות ניירות ערך האמריקאית, בכתובת:

<http://www.sec.gov/investor/pubs/promise.htm>

אזהרה דומה פורסמה באתר FINRA, המפקחת על בעלי רשיון בתחום ניירות הערך.]

יצוין, כי יש קטגוריות רבות ושונות של מכשירי חוב, אולם כינויים וסיווגם תחת קטגוריה מסוימת (הסכם הלוואה, שטר, אגרת חוב, וכדומה) אינו משליך מטבע הדברים על סיווגם כנייר ערך אחת שזוהו ונבחנו מאפייניהם הכלכליים.

96. בהתאם, יישום ההלכה השלטת בפסיקה האמריקאית לבחינה האם מכשיר חוב הינו "נייר ערך" מראה כי בניגוד לקביעת בית המשפט קמא, חוזי ההלוואה שמציעה המשיבה בענייננו הינם "ניירות ערך". לכן גם לפי הפסיקה האמריקאית - עליה ביקש בית המשפט קמא להסתמך - יש להחיל בענייננו את דיני ניירות הערך.

97. בשולי הדברים נציין עוד כי הניתוח של בית המשפט קמא את חוזי ההלוואה על סמך הלכת Howey עצמו ממחיש בבירור כי הלכה זו אינה מתאימה למכשירי חוב. בית המשפט קמא מתייחס לשלושת מבחני השיתוף הקיימים בפסיקה האמריקאית לצורך התקיימותו של יסוד "המיזם המשותף" בהלכת Howey וקובע כי שיתוף כאמור אינו מתקיים במיזם המשיבה. בפרט, קביעתו הינה כי לא מתקיים מבחן השיתוף המצמצם מבין שלושתם הוא המבחן האנכי המצומצם, לפיו כל שנדרש להתקיימות יסוד המיזם המשותף הינו רק כי תשואת המשקיעים קשורה לרווחי היזם מהמיזם בקשר ישיר, כך שהתשואה של המשקיעים ורווחי היזם יעלו וירדו יחדיו. אולם האופן בו מוגדר המבחן כפי שהוצג על ידי בית המשפט קמא מעיד כי השימוש בו הינו לצורך בחינת מקרה של השקעה הונית. אולם חוב קודם במהותו להון ומתאפיין בכך שאין הכרח כי הנושים והבעלים יהיו כפופים לסיכונים וסיכויים דומים. לנושים קיימת עדיפות מובנית על פני בעלים ובבסיס המכשיר עומדת ההסכמה כי חובם ישולם להם ככלל במועדים קבועים ללא תלות בהצלחת הלווה והיזם. החלת פרשנות המבחן האמור גם במקרה של גיוס חוב תוביל למעשה לכך שכל מכשירי החוב הסטנדרטיים לא יהוו משום "נייר ערך".

ה. נימוקי הערעור

98. טעה בית המשפט קמא שעה שפירש את המונח "נייר ערך" באופן דווקני תוך שהוא קורא אל תוך הגדרת "נייר ערך" תנאים והגבלות שאינן מופיעים בלשון החוק, ואשר מנוגדים לתכליתו של החוק וההגנה שהוא בא לתת לציבור המשקיעים.

99. טעה בית המשפט קמא שלא פנה אל תכליתו של החוק ופירש את המונח "נייר ערך" פרשנות תכליתית, רחבה, תוך הזקקות למהותו של ה"מוצר" אותו מעוניינת המשיבה למכור ל"ציבור".

100. טעה בית המשפט קמא בכך שייחס לדברים שנאמרו על ידי בית המשפט הנכבד בעניין טבע משמעות שספק רב אם יש לייחס להם, תוך שהוא לא מאבחן בין הנסיבות ההליך בעניין טבע לבין נסיבותיו של ההליך הנוכחי.

101. טעה בית המשפט קמא שלא נתן משקל לעובדה שהדברים שנאמרו בעניין טבע נאמרו ב"אגב אורחה" ולא נדרשו לצורך ההכרעה בהליך שם.

102. טעה בית המשפט קמא שעה שקבע שפרשנותה של הרשות למונח "נייר ערך" "אינה הכרחית" ושלא מצא לנכון לפרש את המונח "סדרה" כך שהוא יקיף גם מספר תעודות שמקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים.

103. טעה בית המשפט קמא בכך שהתעלם מכך שאין בעובדה שהמשיבה עתידה להציג בפני המשקיעים השונים "מספר מסלולי השקעה", כדי להבטיח שבסופו של יום לא יוצר מסלול השקעה אחד ו/או שני מסלולי השקעה בלבד וה"שוונות" עליה נתלתה המשיבה לא תתרחש בסופו של דבר.

104. טעה בית המשפט קמא בכך שלא קיבל את עמדתה המקצועית של הרשות, לפיה במובחן מהנסיבות ששררו במועד בו נאמרו הדברים בעניין טבע, בראשית שנות התשעים של המאה הקודמת, כיום אנו עדים לשורה ארוכה של מיזמים שונים אשר מנסים "להיכנס לתחומה של העיר" וזאת שלא דרך "השער". ובהקבלה, שורה של מיזמים המנסים לגייס כספים מהציבור, בין בדרך של גיוס הון ובין בדרך של גיוס חוב, וזאת שלא על פי דרישות הדין, ללא פרסום תשקיף, ובניסיון להתחמק מתחולתם של דיני ניירות הערך וממגוון מנגנוני ההגנה שהם מעניקים לציבור.

105. בית המשפט קמא התעלם מכך שגיוס כספים מהציבור לשם השקעה פיננסית אינו חייב להיעשות בדרך של הנפקת תעודות אחידות או חתימה על הסכמי הלוואה זהים. הרב גוניות והדינמיות בעולם הכלכלי מאפשרים גיוון נרחב בסוגי ניירות הערך המוצעים לציבור. בית המשפט קמא התעלם מכך שגורמים המבקשים לעקוף את דרישות הדין ולגייס מהציבור כספים יוכלו לעשות כן בנקל על דרך של יצירת "ניואנסים" במסלולי ההשקעה ולמצער פוטנציאל לניואנסים במסלולי ההשקעה, והכל בכדי לחמוק מההגדרה של "סדרה" ושל "נייר ערך" בסעיף ההגדרות, כמוסבר לעיל.

106. בית המשפט קמא טעה בכך שהתעלם מהשינוי הדרמטי בנסיבות (בעיקר הטכנולוגיות) מהמועד בו נכתבו הדברים בעניין טבע וזאת בכל הקשור לנגישות של הגורם החפץ לגייס כספים מהציבור, אל ציבור המשקיעים, בין בדרך של פרסומים באמצעי התקשורת, באמצעות האינטרנט ובאמצעות דיוור ישיר בדואר האלקטרוני. בית המשפט הנכבד התעלם מכך שכיום, לאור התפתחויות טכנולוגיות אלה, יכולים הגורמים החפצים לגייס הון מהציבור, "לתפור" למי שמתעניין בהם סוגים שונים של "חליפות" ולשנות ריביות, מועדי תשלום, או רכיבים נוספים, באופן שלא היה אפשרי לפני כ-20 שנה. הטכנולוגיה והנגישות מאפשרות לגופים אלו לנהל תקשורת דו-כיוונית עם מי שמתעניין בהם באופן שניתן אולי לכוון אותו משא ומתן, גם כן באופן שלא היה אפשרי לפני כ-20 שנה. בהתאם, יישום הפרשנות הדווקנית של בית המשפט קמא בסביבה הטכנולוגית הנוכחית עשוי להעמיד את ציבור המשקיעים בפני סיכון בלתי-סביר ובלתי-מוצדק. גם לכן לעמדת הרשות יש לקרוא את הגדרת "סדרה" והגדרת "נייר ערך" וכמובן את הדברים שנאמרו בעניין טבע באופן ההולם את השוני בנסיבות כאמור לעיל, ולבחון את התאמתם לעולם ה"חדש" כיום.

107. טעה בית המשפט קמא בכך שייחס חשיבות רבה מדי לעובדה שקיימת אפשרות ולו לכאורית למו"מ בין כל אותם ניצעים מקרב הציבור ובין המשיבה, עובר להתקשרות מחייבת בעסקה הפיננסית נשוא הליך זה. הרשות תטען כי אין בעצם קיום מו"מ כדי להוציא את המוצר נשוא המו"מ מגדר הגדרת נייר ערך, כאמור בפסק הדין, וזאת הגם שבכל הקשור לניירות ערך סטנדרטיים/קלאסיים (המונפקים בסדרות נרחבות ונרשמים למסחר בבורסה), יקשה למצוא מו"מ אמיתי ופעיל עובר לרכישתם עם כל אחד ואחד מהמשקיעים הפוטנציאליים.

108. הרשות תשוב ותטען כי הגדרת נייר ערך בחוק לא חלה רק על אותם ניירות ערך "סטנדרטיים" אלא גם על נייר ערך "אחר" מהסוג שאינו מונפק בסדרות רחבות היקף או נרשם למסחר בבורסה, וזאת מהטעם שהגנת החוק נדרשת גם על רוכש נייר ערך זה. במידה רבה היא נדרשת אף יותר.

109. בית המשפט קמא התעלם מכך שגם בעניין הנוכחי, שינתה המשיבה את דרכה מן הפניה הראשונה אל המתווה המוצע, כך שהנ"ל תתאים לצרכיה - התחמקות מהגדרת "סדרה" בחוק, ולא דווקא משיקולים ענייניים עסקיים. שינוי זה מצביע בין היתר על הסיכון הכרוך בגישתו הפרשנית הדווקנית של בית המשפט קמא המתמקדת בצורה ולא במהות.

110. טעה בית המשפט קמא בכך שהתעלם מהעובדה כי הוצאת פעילות המשיבה מהצורך לפרסם תשקיף לצורך גיוס החוב מהציבור ומתחולת דיני ניירות ערך, תשאיר את הציבור ללא כל הגנה, וללא כל מערכת דינים ייעודית רלבנטית אחרת שתגן עליו מפני פערי המידע ו/או פערי יכולת מו"מ וכו', כדוגמת דיני הגנת הצרכן, חוק המכר דירות (הבטחת השקעותיהם של רוכשי דירות), התשל"ה - 1974, חוק הבנקאות (שירות ללקוח), התשמ"א - 1981, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א 1981, חוק חוזה ביטוח, התשמ"א - 1981 וכו'. **דומה כי בית המשפט קמא לא שקל כנדרש את הצורך בהגנה לציבור המשקיעים, אף שזהו השיקול המרכזי בפרשנות חוק ניירות ערך.**

111. טעה בית המשפט קמא בניתוחו את הדין הזר (האמריקאי), וזאת בכך שניתח את המקרה ב"משקפי" פסק הדין בעניין Howey כאשר מדובר בפסק דין שאינו רלבנטי לענייננו. פסק הדין הרלבנטי לענייננו הוא פסק הדין של בית המשפט העליון בארה"ב בעניין Reves שלפיו, ככל הנראה, ה"מוצר" אותו מתכוונת המשיבה להציע היה נחשב "נייר ערך".

112. הרשות תשוב ותטען כי אין במתווה המוצע על-ידי המשיבה כדי להוציא את הסכמי ההלוואה אשר המשיבה מבקשת להציע לציבור מגדר המונח "סדרה", ומשכך אף אין להוציאם מהגדרת "ניירות ערך". נראה כי המתווה המוצע נועד להוציא באופן מלאכותי את גיוס הכספים מהציבור מגדרו של החוק. ואולם, החוק חל על פי תכליתו ולשונו גם על המתווה המוצע, ואין להתיר עקיפה שלו.

113. **העיקר נותר בכך שהמשיבה מתעתדת להציע מכשירי חוב לציבור משקיעים, מבלי שניתן להם מלוא המידע הנדרש להם לצורך קבלת החלטת השקעה מצדם; כאשר עצם הנכונות להשקיע והערכת שווי ההשקעה (החל במועד ההצעה ועד פירעון החוב) תלויים בסיכויים ובסיכונים של המשיבה בכללותה, ולמצער באלו של פרויקט ספציפי שלה המנוהל על-ידי המשיבה או על ידי מי מטעמה באופן בלעדי ולכן כל המידע אודותיהם מצוי בידיה בלבד; וכן - כאשר מהות ההשקעה הינה השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה.**

114. הרשות תטען כי בכך, אין המשיבה שונה באופן מהותי מחברות נדל"ן יזמי המגייסות כספים מהציבור בדרך של הנפקת אגרות חוב, ונדרשות לשם כך לפרסם תשקיף שקיבל את היתר הרשות, בהתאם להוראות הדין. לאור האמור, אין לגישת הרשות חשיבות מכרעת להבדלים מסוימים בתנאים הכלכליים בין הסכמי ההלוואה השונים, שכן אין בהבדלים אלה כדי לגרוע מהעובדה, שבסופו של יום **מדובר עדיין בניירות ערך כמשמעותם בחוק.**

115. טעה בית המשפט קמא בכך שהתעלם מהעובדה שקיים חשש ממשי של מדרון חלקלק שעלול להיגרם כתוצאה מקבלת העמדה הפרשנית של המשיבה. קבלת עמדה זו תסלול את הדרך לעקוף בנקל את חובת פרסום התשקיף ותחולת ההגנות הרבות החלות על ציבור המשקיעים מכוח דיני ניירות ערך, באמצעות יצירת דיפרנציאציות כאלו ואחרות, גם אם זניחות, בין ניירות ערך על אף העובדה שבמהות הם משקיעים כולם באותה השקעה פיננסית בעלת סיכונים וסיכויים דומים.

116. ודוק, כי מנקודת מבטם של המשקיעים, ההבדלים הפוטנציאליים בין מסלולי ההשקעה השונים, לא מאיינים את הצורך שלהם לקבל את המידע שנכלל בתשקיף לגבי מושא ההשקעה, ומכיוון שמדובר במושא השקעה דומה, גם הגילוי וההגנות שהם צריכים לו דומה.

117. למען שלמות התמונה בלבד, יאמר כי לצורך תחולת החוק אין חשיבות למספר המשקיעים "הסופיים" שיחתמו לבסוף על הסכמי הלוואה מול המשיבה, גם אם מספרם לא יעלה על 35. סעיף 15 לחוק קובע את הכלל לפיו אסורה הצעה, ולא רק מכירה ליותר מ-35 ניצעים, אלא על פי תשקיף. לשון אחר, די שיחשפו להצעת המשיבה לבוא עימה בעסקת הלוואה, ודי שתנהל מו"מ עם מספר ניצעים הגדול מהמספר המוזכר בדין (35), כדי שיהא על החברה לפרסם תשקיף. מכל מקום, המשיבה הצהירה באופן ברור על כוונתה להתקשר עם יותר מ-35 משקיעים מהציבור הרחב.

ו. סיכום

118. במרכזו של ערעור זה עמדה פרשנות הגדרת המונח "נייר ערך" בחוק, ובעיקר פרשנות התיבה "סדרה" הכלולה בהגדרה זו.

119. הרשות הראתה כי בית המשפט קמא אימץ בנוגע למונחים אלה פרשנות פורמלית ביותר, שגויה, ומנוגדת לתכלית החקיקה. פרשנות זו צפויה לפגוע באופן מיידי וברור בציבור המשקיעים בישראל.

120. הרשות הראתה כי בית המשפט קמא אימץ למונח "סדרה" פרשנות שמתעלמת מ"התמונה הגדולה", אשר מאפשרת למיזמים שונים להציע למשקיעים רבים מהציבור ניירות ערך ללא תשקיף, והכל תוך התעלמות מתכליתם של דיני ניירות ערך ותוך יישום שגוי של תכלית זו כפי שבאה לידי ביטוי בפסקי דין של בית משפט נכבד זה, של בתי המשפט המחוזיים, ושל בתי המשפט בארצות הברית.

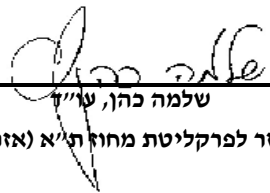
121. הרשות הסבירה כי על מנת להגשים את תכלית החוק, נוסחה הגדרת "ניירות ערך" בהרחבה וכך גם יש לפרש אותה, וזאת במיוחד לאור ההתפתחות הטכנולוגית של השנים האחרונות שמאפשרת להציע ניירות ערך ביתר קלות, בתפוצה רחבה מאד, ובאמצעים מגוונים.

122. הרשות הסבירה כי הגדרת "ניירות ערך" והאיסור הקבוע בסעיף 15 לחוק נועדו להגן על הציבור כאשר מיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה פיננסית שתכליתה השגת תשואה, ולכן גם אם קיימים ניואנסים מסוימים בין "תעודה" אחת לשנייה אך מטרת ההשקעה דומה והסיכונים והסיכויים דומים אין בכך כדי "להוציא" את הפעילות מתחולת ההגדרה.

123. הרשות הסבירה כי היצמדות לדקדקנות מילולית בהקשר זה תביא להוצאת פעילות המשיבה, כמו גם של מיזמים אחרים דומים לה, מתחולתם של דיני ניירות ערך, ותותיר את ציבור המשקיעים חסרי הגנה. הרשות הסבירה כי העיקר הוא לבחון את המשמעות הכלכלית-אמיתית של הפעילות ולשאול את השאלות המשמעותיות: האם מדובר בזכויות דומות, במטרת השקעה דומה, ובסיכויים וסיכונים דומים. ככל שהתשובות לשאלות אלה חיוביות הדבר מצביע שלפנינו "ניירות ערך" עליהם יש להחיל את דיני ניירות ערך.

124. אשר על כן, מתבקש בית המשפט הנכבד לקבל את הערעור, לבטל את פסק דינו של בית המשפט קמא, ולחייב את המשיבה בהוצאות הרשות לרבות שכר טרחת עו"ד כדין.


 ליאב זינבאוס, עו"ד
 מנהל המחלקה המסחרית
 פרקליטות מחוז (ת"א) אזרחי


 שלמה כהן, עו"ד
 (עוזר לפרקליטת מחוז ת"א (אזרחי))

ב"כ רשות ניירות ערך