

פרק ב'

מושגי יסוד בניירות ערך

תוכן עניינים

	מבוא
8	1. מהו "נייר ערך"
8	1.1 כללי
8	1.2 איגרת חוב – האם נייר ערך?
10	1.3 חוזה עתידי ואופצית מעו"ף – האם "נייר ערך"?
14	1.4 הגדרת "נייר ערך" בדין האמריקאי
17	1.5 ניירות ערך מסחריים
21	
22	2. "חברה"
22	2.1 כללי
23	2.2 "תאגיד מדווח"
24	2.3 חברה-בת
24	2.4 חברה קשורה
24	2.5 חברה כלולה
25	3. מהו "ציבור"
30	4. מהו "משקיע סביר"
30	4.1 כללי
31	4.2 נסיונות האיפיון של "משקיע סביר"
33	4.3 סיכום

מבוא

ארבעה מונחים חוזרים ושבים בכל דיון הנוגע לניירות ערך. בפרק זה יידונו מושגים אלה, על פירושיהם והיבטיהם השונים. המונח הראשון הוא, מטבע הדברים, "נייר ערך". המונח השני הוא "תאגיד" או "חברה", שכן לעולם נשאלת השאלה בדיני ניירות ערך, על איזו חברה חלות הוראות הדין השונות בתחום זה. המונח השלישי הינו "ציבור", והוא רלוונטי לעניין הצעה לציבור של ניירות ערך, לשאלת ההכרעה בקיומו של מידע פנים, ועוד. המונח הרביעי, שאף הוא נזכר תדירות בקשר לניירות הערך, הוא ה"משקיע הסביר". יובהר, כי פרק זה אינו מתיימר להיות "מילון מונחים", ועל כן אין הוא מתמקד בהגדרת כל אותם מונחים הקשורים לניירות ערך, על סוגיהם השונים. תחת זאת, מתמקד פרק זה בטיפול בארבעה מושגי יסוד המלווים את הדיון בנושא ניירות ערך, על גווניו השונים של דיון זה.

1. מהו "נייר ערך"

1.1 כללי

1.1.1 סעיף 1 לחוק קובע —

"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, ולמעט ניירות ערך המונפקים על ידי הממשלה, שנתקיים בהם אחד מאלה:

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

הנסיונות להגדיר מהו "נייר ערך" רבים ומגוונים, אך כולם נתקלים בקשיי ההגדרה בשל אופיו הרחב של המושג, ותחולתו המקיפה. קושי ההגדרה נובע, נוסף לכך, מהעובדה הבסיסית שמדובר בקניין בלתי־מוחשי.

1 ראו סעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"). ראוי בעניין זה להפנות להגדרה נוספת רלוונטית, הנזכרת בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, והיא הגדרת המונח "ניירות ערך מסחריים", כדלקמן: "ניירות ערך הנסחרים בבורסה ושהונפקו בידי חברה על פי תשקיף, שהם התחייבות החברה לשלם למחזיק, במועד שאינו מוקדם משבעה ימים מיום ההנפקה ואינו מאוחר משנה מיום ההנפקה, סכום התחייבות, וסכום זה אינו צמוד למדד כלשהו, למחירו של דבר או לשער חליפין".

פרק ב': מושגי יסוד בניירות ערך

1.1.2 סוגים רבים של מסמכים ותעודות נופלים לגדר המונח "נייר ערך": מניות, איגרות חוב, יחידות השתתפות בקרן נאמנות, מילות מדינה, שטרי התחייבות, שטרי הון, וכן כתבי אופציה, הן מסוג Warrant והן מסוג Option.² מילון אבן-שושן מגדיר "נייר ערך" כ-"תעודה או אגרת-חוב או מניה וכדומה, שיש לה ערך כספי מסוים".

1.1.3 המונח "נייר ערך" הוא מושג-מפתח להבנת תחום ניירות הערך כולו, שכן מערכת שלמה של הוראות ודינים תחול על מסמך אשר יוגדר כנייר ערך: הקצאתו חייבת לעמוד בכללים מסוימים, וגם על המסחר בו יחולו מגבלות שונות. כך, למשל, אם מדובר ב"נייר ערך" לא ניתן להציעו לציבור אלא באמצעות פרסום תשקיף כדין. גם הצעתו באופן פרטי תחויב לעמוד בכללים מסוימים, החלים על הצעה פרטית של נייר ערך. לאור זאת ברור, כי ההגדרה של "נייר ערך" אינה תיאורית כל עיקר, ויש לה חשיבות והשלכות מעשיות רבות.

1.1.4 ניתן להצביע על מספר מאפיינים ל"נייר ערך": ראשית, השקעת כסף; שנית, יוזמה משותפת; שלישית, קיומה של ציפייה לרווח; רביעית, כי אותו רווח יושג כתוצאה ממאמצים בלעדיים של מארגן ההשקעה או הצד השלישי.³ בעניין זה ראו גם הגדרת "נייר ערך", בדין האמריקאי, בהקשר להגדרת "חוזה השקעה" (Investment Contract) —

"An 'investment contract', as used in the Securities Act, means a contract, trans-action, or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from efforts of promoter or third party, it being immaterial whether shares in enterprise are evidenced by formal certificate or by nominal interests in physical assets employed in an enterprise".⁴

1.1.5 ראוי להפנות לכך שחוק העונשין לא הסתפק בהגדרת המונח כאמור בחוק ניירות ערך, וקבע בסעיף 34 כד לחוק כך: "נייר ערך" משמעו — "לרבות תעודה המעידה על זכות או זכות תביעה לנכס". לאור ארבעת מאפייניו של המונח נייר ערך, כפי שצוינו לעיל, ברור, כי לא כל

2 ראו גם — מילון איתאב למונחי בורסה וניירות-ערך (איתאב בית הוצאה לאור) 135.
3 ראו בעניין זה ת"א (ת"א) 395/93 רוזן נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ (להלן: "פרשת רוזן") (לא פורסם), דינים מחוזי, כך כו(5), 338, בסעיף 12 לפסק הדין.
4 ראו SEC v. Howey, 328 U.S. 293, at pp. 298-299.

מסמך המקנה זכות כספית ייחשב ל"נייר ערך". כך, למשל, מניות בקאנטרי-קלאב אינן, ולא ייחשבו, כ"נייר ערך" והקצאתן למנויי המועדון אינה מחויבת בפרסום תשקיף.⁵

1.2 איגרת חוב – האם נייר ערך?

1.2.1 אחד מסוגי ניירות הערך הבולטים הינו איגרת חוב (להלן גם: "אג"ח") שהיא מסמך הנמסר על ידי לווה למלווה, ואשר בו פירוט תנאי ההלוואה, לרבות – סכום החוב, שיעורי הריבית, המועדים להחזר הקרן והריבית, ועוד. לעתים מובטח החזר החוב באמצעות שיעבוד הנרשם על נכסי הלווה (החברה שהנפיקה את האג"ח), כך שבמקרה בו הלווה לא יפרע את חובו למלווה, יוכל האחרון להיפרע מנכסי החברה, המשועבדים לטובתו.

אין כל ספק, כי איגרת חוב מהווה גם "נייר ערך", על פי המבחנים שנסקרו לעיל. עם זאת, ראוי לציין, כי בפרשת הדיסקונאים העלו הנאשמים טענה מקורית, ולפיה איגרת חוב ממשלתית (להבדיל מאיגרת חוב קונצרנית, כזו שהונפקה על ידי חברה) אינה "נייר ערך". לו התקבלה טענתם היה מוביל הדבר, בהכרח, לזיכוי גם מעבירת התרמית בניירות ערך, בה הואשמו.⁶

יובהר, כי טענת הנאשמים התבססה על כך שסעיף 1 לחוק מוציא, כאמור לעיל, מהגדרת "נייר ערך", ניירות ערך "המונפקים על ידי הממשלה". נובע מכך, לגישת ההגנה בפרשת הדיסקונטאים, כי הוראת סעיף 54(א)(2) לחוק אינה חלה על איגרות חוב ממשלתיות.

ואולם, טענה זו, חרף מקוריותה, נדחתה מכל וכל על ידי בית המשפט. ההלכה שיצאה בפרשה זו, כי גם הוראת סעיף קבעה באורח חד-משמעי, היא כי מדובר בניירות ערך. משום כך נקבע כי הוראת סעיף 54(א)(2) לחוק חלה על איגרות חוב, בין ממשלתיות ובין קונצרניות, ממש כשם שהיא חלה על מניות.⁷ בית המשפט נימק את קביעתו בכך שאין ספק שסעיף 1 לחוק התכוון לכלול, בהגדרת המונח "ניירות ערך", גם איגרות חוב. מסקנה זו, כך סבר בית המשפט

5 יצוין, כי בחודש יולי 2003 פרסמה הרשות לניירות ערך כי מליאת הרשות החליטה כי מניות המקנות זכות שימוש במתקני קאנטרי-קלאב לא ייחשבו כניירות-ערך, והצעתם לא תחויב בפרסום תשקיף. הבסיס להחלטה היה העובדה שהמניות אינן מקנות זכות לקבלת רווחים, אלא רק זכות שימוש במתקני הקאנטרי-קלאב.

כמו כן, בעת פירוק החברה המנהלת את הקאנטרי-קלאב, לא יהיו זכאים בעלי המניות הללו אלא לסכום שאותו שילמו בגין המניות ולא ליתרת הנכסים לאחר תשלום חובות. עם זאת פורסם, כי בכוונת הרשות לניירות ערך להגביל את סחירותן של מניות אלו.

6 ראו ת"פ (ת"א) 207/95 מדינת ישראל נ' ה'לדשטיין ואח' (להלן: "פרשת הדיסקונטאים-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8), 668, בסעיף 109 וכן שם, בסעיפים 113–114 לפסק הדין.

7 ראו ע"פ 8573/96, 8620, 8710 מרקדו ואח' נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת הדיסקונטאים-עליון"), פ"ד נא(5) 481, בעמ' 525. טענה זו התבססה על כך שבאיגרת חוב, להבדיל ממניות, שווי נייר הערך גלוי וידוע, ועל כן לא ניתן לדבר על יצירת מצג-שווא, בעצם רכישת האג"ח (כפי שניתן לטעון לגבי מניות).

המחוזי, מתחייבת לנוכח המשפט המדובר, באותו סעיף, על – "תעודות המונפקות בסדרה על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר..."⁸.

1.2.2 בית המשפט העליון, אשר אימץ את קביעת בית המשפט המחוזי בעניין זה, הוסיף ונימק כי לשון סעיף 1 לחוק אינה מרמזת על הוצאתה של איגרת החוב הממשלתית מגדר "נייר ערך".⁹ קרי – אם לא נשללה הכללתה של איגרת החוב בהגדרת "נייר ערך" במפורש, משמע שהיא נכללת בהגדרת "נייר ערך". אין ספק, שמדובר בהנמקה מאולצת במקצת, אם כי נכונה, לשם השגת תוצאה נכונה וראויה.

1.2.3 נימוק אפשרי לטיעון, לפיו איגרת חוב ממשלתית אינה בגדר "נייר ערך", מעבר לכך שאין היא מוגדרת בהגדרת "נייר ערך" בסעיף 1 לחוק, הוא, כי חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994, קובע בסעיף 1 כי הגדרת המונח "ניירות ערך" תהא על פי הגדרת המונח "נייר ערך" בחוק ניירות ערך, אך מוסיף כי ההגדרה כוללת גם ניירות ערך שהוצאו בידי המדינה.¹⁰

ניתן לטעון, כי מכלל "הן" אתה שומע "לאו". אם מצא המחוקק לנכון לטרוח ולכלול בלשון החוק להשקעות משותפות בנאמנות התייחסות מפורשת ומיוחדת ל"ניירות-ערך שהוצאו בידי המדינה", הרי ברי כי בלעדי אותה התייחסות מפורשת, כקיים בחוק ניירות ערך, כלל לא היתה ההגדרה הכללית של "נייר ערך" חלה על איגרת חוב ממשלתית.

בעניין זה ניתן לטעון עוד, כי לא רק טבעה של איגרת חוב ממשלתית, אלא אף דרך המסחר בה, המלווה בהתערבות ממשלתית מוצהרת וגלויה, מציב את איגרת החוב הממשלתית בקטיגוריה שונה בתכלית מזו של יתר ניירות הערך הנסחרים בבורסה.¹¹ מנגד, גם איגרת החוב הממשלתית היא בעלת מספר סממנים המאפיינים את "ניירות הערך" האחרים, כגון – סחירות, הנפקה בסדרות, היותן מכשיר לגיוס הון, ועוד.

1.2.4 הקושי הפרשני דנן נוצר, כאמור, בשל הסיפא להגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק, בו הוצאו במפורש מההגדרה האמורה ניירות הערך המונפקים על ידי הממשלה.

בשל לשון מפורשת זו, משתמע לכאורה, כי אכן, סעיף 54 לחוק, למשל, אינו חל כלל על איגרת חוב ממשלתית, אם כי הוא אמור לחול על איגרת חוב קונצרנית. עם

8 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 6, בסעיף 113 לפסק הדין.

9 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 7, בעמ' 526.

10 ראו סעיף 1 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994.

11 בית המשפט העליון סבר בפרשת הדיסקונטאים באופן שונה דווקא, ולא ראה בשוני בשיטות המסחר ראייה כלשהי לכך שאג"ח ממשלתי אינו נייר ערך. נהפוך הוא, בית המשפט קובע שם כי גם במסחר באג"ח נובע הרווח מההפרש בין שער הקנייה לשער המכירה, בדומה ליתר סוגי ניירות הערך. נוסף לכך, מתקיימת בשוק האג"ח, בדומה לשוק המניות, תחרות על המחירים. ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 7, בעמ' 526.

זאת, ספק, אם יש הצדקה להבחנה עניינית בין איגרת חוב ממשלתית לבין איגרת חוב קונצרנית לנושא תחולת העבירה של תרמית בניירות ערך על איגרת חוב. קשה למצוא צידוק מדוע תהא תחולה לאיסור על תרמית בניירות הערך באיגרת חוב שהונפקה על ידי חברה בורסאית, אך לא תהא תחולה כזו על איגרת חוב ממשלתית. נדמה, כי הבחנה כזו אינה מתיישבת גם עם תכלית החקיקה. אם תרמית בניירות ערך אסורה באיגרת חוב קונצרנית, אמורה תרמית כזו להיות אסורה גם באשר לאיגרת חוב שהונפקה על ידי הממשלה.

1.2.5 יוזכר ויודגש עוד, כי סעיף 54(ב) לחוק מתייחס במפורש לנושא זה וקובע:

”בסעיף זה ‘ניירות ערך’ – לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1, ולרבות יחידות של קרן סגורה לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות”.

משמע, המחוקק התכוון, ראשית לכל, לכך ש”נייר ערך” לצורך עבירת התרמית, יהיה גם מה שאינו נחשב בהכרח ל”נייר ערך” לפי סעיף 1 לחוק. על יסוד הרחבה זו של המונח “נייר ערך” בסעיף 54(ב) לחוק, קשה לקבל את הטענה כי עבירת התרמית לא תחול על איגרת חוב ממשלתית. יתר על כן, גם שיקולי מדיניות אינם מאפשרים קבלת הבחנה בין איגרת חוב ממשלתית לבין מניה, או כתב אופציה, לעניין עבירת התרמית בניירות ערך. קשה לראות, כאמור, כיצד ייאסר מעשה תרמית ביחס למניה, אך יותר ביחס לאיגרת חוב ממשלתית.

1.2.6 בפרשנות המונח “נייר ערך”, אין ספק, כי שמור מקום חשוב לדרך הפרשנות שהומלצה לא רק על ידי בתי המשפט, אלא גם על ידי ועדת מומחים. ועדת מומחים כזו – ועדת גבאי, שדנה בהיבטים השונים של שוק ההון הישראלי – סברה כי ראוי שהגדרת “נייר ערך” בחוק תהא רחבה ככל האפשר, על מנת שתחול על כל סוגי המסמכים או הזכויות היכולים להיחשב כניירות הערך.¹² המלצה זו אכן מתיישבת עם הפרשנות שלפיה עבירת התרמית תחול על כל סוגי ניירות הערך.

1.2.7 על אף העובדה שניתן למתוח ביקורת על ההקבלה המלאה שיוצר בית המשפט בפרשת הדיסקונטאים בין איגרת חוב ממשלתית לבין נייר ערך, בהעדר הוראה מפורשת בדין, הרי שתיאור אחד האישומים, אשר יוחסו לנאשמים בפרשת הדיסקונטאים, ממחיש היטב את האפשרות לבצע תרמית באגרות-חוב ממשלתיות: בחודש אוגוסט 1993 פורסם מכרז לאגרות חוב מסוג “שגיא” 4247, בו הוצעו לציבור איגרות חוב בסך כולל של 30 מיליון ש”ח.

אחד הנאשמים המרכזיים בפרשה, עופר הלדשטיין, שכיהן כמנהל מערך הייעוץ להשקעות של בנק דיסקונט וכממונה על מחלקת החברות באגף ניירות ערך של הבנק,

12 ראו דין וחשבון הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון (ירושלים, התשמ”ה 1985) בעמ’ 58 (להלן: “דו”ח ועדת גבאי”).

היה אחראי לטיפול בתיקי ניירות ערך של התאגידים הגדולים, אשר נמנו עם לקוחות הבנק. בין תאגידים אלו נמנתה גם רשות הנמלים והרכבות. הוא אף כיהן, מתוקף תפקידו, כחבר ועדת ההשקעות המשותפת לבנק ולרשות הנמלים. עם פרסום המכרז האמור, הודיע הלהדשטיין ליצחק כהן, מבצע מטעם בנק דיסקונט בבורסה בת"א, על סכום הכסף העומד לרשותו מתוך כספי רשות הנמלים, המופקדים בבנק. כן הודיע לו מהו סוג איגרות החוב הרצוי עבור רשות הנמלים. כהן העביר מידע זה לנאשם נוסף, דוד וינמן, אשר היה מבצע בבורסה מטעם "אילנות דיסקונט", והאחראי על המבצעים של "אילנות" בתחום האג"ח. וינמן הציע לכהן להזמין במכרז אג"ח בסכום כולל של 20 מיליון ש"ח, בשער של 98 נקודות.

הצעתו של וינמן הועברה להלהדשטיין, אשר אישר אותה. בעקבות זאת העביר כהן לנאשם נוסף, אריה אדלר, על מנת שיבצע את התוכנית. אדלר, יובהר, היה משקיע פרטי שהיה מנהל תיקים בחברה המרכזית לניירות ערך. אדלר הוא אשר הזמין את איגרות החוב במכרז והצליח לרכוש במסגרתו אג"ח בשווי כולל של כ-5.3 מיליון ש"ח. ביום פתיחת המסחר באג"ח, אשר הוצעו במכרז, החל שער האג"ח לרדת בשל היצעים שהוזרמו על ידי הציבור. לשם מניעת ירידת השער, הורה הלהדשטיין לכהן להזרים פקודות קניה לכל עודף ההיצע, פקודות אשר חייבו את רשות הנמלים, בחשבונה בבנק דיסקונט. עקב פעולות "ייצוב" אלו, הסתיים המסחר באג"ח באותו היום ללא שינוי, קרי בשער של 99 נקודות. לאחר סיום המסחר רכש הלהדשטיין מאדלר, בעבור רשות הנמלים, בעסקה מחוץ לבורסה, את כל האג"ח שרכש אדלר במסגרת המכרז. שער העסקה היה 99 נקודות. אף עסקה זו בוצעה באמצעות כהן. מאחר שאדלר רכש את איגרות החוב האמורות במכרז בשער של 98 נקודות, הרי שלקבוצת הנאשמים, שפעלו בתיאום כאמור, נצמח רווח של כ-70 אלף ש"ח. רווח זה חולק בין כל המעורבים בפרשה.¹³

קשה לראות כיצד תרמית מתוחכמת זו, שנעשתה באיגרות חוב ממשלתיות, תוך שימוש בכספי רשות הנמלים וניצולם לרעה, לא תיחשב כתרמית בניירות ערך, והכל

13 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 7, בעמ' 526–527. דוגמא נוספת לדרך בה פעלו הנאשמים, היא זו המפורטת באישום מס' 5 לאותו כתב אישום. הלהדשטיין, וינמן, קוצ'ינסקי ויעקב, כולם עובדי בנק דיסקונט ואילנות דיסקונט, הורו לכהן (המבצע בבורסה של בנק דיסקונט) לרכוש מקופות הגמל של בנק המזרחי, בעסקה מחוץ לבורסה, אג"ח של בנק הפועלים בשווי כולל של 5.1 מיליון ש"ח. האג"ח נרכשו לחשבוננו של אדלר לפני תחילת המסחר, על פי השער ביום המסחר הקודם. עם פתיחת המסחר באג"ח ביום המחרת, הזרים הלהדשטיין ביקושים בסך 200,000 ש"ח על מנת להעלות את שערי האג"ח, אשר אכן עלו. יודגש, כי הוראות הקנייה של הלהדשטיין ניתנו מחשבונה של רשות הנמלים.

בתום יום המסחר, ולאחר ששער האג"ח עלה, מכר אדלר את כל האג"ח שרכש בתחילת אותו יום, לרשות הנמלים, בשער גבוה משער הרכישה. כך נצמח לנאשמים רווח של כ-80,000 ש"ח. במילים אחרות, הנאשמים גרמו לרשות הנמלים הפסד כפול: ראשית, באמצעות הוראות הקנייה שהזרים הלהדשטיין, ושכל מטרתן לא היתה אלא להעלות את שער האג"ח, ושנית – באמצעות מכירת האג"ח לרשות הנמלים, שרכש אדלר, מכירה שנעשתה בשער הגבוה שנוצר בעקבות הביקושים שהזרים הלהדשטיין, כאמור. ראו שם, בעמ' 528–529.

— רק בשל העובדה כי נייר הערך שנועד לביצוע התוכנית היה איגרת חוב ממשלתית ולא, למשל, איגרת חוב של חברה בורסאית, או מניה כלשהי בבורסה.

1.3 חוזה עתידי ואופציה מעו"ף — האם "נייר ערך"?

1.3.1 אחד המכשירים הפיננסיים הנפוצים והמקובלים כיום בשווקי העולם הוא ניירות ערך הנגזרים, קרי — אופציות וחוזים עתידיים.

שאלה היא, אם — מאחר שהחוזה העתידי (כמו גם אופציה מעו"ף) לא הוגדר בסעיף 1 לחוק כנכלל בהגדרת "נייר ערך" — ניתן להגדירו כנייר ערך. שאלה זו התעוררה לא אחת דווקא בתיקים אזרחיים, אגב תביעות בנושאים בנקאיים.

באחד המקרים הללו, פרשת רוזן נ' בנק המזרחי, טען רוזן, לקוח של הבנק, כי מאחר ש"חוזים עתידיים" הינם בגדר "ניירות ערך", אזי חובה היתה על הבנק לפרסם תשקיף ולקבל רישיון לניהול מסחר בשוק המעו"ף (מכשירים עתידיים ופיננסיים). טיעון זה הועלה על ידי רוזן, שנתבע על ידי הבנק, כאמתלה לאי-פירעון חוב של הלקוח לבנק, בגין פעילות בשוק המעו"ף.

טיעון זה נדחה על ידי בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי השופטת ו' אלשיך, אשר קבעה כי "חוזים עתידיים" אינם בגדר "נייר ערך".¹⁴

1.3.2 נדמה, כי הכרעת בית המשפט באותו מקרה אכן נכונה, כאשר נדחתה בקשתו של רוזן בנסיבות העניין, מלהיתלות בפרשנות המונח "נייר ערך", כדי למנוע תשלום חובו לבנק. עם זאת, הקביעה ש"חוזים עתידיים" או אופציות על מדד המעו"ף, ולמעשה — מכשירים פיננסיים בכלל, אינם בגדר "נייר ערך", היא בעייתית.

1.3.3 מספר נימוקים לעמדה זו:

ראשית, פירוש מהותי, ולא טכני גרידא, מחייב להגדיר "חוזה העתידי" כ"נייר ערך", שכן אף אם החוזה העתידי אינו משמש לגיוס הון, הרי שאף יתר ניירות הערך הנסחרים בשוק המשני (קרי — במהלך המסחר בבורסה) אינם משמשים לגיוס הון.¹⁵ הנמקה זו מתעלמת מהעובדה שהשוק המשני, להבדיל מהשוק הראשוני (שוק ההנפקות), כלל אינו משמש לגיוס הון.¹⁶ משמע, הבחנה אחת לכאורית בין מניות לבין "חוזים עתידיים", נשמטה.

¹⁴ ראו פרשת רוזן, לעיל הערה 3, בסעיף 12 לפסק הדין.

¹⁵ אחד מנימוקי בית המשפט בפרשת רוזן היה, כי אופציות מעו"ף ויתר המכשירים הפיננסיים העתידיים לא נועדו ואינם משמשים לשם גיוס הון מהציבור, כפי שממשות מניות, אופציות למניות וכד'.

¹⁶ ייתכן שכוונת בית המשפט היתה כי הנפקתו הראשונית של החוזה העתידי או אופציה מעו"ף לא נועד לגיוס הון, וזאת, להבדיל מהנפקת מניה, איגרת חוב או כתב אופציה. ואולם הדבר אינו ברור מלשון פסק הדין. מעבר לכך ייאמר, כי נושא גיוס ההון בוודאי אינו המאפיין היחיד של "נייר ערך". יש לזכור עוד, כי אם פעילות בשוק המעו"ף או בשוק החוזים העתידיים מניבה רווחים לתאגיד, הרי יש בכך כדי לגייס "הון" חדש עבורו, גם אם אין מדובר בהון המגויס מהנפקה של ניירות ערך.

שנית, אף אם "חוזה עתידי", אינו סחיר כמניה או כאופציה (הכוונה לאופציה מסוג warrant),¹⁷ גם אז אין זה נכון שאין הוא סחיר כלל, שכן האוחז באופציית קנייה (call) או באופציית מכר (put), יכול "לצאת מפוזיציה", קרי, לבצע פעולה נוגדת, וכך "למכור" את הנכס שברשותו.¹⁸ בוודאי אין לומר באופן קטיגורי כי חוזה עתידי הוא נעדר-סחירות. נהפוך הוא, כיום הסחירות של אופציות מעו"ף וחוזים עתידיים עולה לעתים על סחירותן של מניות רבות.

שלישית, קביעת בית המשפט בפרשת רוזן, כאילו חוזה עתידי אינו מחייב השקעה כספית, השקעה המהווה, על פי הפסיקה בארה"ב, אחד ממאפייני היסוד של "נייר ערך", מנוגדת למצב האמיתי.

רכישה (ובוודאי – כתיבה) של אופציה מחייבת הפקדת בטוחות מתאימות אצל הבנק, כתנאי ראשוני ומקדמי בטרם ביצוע הפעולה על ידי הלקוח. משום כך, וגם בשל טיבו של החוזה העתידי כהתחייבות שיש כנגדה בטוחה כספית שנתן ה"עושה", ברור כי חוזה עתידי אכן מחייב השקעה כספית, בדומה לרכישת מניה.

רביעית, וחשוב יותר, הוצאת החוזה העתידי מקטיגוריית "ניירות הערך" תמנע החלת האיסורים הקבועים בפרק ח'1 לחוק, על אותם מכשירים פיננסיים.

לשם המחשה, בהחלט ייתכן לדבר על ביצוע עבירות של שימוש במידע פנים או על תרמית בניירות ערך גם ביחס לאופציות מעו"ף ולחוזים עתידיים, כפי שקיים ואפשרי הדבר לגבי מניות ואופציות למניות הנסחרות בבורסה. חיזוק לכך ניתן למצוא בחקירה (שזכתה לכותרות בעיתונות), שניהלה הרשות לניירות ערך בשנת 2002 כנגד חברת אקסלנס, בגין חשד לביצוע עבירת תרמית בניירות ערך בקשר לאופציות מעו"ף (חקירה שנכון למועד כתיבת שורות אלו, לא הניבה כתב אישום).

1.3.4 בעניין זה ראוי להפנות לפסק הדין בפרשת זת נ' טבע, שם בחר בית המשפט ללכת דווקא אחר הגיון הדברים גם אם לשון החוק אינה ברורה בסוגיה זו: בית המשפט המחוזי (מפי השופט י' לויט) קבע שם, בהקשר של פירוש המונח "נייר ערך" לעניין תובענה ייצוגית, כי אם יש צורך בכך, מותר למתוח את כנפי ההגדרה הכללית של "ניירות ערך" כדי למנוע פירוש אבסורדי של מונח זה בקשר עם תביעה ייצוגית.¹⁹ מוסיף וקובע בית המשפט שם:

"פירוש מונח שהוגדר בחוק צריך לצאת מלשון החוק ולהתיישב עם לשון החוק, אך מותר ואף צריך להתחשב, בעת עשיית שימוש במונח שהוגדר בסעיף

17 יצוין, כי נימוק נוסף בפי בית המשפט, לקביעתו האמורה, היה כי חוזים עתידיים אינם סחירים.

18 אמנם, לעתים תלויה יציאה זו מפוזיציה בעלויות נכבדות, ולעתים הדבר אינו כדאי כלכלית, אך הדבר בוודאי נכון במצבים מסוימים גם לגבי מכירת מניות או אג"ח. בכל מקרה, סחירות בהחלט קיימת.

19 ראו ת"א (ת"א) 117/92 זת חברה לייעוץ כלכלי בע"מ ואח' נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ ואח', פ"מ תשנ"ד (1) 192, בעמ' 196 (להלן: "פרשת זת").

דיני ניירות ערך

הגדרות כללי שבחוק, בתכלית החקיקה של החוק ו/או של הפרק של הסעיף שעליו מחילים את המונח שהוגדר".²⁰

ועוד קובע בית המשפט שם:

"פירוש שיוציא כתבי אופציות לרכישת מניות מכלל 'ניירות ערך' (לענין תביעה ייצוגית) רק בשל כך שהמסמך שמקנה את זכות האופציה הוא מכתב הקצאה ולא תעודה במתכונת שהבורסה קבעה לניירות ערך אחרים, יהיה פירוש אבסורדי".²¹

1.3.5 באופן דומה קבע בית המשפט האמריקאי בסוגיית היקף ההגדרה של "נייר ערך" כדלהלן:

"Instruments may be included within any of these definitions, of law, if on their face they answer to the name as matter of description. However, the reach of the Act does not stop with the obvious and commonplace. Novel, uncommon, or irregular devices, whatever they appear to be are also reached if it be proved as a matter of fact that they are widely offered or dealt in under terms or courses of dealing which established their character in commerce as 'investment contracts', or as any interest or instrument commonly known as a 'security'".²²

לאור זאת פסק בית המשפט בפרשת זת נ' טבע, כי כתב הקצאה בדבר החזקה בכתב אופציה הוא בגדר תעודה, לצורך הקביעה מהם ניירות ערך לעניין סעיף 54(א) לחוק ניירות ערך, ומי שמחזיק בכתב הקצאה כמוהו כמחזיק ב"תעודה", לעניין תביעה ייצוגית. במילים אחרות – הוא מחזיק בנייר ערך.²³

1.3.6 באותו פסק דין מצויה הבהרה חשובה נוספת לעניין הגדרת המונח "נייר ערך", והיא, כי אין הגדרת סעיף 1 לחוק דורשת ש"תעודות" המקנות זכות לרכוש ניירות ערך יונפקו בסדרה. דרישה זו מצויה ברישא של ההגדרה בלבד ואינה חלה, בהכרח, על כתבי אופציה לרכישת ניירות ערך. לכן, אף אם כתבי האופציות לא הוצאו בסדרה, אין בכך כדי לפגוע במעמדם כ"ניירות ערך".²⁴

די בכך שכתבי אופציה מקנים זכות לרכישת ניירות ערך שיוצאו בסדרה כדי למלא אחר הדרישה שברישא של סעיף 54(א) לחוק ניירות ערך.

20 ראו שם, בעמ' 196.

21 שם, שם.

22 ראו Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270 (1996) at p. 1282.

23 ראו פרשת זת, לעיל הערה 19, בעמ' 196.

24 שם, בעמ' 197.

1.4 הגדרת "נייר ערך" בדין האמריקאי

1.4.1 כהערה מקדימה ייאמר, כי המונח "נייר ערך" (*security*) באנגלית אינו זהה למונח העברי, שכן באנגלית מדובר במילה בעלת משמעויות רחבות בהרבה, אשר כוללות גם — "בטוחה", על מגוון המשמעויות של מונח זה, בעוד שבעברית יש למונח "נייר ערך" משמעות צרה. עם זאת יצטמצם הדיון להלן לפרשנויות למונח האמור במובנו של "נייר ערך", כמקובל בעברית, ולא יתרחב למשמעויות של "בטוחות" וכד'.

1.4.2 להבדיל מהמחוקק הישראלי, לא נמנע המחוקק האמריקאי להגדיר בחוק ניירות הערך האמריקאי את המונח "נייר ערך" והוא עשה זאת בלשון רחבה ומקיפה ביותר, הכוללת למעשה כל מסמך מסחרי, קרי — כזה הניתן לקנייה או למכירה, המקנה זכות לרווח, לריבית או לזכות כספית כלשהי:

"Any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization 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."²⁵

1.4.3 בפסק דין מנחה בסוגיה זו הגדיר בית המשפט האמריקאי, עוד בשנת 1946, את המונח "נייר ערך", כ-"מכשיר הניתן למכירה כהשקעה". הגדרה רחבה ביותר לכל הדעות.²⁶

הגדרה רוחת נוספת בפסיקה האמריקאית למונח "נייר ערך" היא מה שמוגדר כ"חוזה השקעה" (*Investment Contract*).²⁷ הובעה דעה בספרות האמריקאית כי מה

²⁵ ראו Securities Act of 1933, Sec. 2

²⁶ ראו Howey, *supra* note 4, at p. 298. ראו גם בספרם של Richard W. Jennings, Harold Marsh, Jr.,

²⁷ John C. Coffee, Jr., Joel Seligman, *Securities Regulation Cases and Materials* (University Casebook Series — New York, New York Foundation Press, 8th ed., 1998) 306–307.

Ibid. ²⁷

שמייחד את "נייר הערך" כ"חוזה השקעה" הוא אותה תלות במעשיהם ובפעולותיהם של אחרים.²⁸

1.4.4 המבחן ל"נייר ערך", אשר פותח במשפט האמריקאי ואומץ שנים אחר כך גם במשפט הישראלי, מאפיין את נייר הערך בציפייה לרווח מפעילות משותפת. פעילות, שהצלחתה תלויה בפעולתם של אחרים. מדובר בשלושה מרכיבים: ראשית, ציפייה לרווח; שנית, (כתוצאה) מפעילות משותפת; שלישית, תלות באחרים.²⁹

מבחן זה לאיפיונו של "נייר ערך" כונה — Howey Test על שם פסק הדין בו נקבע. כפרשנות מאוחרת יותר למבחן האמור, הובעה דעה בספרות ובפסיקה האמריקאיות כי מה שמייחד את "נייר הערך" הוא אותה תלות במעשיהם ובפעולותיהם של אחרים, קרי, המאפיין השלישי במבחן לזיהוי נייר ערך.³⁰

1.4.5 הציפייה לרווח, לפי ההגדרות האמורות לעיל, עומדת בניגוד, למשל, למקרה בו אדם מבקש לצרוך או להשתמש בנכס שבידיו (לדוגמא, כאשר הוא רוכש אדמה ומבקש לעשות בה שימוש לבנייה, למגורים וכד'). במקרה האחרון, לא יחולו דיני ניירות הערך על אותו נכס.³¹

1.4.6 בעקבות מספר פסקי דין שדנו בהגדרת המונח "נייר ערך", הובעה לא אחת הדעה בספרות ובפסיקה האמריקאיות כי המבחן שנקבע בפרשת Howey בשנת 1946, כנראה אינו יכול לשמש עוד כמבחן המוביל להגדרת "נייר ערך". פסקי דין מאוחרים יותר — בשנת 1975 בפרשת Forman, בשנת 1985 בפרשת Landerth ובשנת 1990 בפרשת Reves — הפכו לרלוונטיים יותר, במיוחד לסוגים מסוימים של "ניירות ערך", כפי שיובהר להלן.³²

28 SEC v. Koscot Interplanetary Inc., 497 F.2d 473 (1974).

מצוטט ב-Jennings and Marsh, *supra* note 26, at p. 136.

29 ראו Howey, *supra* note 4, at pp. 298–300.

ראו בעניין זה גם פרשת רוזן, לעיל הערה 3, בסעיף 12 לפסק הדין.

30 ראו Koscot, *supra* note 28.

כן ראו Jennings and Marsh, *supra* note 26, at p. 316.

31 ראו United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837.

ראו גם Jennings and Marsh, *supra* note 26, at p. 319.

32 ראו Forman, *supra* note 31.

Landerth Timber Company v. Landerth, 471 U.S. 681 (1985).

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

1.4.7 בעקבות פסיקה של השנים האחרונות צוינו גורמים נוספים לאורם יש לבחון אם מסמך נופל לגדר הגדרת המונח "נייר ערך":
גורם ראשוני בעל חשיבות הוא — דרך ההצעה של נייר הערך, קרי — אם נייר ערך הוצע לציבור הרחב או שמא הוצע בעסקה דו-צדדית, ישירה בין קונה ומוכר.
גורם נוסף שיש לשקול, הוא הקשר הדברים (The Context), ובמיוחד — מערכת היחסים בין משקיע למציע. לנושא זה יש חשיבות במקרים בהם יש לבדוק אם מיזם משותף או "עסקה משותפת" (Joint Venture), או שותפות, היקנו לצדדים זכויות הנחשבות ל"נייר ערך".³³

1.4.8 בפרשת Forman דן בית המשפט בארה"ב בשאלה אם אגד של ניירות ערך, מה שמכונה "סטוק" (Stock), הוא בהכרח "נייר ערך". בית המשפט השיב על כך בשלילה וקבע, כי על מנת להכריע בשאלה אם מדובר בנייר ערך, אם לאו, יש לבדוק אם לאותה זכות יש תכונות המאפיינות ניירות ערך. נקבע שם כי התכונות המאפיינות ניירות ערך הן, בין היתר:

1. זכות לקבלת דיבידנד, המותנית בהשגת רווחים.
2. הזכות ניתנת למשא ומתן (Negotiability).
3. ניתן לשעבד או למשכן את אותה זכות.
4. הבעלות מעניקה גם זכות הצבעה באופן יחסי לשיעור האחזקה.
5. הזכות ניתנת להערכה כספית.³⁴

1.4.9 בפרשת Forman ובפסיקה שבאה בעקבותיה, קבע בית המשפט האמריקאי כי לא שם המסמך או הזכות, ולא כותרתם, הם החשובים, אלא מהות הזכויות המוענקות על פיהם, לשם הכרעה בשאלה אם מדובר בנייר ערך, אם לאו. על כן, העובדה, לדוגמא, כי הכינוי "סטוק" (Stock) הוענק לזכויות מסוימות, אינו הופך אותן בהכרח ל"נייר ערך".³⁵ משום כך נפסק, כי זכויות לעניין פיתוח נדל"ן או זכויות מקרקעין אחרות, אינן בגדר נייר ערך, וכי דיני ניירות הערך לא יחולו על עסקאות הנוגעות לזכויות כאמור, וזאת במנותק מהשם או מההגדרה שניתנו לזכויות שנסחרו באותן עסקאות.

1.4.10 האם יש מקום להבחין בין מכירת כל מניותיה של חברה, כאגד של מניות,

³³ בדרך זו הוכרו לעתים כנייר ערך זכויות מכח הסכמי הלוואה, זכויות בתוכניות פנסיה, אופציות לעובדים, ובתנאים מסוימים — גם זכויות בשותפות כללית (להבדיל משותפות מוגבלת, שבאורח רגיל הזכויות בה הן בגדר "נייר ערך"). באופן דומה הוכרו כנייר ערך גם זכויות חיפוש של מינרלים ומחצבים.

ראו Jeninngs and Marsh, *supra* note 26, at pp. 336–338.

³⁴ ראו Forman, *supra* note 31.

³⁵ באותו מקרה נטען כי זכויות בבניין שיתופי הן "נייר ערך".

"סטוק", לבין מכירה של חלק ממניותיה של החברה? האם מכירה מהסוג השני היא מכירת "ניירות ערך", בעוד מכירת כל ה"סטוק" אינה מכירה של "נייר ערך"? ניסיון לטענה כזו נדחה מכל וכל על ידי הפסיקה האמריקאית, שבדקה – כאמור – את מהות העסקה ולא מצאה מקום להבחין בין מכירה חלקית לבין מכירה מלאה של מניותיה של חברה. נקבע כי גם "סטוק" (Stock) של מניות הינו בגדר מכירה של "נייר ערך".³⁶

1.4.11 סוג אחר של מסמך, שלגביו נשאלה השאלה אם הוא בגדר "נייר ערך", הינו שטר-חוב (Note) שהונפק על ידי אגודה שיתופית. מדובר בשטרי חוב נושאי ריבית, שאינם מובטחים בשיעבוד או בביטוח כלשהו, שהונפקו הן לחברי האגודה השיתופית והן לאנשים שאינם חברים, וכל זאת במטרה לגייס כספים לפעילותה של אגודה השיתופית החקלאית. לאחר שהאגודה פשטה את הרגל, תבעו חברה את פירמת רואי החשבון של האגודה, בטענה, כי היא לא ביקרה את ספרי האגודה על פי כללים חשבונאיים מקובלים, ובכך הסתירה למעשה את מצבה הכספי הקשה של האגודה. אילו ידעו על מצבה האמיתי, כך טענו החברים, כלל לא היו רוכשים את שטרי החוב שהנפיקה.

יצוין, בהערת אגב, כי פירוש המונח Note רחב ביותר וכולל לא רק שטר חוב אלא כל שטר (לרבות שטרי כסף), ולעתים אף – "מסמך" או "נייר". בית המשפט האמריקאי, בפניו באה שאלה זו בפרשת Reves, קבע, כי יש לבחון את ההקשר בו הונפקו שטרי החוב: אם הונפקו במסגרת "עסקת השקעה" (Investment), אזי הם ייחשבו לנייר ערך. לעומת זאת, אם הם הונפקו במסגרת עסקה "צרכנית" (Consumer Context) או בעסקה "מסחרית" (Commercial Context), אזי הם לא ייחשבו כנייר ערך.³⁷ בית המשפט מבחין שם בין "סטוק", לגביו הכירה הפסיקה כי הוא ייחשב באורח רגיל ל"נייר ערך", לבין "שטר חוב" (Note) לגביו נקבע כי הוא לא ייחשב, אוטומטית, ל"נייר ערך". Note, כך נפסק, הוא מכשיר פיננסי בעל משמעויות וצורות רבות, שלא בהכרח ייחשבו לנייר ערך.³⁸

1.4.12 בפרשת Reves אימץ בית המשפט את גישת "הדמיון המשפחתי" (Family Resemblance) וקבע, כי בשל העובדה שחוק ניירות הערך האמריקאי עושה שימוש מפורש בלשון Note, שטר, אזי ייחשב מונח זה לנייר ערך. זאת, אלא אם כן הוא נופל לגדר אחד מסוגי ה-Notes שאופיינו בפסיקה קודמת כמאפיינים Notes שאינם מוגדרים כ"נייר ערך", כדוגמת –

1. שטר חוב שניתן במסגרת עסקת מימון צרכנית;

36 ראו 32 *supra* note Landerth Timber Company.

37 ראו 32 *supra* note Reves.

38 Ibid.

2. שטר חוב המובטח במשכנתא על נכס;
 3. שטר חוב לטווח קצר המובטח בשעבוד או במשכון על עסק זעיר או על נכסיו;
 4. שטר חוב להלוואה בנקאית;
 5. שטר חוב לטווח קצר המובטח במשכון תקבולים בחשבון בנק;
 6. שטר המעיד על חוב במהלך עסקים רגיל.³⁹
- 1.4.13 בפרשת Reves נקבע עוד, כי לצורך ההכרעה בשאלה, אם ה"שטר" הוא "נייר ערך", יש לשקול ארבע אמות-מידה עיקריות:

1. מהם מניעי הקונה והמוכר להתקשר ביניהם בעסקה האמורה, קרי – האם כוונתם להתקשר בעסקת השקעה או בעסקה מסחרית-צרכנית;
2. מה היתה תוכנית המציע לגבי הפצת ה"שטר" (Distribution), שעה שהציע את ה"שטר" לניצע, משמע – אם התכוון להציע לציבור הרחב או לרוכש ספציפי;
3. מה היו הציפיות הלגיטימיות והסבירות של הציבור המשקיע;
4. האם חלה על העסקה מערכת דינים, לבד מדיני ניירות ערך, אשר מקטינה את סיכוני העסקה, ואשר לאור תחולתם, אין צורך בהחלת דיני ניירות ערך על העסקה האמורה.⁴⁰

1.5 ניירות ערך מסחריים

בשולי הדיון באשר למשמעות המונח "נייר ערך", ראוי להתייחס גם למונח "ניירות ערך מסחריים". סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר "ניירות ערך מסחריים" כדלקמן:

"ניירות-ערך הנסחרים בבורסה ושהונפקו בידי חברה על פי תשקיף, שהם התחייבות החברה לשלם למחזיק, במועד שאינו מוקדם משבעה ימים מיום ההנפקה ואינו מאוחר משנה מיום ההנפקה, סכום ההתחייבות, וסכום זה אינו צמוד למד כלשהו, למחירו של דבר או לשער החליפין."

כעולה מההגדרה דלעיל, הרי שניירות ערך מסחריים הינם למעשה, אגרות חוב שאינן צמודות למד כלשהו, ואשר מועד פרעונן הינו עד שנה אחת ממועד הנפקתן. מדובר במכשיר פיננסי בעל שימוש נמוך למדי בישראל, עד כה. עם זאת, בהחלט יכול להיות לו מקום נכבד בשוק האשראי החוץ-בנקאי. ואולם הדבר מחייב ביצוע הקלות והגמשת הגדרת המונח האמור בחוק ניירות ערך. כך אכן סברה ועדת בכר

³⁹ Ibid.

⁴⁰ Ibid.

בעניין זה, ראו גם את החלטתם של מבחני פסק דין Reves בפרשה מאוחרת יותר, בה נקבע כי חוזה עתידי מסוג swap לא ייחשב כנייר ערך, בנסיבות אותו מקרה. ראו Procter & Gamble, *supra* note 22.

שמצאה כי הגדרת המונח "ניירות ערך מסחריים", כאמור בסעיף 1 לחוק, הינה צרה מדי, שלא לצורך. במיוחד כווננו ממצאי הוועדה בענין זה לתנאי של סחירות נייר הערך ולתנאי הנוגע לריבית, כמפורט בהגדרה דלעיל. ועדת בכר המליצה לשנות את הגדרת המונח האמור בסעיף 1 לחוק, ולהסיר את המגבלות המצמצמות את תחולת הגדרת המונח "ניירות ערך מסחריים". שינוי ההגדרה תאפשר לדעת ועדת בכר את הגברת השימוש במכשיר הפיננסי של ניירות ערך מסחריים, והגדלת שוק האשראי החוץ-בנקאי בישראל.⁴¹

2. "חברה"

2.1 כללי

על איזו חברה חל חוק ניירות ערך?

מתן מענה לשאלה זו מחייב לתור אחר תשובה בשני מקורות עיקריים – האחד, חוק ניירות ערך עצמו, והשני – חוק החברות.

חוק החברות, באורח תמוה, אינו מגדיר כלל מהי "חברה" או מהו "תאגיד", ומפנה בעניין זה להגדרות שבחוק ניירות ערך. זאת, אף שחוק החברות הוא המסדיר על פי הדין הישראלי את הקמתה ורישומה של החברה, את דרכי התאגדותה ואת מוסדותיה. חוק ניירות ערך אף הוא אינו מגדיר מהי "חברה" או מהו "תאגיד", הגם שמצויות בו הוראות שונות לעניין "חברה-בת", "חברה קשורה", ועוד. עם זאת, מצויה בכל זאת הגדרה של "חברה" בחוק ניירות ערך, וזאת בהקשר לעבירת השימוש במידע פנים. סעיף 52א לחוק קובע, כי לעניין פרק ח'1, הדן בעבירה של שימוש במידע פנים, "חברה" היא:

"תאגיד, שניירות ערך שלו הוצעו לציבור על פי תשקיף או נסחרים בבורסה והם נמצאים בידי הציבור, לרבות חברה בת וחברה קשורה של אותה חברה."

מרבית הוראות הדין הנדרשות להגדרת "חברה" או "תאגיד" מסתפקות בהפניה לחוק ניירות ערך או לחוק החברות. מילון אבן שושן מגדיר "חברה" כך:

"אגודה, קיבוץ של אנשים שנתאחדו לשם עסק או מטרה משותפת."

צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של תאגידים בנקאיים), התשס"א-2000, קובע כי "תאגיד" הינו אחד מבין שלושה –

41 ראו "דין וחשבון הוועדה לבחינת דרישות הגילוי בתשקיף הצעה של ניירות ערך מסחריים או אגרות חוב שאינן ניתנות להמרה" (להלן: "דו"ח ועדת בכר") (ירושלים, אב-תשס"ג, אוגוסט-2003). לדיון רחב במסקנות ובהמלצות ועדת בכר, ראו בפרק ז' לספר זה.

- (1) חברה, שותפות, אגודה שיתופית, אגודה עותמנית, עמותה או מפלגה הרשומה בישראל;
- (2) גוף שרשום כתאגיד מחוץ לישראל;
- (3) גוף שהואגד במדינה שאין מתקיים בה רישום של גופים מסוגו, ובלבד שהציג מסמך המעיד על היותו תאגיד.⁴²

ראוי להעיר, כי חוק ניירות ערך והתקנות הרכות שהותקנו על פיו עושים שימוש בשורה של מונחים הנוגעים ל"חברה", ואשר מתייחסים לסוגי חברות הקשורים ל"חברה": בין מונחים אלו ניתן להזכיר – תאגיד-מדווח, חברה-בת, חברה קשורה, חברה מסונפת, חברה כלולה, חברה מוחזקת, ועוד.

יש מקום להתייחס לפירוש הניתן על פי הדין למונחים אלו, על מנת להבהיר את תוכנם המדויק ואת ההקשר הנכון בו יש לעשות שימוש במונחים אלו. אין ספק, שריבוי המונחים בנושא זה נובע מהתכלית השונה של כל הגדרה ושל כל מונח, ובמיוחד – העובדה, כי כל מונח נועד להגדיר חברה מסוג שונה, שעליה חלים כללי דיווח שונים. במיוחד בולט הדבר בהקשר לדיווח הכספי של חברות בורסאיות וציבוריות, כאשר הגדרה שונה של חברה – בין כחברה מוחזקת, בין כחברה מסונפת או כלולה, משמעה דיווח במתכונת שונה של דו"חותיה הכספיים של החברה. עם זאת, נדמה, כי ראוי היה, בכל זאת, לצמצם את מספר הגדרות הרלוונטיות ביחס ל"חברה", באופן שייקל השימוש במונחים השונים, וימנעו טעויות ואי-הבנות מיותרות.

להלן ייסקרו המונחים השונים הנוגעים למונח "חברה" או "תאגיד".

2.2 "תאגיד מדווח"

נוסף למונח של "חברה", נוקט חוק ניירות ערך מושג נוסף, הנוגע להגדרה של "חברה", הוא המונח של "תאגיד מדווח". הכוונה לתאגיד שסעיף 36 לחוק חל עליו. סעיף 36 הוא הסעיף המגדיר את חובת הדיווח הכללית והבסיסית של תאגיד, אשר הציע את ניירות הערך שלו לציבור על פי תשקיף, ושניירות הערך שלו מצויים בידי הציבור ונסחרים בבורסה.⁴³

יודגש, כי סעיף 36(א) עוסק למעשה בשני תת-סוגים של "תאגיד מדווח": הסוג הראשון – תאגיד שהציע את ניירות הערך שלו לציבור באמצעות התשקיף. הסוג השני – תאגיד שניירות הערך שלו נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ההבדל בין שני סוגים אלו נוגע להיקף חובות הדיווח. הסוג השני מחויב לדווח גם לבורסה לניירות ערך בתל אביב, בעוד שהסוג הראשון, שמניותיו אינן נסחרות בבורסה, פטור מדיווח לבורסה.

42 ראו צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של תאגידים בנקאיים), התשס"א-2001.

43 ראו הגדרת המונח "תאגיד מדווח" בסעיף 1 לחוק וכן ראו סעיף 36(א) לחוק.

2.3 חברה-בת

חוק ניירות ערך מגדיר "חברה-בת" כך:

"חברה אשר חברה אחרת מחזיקה בחמישים אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון-המניות המוצא שלה או מכוח ההצבעה שבה או רשאית למנות מחצית או יותר מהמנהלים או את המנהל הכללי שלה".⁴⁴

הגדרה דומה ניתן למצוא בחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975, באשר למונח "חברת בת ממשלתית" — חברה שיותר ממחצית כוח ההצבעה באספותיה הכלליות או הזכות למנות יותר ממחצית מספר הדירקטורים שלה הם בידי חברה ממשלתית, בידי חברת בת ממשלתית או בידי חברה ממשלתית יחד עם חברת בת ממשלתית.⁴⁵ חוק ההגבלים העסקיים מגדיר בפשטות "חברת בת" כ-"חברה שחברה אחרת שולטת בה".⁴⁶

2.4 חברה קשורה

סעיף 1 לחוק ניירות ערך קובע כי "חברה קשורה", היא —

"חברה מסונפת וכן חברה, אשר חברה אחרת — שאינה חברה-אם שלה — השקיעה בה סכום השווה לעשרים וחמישה אחוזים או יותר מההון העצמי של החברה האחרת, בין במניות ובין בדרך אחרת, למעט הלוואה הניתנת בדרך העסקים הרגילה".

"חברה מסונפת" מוגדרת בסעיף 1 לחוק כך:

"חברה, אשר חברה אחרת — שאינה חברה-אם שלה — מחזיקה בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המונפק שלה או מכוח ההצבעה בה, או רשאית למנות עשרים וחמישה אחוזים או יותר מהדירקטורים שלה".

2.5 חברה כלולה

נושא הדיווח הכספי של חברות זימן למחוקק המשנה הזדמנות להרחיב את מעגל

44 ראו סעיף 1 לחוק.

45 ראו סעיף 1 לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975.

ראו באופן דומה צו מס הכנסה (קביעת תשלומים בעד שירותים או נכסים כהכנסה), התשל"ז-1977, המגדיר "חברת בת" — חברה שחברה אחרת מחזיקה ב-50% או יותר מערך הנקוב של הון המניות המוצא שלה או מכוח ההצבעה שבה או רשאית למנות מחצית או יותר מהמנהלים או את המנהל הכללי שלה;

46 ראו סעיף 1 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988. וראו באופן דומה חוק עידוד התעשייה (מיסים), התשכ"ט-1969, המגדיר "חברת-בת" כדלקמן: חברה תעשייתית הנשלטת על ידי חברת-אם.

פרק ב': מושגי יסוד בניירות ערך

המונחים הקשורים ל"חברה". וכך קובעות תקנות ניירות ערך המסדירות את נושא הגשת הדו"חות הכספיים, ארבעה מונחים נוספים בהקשר זה: חברה כלולה, חברה מוחזקת, חברה מאוחדת וחברה מאוחדת באיחוד יחסי.

"חברה כלולה" מוגדרת בתקנה 1 לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993 (להלן: "תקנות דו"חות כספיים") כדלקמן:

"חברה, למעט חברה מאוחדת וחברה מאוחדת באיחוד יחסי, שהשקעת התאגיד בה כלולה בדו"חות התאגיד על בסיס השווי המאזני".

"חברה מוחזקת" מוגדרת בתקנה 1 לתקנות דו"חות כספיים כך:

"חברה מאוחדת, חברה מאוחדת באיחוד יחסי, וחברה כלולה".

"חברה מאוחדת" מוגדרת שם כדלקמן:

"חברה שדו"חותיה מאוחדים עם דו"חות התאגיד, למעט חברה מאוחדת באיחוד יחסי".

אותה תקנה מגדירה "חברה מאוחדת באיחוד יחסי" כך:

"חברה שדו"חותיה מאוחדים עם דו"חות התאגיד, בדרך של איחוד יחסי".⁴⁷

3. מהו "ציבור"

3.1 הליכי משפט הנוגעים לתחום ניירות הערך מזמנים, לא אחת, דיון בשאלה מהו הציבור הרלוונטי, או במילים אחרות – מיהו אותו "ציבור" שאליו התכוון המחוקק, עת נקט לשון "ציבור".

היבט אחר של אותה סוגיה ממש הוא למה התכוון המחוקק כאשר נקט לשון "אדם", ואם התכוון לכלול במונח זה גם התייחסות לציבור הרחב או לכלל ציבור המשקיעים.

3.2 המונח "ציבור" אינו מוגדר כלל בדין הישראלי, לרבות לא בחוק ניירות ערך או בתקנות שהותקנו על פיו. מילון אבן שושן מגדיר "ציבור" כ –

"קהל, עדה, חבורה, חברה, כלל".

⁴⁷ יצוין בהקשר זה, כי "איחוד יחסי" הוא איחוד של רכיבים וסעיפים בדו"חות הכספיים של חברות שיש ביניהן יחסים של שליטה משותפת (Jointly Controlled Entity). הכוונה למצב בו מספר גורמים שולטים בצוותא בחברה אחת, ויחסי השליטה מוסדרים ביניהם בהסכם. להרחבה בנושא חובות הדיווח של חברה ביחס לחברה כלולה או מוחזקת, ראו בפרק ו' לספר זה.

הגדרת "ציבורי" באותו מילון היא —

"חברתי, כללי, השייך לציבור, שהוא למען הציבור, בניגוד אל 'אישי', 'פרטי': קופה ציבורית, טלפון ציבורי, גן ציבורי, מכונת ציבורית, עסקנות ציבורית, שירות ציבורי, עבודות ציבוריות".

מההגדרות הלשוניות הללו עולה, כי "ציבור" כולל ריבוי של פרטים, של יחידים, אפילו מספרם קטן, שכן, גם מניין אנשים, קרי — עשרה אנשים, נקרא "ציבור" (תפילה בציבור).⁴⁸

3.3 אחת השאלות בעניין זה היא מהו המספר ההופך קבוצת אנשים ל"ציבור".⁴⁹ מספר הוראות בחוק החברות ובחוק ניירות ערך עשויות לסייע במתן הדרכה לפיתרון סוגיה זו.

ראשית, בפקודת החברות, שהוחלפה בינתיים בחוק החברות, הוגדרה "חברה פרטית" כחברה שמספר חבריה אינו עולה על 50, אחרת היתה מוגדרת חברה זו כחברה "ציבורית".⁵⁰

שנית, בעבר היה מקובל בידי הרשות לניירות ערך "כלל אצבע" ולפיו 35 הוא המספר המבחין בין "ציבור" לבין קבוצת אנשים שאינה ציבור. על כן, הצעה לציבור של ניירות ערך לקבוצת אנשים המונה למעלה מ-35 איש, נחשבה כהצעה לציבור, וחויבה בתשקיף.⁵¹

כיום אין מדובר עוד רק ב"כלל אצבע" אלא הכלל עוגן כלשון החוק ובתקנותיו, אשר לפיה המספר 35 הוא אכן זה המבטא את קו הגבול השרירותי בין פרטי לבין ציבורי.⁵²

יצוין בעניין זה, כי תקנות ניירות ערך המסדירות את נושא ההקצאה הפרטית,

48 ראו בעניין זה ע"ש (ת"א) 839/93 ציון החזקות בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ (להלן: "פרשת ציון החזקות") (לא פורסם), בעמ' 2-3.

49 בעניין זה ראו SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953).

50 הגדרת חוק החברות בעניין זה שונה מהגדרת מונח זה בפקודת החברות. כיום, על פי חוק החברות, הגדרת חברה פרטית אינה מותנית עוד במספר חבריה, אלא היא הגדרה שיווית, קרי — חברה פרטית היא חברה שאינה חברה ציבורית. ראו סעיף 1 לחוק החברות. חברה ציבורית הוגדרה בסעיף 1 לאותו חוק כחברה שמניותיה הוצעו לציבור על פי תשקיף ורשומות למסחר בבורסה, ומוחזקות בידי הציבור. יש להעיר, כי הביטוי "ומוחזקות בידי הציבור", כאמור בהגדרת המונח "חברה ציבורית" בסעיף 1 לחוק החברות, נועד להוציא מגדר הגדרת "חברה ציבורית" חברה שאמנם היתה רשומה למסחר בבורסה ושניותיה הערך שלה הוצעו בתשקיף, אך שהציבור חדל להחזיק במניותיה (בדרך כלל בעקבות הצעת רכש שביצע בעל השליטה בחברה). במקרה כזה, בו חדל הציבור מלהחזיק במניות החברה, תחדל החברה מלהיחשב כחברה ציבורית.

51 ראו בעניין זה פרשת ציון החזקות, לעיל הערה 48, בעמ' 3. ראו גם ת"פ (ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון, פ"מ תשל"ז (1) 329, בעמ' 339-341 (להלן: "פרשת אברון-מחוזי").

52 ראו תקנה 2 לתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס-2000. כן ראו סעיף 15א לחוק.

מבחינות בין הצעה פרטית "מהותית", או "חריגה", על פי הבחנה עניינית, קרי — בהתאם לטיב ולמהות הזכויות המוקנות או לזהות הניצע, ולא בהתאם למספר הניצעים.⁵³

3.4 אחת הבעיות הבולטות בסוגיית פרשנות המונח "ציבור" בדיני ניירות ערך, מתעוררת בהקשר של עבירת איסור השימוש במידע פנים, קרי — מידע שאינו ידוע לציבור. השאלה המתעוררת תדירות היא — מיהו אותו "ציבור". במילים אחרות, מתי אפשר לומר, כי "הציבור" כבר יודע אודות המידע, וכי אותו מידע חדל להיות בגדר "מידע פנים".

3.5 אין ספק, כי ציבור המשקיעים בניירות הערך אינו הומוגני. יש בו גוונים וצבעים שונים, ויש בו אינטרסים שונים ומנוגדים.

הלשון "ציבור המשקיעים", או "הציבור", הינו על כן, מונח רחב ביותר, המתייחס הן למשקיע המתוחכם והן למשקיע הקטן. המונח "ציבור" מתייחס במידה שווה למשקיעים המתוחכמים, המקושרים, המקורבים לתאגידים הבורסאיים ולבעלי השליטה בהם.⁵⁴ באותה מידה נכללים בגדר המונח "ציבור" גם אותם "משקיעים קטנים", אותה גברת כהן מחדרה, חביבת הפסיקה הישראלית, שאין לה אלא סכום צנוע להשקעה. אין ספק, כי לשתי קטיגוריות שונות בתכלית אלו של "ציבור", כיוון המחוקק את דעתו, כאשר נקט את הלשון המעורפלת "ציבור".

3.6 על אף העובדה שהמונח "ציבור" כולל, כאמור, את כל קהל המשקיעים בניירות ערך, לגווניו ולרבדיו, הרי שלעניין עבירת השימוש במידע פנים בכלל, ובמיוחד — לשם הכרעה בשאלה אם מידע הפנים נודע ל"ציבור", קרי — אם הוא עדיין בגדר "מידע פנים", אם לאו, הרי שלעתים די בחשיפת המידע בפני ציבור מצומצם יחסית (כגון אנליסטים, עיתונאים או אנשי המקצוע בשוק ההון) על מנת שיתקיים יסוד ידיעת "הציבור". ידיעה זו של ה"ציבור", גם אם מדובר בציבור מצומצם ומוגבל, היא מכרעת לשם הקביעה אם מדובר במידע "פנים", אם לאו.⁵⁵

עמדה זו, המכירה בכך שגם תפוצת מידע לציבור מצומצם בלבד עשויה להיחשב כידיעת כלל הציבור, אכן מצאה אחיזה בפסיקה האמריקאית, וגם אומצה באורח חלקי בפסיקה הישראלית.⁵⁶

53 ראו תקנה 1 לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000.

54 בקטיגוריה זו ניתן לכלול את המשקיעים המוסדיים דוגמת בנקים, חברות ביטוח, קרנות פנסיה, קרנות נאמנות, וכן גם ברוקרים, חברות השקעה, מנהלי תיקי ניירות ערך, כמרגם מומחי שוק ההון, אנליסטים, בעלי הון ובעלי עניין בחברות הציבוריות.

55 ברור, כי אם המידע חדל להיות "פנימי" וכי הוא נודע כבר לציבור, הרי שלא נעברה כל עבירה בעצם השימוש במידע זה. משום כך ברור, כי הגדרת המונח "ציבור" הינה מכרעת לעניין העבירה של שימוש במידע פנים.

56 ראו פסק הדין *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F. 2d 156 (1980) at pp. 166-167.

דיני ניירות ערך

ההנמקה לגישה זו היא, כי לפי תיאוריית השוק המשוכלל, הרי שמרגע שמידע הגיע לידיעת המשקיעים המוסדיים, הברוקרים ומנהלי התיקים, העומדים בקשר ישיר עם מחשבי הבורסה, ניתן לומר, כי המידע הגיע לידיעת כלל הציבור.

3.7 אין ספק, כי בעידן האינטרנט והמחשבים, כאשר מופץ המידע למשקיעים באמצעות הבורסה בזמן אמת, הרי שההבחנה בין שני "הציבורים", כנזכר לעיל, מאבדת במידה רבה מתקפותה.

בה בעת ברור, כי עידן המחשב והאינטרנט מצדיקים שבעתיים את הקביעה לפיה במקרים רבים די בכך שהציבור המצומצם וה"מיועד", הכולל את האגליסטים, הברוקרים ומנהלי התיקים וכד', יידע מידע מסוים, על מנת שניתן יהיה לומר כי המידע חדל להיות "מידע פנים". שכן, אותו ציבור חלקי מפני בעצמו, ובמהירות רבה, את המידע זמן קצר לאחר שהגיע לידי, וכך זורם המידע במהירות רבה בשוק ההון.⁵⁷

3.8 בפרשת גיבור סבריה ניסה בית המשפט להתחקות גם הוא אחר פירושו של מונח אמורפי זה, לעניין העבירה של שימוש במידע פנים:

"ה'ציבור' בו מדובר הוא, למותר לומר, הציבור שיש לו עניין בשוק ההון, אותו ציבור שקבלת מידע זה או אחר על מצבה של חברה פלונית יכולה שתשפיע על התנהגותו בשוק ההון, התנהגות אשר מצידה יכולה שתביא לשינוי במחירו של ני"ע בו מדובר. 'ציבור' זה כולל משקיעים גדולים וקטנים, אגליסטים, פרשני שוק הון, ועוד כיוצא באלה מקורבים לשוק ההון. כל אחד מאלה תורם את חלקו ל'פרשנות' בשוק ההון – מי באנליזה, מי בפרשנות – עיתון, מי בקניה ובמכירה".⁵⁸

3.9 ועדת ידן, שדנה בהיבטים השונים של שוק ההון המתפתח בישראל, עוד בראשית ימיו, ציינה כי למונח "ציבור" אין בחוק הקיים כל הגדרה וכי גם פסיקת בתי המשפט דאז (ראשית שנות ה-60) טרם גיבשה הגדרה ברורה למונח זה. ועדת ידן סברה, כי אין מקום להגדיר מראש מה ייחשב הצעה לציבור. היא אף סברה, כי אין טעם קבוע מספר קבוע של נמענים ("הצעה") לצורך זה. המבחן הכללי, כך הוועדה, צריך להיות המבחן העובדתי, שלפיו הצעה תהיה "הצעה לציבור"

כן ראו ת"פ (ת"א) 3348/90 מדינת ישראל נ' קרן (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 309 בעמ' 15. כן ראו ת"פ (ת"א) 3305/92 מדינת ישראל נ' פרנקל (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 315 בעמ' 25.

57 לדיון בסוגיה מה ייחשב כ"נודע ציבור" (ביחס למידע פנים), ראו סעיפים 2.1.2–2.1.3 לפרק ט' בספר זה.

58 ראו ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת גיבור סבריה-עליון"), פ"ד נג (4) 337, בעמ' 354.

אם היא מופנית לאנשים שהידיעות הניתנות על ידי תשקיף אינן נמצאות בידיהם בלאו הכי, שכן אין הם אנשי פנים (insiders) בחברה, ואין הם נמנים עם בעלי השליטה בה או עם מנהליה.⁵⁹

3.10 יש להעיר, כי אחד הקשיים בניסוחו של חוק ניירות ערך הוא השימוש בלשון "אדם", מחד גיסא, ובלשון "ציבור", מאידך גיסא. ניסוח זה העלה, לא אחת, תהיות האמנם התכוון המחוקק בלשון "אדם" גם ל"ציבור" בלתי-מסוים של אנשים, או לאדם מסוים. כך, למשל, בעבירת התרמית בניירות ערך, במיוחד בחלופה הראשונה של "הנעה", כאשר עושה המחוקק שימוש בלשון "הניע אדם אחר", כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, מתבקשת השאלה: האם התכוון המחוקק ל"הנעה" של ציבור שלם, בלתי מסוים, או שמא התכוון להנעת אדם יחיד בלבד, אדם מסוים? האם ניתן לדבר על "הנעה" כאשר המושא לה הוא ציבור ערטילאי, בלתי-מסוים ובלתי-מוגדר? או שמא תאמר, כי נדרש שאל מול אובייקט ההנעה יתייצב מניע, פנים אל פנים, על מנת שתתגבש לגביו "הנעה" ו"הטעיה"?

3.11 בתי המשפט בישראל דחו מכל וכל את הגירסה כאילו בלשון "אדם" התכוון המחוקק רק להנעת אדם כזה או אחר, וקבע באורח ברור ונחרץ כי הכוונה גם להנעת ציבור בלתי מסוים, קרי — הציבור הרחב, או מה שמכונה תדירות — "ציבור המשקיעים".⁶⁰

ההנמקה לעמדה ברורה זו היתה תכלית החקיקה, שהיא — הגנת ציבור המשקיעים והצורך להבטיח את אמונו של ציבור המשקיעים בשוק ניירות הערך. כדי להגשים תכלית זו חובה לפרש את הדיבור "אדם" כמתייחס לציבור המשקיעים ולציבור הרחב. אימוץ פירוש אחר יסכל את תכלית החקיקה כאמור ויפתח את הפתח למעשי תרמית מגוונים, אשר יכוונו כלפי הציבור הרחב או כלפי ציבור המשקיעים בשוק ההון. נימוק נוסף לגישתם המוצדקת של בתי המשפט, לעניין פירוש המונח "ציבור" או "אדם", הוא הפרשנות הרחבה מאוד של המונח "אדם" בסעיף 4 לחוק הפרשנות, התשמ"א-1981 —

"מקום שמדובר באדם — אף חבר בני אדם במשמע, בין שהוא תאגיד ובין שאינו תאגיד".⁶¹

59 ראו דין וחשבון של הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם (תמוז תשכ"ג-יוני 1963) (להלן: "דו"ח ועדת ידן"), בסעיף 50. כן ראו פרשת אברון-מחוזי, לעיל הערה 51, בעמ' 339.

60 ראו ע"פ 1027/94 זילברמן נ' מדינת ישראל, פ"ד נג (4) 502, בעמ' 521. כן ראו ע"פ (ת"א) 1530/93 מדינת ישראל נ' רוזוב (לא פורסם); וכן ע"פ 2910/94 יפת ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 221, בעמ' 424. כן ראו ת"פ (ת"א) 92/97 מדינת ישראל נ' י.מ. עיני תעשיות מתכת (1993) בע"מ (לא פורסם), דינים מחוזי, כך לב (4), 934.

61 השוו עם הגדרת "אדם" בסעיף 1 לפקודת הפרשנות [נוסח חדש]: "אדם" לרבות חברה או התאחדות או חבר בני אדם, בין שהם מאוגדים ובין שאינם מאוגדים".

3.12 ואולם, נשמעו גם קולות אחרים, ביניהם המלומדים פרופ' צפורה כהן, פרופ' יוסף גרוס וד"ר עומרי ידלין.

פרופ' כהן ופרופ' גרוס סבורים, כי עבירת ההנעה בתרמית, כאמור סעיף 54(א)(1) לחוק, עניינה רק בהנעה אישית, אינדיווידואלית ומסוימת, בה קיים קשר ישיר בין מטעה מסוים לבין מוטעה מסוים, בין הגורם המניע לבין הגורם המונע. לגישתם, אין כוונת הוראת-דין זו לעסוק בהנעה של ציבור רחב ובלתי-מסוים. באורח דומה סבור גם ד"ר ידלין, ומסקנתו היא כי סעיף 54(א)(1) לחוק אינו עוסק במצגים הנעשים ב"שוק הראשוני" (שוק ההנפקות). על כן, לגישתו, אין לדבר במסגרת הסעיף האמור על הנעה של ציבור רחב ובלתי מסוים, במסגרת תשקיף, שהינו הצעה לציבור (בלתי מסוים) של ניירות ערך.⁶² ידלין סבור, כי לשם גיבוש יסוד ההנעה על פי סעיף 54(א)(1) לחוק נדרשת הוכחת קיומה של מערכת יחסים מעין-חוזית בין מניע מסוים לבין מונע מסוים. הוא סבור עוד, כי אין למתוח את פירוש המונח "אדם" מעבר למשמעותו המיידית, ואין לפרשו באופן שיכלול גם ציבור בלתי מוגדר ובלתי-מסוים, כאשר אין מתקיימת כל זיקה בין המניע לבין המונע.

עם כל הכבוד, אני שותף לדעה זו של שלושה מלומדים אלה, לא מבחינת הפרשנות הלשונית של סעיף 54(א)(1) לחוק, ובוודאי לא בשל תכלית החקיקה, שאינה מתיישבת עם הגבלה שרירותית על האפשרות שהנעה תיעשה כלפי ציבור בלתי מסוים, אלא רק כלפי אדם מסוים.

4. מהו "משקיע סביר"

4.1 כללי

אחד המונחים היותר מעורפלים והבלתי-מוגדרים הנזכרים תדירות בדיני ניירות ערך הוא "המשקיע הסביר". כמספר האזכורים של מונח זה, כך מספר נסיונות ההגדרה של מונח בעייתי זה. קושי רב יותר מתגלה בניסיון לאפיין את אותו "משקיע סביר" אמורפי: האם הוא נכון ומתוחכם, בעל ידע והבנה מעמיקים בתחומי ניירות ערך ובורסה, או שמא הוא הדיוט, אדם בעל הבנה בסיסית וממוצעת בלבד?

להלן ייסקרו נסיונות ההגדרה והאיפיון השונים, העולים מפסיקת בתי המשפט ומהספרות, וייעשה ניסיון, אגב כך, לזהות את המשקיע הסביר ולאפיינו.

62 ראו — ד"ר ע' ידלין, "תרמית על השוק — גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי שווא בשוק המשני" משפטים כז (תשנ"ז) 249, בעמ' 261–262. ראו גם פרופ' צ' כהן, בעלי המניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות (ההוצאה לאור של לשכת עורכי הדין, תשנ"א–1990), בעמ' 452, וכן ראו פרופ' י' גרוס, דיני ניירות ערך ובורסה (המכון למחקר עסקי, אוניברסיטת תל אביב, תשל"ג–1973) בעמ' 226–227. להרחבה בנושא זה ראה בפרק י' לספר זה העוסק בעבירת התרמית בניירות ערך.

4.2 נסיונות האיפיון של "משקיע סביר"

בפסיקת בתי המשפט בישראל כבר נפסק, לא אחת, כי היצור האמורפי הקרוי "משקיע סביר" הוא —

"משקיע נבון, הפועל באופן רציונלי, והמונע על ידי הרצון להפיק רווח ולהימנע מהפסד".⁶³

עוד נקבע בפסיקת בתי המשפט, כי המשקיע הסביר מונע על ידי השאיפה להגיע ל"השקעה יעילה", הנקבעת בהתאם לרמת הסיכון ולשיעור התשואה על השקעתו.⁶⁴ בית המשפט בישראל כבר דחה מכל וכל גישה פטרנליסטית מצד תאגידים, אשר הצדיקו מחדלי גילוי, לרבות — השמטת פרט חשוב בתשקיף, בכך שהמשקיע הסביר כלל לא נדרש לקבל את כל פרטי המידע, וכי די בכך שיימסר לו מידע כללי ולא־מפורט. ואמנם, בפרשת כבלים פסק בית המשפט באופן חד־משמעי כי —

"דומה כי רק מי שמתייחס אל המשקיע הסביר כאל בעל הבנה פחותה, יוכל להניח כי די לגלות לו את הסיכון המירבי שבהשקעה, בלבד, מבלי להוסיף פרטים מדויקים יותר. בבסיס גישה זו, כך נראה, מעוגנת ההנחה כי המשקיע אינו מסוגל להבין את משמעותה של התמונה המלאה, או שאינו זכאי לקבלה; הנחה זו מופרכת על פניה. שהרי כבר נקבע כי המשקיע הסביר הוא זה המוחזק כמי שיודע לקרוא ולהבין את המידע המובא בפניו, וכמי שזכאי לקבל תמונה עובדתית מלאה על ניה"ע המוצע לו, כדי שיגזור ממנה החלטה בענין השקעתו".⁶⁵

בפרשת אמנונים קבע בית המשפט המחוזי כי —

"המשקיע הסביר הוא אדם הקורא ושוקל שיקולי רווח ומסחר בין שעושה כך בעצמו מתוך הבנה אישית של הדברים, ובין שעושה כך תוך שהוא נזקק לידעת מבינים". ההחלטה היא לעולם של המשקיע וענינו הוא בכך שלא ישים את כספו על קרן הצבי".⁶⁶

63 ראו ת"פ (ת"א) 991/90 מדינת ישראל נ' החברה לכבלים ולחטי חשמל בע"מ (להלן: "פרשת כבלים-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, בעמ' 16. דברים זהים אמרה השופטת אופיר-תום (אז בבית משפט השלום) בת"פ (ת"א) 2769/90 מדינת ישראל נ' חברת סיסמיקה חיפושי נפט (1983) בע"מ (להלן: "פרשת סיסמיקה-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, בעמ' 16. כן ראו ע"פ (ת"א) 621/90 אמנונים חברה לעבודות עפר בע"מ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת אמנונים-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8), 78.

64 ראו פרשת כבלים-שלום, לעיל הערה 63, בעמ' 16.

65 ראו שם, בעמ' 27-28.

66 ראו פרשת אמנונים-מחוזי, לעיל הערה 63, בעמ' 28. כן ראו ע"פ (ת"א) 595/93 החברה לכבלים ולחטי חשמל בישראל בע"מ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת כבלים-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג(1), בעמ' 20. כן ראו פרשת סיסמיקה-שלום, לעיל הערה 63, בעמ' 16.

דיני ניירות ערך

בפרשה זו דחה בית המשפט המחוזי, בשבתו כערכאת הערעור, את טענות ההגנה של הנאשמים, לפיהן המשקיע הסביר הוא מעין — "אדם סביר פלוס", כדברי בית המשפט.⁶⁷ באורח דומה נדחתה הגירסה לפיה ה"משקיע הסביר", לעניין עבירת פרט מטעה בתשקיף, הינו בהכרח משקיע מתוחכם.⁶⁸ אין חובה, כך נקבע, כי המשקיע הסביר יהא אדם —

"המסוגל לקרוא תשקיף במלואו, לקשר בין פרטיו, לראות את התמונה בכללותה, ולקבל החלטה עסקית סבירה".⁶⁹

באופן דומה למדי הבהיר בית המשפט העליון, בפרשת ברנוביץ, כי הדיבור "משקיע סביר" אינו מכוון בהכרח למשקיע מתוחכם במיוחד, ממש כשם שאין הכוונה למשקיע חסר הבנה לחלוטין.⁷⁰

בפרשה אחרת פסק בית המשפט העליון כי "המשקיע הסביר" מצוי בין מקצוענות לבורות, כהגדרתו.⁷¹ בפרשת אמנונים קבע בית המשפט כי —

"לית מאן דפליג כי נקודת המוצא היא, שהתשקיף מיועד לציבור הרחב. הוא מהווה הצעה של התאגיד המנפיק אל ציבור זה מתוך מטרה לגייס מקרבו הון הדרוש לתאגיד. לפיכך בא חוק ניירות הערך להגן על האזרח מן השורה, הגנה מפני הטעיה או תרמית... ביהמ"ש ייעזר בשירותיו של 'משקיע סביר אלמוני' כדי לבחון האם הוטעה האזרח אם לאו".⁷²

"משקיע סביר" הוגדר בפרשת גיבור סברניה כ—"משקיע וירטואלי שאין הוא אלא שיקלול של מרכיבים מקצועיים, יושר ויושרה, נסיון חיים, הגיון ושכל-ישר".⁷³ המשקיע הסביר, כך קבע בית המשפט העליון שם, הינו "דמות בלתי-נראית".⁷⁴ לגבי יכולותיו של "המשקיע הסביר" מקובל להניח, כי מדובר במשקיע נבון, הפועל באופן רציונלי והמונע על ידי הרצון להפיק רווח ולהימנע מהפסד.⁷⁵

67 ראו פרשת אמנונים-מחוזי, לעיל הערה 63, בעמ' 27–28.

68 ראו שם.

69 ראו שם, בעמ' 27. כן ראו ע"פ (ת"א) 4612/98 מדינת ישראל נ' אלרגנד (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כז, 1, 570.

70 ראו ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, בעמ' 836–837. כן ראו ת"פ (ת"א) 6383/96 מדינת ישראל נ' אלרגנד (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 543. וראו גם ת"פ (ת"א) 5672/99 מדינת ישראל נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ ואח' (לא פורסם).

71 ראו ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גיבור סברניה, פ"ד מט(3) 177, בעמ' 187.

72 ראו פרשת אמנונים-מחוזי, לעיל הערה 63, בעמ' 27.

73 ראו ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 337, בעמ' 354.

74 שם שם.

75 ראו, למשל, פרשת כבלים-שלום, לעיל הערה 63, בעמ' 16. ראו גם פרשת כבלים-מחוזי, לעיל הערה 66, בעמ' 12. כן ראו פרשת סיסמיקה-שלום, לעיל הערה 63, בעמ' 16.

בגישה דומה החזיק בית המשפט המחוזי בפרשת פולק —

"משקיע סביר" ... הוא המשקיע המכלכל את צעדיו העתידיים על פי מקורות מידע שונים, ובהם גם על פי המידע הטמון בדו"חות שתאגידים הפועלים בבורסה חייבים להגיש להנהלתה על פי חוק".⁷⁶

4.3 סיכום

מכל האמירות שקובצו לעיל עולה, כי ראשית לכול, יש להניח, כי המשקיע הסביר יודע קרוא וכתוב, ומסוגל להבין מידע הנמסר לו. משום כך ברור, כי הוא בוודאי זכאי לקבל תמונה עובדתית מלאה על נייר הערך המוצע לו, על מנת שיוכל להגיע להחלטות מושכלות ונבונות לעניין השקעתו.

המשקיע הסביר מונע על ידי הרצון להגיע ל"השקעה יעילה" הנקבעת בהתאם לרמת הסיכון ולשיעור התשואה של השקעתו.

המסקנה המתחייבת היא, כי אין לקבל גישה פטרנליסטית לפיה המשקיע הסביר אינו מבין דבר בניירות ערך, וכאילו גם אם היה מקבל לידיו מידע מלא, לא היה מסוגל להעריכו, להבינו ולהסיק ממנו מסקנות סבירות ונבונות. ואמנם, בית המשפט בישראל כבר דחה, לא אחת, את הניסיון לשלול מידע מהמשקיע הסביר בשל טיעון פטרנליסטי כזה.⁷⁷ הגישה כאילו המשקיע הסביר הינו משקיע טיפש, אין לה מקום, שכן אין בעובדה שאדם אינו "מומחה" על מנת להפכו לטיפש או כור בענייני כלכלה כספים וניירות ערך.

ברור, אם כן, כי "משקיע סביר" הוא משקיע המכלכל את צעדיו העתידיים על פי מקורות מידע שונים, וביניהם המידע הטמון בדו"חות שתאגידים בורסאיים חייבים לפרסמם על פי הדין. על כן הלכה היא, כי המחוקק עיגן בסעיף 36(ג) לחוק את זכותו של "המשקיע הסביר" לדעת כל פרט, שיש בו כדי להשפיע על שיקול-דעתו בתהליך קבלת החלטתו לגבי השקעה במניות הנסחרות בבורסה.⁷⁸

יוזכר, כי פעמים רבות נטענות טענות (במסגרת הליכים פליליים הנוגעים לעבירות דיווח וגילוי, לרבות — פרט מטעה בתשקיף) לעניין אי-הבנתו של המשקיע הסביר. זאת, בניסיון להצדיק מחדלים ועבירות באשר לדיווח וגילוי, בטיעון המופרך כי גם אם היו מבצעים את הגילוי והדיווח, כמתחייב על פי הדין, לא היה בכך כדי להועיל ל"משקיע הסביר". ברור, כי מדובר בטיעון חסר שחר.

מכל נסיונות ההגדרה לעיל מתחוור, כי בתי המשפט בישראל טרם אימצו הגדרה אחת, ברורה ואחידה, של "משקיע סביר", והם נעים בין שני קצוות:

76 ראו ע"פ 152/95 מדינת ישראל נ' ה.ג. פולק בע"מ (להלן: "פרשת פולק-מחוזי"), פ"מ תשנ"ו (1) 309, בעמ' 313–314. כן ראו ע"א 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מט(5) 774, בעמ' 789.

77 ראו פרשת פולק-מחוזי, לעיל הערה 76, בעמ' 313–314.

78 שם, בעמ' 314.

הקצה האחד — התפישה שהמשקיע הסביר הינו ה"אדם הסביר", שאינו מבין באופן מיוחד בניירות ערך, אף שהוא בעל השכלה והבנה בסיסיים וממוצעים. הקצה השני — התפישה, כי המשקיע הסביר הינו אדם משכיל, בעל הבנה או לפחות עניין ורצון לדעת. על כן, יש לספק לו את כל המידע הדרוש לו לצורך קבלת החלטות בהשקעותיו בניירות ערך.

זאת ועוד, מתגלות שתי גישות, או שתי נטיות, באיפיון יכולותיו של המשקיע הסביר: מחד גיסא, קיימת גישה הסבורה כי מדובר באדם ממוצע ביותר, בעל השכלה בסיסית, אך לא מעבר לכך. מנגד, קיימת גישה, כי המשקיע הסביר הוא אדם משכיל ובעל הבנה, המתמצא בתחומי ניירות ערך ברמה סבירה.

נדמה, כי שתי השקפות אלו משמשות את הדוברים על פי הצורך: כאשר טיעון ההגנה הוא כי גילוי פרט מטעה, למשל, לא היה מעלה או מוריד בעיני המשקיע הסביר, שכן מדובר בפרט הדורש הבנה בתחום ניירות הערך, ייטה בית המשפט לאמץ דעה שלפיה המשקיע הסביר הוא גם בעל הבנה והשכלה. ואילו כאשר תיטען טענה, כי המשקיע הסביר ממילא היה מבין שדיווח מסוים היה חסר, על רקע היכרותו עם החברה או עם נייר הערך שלה, אוראז ימהר בית המשפט לקבוע כי למעשה המשקיע הסביר אינו אלא האדם הסביר, קרי — אדם בעל יכולות בסיסיות, שאינו חייב להיות בעל הבנה מיוחדת בתחומי ניירות ערך.

חשוב, עם זאת, להדגיש כי קיימים סוגים שונים של "משקיעים סבירים" ואין לומר, כי משקיע סביר הוא אדם בעל מאפיינים מסוימים, בעל מדיניות השקעה מסוימת או ספציפית. ברור כי אין מדובר בדמות ממשית, בעלת מאפיינים מוגדרים וחד-מימדיים. הבחנה זו חשובה כדי להבין, כי המשקיע הסביר אינו בהכרח המשקיע הסולידי או השמרני. המשקיע בניירות ערך של חברות בתחום חיפושי נפט, למשל, או בתחום האינטרנט, יכול להיחשב משקיע "נועז" יותר מזה הבוחר להשקיע במניות הבנקים או חברות הביטוח. ואולם, העדפות השקעותיו, או מידת הספקולטיביות בהשקעתו, אינן שוללות את "מעמדו" כמשקיע "סביר", באותו תחום בו הוא משקיע. במילים אחרות, כאשר יידרש בית המשפט להכריע בשאלה מהו מידע מהותי בעיני ה"משקיע הסביר", שרכש יחידות השתתפות של שותפות נפט, או של שותפות להפקת סרטים, למשל, ייתכן שיצטרך לשקול גם מה היה המידע הדרוש למשקיע "נועז" או "ספקולטיבי" כזה, ומהם שיקולי השקעתו. בוודאי אין בהיותו משקיע ספקולטיבי כדי למנוע ממנו לזכות להגנת הדין בהיותו "משקיע סביר". ככלות הכל, גם חברות אינטרנט או שותפויות לחיפושי נפט או להפקות סרטים, שהציעו יחידות השתתפות לציבור הרחב, מחויבות באותן חובות גילוי ודיווח החלות על חברות הביטוח הסולידיות ביותר. לאור זאת, ברור, כי אין מקום להבחין גם בין המשקיעים בניירות הערך של שותפויות "ספקולטיביות" או "מסוכנות" אלו לבין אלו של החברות הנחשבות, בצדק או שלא בצדק, ל"סולידיות" יותר.

יובהר, כי הדיון שנדמה לעתים כתיאורטי גרידא, באשר לאופיו ולמאפייניו של ה"משקיע הסביר", אינו כזה, והוא בעל יישומים מעשיים. זאת, כאשר מנסה בית המשפט להתחקות אחר דרך פעולתו הצפויה של "משקיע סביר", על מנת להכריע בשאלה אם בוצעה עבירה כלפי אותו "משקיע", קרי – כלפי ציבור המשקיעים. הכרעה בשאלה זו תלויית-נסיבות, ולא-אחת נאלץ בית המשפט להניח הנחות בדבר דרך הפעולה של אותו משקיע סביר, שמאפייניו אינם ברורים עד תומם.⁷⁹

79 ראו, למשל, בע"א 7302/96 בנק המזרחי המאוחד בע"מ נ' לילוף, פ"ד נה(3) 200, בעמ' 207.