



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

**בעניין:** קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ  
ע"י ב"כ עו"ד אילן מוריאנו

**העותרת**

- נ ג ד -

**חרשות לניירות ערך  
באמצעות פרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי),  
עו"ד ליאב וינבאום, שלמה כחן**

**חמשיבים**

1

**פסק דין**

2

3

4

5

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

עתירה לפיה מבוקש שבית המשפט יצהיר כי העותרת אינה מחויבת לפרסם תשקיף לצורך התקשרות עם מלווים בעסקת מימון לשם ביצוע פרויקט בנייה לפי תמ"א 38.

**הרקע לעתירה**

1. העותרת, חברה יזמית פרטית העוסקת בקידום פרויקטים לפי הוראות תמ"א 38 (תכנית המתאר הארצית לחיזוק מבנים קיימים בפני רעידות אדמה), התקשרה עם דיירי בניין ברח' גרשום 4 ברמת גן בהסכם לביצוע עבודות חיזוק כנגד רעידת אדמה, לפי הוראות תמ"א 38 (להלן: "הפרויקט"). על מנת לעמוד בהתחייבותיה בפרויקט, ומכיוון שלטענתה הבנקים המסחריים מערימים קשיים במתן אשראי למימון פרויקטים לבניה מסוג זה, יזמה העותרת מתווה לעסקת מימון מול מלווים פרטיים. העותרת התכוונה לפנות למספר רב של מלווים פוטנציאליים ולהציע להם להתקשר בהסכמי הלוואה בשיעורי ריבית משתנים, בהתאם להיקף הלוואה, ובאמצעות התקשרות ספציפית עם כל מלווה בנפרד (להלן: "הסכם הלוואה").

2. העותרת סברה כי הסכמי הלוואה עם המלווים אינם בבחינת "ניירות ערך" כהגדרתו של מונח זה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך"). על כן, גם פנייתה של העותרת למשקיעים פרטיים לצורך השגת המימון הנדרש לביצוע הפרויקט איננה בבחינת הצעה של ניירות ערך, והיא פטורה מהוראות הדין ביחס לדרך בה יש להציע ניירות ערך



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

1 לציבור - באמצעות פרסום "תשקיף" או טיוטת "תשקיף", לפי הוראות סעיף 15 לחוק. העותרת  
2 פנתה למשיבה לראשונה ביום 10.10.13 על מנת לקבל את עמדתה בשאלה האם הסכמי ההלוואה  
3 שהיא מעוניינת להציע למלווים, נכנסים לגדרי המונח "ניירות ערך" הקבוע בחוק. לאחר דין  
4 ודברים מול המשיבה, כמו גם שינויים שעשתה העותרת במתווה הגיוס על מנת להתאימו לדרישות  
5 המשיבה (להלן: "מתווה הגיוס" או "מתווה הגיוס המעודכן"), ביום 25.8.14 הביעה המשיבה את  
6 עמדתה כי הסכמי ההלוואה עומדים בגדרי המונח "ניירות ערך". מכאן לעתירה שבפנינו. העותרת  
7 ביקשה כי בית המשפט יצהיר כי בכל הנוגע לפנייתה לציבור לגיוס המימון הנדרש לביצוע  
8 הפרויקט, בהתאם למתווה הגיוס המעודכן, העותרת אינה מחויבת בהוראות הקבועות בחוק בנוגע  
9 לניירות ערך, ואינה חייבת בפרסום "תשקיף" כנדרש בהוראות החוק.

10

11 לשלמות התמונה יצוין, כי בתחילה העתירה הוגשה לבית המשפט לעניינים מנהליים בתל-אביב,  
12 אך זה העביר ביום 5.6.14 את הדיון לבית משפט זה. לכן חרף העובדה שספק אם בית המשפט  
13 לעניינים מנהליים (במחוז כלשהו) מוסמך לדון בעתירה, בית משפט זה קנה סמכות לדון בה לפי  
14 הוראת סעיף 79(ב) לחוק בתי המשפט [נוסח משולב], תשמ"ד-1984.

15

16

**טענות הצדדים**

17 3. העותרת טענה כי אין לראות בהסכמי ההלוואה שייחתמו עם המלווים כ"ניירות ערך",  
18 שכן הסכמי ההלוואה אינם "תעודות המונפקות בסדרות", כמפורט בהגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1  
19 לחוק. זאת מכיוון שקיימים הבדלים מהותיים בין הסכמי ההלוואה השונים, הן לעניין היקף  
20 הביטחונות שיינתנו לכל מלווה, הן לעניין מועדי התשלום שייקבעו, והן לעניין התשואה שתינתן  
21 לכל מלווה, באופן שאינו מאפשר לראות בהסכמי ההלוואה כ"סדרה". מכאן, סברה העותרת כי גם  
22 פנייה לציבור לצורך גיוס המימון הנדרש לביצוע הפרויקט, כפי שפורט במתווה הגיוס המעודכן,  
23 אינה הצעה של "ניירות ערך", ואינה דורשת עמידה בהוראות סעיף 15 לחוק.

24

25 4. העותרת ביססה את טענתה לפיה הסכמי ההלוואה אינם בגדר "סדרה" כאמור, בעיקר  
26 בשל השונות הקיימת בין כל מלווה, בהתאם למתווה הגיוס המעודכן, אשר לפיו ייקבעו תנאים  
27 שונים בהסכמי ההלוואה בכל מקרה ומקרה בהתאם להסכמות שיתגבשו בין כל מלווה לבין  
28 העותרת. בהתאם למתווה הגיוס המעודכן, ההצעה להסכם הלוואה מהווה אך הסכם מסגרת כללי  
29 אשר יתמלא בתוכן על פי ההעדפות השונות של כל מלווה ומלווה, ובהתאם למשא ומתן פרטני



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

1 מול כל מלווה. לכל מלווה תינתן האפשרות להחליט מהי רמת הסיכון בה הוא מעוניין לשאת, כך  
2 שככל שתעלה רמת הסיכון, כך תגדל התשואה והריבית שתוצע למלווה, ובהתאמה יקבל המלווה  
3 כבטחון שעבוד על חלק יחסי מדירה ספציפית הנבנית בפרויקט. כך גם צפויה שונות מהותית  
4 ברמת הבטוחות אשר יהיו מוענקות לכל מלווה, בהתאם למשא ומתן פרטני בכל מקרה ומקרה,  
5 ולמידת הסיכון שכל מלווה ירצה לקחת על עצמו. עוד קיימת שונות מהותית ביחס למועדים בהם  
6 תיפרע כל אחת מההלוואות שיינתנו - לכל מלווה ישועבד חלק יחסי אחר בדירה, כך שסכום  
7 ההלוואה יוחזר בהתאם לקצב התקבולים ממכירת הדירה הספציפית ובהתאם למועדי מכירת  
8 הדירות השונות המשמשות כבטוחה למלווה.

9

10 5. עוד טענה העותרת כי הסכמי ההלוואה במסגרת מתווה הגיוס המעודכן, שונים מהותית  
11 מסדרת ניירות ערך בהיבטים נוספים: סדרת ניירות ערך כוללת הצעה אחידה עם תנאים זהים  
12 המופנים לציבור, בעוד שכל הסכם הלוואה ייעשה באופן פרטני מול כל מלווה ומלווה; בסדרה  
13 של ניירות ערך, כל נייר ערך הוא בעל ערך נקוב זהה, בעוד שבכל הסכם הלוואה ייקבע סכום  
14 הלוואה ספציפי ושונה; בסדרה של ניירות ערך, כשמלווה מחליט לרכוש נייר ערך, נוצרת  
15 התחייבות חד צדדית של החברה כלפיו, אך המלווה מצדו לא מתחייב בהתחייבות כלשהי כלפי  
16 החברה, ואף אינו נדרש להציג בפני החברה נתונים בדבר מצבו הכלכלי. לעומת זאת, במקרה זה  
17 הסכם הלוואה שנחתם עם כל מלווה מחייב אותו בהתחייבויות שונות בהתאם להסכם ההלוואה  
18 הספציפי שנחתם עמו ודורש ממנו להציג בפני הלווה מצגים שונים העומדים בבסיס ההתקשרות.  
19 העותרת עוד עמדה על הבדל מהותי נוסף הקיים בין הסכמי ההלוואה לבין "סדרת" ניירות ערך,  
20 בכל הנוגע לזכות התביעה העומדת למלווים. בעוד שבסדרת ניירות ערך מלווה יכול לתבוע את  
21 הלווה רק במשותף עם שאר רוכשי ניירות הערך, כאשר ההליכים ינוהלו לפי עמדת רוב המחזיקים,  
22 בהסכמי ההלוואה לפי מתווה הגיוס המעודכן, לכל מלווה עומדת זכות תביעה עצמאית נגד הלווה  
23 מכוח הסכם ההלוואה שנחתם עמו.

24

25 6. מנגד, המשיבה טענה כי אין במתווה הגיוס המעודכן כדי להוציא את הסכמי ההלוואה  
26 שהעותרת מבקשת להציע לציבור מגדרי "סדרה" כמשמעותו של מונח זה בהגדרת "ניירות ערך"  
27 בחוק. לצורך עמידה בגדרי המונח "ניירות ערך", ובמונח "סדרה" שבו, די בקיומן של מספר  
28 "תעודות" כמשמעותן בחוק, אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה  
29 דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים. ההבדלים  
30 עליהם הצביעה העותרת בין הסכמי ההלוואה השונים, אינם נוגעים למהות ההשקעה, ולפיכך אינם



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 14-05-34589

1 מחריגים את התעודות מהיותן "סדרה" אחת כאמור בהגדרת "ניירות ערך". למעשה, העותרת אינה  
2 שונה באופן מהותי מחברות נדל"ן המגייסות כספים מהציבור בדרך של הנפקת אגרות חוב,  
3 ונדרשות לשם כך לקיים את הוראות החוק ביחס לפרסום תשקיף כנדרש מהוראות החוק.  
4  
5 7. המשיבה טענה עוד כי זו הפרשנות המתבקשת גם לנוכח תכלית החוק. דיני ניירות ערך,  
6 כדינים קוגנטיים, נועדו להעמיד בפני ציבור המשקיעים את מלוא המידע הדרוש לו לשם קבלת  
7 החלטת השקעה מושכלת. כך גם מטרתה של החובה לפרסם תשקיף - הכולל גילוי מקיף בדבר  
8 ההשקעה המוצעת לציבור - בעת גיוס כספים מהציבור בדרך של הנפקת ניירות ערך, הינה להגן על  
9 הציבור כאשר מיזמים עסקיים מבקשים לפנות אליו בהצעה לגייס ממנו כספים לשם השקעה  
10 פיננסית שתכליתה השגת תשואה. תכלית זו תקפה גם בכל הנוגע לפעילות שהעותרת מבקשת  
11 לקדם, באשר מדובר בסוג הפעילויות המכוונות לציבור שדיני ניירות ערך נועדו לפקח עליהן,  
12 מתוך כוונה להקנות לציבור את ההגנה הנדרשת לו. כך גם הגדרת המונחים "ניירות ערך" ו"הצעה  
13 לציבור" בחוק, נעשתה באופן רחב, על מנת לבסס את ההגנה על ציבור המשקיעים וזאת לנוכח  
14 המגוון הרב של סוגי הפעילויות בעולם העסקי.  
15  
16 8. בנוסף לאמור לעיל, הרחיבה המשיבה בדבר סוג הביקורת השיפוטית שיש לשיטתה  
17 להפעיל במקרה זה, כאשר מדובר בהחלטה של רשות מקצועית, בנושאים בהם יש לה מומחיות  
18 מיוחדת, ועל כן יש לטענתה ליתן משקל רב לשיקוליה ולפרשנותה ולהימנע מלהתערב לגופה של  
19 ההחלטה.  
20

**דיון והכרעה – המסגרת הנורמטיבית**

22 9. סעיף 1 לחוק, מגדיר את המונח "ניירות ערך" כך:

23  
24 "ניירות ערך" – תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או  
25 כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות  
26 המקנות זכות לרכוש ניירות ערך, והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז,  
27 למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם  
28 אחד מאלה:

29 (1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או  
30 למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור;  
31 (2) הם מונפקים לפי חיקוק מיוחד"  
32



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

1 הגם שנוסחו של הסעיף מצביע בעיקר על ניירות הערך המקובלים - מניות, איגרות חוב וכתבי  
2 אופציה - הרי שההגדרה הרחבה בו חובקת קשת רבה ומגוונת של מקרים ומצבים. הרחבה זו  
3 נועדה לתת מענה לחשש מהטעייה של משקיעים אשר אינם מעורבים בפעילות הכלכלית שעומדת  
4 מאחורי ההשקעה, וזאת בעיקר כשמדובר בהשקעה בפעילות עסקית "סבילה" אשר מנוהלת על  
5 ידי אחרים (שרון חנס ואיתי פינגבאום "עיון מהודש בהגדרת "נייר ערך" בדין הישראלי" **משפט**  
6 **ועסקים** ז' 11, 13-14 (התשס"ז)). על כן פותחו במסגרת דיני ניירות הערך כלים ייחודיים אשר  
7 נועדו למנוע שימוש לרעה בשוק ניירות הערך, ובראשם הכלי של "גילוי נאות". במסגרת זו, בין  
8 היתר, אוסר החוק על הצעה של ניירות ערך לציבור ללא פרסום תשקיף - מסמך גילוי מפורט -  
9 שהרשות התירה את פרסומו. התכלית העיקרית העומדת בבסיס החובה לפרסום תשקיף (שהיא  
10 גם, למעשה, התכלית העיקרית של דיני ניירות ערך), הינה אפוא, גילוי מידע לציבור המשקיעים  
11 באופן שיוכל לקבלת החלטות השקעה מושכלות ונבונות (ראו: מוטי ימין ואמיר וטרמן **תאגידים**  
12 **וניירות ערך**, עמ' 123 (2006)).

13  
14 10. עם זאת, דיני ניירות ערך לא נועדו להקיף כל מכשיר פיננסי הקיים בשוק, ובוודאי לא כל  
15 הוזה בין קונה למוכר נכנס לגדרו של החוק, והסטנדרטים המרחיבים של חובות גילוי ופיקוח בכל  
16 הנוגע לפעילות הקשורה לניירות ערך, אינם צריכים לגלוש אל תחומי פעילות כלכליים אחרים  
17 (ראו: ימין וטרמן, שם, עמ' 132-134; יוסף גרוס **דיני ניירות ערך ובורסה**, עמ' 51-53 (1973);  
18 חנס ופינגבאום, שם, עמ' 14, 25). זאת ועוד, כפי שפורט בפסיקת בית המשפט, להבדיל מעסקת  
19 מכר רגילה, נייר ערך הינו מצרך מיוחד, מפני שמדובר ב"תעודה" שערכה הריאלי אינו גלוי על  
20 פניה, בעוד שנתונים על ערכה מצויים בידי החברה ונגישים למנהליה ובעלי השליטה בה (ע"א  
21 5320/90 **א. צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך**, פ"ד מו(2) 818, 829 (1992)).  
22 בנוסף, כאמור, עומדת הדרישה הבסיסית לקיומה של הנפקת ה"תעודה" ב"סדרה". שתי הגדרות  
23 אלו זכו לפרשנות בית המשפט. באשר למונח "תעודה", נקבע כי "אין להגביל את המילה 'תעודה'  
24 למסמך פורמלי כתעודת-מניה. מסמך, קרי, נוסח כתוב, אף הוא בגדר ההגדרה". ובאשר למונח  
25 "סדרה" נקבע כי "תכונתה של סדרה כאשר היא מתייחסת לשורה של ניירות, שהן יותר מאחת,  
26 שהן שוות מעמד ודרגה לעניין תשלום וערובה לתשלום ואשר יש תקרה למספרן הכולל" (רע"א  
27 1701/93 **טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ נ' זה חברה לייעוץ כלכלי בע"מ**, פ"ד מז(5) 476  
28 (1993)). ויש כאלו שביקשו ללמוד על מהותה של "סדרה" בדרך של היקש מחוק החברות,  
29 התשנ"ט-1999 אשר מגדיר, בסעיף 1 שבו את המונח "סדרת אגרת חוב" כ: "שתי אגרות חוב או





**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

1 יותר שהן שוות דרגה לעניין ההתחייבות הכספית והערובה לתשלומה" (וראו בעניין זה: ימין  
2 ווסרמן, שם, עמ' 136).

3

4 11. כדי להתחקות אחר פירושו של המונח "נייר ערך" ובתוך כך להתחקות אחר המונח  
5 "סדרה", ניתן לפנות לדין הפדראלי הקיים בארצות הברית בנושא ניירות ערך (לעניין זה ראו: ע"א  
6 5320/90 בעניין א. צ. ברנוביץ, שם).

7

8 סעיף 2(1) לחוק ניירות ערך האמריקאי משנת 1933 (Securities Act of 1933) מגדיר נייר ערך  
9 כדלקמן:

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

26

27

28

29

30

31

32

33

34

35

36

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

30 סעיף 3(a)(10) לחוק המסחר בניירות ערך האמריקאי משנת 1934 (Securities Exchange Act of 1934) נותן אף הוא הגדרה של נייר ערך, אם כי הגדרה שונה במקצת מההגדרה האמורה בחוק משנת 1933, אך בית המשפט קבע כי שתי ההגדרות הן "כמעט זהות לחלוטין" (virtually identical) (וראו: *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 686 (1985)).

33

34 12. פסק הדין המרכזי שעסק בפירוש המושג "חוזה השקעה" (investment contract) –  
35 שהוא הרלוונטי לעניינינו - המצוי בסעיף הוא *SEC v. Howey Co.* 328 U.S. 293 (1946). שם  
36 נקבע כי חוזה השקעה הוא (עמ' 299):



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

1 "an investment contract, for purposes of the Securities Act, means a  
2 contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a  
3 common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of  
4 the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in  
5 the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal  
6 interests in the physical assets employed in the enterprise."

7

8 היינו, כדי שחווה ייחשב לחווה השקעה צריכים להתקיים בו ארבעה יסודות: (1) שיש בו השקעה  
9 של כספים (investment of money). (2) מדובר בהשקעה במיזם משותף (common enterprise).  
10 (3) קיימת ציפייה להפקת רווחים (expectation of profits). (4) הרווחים הופקו באופן בלעדי על  
11 ידי מאמצייהם של אחרים (solely from the efforts of the promoter or a third party). באשר  
12 לתנאי הרביעי, בתי המשפט קבעו שאין מקום לעמידה דווקנית שהרווחים הופקו רק ואך ורק  
13 במאמצייהם של אחרים, אלא די אם הרווחים הופקו בעיקר על ידי אחרים (וראו: *Rivanna*  
14 *Trawlers Unlimited v. Thompson Trawlers, Inc.* 840 F.2d 236 (4<sup>th</sup> Cir. 1988); *SEC v.*  
15 *Life Partners, Inc.*, 87 F.3d 536 (D.C. Cir. 1996), או שמאמצי האחרים הם משמעותיים והם  
16 אלו המשפיעים על הצלחת או כישלון המיזם (וראו: *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497  
17 (F.2d 473 (5<sup>th</sup> Cir. 1974)). אך עיקר הדיון בפסיקה סב סביב פירושו של התנאי השני, היינו,  
18 קיומה של השקעה במיזם משותף ובתי המשפט לא הגיעו לכלל הסכמה באשר להגדרתו של מושג  
19 זה. מספר בתי משפט קבעו כי מיזם משותף קיים כאשר בין המשקיעים השונים יש יחס של  
20 "שיתוף אופקי" (horizontal communality) שמשמעו קיומם של קשרי גומלין שבהם המשקיעים  
21 שותפים בהוצאות הפעילות העסקית ולאחר מכן הרווחים מתחלקים בין המשקיעים לפי נוסחה  
22 המתחשבת באחוז של כל משקיע מתוך כלל ההשקעות (וראו לדוגמא: *SEC v. Infinity Group*  
23 *Co.*, 212 F.3d 180 (3<sup>rd</sup> Cir. 2000); *Walls v. Fox Hills Dev. Corp.*, 24 F.3d 1016 (7<sup>th</sup> Cir.  
24 1994); *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d 81 (2d Cir. 1994); *Hart v. Pulte Homes of*  
25 *Michigan Corp.*, 735 F.2d 1001 (6<sup>th</sup> Cir. 1984); *Salcer v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner*  
26 *and Smith, Inc.*, 682 F.2d 459 (3<sup>rd</sup> Cir. 1982)).

27

28 13. לעומת זאת, היו בתי משפט שאימצו את המבחן המכונה "השיתוף האנכי" (vertical  
29 communality). לפי מבחן זה, אין קשר ישיר הכרחי בין התשואה שיקבל משקיע אחד לבין  
30 התשואה שיקבל משקיע שני. רווחי המיזם בכללותו אינם מתחלקים באופן יחסי בין כלל  
31 המשקיעים במיזם לפי חלקם בו, אלא כל משקיע נהנה מחלק מסוים של המיזם המתנהל עבורו



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

1 באופן בלעדי על ידי היזום. בתי המשפט אשר אימצו מבחן זה התחלקו לשתי קבוצות. קבוצה אחת  
2 אימצה את מבחן השיתוף האנכי הרחב (broad vertical communalty) שמשמעו, שעל- מנת  
3 להוכיח כי קיים מיוזם משותף, די להראות כי תשואת המשקיעים כולם קשורה בקשר ישיר  
4 למאמצי היזום הפועל לטובת המיזם המשותף (ראו למשל: *SEC v. Unique Fin. Concepts, Inc.*,  
5 196 F.3d 1195 (11<sup>th</sup> Cir. 1999); *Eberhart v. Waters*, 901 F.2d 1578 (11<sup>th</sup> Cir. 1990);  
6 *Long v. Shultz Cattle Co.* 881 F.2d 129 (5<sup>th</sup> Cir. 1989); *SEC v. Cont'l Commodities*  
7 *Corp.*, 497 F.2d 516 (5<sup>th</sup> Cir. 1974). לעומת זאת, קבוצה שנייה אימצה את מבחן השיתוף  
8 האנכי המצומצם (narrow vertical commonality) שמשמעו שתשואת המשקיעים קשורה לרווחי  
9 היזום מהמיזם, היינו שהתשואה של המשקיעים ורווחי היזום יעלו וירדו יחדיו (וראו: *Brodt v.*  
10 *Bache & Co.*, 595 F.2d 459 (9<sup>th</sup> Cir. 1978); *SEC v. Pinckney*, 923 F. Supp. 76 (E.D.N.C.  
11 *Schofield v. First Commodity Corp.*, 638 F. Supp 4 (D. Mass. 1985). (1996);  
12  
13 14. כדי להמחיש את ההבדלים בין המבחנים השונים, ניטול דוגמא הדומה למקרה זה  
14 שבעזרתה נוכל גם להתחקות אחר הדין במקרה זה. נניח שיוזם המוכר דירות מציע לקונים  
15 הרוכשים את הדירות לשם השקעה, הווי השכרה וניהול לפיהם היזום ישכיר את הדירות לצדדים  
16 שלישיים כאשר כל משקיע יקבל אחוז מסוים מדמי השכירות שיזכה היזום לקבל בעצמו משוכרי  
17 הדירות. לפי המבחן האופקי, הסכמי שכירות אלו אינם הווי השקעה מפני שכל משקיע הינו  
18 בעלים של נכס נפרד וכספי ההשקעה אינם מצויים בקופה משותפת. אין גם חלוקה יחסית של  
19 הרווחים בין המשקיעים השונים מפני שהרווחים של כל משקיע מבוססים על דמי ההשכרה  
20 המתקבלים מכל דירה ודירה, כל אחד בדירתו הוא. לעומת זאת, אם למשל הכספים של כל  
21 המשקיעים היו מוכנסים במיזם משותף של קניית בניין דירות וכל משקיע היה מקבל חלק יחסי  
22 מתוך כלל רווחי השכרת כלל הדירות בבניין על ידי היזום, היה מדובר במיזם משותף לפי המבחן  
23 האופקי.  
24  
25 15. לעומת זאת, לפי מבחן השיתוף האנכי, לפי שני סוגיו - הרחב והמצומצם - המיזם  
26 המתואר מהווה חוזה השקעה לכל דבר ועניין. לפי המבחן האנכי הרחב, המיזם מהווה חוזה  
27 השקעה מפני שרווחי המשקיעים תלויים במאמצי היזום בהשכרת הדירות. המיזם מהווה חוזה  
28 השקעה גם לפי מבחן השיתוף האנכי המצומצם מפני שהיזום משלם למשקיעים אחוז מתוך  
29 הרווחים שלו, והמשקיעים שותפים עמו בהצלחת המיזם או בכישלונו. לעומת זאת, אם  
30 המשקיעים היו משלמים ליזום שכר קבוע או אם היזום היה משלם למשקיעים רווח קבוע, לא היה





**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

1 החוזה נכנס לגדרו של חוזה השקעה גם לפי מבחן השיתוף האנכי (וראו: James D. Gordon III,  
2 *Defining Enterprise in Investment Contracts*, 72 Ohio St. L.J. 59 (2011) המנתח את  
3 הדוגמא האמורה, מעביר ביקורת על המבחנים הקיימים ומציע (שם בעמ' 62) מבחן משולב משלו  
4 לקביעת חוזה השקעה – מבחן ה- Multiple Investors Test שמשמעו שמיוזם משותף יוגדר ככזה  
5 אם קיימים יחסים אופקיים בין יזם לבין מספר משקיעים שיש ביניהם יחסים אנכיים. וראו גם  
6 סקירה רחבה על הדעות השונות בפסיקה האמריקאית: Rodney L. Moore, *Defining an*  
7 *"Investment Contract": The Commonality Requirement of the Howey Test*, 43 Wash. &  
8 Lee L. Rev. 1057 (1986); Stephen M. Maloney, *What Is a Common Enterprise? A*  
9 *Question of Legislative Intent*, 11 Miss. C. L. Rev. 125 (1990-1991); Ruoke Yang,  
10 *When is Bitcoin a Security Under U. S. Security Law?*, 18 J. Tech. L. & Pol'y 99, 107  
11 (2013).

12

13

**מהכלל אל הפרט**

14 16. כאמור, העותרת הצביעה על השונות הקיימת בין הסכם הלוואה למשנהו, בהתאם לניהול  
15 משא ומתן עם כל מלווה ומלווה באופן המהירג לטענתה את הסכמי הלוואה מהיותם "סדרה".  
16 ברם, מנגד, לטענת המשיבה הדרישה ל"סדרה" כפי שפורשה בעניין טבע - היינו, היותן של  
17 התעודות "שוות מעמד ודרגה" - אינה שתתקיים זהות מוחלטת בין התעודות, אלא די בקיומן של  
18 מספר תעודות אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה ומאופיינות  
19 בסיכונים וסיכונים דומים. לפיכך, לטענתה, במקרה זה, ההבדלים בין הסכמי הלוואה אינם  
20 מהריגים אותם מגדר "סדרה" אחת, כאשר הבדלים אלה אינם נוגעים למהות ההשקעה.

21

22 17. פרשנותה של המשיבה למילים "שוות מעמד ודרגה" אינה הכרחית. האופן בו ניתנת לכל  
23 מלווה, במסגרת הסכמי הלוואה, האפשרות ליצור רמת סיכון שונה בהתאם לבחירתו והעדפתו –  
24 אשר משליכה גם על רמת התשואה והריבית המשתנים – אינה יוצרת תעודות "שוות מעמד  
25 ודרגה". יתרה מזאת, גם אם ניתן היה לקבל את פרשנות המשיבה כי המילים "שוות מעמד ודרגה"  
26 אינן מחייבות קיומה של זהות מוחלטת בין התעודות, אלא אך "מטרת השקעה דומה המתאפיינת  
27 בסיכונים וסיכונים דומים", הרי שבענייננו כל הסכם הלוואה יוצר רמת סיכון וסיכוי שונה, בהתאם  
28 לבחירת המלווה והמשא ומתן עמו, כך שלא ניתן לומר כי מדובר בהבדלים שאינם נוגעים למהות  
29 ההשקעה.

30



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 34589-05-14

18. גם אם ניישם את המבחנים שנקבעו בפסיקה האמריקאית נגיע לאותה מסקנה. הינה כי כן, לפי המבחן השיתוף האנכי, אין הסכמי ההלוואה נכנסים לגדרו של חוזה השקעה. למרות שכל משקיע אינו מקבל דירה ספציפית במיזם, הוא אינו זוכה לקבל אחוז קבוע מתוך רווחי היום ורווחי המיזם בכללותו אינם מתחלקים בין כלל המשקיעים באופן יחסי לפי חלקיהם במיזם. הסכמי ההלוואה במקרה זה גם לא ייחשבו חוזה השקעה לפי מבחן השיתוף האנכי על שני סוגיו. אין קשר בין תשואת המשקיעים למאמצי היום ואין צריך לומר כי אין קשר בין התשואה המובטחת למשקיעים ובין רווחי היום.
19. זאת ועוד, צודקת העותרת בטענתה בדבר קיומה של אפשרות מיקוח על תנאיו של הסכם ההלוואה המוצע לכל המשקיעים. העותרת הדגישה את האופן בו נותרו תנאי ההסכם פתוחים למשא ומתן בין כל אחד מהמלווים לבין העותרת מבחינת שיעורי הריבית, רמת הבטוחות ומועדי התשלום. כך נראה כי המונח "סדרה" מרמז על כך שתנאיו של "נייר ערך" אינם נתונים בדרך כלל למיקוח אמיתי (ראו: ימין ווסרמן, שם, עמ' 136), לפיכך קיומה של אפשרות מיקוח בנוגע לתנאים מהותיים בהסכם מהווה אינדיקציה נוספת להחרגת ההסכמים האמורים מגדרי המונח "סדרה".
20. לכל האמור לעיל יש לצרף, ואולי בעיקר ולא בשוליים, את השיקולים הנוגעים לתכליתם של דיני ניירות ערך. אומנם אין חולק כי בענייננו, המדובר בהסכמי הלוואה שנועדו לשמש אמצעי לגיוס הון על ידי תאגיד (השוו: המר' (ת"א) 3199/95 רזון נ' **בנק המזרחי המאוחד בע"מ** (פורסם בנבו, 22.6.95)) ואין חולק כי הן בעלות אופי כלכלי מובהק (ראו: ימין ווסרמן, שם, עמ' 137). ואולם, כאמור, דיני ניירות ערך, המחייבים פרישת גילוי מידע לציבור המשקיעים על מנת לקדם את יכולתו של הציבור להגיע לכדי החלטות מושכלות, מניחים קיומה של "תעודה" הנושאת אופי מיוחד באופן היוצר קיומם של פערי מידע בין המשקיעים לבין החברה. אלא שמשא ומתן המאפשר שיג ושיה בדבר תנאי ההסכם, כמו גם בחירה נקודתית ברמת הסיכון הרצויה למשקיע, מוציאים אפוא את הסכמי ההלוואה מהמתחם המחייב של דיני ניירות הערך.
21. ולבסוף באשר לטענת המשיבה בדבר התערבות בית משפט זה בשיקול דעתה. בפסיקת בית המשפט נקבע זה מכבר כי העובדה שרשות נוקטת בפרשנות מסוימת של דבר חקיקה אינה מהייבת את בית המשפט (רע"פ 8135/07 גורן נ' **מדינת ישראל** (פורסם בנבו, 11.2.09); בג"צ 399/85 כהנא נ' **הועד המנהל של רשות השידור**, פ"ד מא(3) 255 (1987); בג"צ 693/91 **אפרת נ' הממונה על מרשם האוכלוסין**, פ"ד מז(1) 749 (1993)), ואין בית המשפט יכול להסתפק רק



**בית המשפט המחוזי בירושלים בשבתו כבית-משפט לעניינים מנהליים  
לפני כב' השופט דוד מינץ**

01 אוקטובר 2014

עת"מ 14-05-34589

1 בבחינת הסבירות של פרשנות הרשות, ולהשתחרר מחובתו להכריע הוא בשאלות של פרשנות  
2 (ראו: ע"מ 6884/12 פלוני נ' משרד הבינוי והשיכון (פורסם בנבו, 8.8.13); רע"א 3898/04  
3 קיבוץ להב נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 4.10.10)). וכדברי בית המשפט (בג"צ 869/92 זוילי נ'  
4 יושב ראש ועדת הבחירות המרכזית לכנסת השלוש עשרה, פ"ד מו(2) 692, 703 (1992)):  
5

6 "עקרון מיתחם הסבירות", לפיו אין השופט מחליף דעתה של הרשות המבצעת  
7 באשר לדרכי הפעולות החוקיות הראויות, הל לעניין ביצוע פעולות סבירות  
8 במסגרת מיתחם הסבירות. עיקרון זה יונק חיותו מעקרון הפרדת הרשויות. ביצוע  
9 אופציה חוקית הוא פונקציה ביצועית הנתונה לרשות המבצעת. על-פי עיקרון זה  
10 עצמו, פרשנות דברי חקיקה היא פונקציה שיפוטית הנגזרת מחובתו של השופט  
11 להכריע בסכסוך. על-כן אין עקרון "מיתחם הסבירות" הל לעניין פרשנות דבר  
12 חקיקה. החובה לומר מהו הדין - אם בפירושו, אם בהשלמתו ואם בפיתוחו - היא  
13 חובה שיפוטית. היא החובה השיפוטית העליונה ביותר. ממנה איננו רשאים  
14 להשתחרר..."  
15

16 ומכאן, לטענת המשיבה כי לאור בקיאותה ומומחיותה בתחום המקצועי הנדון, ובהיותה הגוף  
17 המקצועי אשר אמון על פרשנות חוק ניירות ערך ואכיפתו, אין לבית המשפט להתערב לגופה של  
18 ההלטה, אין לה על מה שתעמוד.

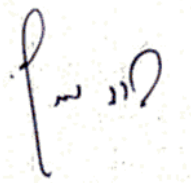
19

20 התוצאה היא שהעתירה מתקבלת. המשיבה תישא בהוצאות המערערת בסך של 15,000 ₪.

21

22 ניתן היום, ז' תשרי תשע"ה, 01 אוקטובר 2014, בהעדר הצדדים.

23

  
 דוד מינץ, שופט

24

25

26