

הצעה לציבור – מהו "נייר ערך"

במסגרת פסק-דין שניתן על-ידי המחלקה הכלכלית בביהמ"ש המחוזי בתל אביב-יפו (השופט חאלד כבוב),¹ דן ביהמ"ש בשאלה האם הסכמי השקעה בפוליסות ביטוח חיים בארה"ב, המשווקים ונמכרים בישראל, מהווים "נייר ערך" בהתאם להגדרה המעוגנת בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ("חוק ניירות ערך").

פסק-הדין ניתן במסגרת עתירה מינהלית שהוגשה על-ידי חברה פרטית כנגד החלטת רשות ניירות ערך ("הרשות"), לפיה על החברה לחדול מלשווק את פעילותה, מאחר שהיא מתבצעת תוך הפרת הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך, הקובע כי הצעה או מכירה של "ניירות ערך" לציבור תיעשה על-פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו.

הרקע בתמצית:

✓ החברה עוסקת בפעילות של איתור וקיבוץ משקיעים פוטנציאליים לרכישת זכויות בפוליסות ביטוח חיים של מבוטחים בארה"ב המעוניינים למכור את זכויותיהם באותן פוליסות. במקרים בהם המבוטח אינו מעוניין עוד בפוליסה או בתשלום הפרמיה בגינה והיות שאי-עמידה בתשלומי הפרמיה עשויה להוביל לביטול הפוליסה, בעל הפוליסה עשוי לבחור למכור את זכויותיו בפוליסה לצדדים שלישיים, על מנת שהסכומים ששילם לאורך השנים לא ירדו לטמיון. באופן זה, מוכר הפוליסה נהנה מקבלת תמורה עבור הזכויות בפוליסה והשקעתו לאורך השנים, ורוכש הפוליסה, תמורת תשלום דמי רכישה למוכר הפוליסה והמשך תשלום הפרמיה לחברת הביטוח, נהנה מזכויות הפוליסה.

קביעות ביהמ"ש הכלכלי בתמצית:

הסכמי השקעה בפוליסות ביטוח חיים בארה"ב, המשווקים ונמכרים בישראל, מהווים "ניירות ערך" שהצעתם ומכירתם לציבור מחייבות פרסום תשקיף:

- **מהבחינה הלשונית** – הסכמי השקעה מהווים "תעודות המונפקות בסדרות", המקנות למשקיעים בהן זכות תביעה מהחברה.
- **מבחינת תכלית החקיקה** – החוק נועד להגן על האינטרסים הכלכליים של המשקיעים בהשקעות כלכליות פסיביות למטרת רווח.
- **תפקידה המרכזי של החברה בהשקעה:**
 - החברה אינה בגדר מתווך גרידא, היא יוזמת הפעילות ומתפעלת אותה באופן שוטף;
 - למשקיעים אין בעלות ישירה או זכויות כלשהן בפוליסות הביטוח, אלא קשר חוזי מול החברה בלבד.
- **קיומם של פערי מידע** – למשקיעים לא נמסר כל המידע הנחוץ לשם ביצוע השקעה מושכלת וישנם פערי מידע המחייבים הטלת חובות גילוי ופיקוח על פעילות החברה.
- **ההשקעה כרוכה בסיכונים משמעותיים עבור המשקיעים** – לרבות סיכונים הנובעים מפעילות ההשקעה עצמה, וכן סיכונים הנוגעים ליציבות הפיננסית של החברה ושל חברת הביטוח.
- **היעדר קיומה של רגולציה חלופית מספקת.**
- היעדר מאפיינים "קלאסיים" של ניירות ערך והיעדר קיומו של שוק משני אינם מונעים בהכרח את החלתם של דיני ניירות הערך.

¹ עת"מ 42487-11-17 א.ד.ר. כלכלה בטוחה בע"מ נ' רשות ניירות ערך (23 באפריל 2018).

- ✓ פעילות החברה הינה תיאום בין מוכרי פוליסות לבין משקיעים, ארגון ההשקעות וניהולן. החברה מאתרת פוליסות כדאיות שהונפקו על-ידי חברות ביטוח בארה"ב ומנהלת מו"מ עם בעל הפוליסה על דמי הרכישה. לאחר מכן החברה מאתרת משקיעים בישראל לרכישת הפוליסות, באמצעות אתר האינטרנט של החברה והעברת חומר שיווקי למשקיעים פוטנציאליים, הכולל נתונים אודות ההשקעה.
- ✓ ההתקשרות המשפטית עם חברת הביטוח מתבצעת על-ידי תאגיד ייעודי (LLC) הרוכש את הפוליסה מהמוכרים, כאשר לכל פוליסה מוקם תאגיד ייעודי נפרד בארה"ב. התאגיד הייעודי נכנס בנעלי מוכר הפוליסה והופך לישות בעלת הזכות לקבלת דמי הביטוח ולגורם החייב בתשלום הפרמיות, כך שלמשקיעים אין זכויות ישירות בפוליסה מול חברת הביטוח.
- ✓ המשקיעים מתקשרים עם החברה בהסכמי השקעה המסדירים את רכישת הזכויות בפוליסה ובהסכם נוסף המסדיר את העברת הכספים מהמשקיעים (דמי הרכישה והפרמיות) למוכר הפוליסה ולחברת הביטוח, באמצעות נאמן שמונה לשם כך.
- ✓ כל השקעה בפוליסה מחולקת ל-25 עד 125 יחידות שוות, כאשר רוב המשקיעים רכשו יחידה אחת בלבד.
- ✓ החברה התחייבה להשלים תשלומי פרמיה שלא ישולמו על-ידי משקיעים על מנת למנוע את אובדן הזכויות בפוליסה של כל קבוצת המשקיעים בפוליסה ובמקרה כזה לפעול גם לאיתור משקיע חלופי והעברת זכויות המשקיע המפר אליו או לחילופין לחברה ("מנגנון השלמה").

עמדת הרשות בהליך

- במסגרת כתב התגובה שהגישה הרשות בהליך,² טענה הרשות כי החברה מציעה לציבור בישראל להשקיע את כספיו בהשקעה פיננסית מסוכנת בניגוד לדין וללא כל פיקוח וכי הסכמי ההשקעה מהווים ניירות ערך וחל איסור על הצעתם ומכירתם לציבור ללא תשקיף. הרשות ציינה בתגובתה, בין היתר, את הנימוקים הבאים:
- ✓ החברה אמנם מציגה את פעילותה כפעילות תיווך בלבד אולם חוק ניירות ערך אינו מכיר בהבחנה זו ובמעמד של "מתווך" כמעניק פטור מתחולתו וקובע כי כל מי שמציע ניירות ערך כפוף לתחולתו.
- ✓ בכל מקרה, לעמדת הרשות, החברה אינה מתווכת כטענתה, אלא מציעה ומוכרת. החברה מארגנת את ההשקעה מתחילתה עד סופה, משווקת אותה, מבצעת בדיקות נאותות של הפוליסה ומתמחרת את שווייה, מתחייבת להקים גוף ייעודי שיירשם כבעלים של הפוליסה, היא בעלת הכוח המשפטי לגרום למימוש זכויותיהם וחובותיהם של המשקיעים וגובה תשלומים עבור שירותיה. לשיטת הרשות, אם החברה תיעלם, למשקיעים לא יהיה כל גורם ממנו יוכלו לתבוע את פירעון השקעתם.
- ✓ החברה מציעה את ההשקעה לציבור על בסיס הסכמי השקעה אחידים שהשוני היחיד ביניהם הוא בהיקף ההשקעה.

² כתב התגובה שהוגש מטעם רשות ניירות ערך בהליך זמין באתר הרשות בקישור הבא:

http://www.isa.gov.il/%d7%92%d7%95%d7%a4%d7%99%d7%9d%20%d7%9e%d7%a4%d7%95%d7%a7%d7%97%d7%99%d7%9d/Corporations/Staf_Positions/Emdot/emdot/Documents/isa_response-ADR.pdf

- ✓ על-פי ההגדרות בחוק ניירות ערך, החברה מציעה לציבור "ניירות ערך" – הסכמי ההשקעה עונים על דרישת ה"תעודות". כמו כן, לעמדת הרשות, כל הסכמי ההשקעה הנוגעים לזכויות הנובעות מפוליסה אחת צריכים להיחשב כסדרה אחת, אין הכרח שתתקיים זהות בין ההסכמים, די בדמיון ביניהם כמו גם מטרת ההשקעה שלשמה נועדו, ולעניין זה יש למנות את המשקיעים בכל הסדרות במצטבר. לעניין היסוד של "מקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם", לעמדת הרשות, הסכמי ההשקעה מקנים למשקיעים זכות תביעה מהחברה לקיום התחייבויותיה ודי בקיומה של זכות תביעה גם בהיעדר זכות השתתפות או חברות, שכן לעמדת הרשות תנאים אלו הינם חלופיים.
- ✓ ההשקעה שמציעה החברה מהווה נייר ערך גם מבחינת המהות הכלכלית – המשקיע מעביר כספים לחברה ובתמורה מקבל זכות לתקבולים בהתקיים תנאי מסוים. המשקיע אינו רוכש במישרין חלק בפוליסת הביטוח ואין לו מעמד עצמאי מול חברת הביטוח, אלא זכות תביעה מול החברה, קרי כל הזכויות הנובעות מהשקעתו הן זכויות חוזיות מול החברה.
- ✓ התכלית שבבסיס דיני ניירות הערך מחייבת להחיל על פעילות החברה את דיני ניירות הערך – מהות הסכמי ההשקעה שמציעה החברה היא השקעה פסיבית בציפייה להשאת רווחי המשקיעים בגין ההשקעה. הן בשלב הקמת המיזם והן במהלך תקופת חייה השקעה החברה נדרשת לבצע פעולות המצויות בסמכותה הבלעדית, שהצלחת ההשקעה תלויה בהן.
- ✓ המשקיעים חשופים לשלל סיכונים, ובהם סיכונים גלומים בהשקעה עצמה ובפעילות ניהול ההשקעה על-ידי החברה וכן סיכונים הנוגעים ליציבותה הפיננסית של החברה ויציבותם של המשקיעים האחרים בקבוצה.
- ✓ לאור הסיכונים הגלומים בהשקעה מתחדד הצורך בגילוי מלוא המידע הרלוונטי למשקיעים על מנת לקבל החלטת השקעה מושכלת, ביחס לפוליסת הביטוח, המבוטח ומצבו הבריאותי, בדיקות שבוצעו ביחס לפוליסה ותוקפה, אופן קביעת מחיר רכישת הפוליסה, מצבה הפיננסי של החברה, בעליה ומנהליה, יציבות חברות הביטוח שהוציאו את הפוליסות, האופן בו נקבע מחיר רכישת הפוליסה על-ידי החברה ועוד.
- ✓ על אף שקיומו של שוק משני מהווה הצדקה להחלתם של דיני ניירות ערך, זהו אינו השיקול הבלעדי והגבלת הסחירות בהסכמי ההשקעה והיעדרו של שוק משני אינם שוללים את הגדרתם כניירות ערך.
- ✓ פעילות מסוג פעילותה של החברה כפופה לדיני ניירות הערך בארה"ב – הן רשות ניירות ערך האמריקאית והן בתי המשפט בארה"ב שדנו בסוגיה הכירו בפעילות מסוג זה כהצעה של ניירות ערך.

הכרעת ביהמ"ש

- ✓ **ביקורת שיפוטית על החלטות הרשות בקשר לפרשנות החוק** – ביהמ"ש קבע כי נקיטת עמדה פרשנית של רשות מנהלית בנוגע לדבר חקיקה אינה מחייבת את בית המשפט וכי יש לבחון את החלטת הרשות בכל הנוגע לפרשנות חוק ניירות ערך לגופה. ככל שיימצא שפרשנות הרשות היא הנכונה, ביהמ"ש יבחן האם דרך פעולתה עומדת בגדר מתחם הסבירות.
- ✓ **מעמדם של הסכמי ההשקעה כ"ניירות ערך"** – ביהמ"ש קבע כי הסכמי ההשקעה בפוליסות ביטוח חיים בארה"ב המשווקים ונמכרים על-ידי החברה בישראל מהווים "ניירות ערך", שהצעתם ומכירתם לציבור מחייבות פרסום תשקיף, וזאת הן מהבחינה הלשונית והן מבחינת תכלית החקיקה:

• ביהמ"ש ניתח את רכיבי הגדרת המונח "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק 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...") וקבע כי **הסכמי ההשקעה מהווים תעודות וכי הם מונפקים בסדרות, כאשר לעניין זה כל היחידות של אותה פוליסה מהוות סדרה אחת**. בכל הנוגע לרכיב בהגדרה של "זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם" ביהמ"ש קבע כי בהתאם להסכמי ההשקעה החברה נטלה על עצמה התחייבויות שמטרתן לאפשר את מנגנון ההשקעה בפוליסות ביטוחי החיים בארה"ב וכי **התחייבויות אלו מקנות למשקיעים זכות תביעה כלפי החברה לקיומן** (ובכלל זה מנגנון ההשלמה).

• ביהמ"ש ציין כי הגדרת "ניירות ערך" הינה אמנם רחבה ועשויה לכלול מקרים ומצבים רבים המקיימים את ההגדרה הלשונית (כגון כרטיסיית אוטובוס, כרטיס מנוי לתזמורת, כרטיס מועדון לקוחות ותלושי קניות), ואולם ברי כי **דיני ניירות ערך לא נועדו לחול על כל השקעה או עסקה הנכנסת תחת ההגדרה הלשונית, אלא רק באותם מקרים בהם ראוי, נדרש ומתאים להחיל את החובות והכללים של הגילוי והפיקוח המוטלים מכוח חוק ניירות ערך**. לפיכך, לאור מסקנת ביהמ"ש כי הסכמי ההשקעה במקרה דנן נכנסים תחת ההגדרה הלשונית של "ניירות ערך", נקבע כי יש לבחון האם תכלית חוק ניירות ערך תואמת תוצאה זו. תכלית החוק הרלוונטית בעניין הנדון הינה גישור על פערי הכוחות שבין הגורם המנפיק את נייר הערך לבין ציבור המשקיעים, שבמקרים רבים אינם בעלי מיומנות בתחום ההשקעה. פערי הכוחות נובעים במידה רבה מפערי המידע בין הצדדים, כאשר הגישור על פערי המידע האמורים מושג באמצעות חובות גילוי קוגנטיות. מטרת עיקרון הגילוי הנאות הינה לאפשר למשקיעים להיחשף לכל המידע הרלוונטי לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת וללא פערי מידע.

• תכלית חוק ניירות ערך הרלוונטית למקרה הנדון הינה, בעיקרה, הגנה על האינטרסים הכלכליים של המשקיעים בהשקעות כלכליות פסיביות למטרת רווח, וכי **במסגרת הבחינה האם השקעות אלה מהוות ניירות ערך ניתן לשקול שיקולים שונים, בהתאם לנסיבות**, ובכלל זה: פערי המידע בין הצדדים והאם עומד בפני המשקיעים כלל המידע הרלוונטי הנדרש לקבלת החלטת השקעה מושכלת; מידת המעורבות בפעילות ההשקעה של הגוף המציע, המרכז או המנהל את פעילות ההשקעה והשפעתו על הפקת רווחי המשקיעים; קיומה של רגולציה מקיפה חלופית; עבירות הזכויות בהשקעה וקיומו של שוק משני; האם תהא אפקטיביות בהטלת חובות גילוי ופיקוח לפי דיני ניירות ערך.

✓ **תפקידה של החברה בהשקעה** – ביהמ"ש קבע כי יש להחיל את דיני ניירות הערך על פעילותה של החברה, וזאת לאור תפקידה המרכזי של החברה בהשקעה הנדונה, ובכלל זה:

• החברה משווקת ומוכרת מכשיר השקעה פיננסי פסיבי, שמטרתו השגת תשואה עבור המשקיעים, ואשר מעמיד את כספי המשקיעים בפני סיכונים ואי ודאות. סיכונים אלו מתעצמים עקב משך הזמן הארוך עד להחזר ההשקעה (תשלום דמי הביטוח) ו"ריחוק פעילות ההשקעה" (חברת ביטוח זרה). לאור אופי פעילות ההשקעה, שהינה השקעה כלכלית פסיבית שמטרתה השאת תשואה, לאור פערי המידע ופערי הכוחות בין הצדדים, המתבטאים, בין היתר, בקיומם של משקיעים רבים והיעדר יכולת לנהל משא ומתן, וכן הסיכונים אליהם חשופים המשקיעים ובהיעדר פיקוח רגולטורי חלופי מספק, נקבע כי מוצדק וראוי להחיל את דיני ניירות הערך על פעילות החברה.

- לעמדת ביהמ"ש, תפקיד החברה אינו תיווך גרידא או טכני בלבד. החברה היא יוזמת פעילות ההשקעה, מאתרת את הפוליסות הכדאיות להשקעה ומנהלת משא ומתן מול מוכרי הפוליסות וכן את ההתקשרות עם חברת הביטוח, כאשר כל אלה ממוקמים בארה"ב.

- למשקיעים בפוליסות הביטוח אין בעלות ישירה או זכויות כלשהן בפוליסות הביטוח ואף לא מעמד עצמאי מול חברת הביטוח, שכן התאגידים הייעודיים הם הרוכשים את הפוליסה והם הזכאים לקבל את דמי הביטוח מחברת הביטוח. למשקיעים אין כל קשר חוזי עם התאגידים הייעודיים או זכות בהם, אלא קשר חוזי עם החברה בלבד, ולכן גם מימוש זכויותיהם לקבלת דמי הביטוח תלויה בחברה. המשקיעים אינם בעלי המידע, המשאבים או היכולת הנדרשים לתפעל את התיאום בינם לבין עצמם ולחברה תפקיד מרכזי בתפעול מנגנון ההשקעה בהיבט העברת הכספים. הצורך בתיאום ותפעול מתגבר על רקע השנים הרבות שעשויות לחלוף עד ל"החזר ההשקעה" ולאור העובדה שהפעילות ממוקמת בארה"ב. בנוסף, מנגנון השלמה לו התחייבה החברה מחייב איתנות פיננסית מצידה והוא חשוב למניעת אובדן ההשקעה מצד כלל המשקיעים בפוליסה. לאור האמור, נקבע כי ההשקעה בהסכמי ההשקעה היא פסיבית ולחברה תפקיד משמעותי בניהולה, וכי המשקיעים יתקשו לתפעל ולממש את ההשקעה בכוחות עצמם. מאפיינים אלו מטים את הכף, לשיטתו של ביהמ"ש, לסיווג הסכמי ההשקעה כנייר ערך.

✓ **נסיבות נוספות המצדיקות את החלת דיני ניירות הערך על הסכמי ההשקעה** – ביהמ"ש הדגיש כי גם אם הייתה מתקבלת טענת החברה לפיה תפקידה בהשקעה אינו קריטי, ישנם שיקולים נוספים המעידים כי מדובר בנייר ערך, ובהם:

- **קיומם של פערי המידע המחייבים הטלת חובות גילוי ופיקוח** – לטענת הרשות, לא נמסר למשקיעים כל המידע הנחוץ ויש צורך במסירת מידע לפי חוק ניירות ערך והטלת החובות והאחריות המוטלות מכוחו, לרבות מידע על פוליסות הביטוח, המבוטח ומצבו הבריאותי, סטטיסטיקות רלוונטיות, מידע על מצבה הפיננסי של החברה ויתר המשקיעים, מידע אודות הבעלים ומנהלי החברה, פרטים נוספים ביחס למחיר הרכישה של הפוליסה, כיצד נקבע וכיוצ"ב. ביהמ"ש לא הכריע מהם פרטי המידע הדורשים גילוי במקרה דנן, אולם סבר כי פרטי המידע הדורשים גילוי לטענת הרשות תומכים בטענה כי קיימים פערי מידע משמעותיים בין החברה לבין המשקיעים.

- **פעילות ההשקעה כרוכה בסיכונים משמעותיים עבור המשקיעים** – בין היתר, סיכון היציבות הפיננסית של החברה רלוונטי ביחס למנגנון השלמה ועלול לשבש גם את פעילות התיאום והניהול על-ידי החברה.

- **סיכונים כלליים נוספים הנובעים מפעילות ההשקעה** – כגון הסיכון שחברת הביטוח לא תשלם או תתעכב בתשלום דמי הביטוח במועד פטירת המבוטח בפוליסה, בפרט היות שחברת הביטוח היא זרה ונוכח היעדר התקשרות ישירה בין חברת הביטוח לבין המשקיעים הישראלים.

- **סיכון הנוגע להערכת תוחלת החיים של המבוטחים** – תשואת המשקיעים נובעת באופן ישיר מתוחלת החיים של המבוטח. החברה מציגה למשקיעים הערכת תוחלת החיים של המבוטח בפוליסה הרלוונטית, שנערכה עבורה על-ידי צד שלישי. המשקיעים ניצבים בפני סיכון של אי עמידה בהערכת תוחלת החיים שהוצגה להם, ולכן גם עולה הצורך בעדכון שוטף של הערכה זו.

• **היעדר רגולציה חלופית מספקת** – לעמדת ביהמ"ש, זהו שיקול נוסף התומך בהחלת דיני ניירות ערך. החברה טענה כי הגורם המבצע את עסקת המכירה הינו גוף בעל רישיון בארה"ב לפקח ולבצע עסקאות רכישת פוליסות ביטוח חיים, העורך בדיקת נאותות לעסקה, מאשר ומבצע אותה. עם זאת, ביהמ"ש קבע כי לא ניתן לראות בגוף זה, שעיקר עניינו בעסקי הביטוח ותפקידו מתמקד באסדרת היחסים בין מוכר הפוליסה לרוכש הפוליסה, כגורם המספק הגנה נאותה על משקיעים פיננסיים ישראלים בפוליסות הביטוח, שאינם צד לרכישת הפוליסה, ולבטח לא כתחליף להגנות הניתנות מכוח חוק ניירות ערך, שמטרתן להבטיח גילוי מלא למשקיעים בישראל.

נוכח פערי המידע המשמעותיים והסיכונים הלא מבוטלים הגלומים בהשקעה, כמפורט לעיל, ביהמ"ש קבע כי ישנה הצדקה להחלת דיני ניירות הערך על הסכמי ההשקעה וכי הטלת חובת גילוי על פעילות החברה תוביל לצמצום פערי המידע מול המשקיעים. ביהמ"ש הדגיש כי החלת דיני ניירות הערך על החברה תטיל עליה גם חובות דיווח שוטף שיאפשרו למשקיעים מידע שוטף ועקבי בנוגע להשקעתם.

✓ **טענות נוספות של החברה שנדחו על-ידי ביהמ"ש** – במסגרת נימוקיו ביהמ"ש דחה גם את טענותיה הנוספות של החברה, ובכלל זה:

• **ההשקעה הינה השקעה פיננסית שאינה ב"עסקו של אחר"** – לטענת החברה, לא כל השקעה פסיבית מחייבת את החלת דיני ניירות ערך, בפרט במקרים בהם לא עולים החששות והסיכונים האופייניים לניירות ערך, כגון במקרים בהם לזים אין דרך ישירה להפיק טובות הנאה מהסכום שהושקע או להשפיע על תשואת המשקיע. בעניין זה ביהמ"ש קבע כי ההצדקות האחרות להחלת דיני ניירות הערך עשויות להיות רלוונטיות גם להשקעות פסיביות שאינן ב"עסקו של אחר", כגון הצורך למנוע פערי מידע ולאפשר למשקיעים פסיביים לקבל החלטות השקעה מושכלות וכן הצורך בפיקוח רשות ניירות ערך. נסיבות המקרה דנו, ובהן הצורך באיזון פערי הכוחות ומניעת פערי מידע בין הצדדים, הצורך ליידע את המשקיעים בקשר לכלל הסיכונים ואי-הודאות הכרוכים בהשקעה (ופיקוח על גילוי זה), משך תקופת ההשקעה הארוך, היותה של ההשקעה בארה"ב, ריבוי המשקיעים ויתר השיקולים שפורטו לעיל, מצדיקים, לעמדת ביהמ"ש, את החלת דיני ניירות ערך על פעילות החברה, על אף שלא מדובר בהשקעה "קלאסית" בעסקו של אחר.

• **היעדר מאפיינים "קלאסיים" של ניירות ערך** – ביהמ"ש קבע כי גם העובדה שמאפיינים מוכרים של ניירות ערך "קלאסיים" לא מתקיימים בפעילות החברה (כגון הזכות לדיבידנד, זכות במקרה של פירוק, זכות הצבעה, הגבלת סחירות) אינה מהווה הצדקה לאי החלת דיני ניירות ערך במקרה הנדון.

• **העברת הכספים מתבצעת באמצעות הנאמן ושלא דרך קופת החברה** – החברה טענה כי היא אינה מחזיקה בכספי המשקיעים (דמי הרכישה והפרמיה) ואלו מועברים מהמשקיעים לחשבון הנאמנות של הנאמן בישראל ומשם לחברת הביטוח. לטענת החברה, העברת כספי המשקיעים שלא דרך קופת החברה מפחיתה חלק מהסיכונים הנובעים מהסכס ההשקעה (בעיקר אלו הנוגעים להבטחת הגעת הכספים ליעדם וקיומה של הונאה). ביהמ"ש קבע כי אין בעובדה זו כדי לייתר את הצורך בהחלת דיני ניירות הערך, שמטרתם רחבה יותר מהבטחת העברת הכספים, וכי מנגנון העברת הכספים כאמור אינו מגשר על פערי המידע הקיימים בין הצדדים. בנוסף, הודגש כי הנאמן בישראל אינו חלק ממנגנון העברת דמי הביטוח מחברת הביטוח למשקיעים וכי התאגיד הייעודי שמופעל על-ידי החברה הוא בעל הזכויות הישירות בפוליסת הביטוח מול חברת הביטוח והמשקיעים אינם מתקשרים עמו בהסכם, כך שגם לעניין זה קיומו של הנאמן בישראל הינו חסר נפקות.

- **היעדר שוק משני להשקעות בפוליסות** – החברה טענה כי המשקיעים לא רשאים לסחור בהשקעתם אלא על-ידי החברה עצמה ולפיכך לא קיים שוק משני למסחר בהסכמי ההשקעה. ביהמ"ש הכלכלי ציין כי אמנם ביהמ"ש העליון קבע שסיכוי גבוה להיווצרותו של שוק משני יטה את הכף לעבר הגדרת מכשיר השקעה כ"נייר ערך"³, ואולם השיקולים שנמנו לעיל מצדיקים את הגדרת הסכמי ההשקעה במקרה דנן כ"ניירות ערך" על אף היעדר קיומו של שוק משני להשקעות בפוליסות הביטוח.

* * *

הסקירה לעיל הינה בבחינת תמצית. המידע הכלול בה נמסר למטרות אינפורמטיביות בלבד ואין במידע כדי להוות ייעוץ משפטי. לקבלת פרטים נוספים, אנא פנו לעו"ד נחמה ברין, ראש מחלקת חברות ושוק הון, בדוא"ל: Nechama.Brin@goldfarb.com ו/או בטלפון: 03-6089802, או לעו"ד הדר ציקינובסקי שהרבני, בדוא"ל Hadar.Sharabani@goldfarb.com ו/או בטלפון: 03-6089816, או לעורכי-הדין האחראים על הטיפול בעניינכם במשרדנו.

³ לעניין זה ביהמ"ש הכלכלי הפנה לעע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיזוש מבנים בע"מ (ניתן ביום 12 באוקטובר 2015).