

אגב פסיקה

זיהוי אופציות בעסקאות-מקרקעין – הצורך במעו"ף

(ע"א 133/89 החברה לפיתוח חוף התכלת (הל-אביב-הרצליה) בע"מ נ' מנהל מס שבח מקרקעין, מיסים ח-1 (1994) ה-62)

מאת

ישי בר*

מאמר זה עוסק בזיהוי עסקת-האופציה בעסקאות-מקרקעין מודכבות, הכוללות בתוכן בין השאר, מכירה וקנייה של אופציות "מוסות" על נכסי המקרקעין, נשוא העסקאות. עסקאות אלו מעוררות כמה קשיים: בראש-דבר, אשונה – כפי שנוכח במאמר זה – יש צורך לאתר ולזהות את עסקת-האופציה הסמויה. במאמר אחר, שהתפרסם בחוברת הקודמת של משפטים, עסקנו בקושי האחר: אופן המיסוי של אופציות על נכסי מקרקעין.

טענתנו בדבר הצורך לאתר כהלכה את עסקת-האופציה תודגם אגב דיון בפסק-הדין בעניין החברה לפיתוח חוף התכלת בע"מ. עסקת חוף התכלת נחזית כעסקת מכר מקרקעין "רגילה", שבה המוכר התחייב כלפי המשקיעים לאחת משתי חלופות ביצוע חזיות: למכור את המקרקעין נשוא ההסכם במחיר מוסכם או (אם יחליט שלא למכור את המקרקעין) להחזיר את ה"פיקדון" שקיבל בתוספת ריבית מוסכמת. בית-המשפט העליון שלל את קיומה של עסקת-אופציה בעסקה הנדונה וקבע, כי מיסוי העסקה ייעשה על-פי מהותה, שהיא "חווה-חלופין".

דיוננו יוכיח כי לצורכי מיסוי, גם "חווה-חלופין" ניתן וצריך לפרק לגורמיו וכי עסקת חוף התכלת כוללת בתוכה עסקת-אופציה. הצדדים לעסקה ביצעו שתי עסקאות במקביל: עסקת-בסיס ולצדה עסקת-אופציה. אם עסקת-הבסיס היא הלוואה, הרי שהמלווים (המשקיעים) כתבו ללווה אופציית מכירה על

* מרצה בכיר בפקולטה למשפטים, האוניברסיטה העברית בירושלים. מתקן זה נתמך על-ידי הקרן הלאומית למדע, בניהול האקדמיה הלאומית הישראלית למדעים. תודתי נתונה לשמואל בורנשטיין, לאהוד ברזילי, לזוהר גושן, לאיל זמיר, לאיריס מאירי-שניר, ליחזקאל פלומין ולחברי מערכת משפטים על הערותיהם המועילות לטיוטה קודמת של המאמר.

נכס־מקרקעין. אם עסקת־הבסיס היא מכר־מקרקעין, הרי שהרוכשים (המשקיעים) כתבו למוכרת, בעלת־המקרקעין, אופציית רכישה על נכס־המקרקעין. בהתעלם ממרכיבי סיכון ומעלויות העסקה נראה, כי שתי החלופות זהות מבחינה פיננסית, בעולם ללא מס.

הביקורת המוצעת על פסק־הדין איננה מוגבלת לסיווג המוטעה של העסקה, שכן – כך נטען – ההתעלמות מעסקת־האופציה, על שתי חלופותיה, גורמת עיוותי מס. עיוות המס יסודו בכך שלעסקה נהוגה – שמכלול הסיכויים והסיכונים של הצדדים לה נתון – יש, על־פי הדין הנהוג, תוצאות מס שונות הנקבעות על־פי צורתה הפורמלית של החלופה הנבחרת.

א. מבוא. ב. פסק הדין. 1. העובדות; 2. פסיקת בית־המשפט העליון; 3. האומנם זכות הבחירה איננה אופציה?; ג. ניתוח כלכלי של העסקה. 1. מבוא; 2. ניתוח העסקה על־פי החלופות השונות; 3. הזהות הכלכלית של שתי החלופות; ד. עיוותי המס על־פי הדין הנהוג. ה. סיכום.

א. מבוא

שוק־ההון בישראל השתכלל במידה רבה עם התפתחות המסחר בשוק המעו"ף בבורסה לניירות־ערך בתל־אביב¹. במקביל להתפתחות שוק המכשירים הפיננסיים הלכו והתפתחו, בישראל ובעולם, עסקאות מורכבות הנחזות כעסקאות "רגילות", למשל: מכר, אשר אחד מרכיביהן הוא עסקת־אופציה "מוסווית" הלווית לעסקת־בסיס². מיסוי נכון של עסקאות אלו מחייב התייחסות הולמת למרכיבי העסקה השונים.

מאמר זה יעסוק בזיהוי רכיב עסקת האופציה בעסקאות־מקרקעין מורכבות, הכוללות בתוכן בין השאר, מכירה וקנייה של אופציות על נכסי המקרקעין, נשוא העסקאות. עסקאות אלו מעוררות קושי כפול: הצורך לאתר את עסקת האופציה, ואופן מיסוי העסקה על כל מרכיביה. הקושי במיסוי העסקה על כל מרכיביה יסודו בצורך בבחינה כוללת של האסטרטגיה העסקית שנבחרה על־ידי המשקיע³, אך

- 1 המסחר באופציות על מדד המעו"ף (מכשירים עתידיים ופיננסיים), המבוסס על 25 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר, החל בבורסה בתל־אביב בחודש אוגוסט 1993.
- 2 במונח "עסקת־בסיס" כוונתנו לעסקה בנכס־הבסיס, נשוא האופציה. למשל: בכתיבת אופציה לרכישת או למכירת נכס מקרקעין מסוים, נכס־הבסיס, נשוא האופציה, הוא נכס־הנדל"ן. עסקת־הבסיס בדוגמא זו היא מכירת הנדל"ן או קנייתו. במונח "אופציה מוסווית" כוונתנו לאופציה, שקיומה אינו עולה בבירור מקריאת ההסכם שנערך בין הצדדים לעסקה ה"רגילה".
- 3 בחירת המשקיע באסטרטגיה מסוימת נקבעת בין השאר, בהתאם לציפיותיו בדבר מגמת מחיר

לעתים דווקא איתור האופציה הסמויה בעסקה המורכבת קשה לא פחות משאלת אופן מיסויה⁴.

טענתנו בדבר הצורך לאתר כהלכה את עסקת האופציה תודגם אגב דיון בפסק-הדין בעניין החברה לפיתוח חוף התכלת בע"מ⁵. באותו עניין נדון מיסויה של עסקת-מכר מורכבת שכללה – כך נטען – עסקת-אופציה סמויה. בית-המשפט העליון, שדן בערעור על פסק-דינה של ועדת-הערר לפי חוק מס שבח מקרקעין, שלל את קיומה של עסקת-אופציה וקבע כי ההסכם בין הצדדים "התגבש לכלל הסכם מחייב למכירת מקרקעין וככזה הרי הוא בא בגדר "מכירה" כהגדרתה בחוק מס שבח"⁶. לטענתנו, קביעה זו נכונה באופן חלקי בלבד. אמנם, יש בעסקה הנדונה "מכירה" לצורך חוק מס שבח, אך שלילת קיומה של עסקת-אופציה עצמאית, אינה הולמת את הניתוח הכלכלי של העסקה.

ניתוח כלכלי של עסקה לצורכי מס, כמו גם ניתוח העסקה נשוא פסק-הדין, מחייב בחינת מכלול הסיכויים והסיכונים שהצדדים לה נטלו על עצמם בכל נקודת-זמן, החל מרגע החתימה – יהיה כינוי העסקה אשר יהיה. על-פי אמת-מידה זו, בחינת העסקה הנדונה תלמד על קיומה של עסקת-מקרקעין מורכבת, שאחד ממרכיביה הוא מכר או הלוואה ולצדה מרכיב של עסקת-אופציה על נכסי מקרקעין. מבחינה כלכלית, עסקת-האופציה עומדת בזכות עצמה למרות היותה קשורה ל"עסקת-הבסיס"⁷, שאליה היא נלווית (עסקת-מכר או עסקת-הלוואה⁸). על-פי הנטען, התעלמות בית-המשפט מעסקת-האופציה בעניין חוף התכלת עולה לכאורה בקנה אחד עם הדין הנוהג, אך מבחינה נורמטיבית הפסדה בצדה: מיסוי שגוי ועיוותי מס.

חלקו הראשון של המאמר יעסוק בסקירת פסק-הדין בעניין חוף התכלת. חלקו השני של המאמר ייוחד לניתוחו הביקורתי של פסק-הדין, תוך הבלטת קיומה של עסקת-אופציה עצמאית באותה עסקה⁹.

של נכס-הבסיס, נשוא האופציה, ותגודתיותו של מחיר זה. בחירת אסטרטגיה מושפעת לעתים מרצונו של המשקיע לנטרל סיכונים ומיכולתו להפיק רווחי ארביטראז'.

4 כך, למשל, כותבים Myers ו-Brealey:

"Often the trickiest part of the problem is to identify the option". R.A. Brealey & S.C. Myers *Principles of Corporate Finance* (3rd ed., 1988) 478.

5 ע"א 133/89 החברה לפיתוח חוף התכלת (תל-אביב-הרצליה) בע"מ נ' מנהל מס שבח מקרקעין, מיסים ח-1 (1994) ה-62.

6 שם, בעמ' ה-79.

7 להגדרת המונח "עסקת בסיס" ראו לעיל הערה 2.

8 ראו דיונונו להלן ליד הערות 30-42.

9 במאמר אחר, שהתפרסם בחוברת הקודמת של משפטים, עסקנו בדין הנוהג וברדין הרצוי בדבר

ב. פסק הדין

1. העובדות

בין בעלת-הקרקע (המערערת), שבבעלותה היו נכסי-מקרקעין שונים, לבין שני אחים, תושכי ארצות-הברית, שהשקיעו ברכישת נכסי-מקרקעין בישראל (ה"משקיעים"), נחתם הסכם. בהסכם קבעו הצדדים בין השאר, כי המשקיעים יעבירו לבעלת-הקרקע סך של \$400,000 כ"פיקדון" עבור רכישת קרקעות שבבעלותה. בעלת-הקרקע התחייבה להודיע למשקיעים, תוך 90 יום ממועד ההפקדה, על בחירתה לפעול על-פי אחת משתי החלופות הבאות: (א) לראות בפיקדון הלוואה, ולהחזיר למשקיעים את סכומה על-פי התנאים שנקבעו בהסכם¹⁰; או (ב) לראות בסכום הפיקדון השלום עבור קרקעות שתמכור למשקיעים. לאחר החתימה על ההסכם העבירו המשקיעים לידי בעלת-הקרקע חלק מסכום הפיקדון המוסכם¹¹. בעלת-הקרקע בחרה להתייחס לפיקדון כהלוואה והיא פנתה למפקח על מטבע-חוץ בבנק ישראל וביקשה – כנדרש על-פי החוק – את אישורו לקבלת הלוואה ולפרעונה בעתיד על-פי התנאים שנקבעו בהסכם. המפקח סירב להעניק את האישור המבוקש ומנע מבעלת-הקרקע את האפשרות לפעול על-פי החלופה הראשונה (ההלוואה). על-אף סירובו של המפקח על מטבע-חוץ לאשר את הלוואה, לא הודיעה בעלת-הקרקע למשקיעים (לא בתוך 90 יום, כמוסכם, וגם לא בכל מועד אחר) על כוונתה להשתמש בכספים על חשבון מכר הקרקעות (החלופה השנייה).

מנהל מס שבח מקרקעין חייב את הצדדים להסכם בתשלום מס-שבח ומס-רכישה בגין מכירת המקרקעין, נשוא ההסכם. רשויות-המס סיווגו את העסקה כעסקת מכר-מקרקעין, "שבמסגרתה ניתנה למערערת האופציה להודיע שהכסף יוחזר כהלוואה. משמועד מימוש האופציה חלף ועבר לו והודעה לא ניתנה, נותר המכר על כנו..."¹². בעלת-הקרקע טענה בערעור, כי אין לחייבה במס-שבח מקרקעין

מיסוי אופציות על נכסי-מקרקעין. ראו י' בר "מיסוי אופציות בעסקאות-מקרקעין" משפטים כו (תשנ"ה) 15.

10 על-פי סעיף 7(א) להסכם, הפיקדון יוחזר תוך שנתיים מיום הפקדתו, בתוספת ריבית בשיעור משתנה על-פי נוסחה מוסכמת.

11 מרבית הכספים הועברו לאחר מועד ההפקדה שנקבע בהסכם, והסכום הכולל שהופקד היה בסך \$320,000 בלבד (ולא \$400,000 על-פי המוסכם). זאת ועוד; חלק מן הסכום, בשיעור של \$80,000, קוזז על-ידי בעלת-הקרקע תמורת חוב שהמשקיעים חבו לה בגין עסקה אחרת.

12 לעיל הערה 5, בעמ' ה-65.

בגין העסקה. לטענתה, אין להסכם תוקף (אם בכלל נכרת הסכם-מכר בין הצדדים) בשל היעדר מסוימות וגמירת-דעת¹³. לא זו אף זו: גם אם יינתן תוקף להסכם, הרי שלטענת בעלת-הקרקע, מדובר בהסכם מוגבל המקנה לה "אופציה" למכור את הקרקעות נשוא ההסכם למשקיעים. בשל אי-מימוש האופציה על-ידה, לא נכרת בין הצדדים הסכם למכירת מקרקעין. ועדת-הערר קבעה, כי הוראות ההסכם קובעות מנגנוני-השלמה, ועל-כן השתכלל ההסכם לכדי חוזה תקף. על-פי פסיקתה, ההסכם העניק למשקיעים "...זכות לקבל זכות במקרקעין. עיסקה כזו כלולה בהגדרת "מכירה" בחוק מס שבח מקרקעין..."¹⁴.

2. פסיקת בית-המשפט העליון

בית-המשפט העליון, מפי כבוד השופט דב לוי, קבע כי החבות במס-שבח מקרקעין בעסקה הנדונה תיבחן על-פי תוקפה בדיני-החוזים: אם ההסכם הוא "חוזה למכר מקרקעין", על-פי דיני החוזים, יש למסותו¹⁵. לצורך ליבון שאלה זו – וכדי לבחון את תוצאותיה המיסיות – ניתח בית-המשפט את מהותה הכלכלית של העסקה הנדונה. לשיטתו, העסקה היא עסקת-מכר ואין היא עסקת-אופציה:

ההסכם שלפנינו מעניק, כלשונו, "אופציה" למעוררת [בעלת הקרקע] להתייחס לכספים שהופקדו בידיה כהלוואה שתוחזר בתנאים מסויימים או כתשלום על חשבון עיסקת מקרקעין. אולם, אליבא דאמת המשפטית אין כאן אופציה שבאה בגדר "חוזה אופציה", במובנו המשפטי המדויק והנכון של מונח זה. אמנם כן, בחוזים רבים מוענקת לאחד הצדדים הזכות לבחור בין אלטרנטיבות, ובמובן זה נוטים לראות צד זה לחוזה כבעליה של אופציה. אלא שאין בכך בלבד כדי לאפיין חוזים אלה כ"חוזי אופציה" במובנם המשפטי

13 על-פי טענת בעלת-הקרקע, ההסכם אינו מזהה את הנכס הנמכר ואינו קובע את מועד מסירתו, ועל-כן בהיעדר גמירת-דעת ומסוימות אין לומר שהשתכלל חוזה בין הצדדים. ראו שם, בעמ' ה-65.

14 שם, בעמ' ה-66.

15 "...יש להתבונן בהסכם שלפנינו מבעד למשקפי הדין הכללי ואם, בסופו של דבר, נגיע לכלל המסקנה כי מדובר בחוזה למכר מקרקעין, שהוא תקף ומחייב על פי העקרונות החוזיים הכלליים, כי אז מסקנה זו כוחה יהיה יפה גם לצורך החלת חוק מס שבח מקרקעין ומיסוי העסקה בהתאם" (שם, בעמ' ה-67).

בית-המשפט (שם, בעמ' ה-66), הפנה לע"א 489/89 שרון נ' מנהל מס שבח מקרקעין, פד"א כ 207, 209, וחזר וקבע כי יש לשאוף להרמוניה בין התוקים השונים ואין זה רצוי שתחזה ייחשב כשלם מההיבט החוזי, דאילו לצורך מס שבת מקרקעין נראה בו חוזה בלתי-שלם ובלתי-מחייב.

המוכר, שהרי אפשר שמתן זכות הבחירה בין האלטרנטיבות השונות יגלם, למעשה, חוזה אשר מוכר, על פי המינוחים המשפטיים המקובלים, כ"חוזה חלופין". אבחנה דקה אך חשובה זו, בין מצבים משפטיים דומים אך עם זאת שונים בטיבם ומשמעותם, ראויה להבהרה.

בבסיס "חוזה האופציה" מונחת יכולת בחירה שהיא דו-כיוונית – הבחירה בין התקשרות לבין אי התקשרות בעיסקה העיקרית נשוא האופציה. למעשה, חוזה האופציה, או סעיף האופציה שבחוזה, הוא מעין חוזה משני הנספח לחוזה גוסף ועיקרי, אשר משתכלל אם, ורק אם, האופציה ממומשת. בעל האופציה יכול לבחור שלא לממש אותה, ובמקרה זה לא נכרתת בין הצדדים העיסקה העיקרית... ביסוד חוזה האופציה עומדת, איפוא, היכולת הניתנת לאחד המתקשרים לבחור אם להתקשר בעיסקה העיקרית אם לאו. ניתן לומר כי למעשה, זוהי בחירה בין קיום לבין אי קיום (Performing and not performing), של התחייבות חוזית, שהרי אם תמומש האופציה ישתכלל גם החוזה העיקרי ועל בעל האופציה תוטל החובה לקיים את חיוביו על פיו. מאידך גיסא, אם בעל האופציה יבחר שלא לממשה לא ישתכלל החוזה העיקרי ולא תוטל עליו חובת קיום כלשהי.

"האופציה", שהוענקה למערערת [בעלת הקרקע] על פי לשון ההסכם נשוא ערעור זה, אינה אופציה משפטית כמוכר הנ"ל, כאשר לא הוענקה למערערת [בעלת הקרקע] הבחירה בין קיום חיוביה לבין אי קיומם. וילף [המשקיעים] הפקידו סכומי כסף גדולים בחשבונה של המערערת [בעלת הקרקע], ולה מצידה ניתנה זכות הבחירה ("האופציה") להשיבם בצרוף ריבית על דרך של החזר הלואה או, לחילופין, להעניק בתמורה זכויות בעלות בחלקות קרקע מסוימות ולהעבירן בדין על שם וילף [המשקיעים]. אין המדובר, איפוא, בבחירה בין קיום מחד לבין אי קיום מאידך, אלא בבחירה בין שתי דרכי קיום אלטרנטיביות. אמור מעתה, כי מרגע שנקשר ההסכם והועברו הכספים, קמה למערערת [בעלת הקרקע] החובה לקיים את חיוביה שלה על פי החוזה, בין בדרך האחת ובין בדרך האחרת, ועל כן, "האופציה" שניתנה לה עניינה באופן הקיום ולא בעצם החובה לקיים ההתחייבות על פי ההסכם¹⁶.

משלל בית המשפט את קיומה של עסקת האופציה קבע בית המשפט, כי יש למסות את ההסכם כהסכם מכר מקרקעין, ועיתוי המכירה נקבע "כאילו נעשה כן (היינו, מכירה) מלכתחילה" ובהתאם ליום הפקדת הכספים¹⁷.

3. האומנם זכות הבחירה איננה אופציה?

בית המשפט העליון העדיף אפוא לקבוע את חבות המס בעסקת חוף התכלת, לאחר שבחן את מהות החוזה בפרספקטיבה של דיני החוזים. ביקורתנו על פסק הדין איננה מופנה כלפי הקביעה העקרונית של בית המשפט, שלפיה מהות החוזה היא שתקבע את תוצאות המס של העסקה, אלא כלפי אופן יישומה של קביעה זו. בפסקאות הבאות ננסה להוכיח, בניגוד לעמדה שהובעה על ידי בית המשפט, כי העסקה שנדונה בפסק הדין כללה בין השאר, מרכיב של עסקת אופציה עצמאית. עסקה זו מן הראוי שתשפיע על היקף ועיתוי החבות במס של הצדדים לה. על-פי הנטען, אין די בסיווגו של ההסכם לצורך דיני החוזים – כ"חווה חלופית", המחייב את הצד ה"זכאי" מכותו לבחור בין שתי חלופות ביצוע – כדי לקבוע את תוצאות העסקה לצורכי מס. תוצאת המס תקבע – גם לדעת

17 שם, בעמ' ה-70, וראו גם בעמ' ה-77. אך, מנגד, בעניין רומה, שבו ניתנה לצד מתקשר זכות בחירה רומה, בין מכירת קרקעות לבין החזרת כספים שקיבל תמורתם, נראה כי בית המשפט הגיע לתוצאה שונה. בע"א 781/79 מנהל מס שבח מקרקעין נ' גן חברה להשקעות בע"מ, פ"ד (לו) 20, נערכו שני הסכמים בין קופת חולים של ההסתדרות הכללית של העובדים בא"י ובין חברה קבלנית (גן), שלפיהם תבנה האחרונה כמה מבנים על קרקעות שברשותה. תמורת הקרקע שולמה סמוך לחתימה על החוזה הראשון. ההסכם הראשון בוטל כיוון שקופת חולים לא השיגה היתרי בנייה בתקופת הזמן המוסכמת. בהסכם השני נקבע פרק זמן נוסף להשגת ההיתרים וכן הוסכם, כי אם הם לא יושגו בתקופה המוסכמת, תהיה לקבלן אופציה לבחור באחת משתי החלופות הבאות: למכור לקופת חולים את זכויותיו בקרקע או להחזיר לקופת חולים את מחיר הקרקע. לאחר שקופת חולים לא השיגה היתרי בנייה גם בתקופה השנייה, בחר הקבלן בחלופה הראשונה והעביר את זכויותיו בקרקע לידי קופת חולים. בית המשפט קבע, כי "יום המכירה" הוא יום החתימה על החוזה השני הכולל בתוכו את סעיף האופציה:

הסכם זה שהוא בריתוקף, משאיר, כאמור, בידי המשיבה שתי ברירות: החזרת התשלום שקיבלה, ובמקרה כזה לא היה יסוד לחיוב בתשלום מס; או מכירת המקרקעין, כפי שנעשתה בפועל, שאז המכירה חייבת במס על-פי העסקה, כפי שנולדה עם ההסכם החדש מראשיתו (שם, בעמ' 28; ההרגשה שלי – י"ב).
הניתוח המוצע להלן לעסקת חוף התכלת מזהה בעסקה מורכבת את רכיב עסקת האופציה (על שתי חלופותיה) הגלום בה. ניתוח זה נכון, בשינויים המחויבים, אף לעסקת גן. ראו להלן הערה 42.

בית-המשפט — על-פי מהותו הכלכלית של ההסכם. ברם, יש לקבוע מהות כלכלית של עסקה נתונה רק לאחר בחינת כל הסיכויים והסיכונים שהצדדים לה לקחו על עצמם בכל רגע נתון בתקופת העסקה. בחינת המהות (substance), בניגוד לבחינת הצורה (form), איננה מסתפקת בבחינה הפורמלית של העסקה, אלא תבחן מלכתחילה (ex-ante) אילו סיכונים וסיכויים נטל על עצמו כל צד מהצדדים לעסקה, החל מרגע כניסת ההסכם ביניהם לתוקף ועד לסימומו¹⁸. רק לאחר בחינה זו אשר תברוק, למשל, מיהו הנהגה מעליית ערכו של הנכס לאחר כניסת העסקה לתוקף ומי הניזוק מאובדנו, ניתן לקבוע את מהותה¹⁹. כך, למשל, סיכונים וסיכויים של רוכש נכס אינם דומים לסיכונים ולסיכויים ששוכר נכס זהה נטל על עצמו. באותו

18 בחינת מהותה של העסקה איננה עוסקת בגודל הסיכון ובגודל הסיכוי: כמה כסף הרוויח (או עשוי היה להרוויח) או סיכן (או עלול היה לסכן) כל צד לעסקה, אלא בבחינת מאפייניה המהותיים: מי נושא בסיכון נתון ובסיכון נתון.

19 השור ע"א 4125/90 ענבר נ' פ"ש גוש דן, מיסים ת-3 (1994) ה-50, שבו שלל בית-המשפט את יכולת הנישום לדרוש כהוצאה, על-פי תקנה 4 לתקנות מס הכנסה (ניכויים מהכנסת בעלי זכויות נפט), תשט"ז-1956, את מלוא הסכום שהשקיע בחיפוש נפט. באותו עניין מימן הנישום את השקעתו בין השאר באמצעות הלוואה מוטבת שקיבל מ"צדדים קשורים" לעסקת חיפושי הנפט. לטענת פקיד-השומה, יש לפרש את התקנה, המתירה ניכוי הוצאות לחיפוש נפט על-אף אופיין ההוני, על-פי הגיונה הכלכלי. לגישתו, תקנות המס קובעות כי על מס-הכנסה להשתתף עם הנישום בסיכון בכל סכום שהשקיע — היינו: סיכון — בחיפושי נפט. שיעור ה"השתתפות" של רשויות-המס שווה לערך האפקטיבי של ניכוי סכום ההשקעה לנישום — ובאותו עניין, 60% — שהוא שיעור המס השולי שחל על המשקיע בתקופה הרלבנטית (ניתוח זה מתעלם כמובן מפערי עיתוי. אם הנישום שילם בשלב ראשון את מלוא ההשקעה, הכרה מאוחרת בניכוי משמעותה החזר אפקטיבי נמוך יותר). בעובדות העניין הנישום השקיע בעסקה, \$15,000: \$9,000 היו אמורים — על-פי טענת פקיד-השומה — להשתלם בפועל "על-השכון" מס-הכנסה (שווי ניכוי לנישום ששיעור המס השולי שלו 60%), ו-\$6,000 היו אמורים להשתלם מכיסו של הנישום, היינו: מהכנסתו הפנויה לאחר מס. בהסתמך על הממצא העובדתי שנקבע על-ידי בית-המשפט — ולפיו שווי ההטבה הגלום בהלוואה המסובסדת שקיבל הנישום מצדדים קשורים לעסקה, הוא \$6,762 — טען פקיד-השומה כי אין להכיר בניכוי, שכן הנישום לא השקיע — לא סיכן — מכיסו אגורה, מכיוון ששווי ההטבה שקיבל גבוה מהסכום של \$6,000 שהיה אמור להשתלם על-ידי הנישום. בית-המשפט העלין אימץ את קביעת בית-המשפט המחוזי, שלפיה יש לנכות את שווי ההטבה הגלום בהלוואה כדי לקבוע את הסכום שהשקיע הנישום בפועל בחיפושי נפט. סכום זה בלבד, סכום הסיכון, הותר בניכוי. בבחינת המהות הכלכלית של העסקה התבסס בית-המשפט על בדיקת הסיכונים שהמשקיע נטל (אם בכלל) על עצמו בעסקה:

...המתוקק יצא מהנחה שהן האוצר והן הנישום ייטלו סיכון ממשי בהשקעתם באפיק המבוקש וכאשר לנישום אין אינטרס של ממש בתוצאות השקעתו, הואיל והמימן לא בא מכיסו, לא תותר ההוצאה... (שם, בעמ' ה-54; ההדגשה שלי — י"ב).

אופן שונים הסיכויים והסיכונים של מוכר נכס מאלו של מחכיר²⁰. רק איתור נכון של כל הסיכויים והסיכונים בעסקה נתונה, לכל צד מהצדדים השותפים לה, בכל רגע נתון בתקופת העסקה, יכול לקבוע את מהותה ואת "סיווגה הנכון" של העסקה²¹: "מבחן הסיכוי והסיכון", המוצע לצורך סיווג נכון של עסקאות לצורכי מיסוי, רחב אפוא מסיווג העסקה על-פי כללי המשפט הפרטי. כך, למשל, סיווג עסקה כחזוה-חלופין על-פי דיני-החוזים איננו משקף – כך נטען – את מהותה לצורכי מס, ויש לפרקה לגורמיה.

20 להתפתחות הדיון בעסקת "שכר מכר" וסיווגה הנכון לצורכי מס ראו, למשל, עמ"ה (ת"א) 181/84 בורנשטיין ואח' נ' פקיד שומה, פ"מ תשמ"ט (1) 54; עמ"ה 376/80 כלילית רכב בע"מ נ' פקיד שומה למפעלים גדולים, פ"מ תשמ"ה (1) 133; ע"א 85/81 צמיד, חברה למכונות בע"מ נ' מנהל אגף המכס והבלו, פ"ד (2) 487. לסיכום הסוגיה ראו, למשל, ש' בורנשטיין וא' נמדר מיסוי שכירות (תשמ"ט) 123-147.

21 לטענה כי סיווג העסקה ייעשה אך ורק על-פי מהותה ראו למשל דברי הנשיא שמגר בד"ג 16/82 פקיד השומה נ' לידור, פ"ד (2) 757, 776: "...יש לבחון את הפעולות הכספיות שנעשו ולהגדירן לצורך חוקי המס על-פי מהותן המתבקשת". בחינת מהותה של עסקה על-פי מבחני הסיכוי והסיכון עניינה אפוא כסיווגה הנכון של העסקה. לשאלה זו חשיבות רבה כדיני המס והיא מתעוררת בין השאר בבחינת היחס בין "סיווג נכון" של עסקה לצורכי מס ובין הפעולות הסעיפים בחוקי המס המסמיכים את פקיד-השומה להתעלם מ"עסקאות מלאכותיות". כך, למשל, על-פי הגישה המקיפה לסיווג עסקאות לצורך מס, סעיף 86 לפקודה הוא סעיף שיורי לבחינת תוקפן של עסקאות ומופעל כ"נשק אחרון". ראו ד' גליקסברג גבולות תכנון המס (תש"ן) 6-19, 90-94; א' יודן "סיווג שונה" של עסקה לצורך מס ומיקומה הנכון של העסקה המלאכותית" משפטים כ (תש"ן) 43, 46-49. על-פי גישה זו, יש לסווג את העסקה בראש ובראשונה על-פי המשפט הפרטי, בהתאם למכלול העובדות הרלבנטיות לעסקה. "סיווג שונה" של עסקה לצורכי מס, השונה מסיווג העסקה לצורך המשפט האזרחי, ייעשה בין מכוון חוקי המס הרלבנטיים לעסקה בין מכוון פרשנות בתי-המשפט. דוגמא לסיווג שונה סטטוטורי מצויה בהגדרת "מכירה" בסעיף 1 לחוק מס שבת מקרקעין. הגדרה זו רחבה מהגדרת "מכירה" בחוקי החוזים והקניין והיא כוללת לעתים גם עסקת-שכירות או מתן אופציה. אם לעסקה נתונה אין הגדרה בחוקי המס, יש לבחון את העסקה בהתאם לכללי הפרשנות של חוקי המס. כללים אלו מן הראוי שישקללו את כל הסיכויים והסיכונים בעסקה נתונה, לכל צד מהצדדים השותפים לה, קודם לסיווגה לצורכי מיסוי. לעומת הגישה המקיפה לסיווג עסקאות לצורך מס, המגמה המצמצמת בוחנת כל עסקה אך ורק במסגרת הוראות סעיף 86 לפקודה או במסגרת הוראות סעיפים "אנטר-תכנוניים" מקבילים בחקיקת מס אחרת. על-פי גישה זו, האמצעי היחיד שבידי רשויות-המס להתעלם מעסקה כפי שהיא מוצגת כלפי חוץ הוא מנגנון העסקה המלאכותית. ראו, למשל, את עמדת הנשיא שמגר בע"א 390/80 תעש מור מרכז תעשייתי בע"מ נ' מנהל מס שבת מקרקעין, פ"ד (1) 449, 453. על פי הנטען במאמר זה, המהות הכלכלית של "חזוה חלופין" מחייבת, לצורכי מיסוי, את פיצולו לגורמיו: עסקת הבסיס, ולצדה עסקת-אופציה, ואין די אפוא בסיווג הנכון של העסקה לצורך המשפט האזרחי.

דיוננו ינסה להראות, כי ניתוח כלכלי של ההסכם בעניין חוף התכלת – היינו: בחינת מכלול הסיכויים והסיכונים שהצדדים לעסקה נטלו על עצמם ככל רגע נתון במהלך תוקפו – מוביל למסקנה בדבר קיום מקביל של שתי עסקאות: "עסקת-הבסיס", ולצדה עסקת-אופציה. ההסכם היחיד שעליו חתמו הצדדים כולל בתוכו למעשה שתי עסקאות שונות. סיווג העסקה כ"חווה-חלופין", על-פי דיני-החוזים, איננו מספק; הוא משקף את התוצאה של ביצוע שתי עסקאות ("עסקת-הבסיס" ועסקת-האופציה) בו זמנית, אך לא את מהות העסקה הכוללת. אמנם כן: על-פי הגדרתה, עסקת-אופציה מקנה לרוכש האופציה, בתקופת חיי האופציה, זכות (אך לא חובה) לרכוש (או למכור) את נכס הבסיס, נשוא האופציה, מכותב (או לכותב) האופציה, במחיר מימוש מוסכם²². בענייננו, היעדר הזכות לצד מהצדדים בעסקה הנדונה "להשתחרר" ממנה גרם לבית-המשפט לשלול את קיומה של עסקת-האופציה. לטענתנו, ניתוח כלכלי של העסקה²³ יראה, כי שלילת זכות הבחירה מקורה בעסקת-הבסיס. עסקת-הבסיס קשרה את הצדדים לה ללא יכולת חזרה, ואילו עסקת-האופציה אפשרה בחירה בין חלופות הביצוע. בית-המשפט צדק אפוא בקובעו, כי עסקת-אופציה מקנה לרוכש האופציה זכות בחירה אם לממשה, בעוד שבענייננו הצד הזכאי לבחור (בעלת-הקרקע) היה מחויב לקיים את העסקה ויכול היה לבחור בין שתי חלופות ביצוע שונות בלבד. אך בית-המשפט לא השלים את ניתוחה הכלכלי של העסקה, שכן שלילת הזכות מבעלת-הקרקע בעסקה הנדונה שלא "לקיים את העסקה כלל" מקורה בחווה-הבסיס, ואילו חווה-האופציה מסביר את זכותה לבחור ב"אחת משתי דרכים – החזר הכספים או מכר הקרקעות"²⁴.

נקודת-המוצא לגישתנו היא אפוא פיצול עסקה, הנחזית מבחינה כלכלית כאחת

22 לאימוץ ההגדרה בפסיקת בית-המשפט העליון ראו, למשל, ע"פ 675/75, 1/76, 231/76 פרידמן נ' מדינת ישראל; וערעור שכנגד גולדשמידט נ' מדינת ישראל, פ"ד לא(1) 309, 317: לפי המשמעות הידועה והפשוטה של הביטוי אופציה, כשמדובר ברכישת נכס והאופציה ניתנת לקונה, אין הקונה חייב לרכוש את הנכס אלא הוא זכאי לרכוש אותו אם ירצה בכך והוא חופשי שלא לרכוש אותו, אם יחליט שלא לקנותו. להבחנה בין הצעה בלתי-חוזרת לבין אופציה, לפיה הצעה, גם אם היא בלתי-חוזרת, היא התחייבות חד-צדדית ולא חלק מחוזה מחייב, בעוד שאופציה היא חוזה מחייב בין כותב האופציה לבין רוכשה, ראו ס' דויטש "הצעה בלתי-חוזרת ואופציה – האמנם סמנטיקה בלבד?" עיוני משפט יב (תשמ"ז) 275, 284. לדעות חולקות, הרואות בהן – בשל הדמיון הרב בין שני מוסדות אלה – מוסדות משפטיים זהים, שההבחנה ביניהם היא סמנטית בלבד, ראו שם, הערות 53-60 והטקסט הנלווה אליהן.

23 לניתוח מפורט של העסקה על-פי הגישה המוצעת ראו בפרק הבא.

24 ...למערכת [בעלת-הקרקע] ניתנה הזכות לבחור לקיים את חיוביה באחת משתי דרכים – החזר הכספים או מכר הקרקעות – ללא זכות בחירה שלא לקיים העסקה כלל (שם, בעמ' ה-68).

— ואשר על-פי כללי המשפט הפרטי היא נחשבת כעסקה אחת — לשתי עסקאות כלכליות שונות המרכיבות אותה²⁵. פיצול עסקה נתונה למרכיביה הכלכליים איננו זר לשיטת-המס בישראל. זה הדין הנוהג, למשל, בהלוואות "מוטבות". כך, למשל, הלוואה ללא ריבית הניתנת במסגרת יחסי עובד-מעביד ממוסה כיום על-פי מהותה ולא על-פי צורתה הנחוצה. על-כן יש למסותה כעסקת הלוואה צמודה למדר ובצדה הטבת שכר המוענקת לעובד בשיעור הפרשי ההצמדה²⁶. אמור אפוא: באשר להלוואה מוטבת, שיטת-המס הנוהגת מתעלמת מתזרים המזומנים שהצדדים

25 אין לפרש את הביטוי "עסקה הנחוצה מבחינה כלכלית כאחת" כשולל נפקות משפטית כלשהי לאופן עריכת ההסכם. בבחינת ההשוואה בין "עסקה אחת" ל"שתי עסקאות" בניתוח "חזקה חלופין" יש הבדל בין דין-המסים, המחייב לטענתנו פיצול, לבין דיני-החוזים ודיני-הקניין. שלפיהם העסקה נחשבת כעסקה אחת. דיני-החוזים והקניין מרגישים נפקות חזויות (למשל: זכויות קיזוז) וקנייניות (למשל: זכות הבעלות) בין ביצוע עסקה אחת שלה שני מרכיבים, ובין ביצוע שתי עסקאות נפרדות, ועל-כן יראו בהן עסקאות שונות. כך, למשל, מציג פרופסור טדסקי את גישת המשפט הפרטי, בהתייחסו ליחס בין ביצוע עסקת-חליפין אחת ובין ביצוע שתי עסקאות-מכר תוך קיזוז ההתחייבויות ההרדיות:

הצדדים בני-חורין לעצב חוזים כרצונם, ובבחרם עיצוב זה או אחר הם גורמים לכך, שיחול עליו הסדר זה או אחר. אם הם רוצים להחליף ביניהם נכסים מסוימים, הם עשויים לערוך חוזה חליפין, פשוטו כמשמעו (בתשלום משלים או בלעדיו). אך הם יכולים גם לערוך שני חוזי מכר ולקזוז את שני החובות ההדדיים... במקרה הראשון יחולו דיני החליפין במלואם, ובשני — דיני המכר במלואם. אם נקטו בהסדר הנדון בכנות ולא למראית עין בלבד, יעמוד הוא כעיני המשפט, ויהיה מניע הצדדים לבחירתו אשר יהיה. למשל, בחרו הצדדים בחליפין ולא במכר כדי שלא להעמיד אחד מהם לסיכון האינפלציה, או לא להעמיד אחד (או כל אחד) מהם לסיכון שהצד האחר לא ישלם לו את המתיר; או אפילו התכוונו לחסוך מס או דמי-תיווך; או, בענין שבפרשה הנידונה בבג"צ הנ"ל [בג"צ 187/77 קופטש ג' שר הפנים, פ"ד לב (1) 309]. התכוונו שלא להצריך עירייה להיזקק למכרו (ג' טדסקי "חליפין בתשלום משלים" משפטים ט (תשל"ט) 311, 315).

לגישת דיני-המס לעסקת-החליפין ראו להלן ליד הערות 27-28.

26 סעיף 3(ט) לפקודת מס הכנסה קובע, בהתמלא תנאיו, ריבית רעיונית (כיום, על-פי התקנות, בשיעור המדר) על הלוואות "ללא ריבית". הפסיקה הגיעה למסקנה דומה — לפיה יש למסות הלוואות ללא ריבית בין "צדדים קשורים" על-פי מהותן הכלכלית, מכוח העיקרון הקבוע בסעיף 2 לפקודה — במצבים שבהם סעיף הכימות, סעיף 3(ט), לא חל (בעל-שליטה שקיבלו הלוואה מוטבת מחברה שבשליטתם, קודם לתיקון החוק ב-1985, שלפיו הוסף ס"ק 3(ט)(1)(ג)). ראו ע"א 533/89 פקיד שומה למפעלים גדולים נ' זילברשטיין ואח', פד"א כא 345. את הקביעה בדבר פיצול כלכלי "נכון" של הלוואה מוטבת לצורכי מס יש לסייג על-פי הדין הנוהג כיום, שכן בעוד שהתקנות שהותקנו על-פי סעיף 3(ט) ולצורך יישומן מתעלמות ממיסוי מרכיב הריבית הריאלית בהלוואה המוטבת, ניתוח כלכלי נכון יחייב למסותו.

הסכימו עליו – היינו: קיזוז מרכיב הריבית שבהלוואה כנגד אי-תשלום בפועל של הטבת השכר – והיא בוחנת את העסקה בהתאם למהותה, כעסקת-אשראי "רגילה" הנושאת ריבית²⁷.

מיסוי הלוואה מוטבת על-פי מרכיביה הכלכליים אינו מייצג פריצת-דרך אנליטית של שיטת-המס הנוהגת, אלא נגזר מיישום עקרונות-היסוד שלה. כך, למשל, ניתן היה להגיע לתוצאה זו על-פי הכלל הקובע כי יש למסות עסקת-חליפין בהתאם למרכיביה הכלכליים: "כל עסקת-חליפין, למעשה כרוכות בה בעסקה אחת שתי עסקאות... מוטל עלינו במקרה כזה לפצל את העסקה לשני יסודותיה"²⁸. גם בעסקה המורכבת, הכוללת עסקת-כסיס ועסקת-אופציה, יש לאמץ אפוא את קביעת בית-המשפט שלפיה "מוטל עלינו במקרה כזה לפצל את העסקה לשני יסודותיה". הסכם חוץ התכלת, הנחזה כעסקה אחת, מגלם למעשה שתי עסקאות שלובות. בית-המשפט העליון צדק אפוא בקובעו, כי מהות העסקה תקבע את תוצאות מיסויה²⁹; אך נדמה כי לצורכי מס, הסיווג החוזי של העסקה על-ידי בית-המשפט איננו מספק. על-פי הגישה המוצעת, אין משמעות מיסויית לתיאור העסקה כ"חוזת-חלופין". חוזה חלופין ניתן וצריך לפרק לגורמיו, ויש למסותו על-פי מרכיביו הכלכליים. מרכיבים אלו יפורטו בפסקה הבאה.

27 פיצול הלוואה מוטבת למרכיביה הכלכליים איננו מיוחד דווקא לדין-המס בישראל. ראו, למשל, סעיף 7872 לקוד המס האמריקאי. מטרת הסעיף, שנוסף לקוד המס ב-1984, היא למנוע את ניצול האפשרות למתן הלוואות ללא ריבית, או ריבית ששיעורה נמוך ממחירה הריאלי, כמכשיר לתכנון מס. ביסוד הסעיף עומדת הנחת-מוצא בדבר פיצול עסקת-האשראי המסובסדת לשני מרכיביה הכלכליים: עסקת-אשראי במחיר שוק ריאלי, כשבצדה העברת מרכיב ההטבה מהמלווה ללווה, תוך סיווגה המשפטי היאות בהתאם ליחסים המשפטיים שבין הצדדים. הסעיף קובע, כי בעסקות שבהן שיעור הריבית נמוך מהשיעור הסטטוטורי, יש לייחס להלוואה ריבית סטטוטורית מצטברת חצי-שנתית. הוויתור על גבייתה דינו כדין כל הטבה אחרת המוענקת למקבל על-ידי גותן האשראי, עם כל המשמעויות הנלוות, לצורכי מס, לגותן ולמקבל כאחד.

28 ע"א 308/57 פקיד שומה נ' מנחם וערעור שכנגד, פ"ד יב 881, 887. כמ-כך ראו ע"א 247/63 פקיד שומה נ' שפר ואח', פ"ד יז 2713. מנגד, בע"א 304/66 מבצע צוואה ומנהל עיזבון יי גורביץ נ' פקיד שומה וערעור שכנגד, פ"ד כ(4) 594, 598, דחה בית-המשפט את הגישה הכלכלית, שלפיה "...בכל מכידה (או מתן שירות) בתנאי הקפה כרוכות בעצם שתי פעולות, אחת של חיוב הלקוח במחיר המקורי ואחת של החלפת אותו מחיר לחוב של הלוואה – סברה זו נראית לי דחוקה ורחוקה מהמציאות". לגישת המשפט הפרטי, השוללת את פיצול עסקת-החליפין למרכיביה, תוך החלת דין זהה לעסקת-החליפין ולשתי העסקאות המרכיבות אותה, ראו טדסקי, לעיל הערה 25.

29 ראו, למשל, לעיל הערה 15.

ג. ניתוח כלכלי של העסקה

1. מבוא

בהינתן הצורך לקרוא את הוראות ההסכם "קריאה כלכלית", תוך הבנת משמעויותיו הפיננסיות, ניתן להציע שתי חלופות לזיהוי עסקת-הבסיס ועסקת-האופציה הנלוות לה. החלופות מציגות שתי דרכים המסבירות, כל אחת באופן שונה לכאורה, את הסיכויים והסיכונים הגלומים בעסקה בכל רגע נתון לכל צד הנוטל בה חלק³⁰. ההבדל בין שתי החלופות – אם נתעלם מעלויות העסקה וממרכיב הסיכון של יישומן (למשל: בשל חדלות הפירעון של החייב³¹) – הוא באופן הצגה שונה של הדרך בה ניתן להגיע לתוצאה כלכלית נתונה. ברור, כי תוצאת המס הראויה לעסקה נתונה צריכה להיות אחת – תהא הצגתה הפורמלית, או הצגת מרכיביה, אשר תהא.

בחלופה הראשונה עסקת-הבסיס שנכנסה לתוקף עם החתימה על ההסכם היא הלוואה שהלוו המשקיעים לבעלת-הקרקע. לצדה של עסקת-ההלוואה ובמסגרת אותו הסכם נעשתה עסקה נוספת, נלווית לעסקה הראשונה, שבה כתבו (מכור) המשקיעים אופציית-מכירה (put)³², המאפשרת לרוכשת האופציה, בעלת-הקרקע, בתקופה המוסכמת של 90 יום, למכור קרקע למשקיעים במחיר השווה ליתרת ההלוואה³³. שילוב שתי העסקאות – ההלוואה ואופציית-המכירה – מסביר את הסיכויים והסיכונים שנטלו על עצמם הצדדים לעסקת חוף התכלת בכל רגע נתון. זה ההסבר לזכותה של בעלת-הקרקע לבחור בין שתי חלופות ביצוע חוזיות:

30 הצד השווה בין שתי הדרכים הוא נקודת-הסיום המשותפת. הצד השונה בין החלופות הוא

היעדר זהות מוחלטת לכאורה בסיכויים ובסיכונים המשפטיים, הקיימים בכל רגע נתון, במהלך הדרך המוליכה לנקודת-הסיום המשותפת. מבחינה כלכלית שוני זה מקורו בעלויות העסקה ובמרכיב הסיכון, ועל-כן אם נתעלם מהם הוא איננו צריך להשפיע. ראו להלן, הערות 31 ו-37.

31 מרכיב הסיכון, למשל, בשל חדלות-הפירעון של החייב, אף הוא חלק מעלויות העסקה; שהרי הוא ניתן לנטרול באמצעות ביטוח. מכאן ולהבא נזכיר אפוא רק את הצורך להתעלם מעלויות העסקה, הכוללות בתוכן, כאמור, את מרכיב הסיכון.

32 אופציית-מכירה (put) היא חוזה שבו כותב האופציה (המוכר) מעניק לרוכש האופציה, תמורת תשלום פרמיה, זכות (אך לא חובה) למכור לכותב האופציה נכס מסוים (נכס-הבסיס) במחיר מוסכם (מחיר המימוש) בתקופת-זמן מוסכמת (תקופת-המימוש). למשל: ראובן כותב ב-1/1/1994 אופציה לשמעון, שלפיה תמורת תשלום פרמיה בסך של \$2,000, שמעון, רוכש האופציה, יהיה זכאי למכור את דירתו לראובן במחיר של \$100,000 במשך שנת 1994.

33 לניתוח מפורט של שתי החלופות על-פי גישת האופציות ולזיהוי מרכיב הפרמיה ראו דיוגנו להלן, בפסקה 2.

הראשונה, החזרת ה"פיקרון" עם סיום עסקת ההלוואה וללא מימוש האופציה; והשנייה, מכירת המקרקעין למשקיעים, בתקופת הזמן המוסכמת, אם תמומש האופציה. במקרה האחרון מחיר המימוש המוסכם, המאפשר את רכישת המקרקעין, הוא יתרת סכום ההלוואה.

לחלופין ניתן להציע הסבר כלכלי אחר לעסקה, המציג, כאמור, דרך שונה להגיע לתוצאה הזוהי מבחינה כלכלית לקודמתה (אם נתעלם מעלויות העסקה). על-פי הגישה החלופית, עסקת הבסיס היא עסקת-מכר המקרקעין, נשוא ההסכם, למשקיעים³⁴. לצדה של עסקת-המכר ובמסגרת אותו הסכם מכרו המשקיעים, רוכשי הקרקע, למוכרת הקרקע אופציית-רכישה (call)³⁵, המאפשרת לה, בתקופה המוסכמת של 90 יום, לקנות את הקרקע בחזרה במחיר מוסכם³⁶. גם כאן השילוב של עסקת-מכר וכתובת אופציית-רכישה מבטא את הסיכויים והסיכונים הכלכליים שנטלו על עצמם הצדדים לעסקה בכל רגע ורגע במהלכה. אם בעלת-הקרקע תממש את האופציה, ה"פיקרון" (היינו: תמורת מכר-המקרקעין) יוחזר למשקיעים, והקרקע תחזור לבעליה המקוריים, ולא – תפקע האופציה, ועסקת-מכר המקרקעין תעמוד בתוקפה³⁷.

על-פי הגישה המוצעת, בית-המשפט לא סיים לנתח את מהות ההסכם לצורכי

34 זיהוי המקרקעין הנמכרים יעשה בדרך שנקט בית-המשפט בהתייחסו לשאלת מסוימות ההסכם.
 35 אופציית-רכישה (call) היא חוזה שבו כותב האופציה (המוכר) מעניק לרוכש האופציה, תמורת תשלום פרמיה, זכות (אך לא חובה) לרכוש מהכותב נכס מסוים (נכס-הבסיס) במחיר מוסכם (מחיר המימוש) בתקופת-זמן מוסכמת (תקופת-המימוש). למשל: ראובן כותב ב-1/1/1994 אופציה לשמעון, שלפיה תמורת תשלום פרמיה בסך של \$2,000, שמעון, רוכש האופציה, יהיה זכאי לקנות מראובן את דירתו במחיר של \$100,000 במשך שנת 1994.

36 לזיהוי הפרמיה ומחיר המימוש בחלופה זו ראו דיוננו להלן, בפסקה 2.
 37 ההבדל הבולט בין שתי החלופות הוא בסיכונים ובסיכויים המשפטיים, שמקורם בזכות הבעלות. ראו לעיל הערות 30-31. בחלופה הראשונה (ההלוואה), זכות הבעלות במשך תקופת המימוש היא של בעלת-הקרקע, רוכשת האופציה. בחלופה השנייה (מכר) זכות הבעלות בתקופת המימוש היא של המשקיעים, כותבי האופציה. מאליו מובן השוני המשפטי בין החלופות, ככל שהדבר נוגע לזכות הבעלות, למשל, בהפקעה: מיהו הנושא בסיכון ההפקעה (אובדן הנדל"ן נשוא האופציה) ובסיכוייה (הפיצויים). ברם, מבחינה כלכלית, אם נתעלם מעלויות העסקה (הכוללות את מרכיב הסיכון), שתי החלופות דומות; שכן בשתייהן כותב האופציה יעמיד לרוכש, המממש את האופציה, את נכס-הבסיס או את תמורתו (אם, למשל, במקרה של הפקעה לא יוכל למסור את הנכס עצמו). במקרים רבים מסירתה של תמורת הנכס (תוך קינוח מחיר המימוש) ולא מסירת הנכס היא החלופה הנוהגת. כך, למשל, צדדים הסוחרים באופציות סחירות (למשל: בשוק המעו"ף בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב) אינם מתכוונים בדרך-כלל להעביר זה לזה את נכס-הבסיס (מניות המעו"ף), עם מימוש האופציות אלא הם מעבירים סכום-כסף המשקף את השינוי בערכו. גם תוצאות פעילות (רווח או הפסד) בשוק

מס³⁸. מהנתון הקובע כי המשקיעים "קשורים" לבעלת הקרקע במובן זה שהאחרונה זכאית לבחור בין שתי חלופות ביצוע חוזיות (החזרת ה"פיקדון" או מכירת המקרקעין). אין לשלול את קיומה של עסקת-אופציה. אמנם כן, על-פי הגדרת המושג אופציה, הצד הזכאי על-פיה (רוכש האופציה) לעולם יהיה חופשי להחליט בתקופת המימוש המוסכמת³⁹ אם לממש את האופציה ולחייב בכך את כותב האופציה או להניח לאופציה לפקוע ועל-ידי כך להשתחרר מהקשר החוזי. ברם, לטענתנו, "הקשר המחייב" בין הצדדים בעסקה הנדונה – המאפשר לבעלת-הקרקע לבחור בין שתי חלופות הביצוע החוזיות והמחייב אותה ואת המשקיעים לקיים את החלופה הנבחרת – מוסבר כתוצאה של שילוב חוזה-אופציה עם חוזה נוסף (מכר או הלוואה) שהצדדים הסכימו עליו. החוזה האחרון מסביר את הפן האחר, המנדטורי, של חובת קיום ההסכם. מנגד, זכות הבחירה של בעלת-הקרקע – היינו: זכותה לחייב את כותבי האופציה (המשקיעים)⁴⁰ בכיצוע חלופה חוזית אחת מבין השתיים (החזרת הפיקדון או מכירת המקרקעין) – מוסברת דווקא באמצעות עסקת-האופציה. אמור מעתה: קיומה של חובת ביצוע "חלופית" המוטלת על רוכש אופציה ב"חוזה-חלופין"⁴¹ איננה שוללת את קיומה של עסקת-אופציה כל זמן שחובה זו מוסברת על-ידי העסקה האחרת (עסקת-הבסיס) שעשה רוכש האופציה עם כותב האופציה⁴².

2. ניתוח העסקה על-פי החלופות השונות

שתי החלופות לזיהוי עסקת-הבסיס ועסקת-האופציה הנלווית לה שונות לכאורה זו מזו. ברם, תוצאתן הכלכלית זהה. בפסקה זו נציג את המשותף לשתי החלופות, ובפסקה הבאה נוכיח – אם נחלם מעלויות העסקה – את זהותן.

ה"סחורות העתידיות" (למשל: הבורסה בשיקגו) מסולקות בדרך כלל באופן כספי ולא על-ידי העברת הסחורות בין סוחרים.

38 מקריאת עמדות הצדדים, כפי שהן מוצגות בפסק-הדין נראה כי גם הצדדים במשפט היו שותפים לטעות זו. אך ראו את עמדת ועדת-הערר, לעיל ליד הערה 14.

39 לעניין תקופת-המימוש מקובל להבחין בין אופציה "אמריקנית" לאופציה "אירופאית". את האחרונה ניתן לממש רק ביום אחד מוסכם, ואילו את האופציה האמריקנית ניתן לממש במהלך תקופה מוסכמת. בענייננו, בעלת-הקרקע רכשה אופציה "אמריקנית", שכן ניתנה לה זכות להודיע למשקיעים, תוך 90 יום ממועד ההפקדה, באיזו חלופת-ביצוע בחרה.

40 כזכור, על-פי החלופה הראשונה (עסקת הלוואה) המוצגת לעיל, כתבו (מכרו) המשקיעים אופציות-מכירה; ואילו על-פי החלופה השנייה (עסקת מכר), כתבו המשקיעים אופציות-רכישה.

41 להגדרת "חוזה-חלופין" ראו דיוננו לעיל ליד הערות 15-16.

42 כמו-כן ניתן, וצריך, להסביר גם את עסקת גן, ראו לעיל הערה 17.

שתי החלופות מסבירות את תזרים המזומנים הנחזה של העסקה – היינו: את העברת כספי ה"פיקדון" מידי המשקיעים לידי בעלת-הקרקע – ואת יכולתה של בעלת-הקרקע "לשבת על הגדר" ולהתלבט במשך 90 יום אם בכוונתה להחזיר את הכסף או למכור את הקרקע.

בחלופה הראשונה "עסקת-הבסיס", שנכנסה לתוקף עם חתימת הצדדים על ההסכם, היא הלוואה שהלוו המשקיעים לבעלת-הקרקע. זהו ההסבר לתשלום קרן-ההלוואה שהוגדר בהסכם כ"פיקדון". לצדה של עסקת-ההלוואה ובמסגרת אותו הסכם נעשתה עסקת-אופציה שבה כתבו-מכרו המשקיעים אופציית-מכירה (put) לבעלת-הקרקע, רוכשת האופציה, על נכס הבסיס (הוא נכס-המקרקעין), נשוא האופציה. עסקת-האופציה – שעל-פי הגדרתה היא חוזה שבו כותב האופציה (המוכר) מעניק לרוכש האופציה, כנגד תשלום פרמיה, זכות למכור לכותב נכס מסוים (נכס הבסיס), במחיר מוסכם בתקופת זמן מוסכמת – מסבירה את הזכות השמורה לבעלת-הקרקע, רוכשת האופציה, לממשה על-ידי מכירת הקרקע למשקיעים, בתקופה מוסכמת של 90 יום, במחיר מוסכם השווה ליתרת סכום הלוואה (ה"פיקדון"). כאמור, יכולת זו מסורה רק לבעלת-הקרקע: ברצותה תממש אותה ותמכור את הקרקע וברצותה תניח לה לפקוע ללא מימוש⁴³. אם האופציה תפקע ללא מימוש, תיוותר עסקת-הבסיס, הלוואה, בלבד. אופציית-המכירה מקנה לרוכשת, בעלת-המקרקעין, כנגד תשלום פרמיה (מחיר האופציה), מעין פוליסת-ביטוח המבטיחה לה, כי בתקופה הנקובה בה תוכל למכור את נכס הבסיס (המקרקעין) במחיר "רצפה" מינימלי (מחיר המימוש). מימוש הזכות על-ידי בעלת-המקרקעין, רוכשת האופציה, תלוי במחיר הקרקע: אם מחירה ירד אל מתחת למחיר המימוש המוסכם, היא תממשה. אם מחיר הקרקע יהיה גבוה ממחיר המימוש, הרוכשת תעדיף שלא לממש את האופציה⁴⁴, "להפסיד" את הפרמיה ששילמה⁴⁵, ולהשאיר בידה את הקרקע⁴⁶.

43 כזכור, בעלת-הקרקע התחייבה להודיע למשקיעים, תוך 90 יום ממועד ההפקדה, את מן השתיים: (א) כי היא תחזיר למשקיעים את סכום הפיקדון תוך שנתיים, בתוספת ריבית בשיעור המוסכם; או (ב) כי השתמשה בסכום הפיקדון על חשבון התשלום עבור קרקעות שתמכור למשקיעים.

44 במהלך התקופה המוסכמת של 90 יום, הסיכון הכלכלי של ירידת ערך אל מתחת למחיר המימוש חל על כותב האופציה. לעומת זאת, הסיכוי הכלכלי (עליית ערך) הוא של בעלת-הקרקע.

45 מצבו של רוכש האופציה דומה אפוא לזה של רוכש פוליסת ביטוח-רכוש נגד סיכוני אש וגניבה כאשר, בתקופה הנקובה בפוליסה, לא אירע אירוע הביטוח. גם במקרה זה המבוטח "הפסיד" את הפרמיה, אך נשאר כמוכר עם הנכס המבוטח.

46 כמוכר, אי-מימוש האופציה יאפשר לבעלת-הקרקע למוכרה לצד ג במחיר השוק, הגבוה, במקרה זה, ממחיר המימוש.

בעניין חוף התכלת קבע בית-המשפט קביעה עובדתית, כי חלופת ההלוואה הפכה:

לבלתי מעשית לאור סירובו של המפקח [על מטבע חוץ] לאשר את החזר הכספים בתנאים המוסכמים. החלופה האפשרית היחידה היא, איפוא, להעביר לזילף [המשקיעים] זכויות במקרקעין, וכפי שהובהר, מוטלת על המערערת [בעלת-הקרקע] החובה לעשות כן, וזאת בין אם שוגרה ההודעה הפורמלית על דבר הבחירה המוערפת תוך 90 יום ובין אם לא נשלחה הודעה כלל⁴⁷.

על-פי החלופה – הרואה בעסקת חוף התכלת הלוואה, ולצדה עסקה של אופציית-מכירה – הרי שבית-המשפט קבע כי האופציה מומשה מכללא בשל סירובו של המפקח על מטבע חוץ לאשר את עסקת-ההלוואה: "משחלפה ועברה מהעולם החלופה האחת (של ההלוואה), ממילא מתממשת הבחירה בחלופה אחרת, שהיא אפשרית וממשית – עסקת המקרקעין"⁴⁸.

הקושי בחלופה זו (הלוואה ולצדה עסקה של אופציית-מכירה) הוא היעדר התאמה לכאורה בין תזרים המזומנים הנחזה של העסקה הנדונה לבין תזרים המזומנים שהיה צריך לצפות לו בעסקת האופציה. מנתוני פסק-הדין עולה, כי המשקיעים שילמו "פיקדון" לבעלת-הקרקע, ואילו זו לא שילמה דבר. על-פי ההסבר המוצע (על שתי חלופותיו), בעלת-הקרקע רכשה אופציה. מכיוון שלאופציה יש שווי כלכלי, היא איננה ניתנת "חינם" בעסקה בין מוכר מרצון לקונה מרצון⁴⁹. אם כן, היכן "מסתתרת" הפרמיה ששילמה – לטענתנו – בעלת-הקרקע למשקיעים?

47 שם, בעמ' ה-69.

48 שם (ההדגשה שלי – י"ב).

49 הקביעה כי לכל אופציה יש מחיר (פרמיה) נכונה הן בעסקת-אופציה "רגילה" והן בעסקה מורכבת, שבה האופציה נלווית לעסקת-הבסיס. השוו עמ"ש 97/85 (חי') צור שלום אגודה הודית בע"מ (בפירוק) ג' מנהל מס שבח מקרקעין, פד"א יד 211, 213, שבו דחתה ועדת-הערר את הטענה "שהערך הכספי של הסכם האופציה הוא אפס". הוועדה קבעה: "גראה לנו שבמקרה הנוכחי היתה תמורה להסכם האופציה" (שם, בעמ' 213; ההדגשה שלי – י"ב). בעולם שבו "אין ארוחות-חינם" לא ייתכן מקרה שבו לא תשולם פרמיה כנגד האופציה, ועל-כן יש לומר כי בכל מקרה יש "תמורה להסכם האופציה". פרופ' דויטש, לעיל הערה 22 (בעמ' 285-286), מציג דעה, שאין ביכולתנו להסכים עמה, לפיה ייתכן "תווה-ברירה [אופציה] ללא תשלומים כל שהם בעבור האופציה. דרך זו היא אפשרית לאור הוויתור על דרישת התמורה במשפט הישראלי". ואמנם, גם דויטש מסייג את קביעתו: "קבוצת מקרים זו הינה מצומצמת ביותר" (שם, בעמ' 286); ובהמשך: "...האופציה, מעצם מהותה, נועדה להעניק נכס כלכלי למקבלה, וזו גם הסיבה שכמעט תמיד היא ניתנת בתמורה ... כמעט לא מצאנו מקרה של אופציית-חינם" (שם, בעמ' 287-288). כאמור, לטענתנו בעסקה מסחרית בין מוכר מרצון לקונה מרצון, לא ייתכן מתן אופציה ללא תמורה, כשם שלא תיתכן, בכל עסקה כלכלית אחרת המוגעת משיקולי

ההסבר לתזרים המזומנים בעסקה הנדונה – שבה בעלת-הקרקע לא העבירה בפועל כסף למשקיעים – פשוט ביותר: קיזוז. בעלת-הקרקע, רוכשת האופציה, חבה את מחירה (הפרמיה) למשקיעים, כותבי האופציה; ואילו המשקיעים, בכשירותם האחרת כמלווים, התחייבו להעביר לבעלת-הקרקע את כספי ההלוואה ("פיקדון"). הצדדים קיזזו אפוא את כספי הפרמיה מקרן-ההלוואה. נניח, למשל, כי מחיר אופציית-המכירה (הפרמיה) במקרה דנן היה \$5,000⁵⁰. בעסקה הנדונה, סכום ההלוואה ("פיקדון") שהועבר בפועל לידי בעלת-הקרקע היה \$240,000⁵¹. על-פי ההסבר המוצע, סכום ההלוואה ("קרן") בדוגמא זו הסתכם ב-\$245,000. המלווים, שהעבירו ללווה \$240,000 בלבד, קיזזו חוב אחר, כשיעור של \$5,000, הנובע מעסקת-האופציה (היינו: הפרמיה), שחבה הלווה, בכשירותה האחרת כרוכשת אופציה, למלווים, בכשירותם ככותבי האופציה. באופן דומה גם בהלוואה שבה המלווה מנכה "ריבית מראש", סכום קרן-ההלוואה אינו מחושב על-פי סכום-הכסף שקיבל הלווה בפועל, אלא על-פי סכום זה ובתוספת הריבית שקווצה מראש.

אמור אפוא, נתוני תזרים המזומנים של העסקה אינם צריכים לקבוע את מהותה הנקבעת, כאמור, אך ורק על-פי בחינת מכלול הסיכונים והסיכויים הגלומים בה. גם ההתעלמות המוצעת מתזרים המזומנים בפועל של העסקה ומיסויה על-פי התזרים הרעיוני המוסבר לעיל, איננה זרה לשיטת-המס הנוהגת כיום בישראל. כך, למשל, גישה זו היתה נהוגה מאז ומעולם במיסוי עסקאות-חליפין "פשוטות"⁵² והיא הגישה הנוהגת כיום במיסוי הלוואות מוטבות⁵³.

על-פי החלופה השנייה, עסקת-הבסיס היא עסקת-מכר שבה נמכרו המקרקעין, בתמורה המוסכמת, למשקיעים. זהו ההסבר לתשלום ה"פיקדון" (דמי המכר). בצדה של עסקת-המכר, מכרו המשקיעים, רוכשי הקרקע, לבעלת-הקרקע, מוכרת המקרקעין, אופציית-רכישה (call) על נכס-המקרקעין שזה עתה נמכר. אופציה זו מסבירה את הזכות של רוכשת האופציה, מוכרת הקרקע, לממש את האופציה

רווח, חלוקת רכוש ללא תמורה.

50 מחירה של אופציה נקבע על-פי המשתנים הכאים: מחיר המימוש הנקוב באופציה, משך תקופת המימוש, שערי הריבית במשק, המחיר וסטיית התקן של מחיר נכס-הבסיס. על חישוב מחיר אופציות בכלל ולנוסחת "בלק אנד שולס", בפרט, ראו, למשל, *Brealey and Myers*, לעיל, הערה 4, פרקים 20-21. כחלופה לדוגמא המובאת בטקסט בדבר מחירה הנומינלי של הפרמיה (\$5,000) ניתן לקבוע את מחיר הפרמיה על-ידי תשלום ריבית כשיעור הגבוה משיעור הריבית הכלכלית ("מחיר שוק") לעסקת-ההלוואה הרלבנטית. במקרה זה הפרש הריבית יהיה מחיר הפרמיה.

51 ראו לעיל הערה 11.

52 ראו דיוננו לעיל ליד הערה 28.

53 ראו דיוננו לעיל ליד הערות 25-27.

אם רצונה בכך ולקנות בחזרה מהמשקיעים, בתקופה מוסכמת של 90 יום, את הקרקע במחיר מוסכם⁵⁴. גם חלופה זו, כקודמתה, מחייבת את זיהוי הפרמיה ששילמה בעלת-הקרקע למשקיעים. כזכור, נתון כי \$240,000 ("פיקדון") עברו מידי המשקיעים לבעלת-הקרקע. מכיוון שתזרים המזומנים בפועל של העסקה הוא "חד-צדדי" – מידי המשקיעים לבעלת-הקרקע וללא תשלום מוגדר של פרמיה על-ידי בעלת-הקרקע למשקיעים – מתבקשת המסקנה כי הצדדים קיזזו את סכום הפרמיה (שבעלת-הקרקע חבה למשקיעים) ממחיר המקרקעין ("פיקדון"). כך, למשל, אם נניח גם כאן כי מחיר האופציה, שרוכשת האופציה (בעלת-הקרקע) חבה למשקיעים, כותבי האופציה, הוא \$5,000, הרי שמחיר המכירה הוא \$245,000. ממחיר זה קיזזו הצדדים חוב אחר, הנובע מעסקת-האופציה (הפרמיה) – בשיעור של \$5,000, שחבה המוכרת, בכשירותה האחרת כרוכשת אופציה, לקונים, כותבי האופציה – ועל-כן רק \$240,000 שולמו בפועל לבעלת-הקרקע.

3. הזהות הכלכלית של שתי החלופות

עד כה הצגנו שתי חלופות, השונות לכאורה זו מזו, לזיהוי עסקת-הבסיס ועסקת-האופציה הנלווית לה, אך טענו כי מבחינה כלכלית, בהתעלם מעלויות העסקה, הן זהות. טענת הזהות בין עסקת-הלוואה שלצדה כתיבת אופציית-מכירה, ובין עסקת-מכר, שבצדה כתיבת אופציית-רכישה, תוכה בפסקה זו⁵⁵.

היחס בין רכישת נכס ובין עסקאות באופציות רכישה או מכירה של אותו נכס נדון באופן נרחב בספרות המימון⁵⁶. המשוואה, הידועה כ-"put-call parity", מציגה את יחסי-הגומלין בין רכישת נכס, כתיבת אופציות רכישה או מכירה על הנכס ולקיחת אשראי. נניח קיומם של ארבעת הנכסים הבאים: (1) נכס בסיס שאינו מניב תשואה שוטפת (יסומן באות S)⁵⁷; (2) אג"ח ללא סיכון⁵⁸, שהריבית בגינה

54 גם כאן שיקולי המימוש ייגזרו מכדאיות המימוש. רוכש האופציה ירכוש את נכס-המקרקעין במחיר המימוש הנקוב באופציה, רק אם מחירו בשוק יהיה גבוה ממחיר המימוש; שאם לא כן, האופציה תפקע ולא תמומש, והפסדו של רוכש האופציה יסתכם בפרמיה ששילם.

55 הזהות בין עסקת-הלוואה, שלצדה כתיבת אופציית-מכירה, לבין עסקת-מכר שבצדה כתיבת אופציית-רכישה, תלויה בתנאים שיפורטו להלן.

56 ראו, למשל, J.C. Cox & M. Rubinstein *Option Markets* (1985) 39–44; J. Hull *Options, Futures and Other Derivative Securities* (2nd ed., 1993) 163–166.

57 למשל: מניה שהמחזיק בה לא יקבל דיבידנד בתקופה הרלבנטית.

58 הנחת קיומה של הלוואה ללא סיכון – למשל: רכישת "שטרי אוצר" (אג"ח ממשלתי) של ארצות-הברית – היא אופטימית במידת-מה, אך מקובלת בספרות הפיננסית כנקודת-מוצא לדיון.

משתלמת בסוף תקופה (תסומן באות Z)⁵⁹; (3) אופציית-רכישה על הנכס (תסומן באות C); (4) אופציית-מכירה על הנכס (תסומן באות P). נגיה, כי מחיר המימוש של אופציות הרכישה והמכירה (יסומן באות X) שווה למחיר הפדיון של האג"ח וכי תאריכי המימוש של האופציות זהים ליום פדיון האג"ח⁶⁰. כמו-כן נניח קיומם של שווקים משוכללים לכל אחד מארבעת הנכסים. היחס ביניהם בא לידי ביטוי במשוואה, המאפשרת לבטא כל אחד מהם באמצעות הנכסים האחרים. באמצעות ה-put-call parity theorem, ניתן לקבוע, בהתעלם מעלויות עסקה, כי ערך הנכסים השונים ביום המימוש יהיה כדלקמן:

$$S + P_x = Z_x + C_x$$

לא נעסוק בהוכחת המשוואה⁶¹, אך הגיונה ברור באופן אינטואיטיבי. נבחן שני משקיעים שונים: אחד מחזיק בשני הנכסים המופיעים בצד שמאל של המשוואה (נכס ואופציית-מכירה), ואילו האחר מחזיק בשני הנכסים המופיעים בצד ימין שלה (אג"ח ואופציית-רכישה). למשקיע הראשון (ה"שמאלי") מובטח, כי ערך נכסיו ביום המימוש יהיה שווה למחיר השוק של הנכס, אך לא פחות מ-X. אם מחיר הנכס יפחת מ-X, המשקיע יממש את אופציית-המכירה ויבטיח לעצמו את מחיר המימוש (X). אם מחיר הנכס יהיה גבוה מ-X, האופציה תפקע, והמשקיע ייוותר עם הנכס. גם למשקיע השני (ה"ימני"), המחזיק אג"ח ואופציית-רכישה, מובטח כי בכל מקרה ערך נכסיו יהיה שווה למחיר הנכס, אך לא פחות מ-X. האג"ח מבטיח לו תמיד את תשלום ה-X⁶². אם מחיר הנכס יפחת מ-X, האופציה תפקע; ואם מחיר הנכס יהיה גבוה מ-X, המשקיע יממש את אופציית-הרכישה של הנכס ותמורת תשלום מחיר המימוש (X) יזכה בנכס. המשוואה מבהירה אפוא, כי בכל מחיר עתידי של הנכס ושל האופציות מצבם של שני המשקיעים יהיה זהה ביום המימוש.

כך, לדוגמא, נגיה כי אג"ח שהונפקה על-ידי המדינה, בניכיון ב-1.1.1995, מעניקה תשואה של 10% לשנה וכי האג"ח הונפקה בסכום של 1,000 ש"ח והיא תיפדה בחלוף שנה, ביום 1.1.1996, בסכום של 1,100 ש"ח. כמו-כן נגיה, כי נכס הבסיס הוא מניה שהמחזיק בה לא יקבל דיבידנד במשך השנה וכי הונפקו אופציות רכישה ומכירה על המניה המאפשרות לרוכשן לקנות או למכור את המניה, בחלוף

59 למשל: אג"ח "ללא ריבית" המונפקת בניכיון. שיעור הניכיון משקף כמובן את שיעור הריבית המתאים לתקופת-ההלואה.

60 דיוגנו מניח אפוא קיומן של אופציות אירופאיות ולא אמריקניות, ראו דיוגנו לעיל הערה 39.

61 להוכחת המשוואה ראו, למשל, לעיל הערה 56.

62 כזכור, הנחנו כי האג"ח נטולת-סיכון.

שנה (ב-1.1.1996), תמורת תשלום של 1,100 ש"ח. על-פי המשוואה, הערך של המניה ואופציית-המכירה (נכסי המשקיע ה"שמאלי") ב-1.1.1996 יהיה תמיד שווה לערך של האג"ח (1,100 ש"ח) ואופציית-הרכישה (נכסי המשקיע ה"ימני"); שכן ייתכנו שלוש אפשרויות לגבי היחס שבין שווי המניה ב-1.1.1996, ובין מחיר המימוש (1,100 ש"ח): שווי המניה גבוה ממחיר המימוש, נמוך ממנו או שווה לו. אם שווי המניה גבוה מ-1,100 ש"ח, למשל: שוויה 1,200 ש"ח, ערך נכסי המשקיע ה"שמאלי" יהיה 1,200 ש"ח: המניה שווה 1,200 ש"ח, ואילו האופציה (למכור נכס השווה 1,200 ש"ח ב-1,100 ש"ח) תפקע (שווי 0). גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני" ב-1.1.1996 יהיה 1,200 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום, תקנה לו 1,100 ש"ח, והאופציה (לקנות נכס השווה 1,200 ש"ח ב-1,100 ש"ח) שווה 100 ש"ח.

אם שווי המניה נמוך מ-1,100 ש"ח, למשל: שוויה 1,000 ש"ח, ערך נכסי המשקיע ה"שמאלי" יהיה 1,100 ש"ח: המניה שווה 1,000 ש"ח, ואילו האופציה (למכור נכס השווה 1,000 ש"ח ב-1,100 ש"ח) שווה 100 ש"ח. גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני" ב-1.1.1996 יהיה 1,100 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום תקנה לו 1,100 ש"ח, והאופציה (לקנות נכס השווה 1,000 ש"ח ב-1,100 ש"ח) תפקע (שווי 0).

אם שווי המניה ב-1.1.1996 יהיה 1,100 ש"ח, שווי אופציות לרכוש או למכור את המניה ב-1,100 ש"ח יהיה 0. על-כן, ערך נכסי המשקיע ה"שמאלי" יהיה 1,100 ש"ח: המניה שווה 1,100 ש"ח, ואילו האופציה (למכור נכס השווה 1,100 ש"ח ב-1,100 ש"ח) שווה 0 ש"ח. גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני", ב-1.1.1996 יהיה 1,100 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום, תקנה לו 1,100 ש"ח, והאופציה (לקנות נכס השווה 1,100 ש"ח ב-1,100 ש"ח) שווה 0 ש"ח. מכאן עולה, כי בכל אחת מהחלופות האפשריות למחיר העתידי של הנכס ושל האופציות מצבם של שני המשקיעים יהיה זהה ביום המימוש.

אמנם, המשוואה עוסקת בשווי הנכסים ביום המימוש, אך אם קיימים שווקים משוכללים לכל אחד מסוגי הנכסים, הרי שהשוויון יתקיים גם קודם-לכן; שאם לא כן, ניתן יהיה להפיק רווחי ארביטרג' על-ידי מכירת הנכסים היקרים (של צד אחד של המשוואה) ורכישת הנכסים הזולים יותר אשר שווים זהה בדיוק לשווי הנכסים האחרים.

מהמשוואה (put-call parity) ניתן לקבוע גם את יחסי-הגומלין בין רכישת נכס-בסיס לרכישת אג"ח ואופציית-רכישה וכתובת אופציית-מכירה על נכס הבסיס⁶³:

63 מובן שגם יישום זה של משוואת ה-put-call parity מותנה בהנחות-היסוד שנסקרו לעיל.

$$S = Z_x + C_x - P_x$$

המשוואה מבהירה, כי רכישת נכס-בסיס שווה מבחינה כלכלית לשלושת הבאים: רכישת אג"ח בניכיון במחיר פדיון X, רכישת אופציית-רכישה על הנכס לתאריך פדיון האג"ח במחיר מימוש X וכתובת אופציית-מכירה על הנכס לאותו תאריך, במחיר מימוש X. צד ימין של המשוואה מציג אפוא את הדרך ליצירת "נכס סינתטי", שכן מחזיק אג"ח הרוכש אופציית-רכישה והכותב אופציית-מכירה על אותו נכס-בסיס — כשמחיר הפדיון של האג"ח שווה למחיר מימוש האופציות ותאריכי המימוש שווים לתאריך הפדיון — ייהנה מהתשואה שניתן להפיק מנכס-הבסיס ללא החזקתו בפועל⁶⁴. באופן דומה ניתן "לשכפל" אופציות ואגרות-חוב. די לרכוש או למכור שלושה מארבעת הנכסים — היינו: נכס-בסיס, אופציית-רכישה, אופציית-מכירה ואג"ח — כדי ליצור את תזרים המזומנים הצפוי מהנכס הרביעי⁶⁵. כך, למשל, במקום לרכוש אופציית-מכירה ניתן להציע למשקיע לקנות "אופציה סינתטית" על-ידי רכישת אופציית-קנייה, מכירת נכס-הבסיס וקניית אג"ח.

64 כך, אם ניקח לדוגמא את נתוני הדוגמא לעיל: אג"ח שהונפקה ב-1,000 ש"ח והיא תיפדה בחלוף שנה, ב-1/1/1996, ב-1,100 ש"ח, נכס-הבסיס הוא המניה שהמחזיק בה לא יקבל דיבידנדו במשך השנה וכי הונפקו אופציות רכישה ומכירה על המניה, המאפשרות לרוכשן לקנות או למכור את המניה בחלוף השנה ב-1/1/1996, תמורת תשלום של 1,100 ש"ח. על-פי המשוואה, הערך של המניה ב-1/1/1996 יהיה תמיד שווה לשווי של האג"ח (1,100 ש"ח) ושל אופציית-הרכישה בניכוי ערך אופציית-המכירה. גם כאן ייתכנו שלוש אפשרויות לגבי היחס שבין שווי המניה ב-1/1/1996 ובין מחיר המימוש (1,100 ש"ח): שווי המניה גבוה ממחיר המימוש, נמוך ממנו או שווה לו. אם שווי המניה גבוה מ-1,100 ש"ח — למשל: שוויה 1,200 ש"ח — גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני", רוכש הנכס הסינתטי, יהיה 1,200 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום, תקנה לו 1,100 ש"ח; אופציית-הרכישה, המאפשרת לו לקנות נכס השווה 1,200 ש"ח ב-1,100 ש"ח, שווה 100 ש"ח; ואילו אופציית-המכירה (המאפשרת לרוכשה למכור לכותב האופציה נכס השווה 1,200 ש"ח ב-1,100 ש"ח) תפקע, שכן רוכש האופציה לא יממשה. אם שווי המניה נמוך מ-1,100 ש"ח — למשל: שוויה 1,000 ש"ח — גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני" יהיה 1,000 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום, תקנה לו 1,100 ש"ח; אופציית הרכישה (לקנות נכס השווה 1,000 ש"ח ב-1,100 ש"ח) תפקע (שווי 0); ואילו המשקיע יפסיד 100 ש"ח בשל כתיבת אופציית-המכירה (התחייבות לקנות נכס השווה 1,000 ש"ח ב-1,100 ש"ח). אם שווי המניה ב-1/1/1996 יהיה 1,100 ש"ח, שווי האופציות לרכוש או למכור את המניה ב-1,100 ש"ח יהיה 0. על-כן, שווי המניה יהיה שווה לערך האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום ב-1,100 ש"ח. מכאן עולה, כי גם כאן בכל אחת מהחלופות האפשריות למחיר העתידי של הנכס ושל האופציות מצבם של שני המשקיעים יהיה זהה ביום המימוש.

65 למותר לציין את עיוותי המס שייגרמו מכך, שכן שיטת-המס הנוהגת אינה ממסה את ארבעת הנכסים באופן עקבי. ראו דיוגנו בפסקה הבאה.

החלופה הסינתטית מבטיחה למשקיע את כל הסיכויים והסיכונים השמורים לרוכש אופציית-מכירה ללא רכישתה.

המשוואה האחרונה תוביל אותנו להוכחת הזהות בין שתי החלופות שנדונו בעניין חוף התכלת בדבר זיהוי עסקת-הבסיס ועסקת-האופציה הנלווית לה. השוויון בין שתי החלופות – היינו: בין עסקת הלוואה, שלצדה המלווה כותב אופציית-מכירה על נכס-הבסיס, ובין רכישת נכס-הבסיס יחד עם כתיבת אופציית-רכישה על הנכס – נובע אף הוא מיישום משוואת ה-put-call parity, ממנה עולה כי:

$$S - C_x = Z_x - P_x$$

היינו: עסקה של רכישת נכס וכתיבת אופציית-רכישה על הנכס במחיר מימוש X (צד שמאל של המשוואה) שקולה מבחינה כלכלית למתן הלוואה המבטיחה X ביום הפדיון (רכישת אג"ח בניכיון) וכתיבת אופציית-מכירה על נכס הבסיס במחיר מימוש X (צד ימין של המשוואה). גם הגיונה של משוואה זו, כקודמותיה, ברור באופן אינטואיטיבי. למשקיע המחזיק בנכסים המופיעים בצד ימין של המשוואה מובטח כי שווי נכסים אלו ביום המימוש יהיה מחיר הנכס או X – הנמוך מבין השניים. האג"ח תעניק סכום X למשקיע ביום הגעתה לפדיון. אם מחיר הנכס ביום זה יהיה גבוה מ- X , האופציה תפקע והמשקיע יישאר עם סכום X ; אך אם מחיר הנכס יהיה נמוך מ- X , רוכש האופציה יממשה והמשקיע יישאר עם הנכס, אך ללא סכום X , שישולם לרוכש האופציה⁶⁶. באופן דומה, גם למשקיע המחזיק בנכסים המופיעים בצד שמאל של המשוואה מובטח, כי שווי נכסים אלו ביום המימוש יהיה שווי הנכס או X – הנמוך מבין השניים. אם מחיר הנכס יהיה גבוה מסכום X , האופציה תמומש והמשקיע ייוותר ללא נכס, אך עם סכום X (מחיר המימוש). אם מחיר הנכס ביום המימוש יהיה נמוך מסכום X , האופציה תפקע והמשקיע ייוותר עם הנכס.

כך, לדוגמא, נניח, כמו בדוגמא לעיל, כי אג"ח שהונפקה על-ידי המדינה בניכיון, ב-1.1.1995, מעניקה תשואה של 10% לשנה וכי האג"ח הונפקה ב-1,000 ש"ח והיא תיפרד בחלוף שנה, ב-1.1.1996, ב-1,100 ש"ח. כמורכב נניח, כי נכס הבסיס הוא מניה שהמחזיק בה לא יקבל דיבידנד במשך השנה וכי הונפקו אופציות רכישה ומכירה על המניה המאפשרות לרוכשן לקנות או למכור את המניה, בחלוף השנה ב-1.1.1996, תמורת תשלום של 1,100 ש"ח. על-פי המשוואה, הערך של המניה בניכוי שווי אופציית-הרכישה (נכסי המשקיע ה"שמאלי") ב-1.1.1996 יהיה

66 בדרך-כלל המשקיע יישאר עם סכום כספי השווה למחיר הנכס, שכן כותב האופציה יעביר לרוכש האופציה רק את ההפרש הכספי שבין מחיר המימוש לשווי הנכס. ראו לעיל הערה 37.

שווה תמיד לערך של האג"ח (1,100 ש"ח) בניכוי שווי אופציית-המכירה (נכסי המשקיע ה"ימני"); שכן גם כאן ייתכנו שלוש אפשרויות לגבי היחס שבין שווי המניה ב-1.1.1996 ובין מחיר המימוש (1,100 ש"ח): שווי המניה גבוה ממחיר המימוש, נמוך ממנו, או שווה לו.

אם שווי המניה גבוה מ-1,100 ש"ח, למשל: שוויה 1,200 ש"ח, ערך נכסי המשקיע ה"שמאלי" יהיה 1,100 ש"ח: המניה שווה 1,200 ש"ח, ואילו סילוק האופציה שכתב, המאפשרת לרוכשה לקנות מהמשקיע נכס השווה 1,200 ש"ח ב-1,100 ש"ח, תעלה לו 100 ש"ח. גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני" ב-1.1.1996 יהיה 1,100 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום, תקנה לו 1,100 ש"ח והאופציה שכתב, המאפשרת לרוכשה למכור למשקיע נכס השווה 1,200 ש"ח ב-1,100 ש"ח, תפקע ללא תמורה.

אם שווי המניה נמוך מ-1,100 ש"ח, למשל: שוויה 1,000 ש"ח, ערך נכסי המשקיע ה"שמאלי" יהיה 1,000 ש"ח: המניה שווה 1,000 ש"ח, ואילו האופציה שכתב, המאפשרת לרוכשה לקנות מהמשקיע נכס השווה 1,000 ש"ח ב-1,100 ש"ח, תפקע. גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני" ב-1.1.1996, יהיה 1,000 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום, תקנה לו 1,100 ש"ח, וסילוק האופציה, המחייבת אותו לקנות נכס השווה 1,000 ש"ח ב-1,100 ש"ח, יעלה לו 100 ש"ח.

במקרה השלישי שווי המניה ב-1.1.1996 יהיה 1,100 ש"ח. על-כן, שווי האופציות לרכוש או למכור את המניה ביום זה ב-1,100 ש"ח יהיה 0. במקרה זה ערך נכסי המשקיע ה"שמאלי" יהיה 1,100 ש"ח: המניה שווה 1,100 ש"ח, ואילו האופציה שווה 0 ש"ח. באופן דומה גם ערך נכסי המשקיע ה"ימני", ב-1.1.1996 יהיה 1,100 ש"ח: האג"ח, המגיעה לפדיון באותו יום, תקנה לו 1,100 ש"ח, והאופציה תפקע ללא תמורה. דוגמא זו, כקודמתה, מוכיחה כי בכל אחת מהחלופות האפשריות למחיר העתידי של הנכס ושל האופציות מצבם של שני המשקיעים יהיה זהה ביום המימוש.

אמור אפוא: על-פי עקרונות ה-put-call parity שנסקרו לעיל⁶⁷, זיהוי עסקת חוץ התכלת כהלואה שבצדה כתב המלווה אופציית-מכירה שקול לזיהויה כעסקת-מכר, שבה רוכש הנכס כותב עליו אופציית-רכישה.

67 ההנחות הפשטניות שהנחנו עד כה מתעלמות מעלויות העסקה (לרבות ממרכיב הסיכון הכלול בהן, ראו לעיל הערה 31). כמובן הנחנו כי הנכס איננו מניב תשואה שוטפת (למשל: דיבידנד או שכר-דירה) וכי האופציות הן אופציות אירופאיות הניתנות למימוש ביום אחד בלבד. עיון בספרות הכלכלית (למשל: זו הנזכרת לעיל בהערה 56) יוכיח את נכונות הניתוח גם לגבי אופציות אמריקניות ונכסים המניבים תשואה שוטפת וכן את היכולת לשקלל במשוואה את עלויות העסקה.

ד. עיוותי המס על-פי הדין הנוהג

עסקת חוץ התכלת משקפת שתי אסטרטגיות השקעה, המובילות לתוצאה כלכלית זהה. בשוק משוכלל ובעולם ללא מס מחיר שתי החלופות, לאחר נטרולן של עלויות העסקה, יהיה זהה. ברם, דין המס הנוהג כיום בישראל – הדין המתיימר למסות עסקאות בהתאם למהותן הכלכלית, ועל-כן למסות עסקאות דומות באופן דומה – מתגלה כאן במלוא חולשתו⁶⁸. תוצאת המס הסופית של כל אחת מהחלופות שונה באופן מהותי מזו של חברתה.

החלופה האסטרטגיה הראשונה עניינה רכישת אג"ח (מתן הלוואה) ולצדה כתיבת אופציית מכירה. חלופה זו, על שני מרכיביה, פטורה ממס שבח מקרקעין, אך חייבת במס הכנסה⁶⁹. במקרים רבים הריבית המצטברת על ההלוואה חייבת במס הכנסה באופן מצטבר⁷⁰, ובמקרים אחרים – בעת תשלומה; ואילו תוצאותיה

68 אמנם, חלק מבעיות המס שהוצגו לעיל אינן מיוחדות רק לישראל, אבל ההבחנה שתוצג להלן בין עסקה בנכסי נדל"ן, החייבת במס שבח, בין עסקה בנכסים "רגילים", החייבת במס הכנסה, מיוחדת לדין הישראלי. באופן דומה, מיסוי של כותב אופציית רכישה במס שבח מקרקעין כמועד קבלת הפרמיה (ראו להלן הערה 69), ללא ידיעת תוצאותיה של העסקה נשוא ההתחייבות – קרי: האם הסתיימה ברווח או בהפסד ומה שיעורה – מהווה חריג בלתי מוצדק לדין מס הכנסה הנוהג, הממסה עסקה על-פי תוצאותיה ולא על-פי תזרים המזומנים שלה. ראו בר לעיל הערה 9.

69 רכישת אג"ח יוצרת הכנסות מימון פירותיות למקבל הריבית (סעיף 4(2) לפקודת מס הכנסה, או אם המקבל עוסק בכספים – הכנסה לפי סעיף 1(2) לפקודה); ואילו הוצאת המימון של מנפיק האג"ח, משלם הריבית, תוכר בניכוי אם תעמוד במבחני סעיף 17(1) לפקודה. כתיבת אופציית מכירה על נכס נדל"ן איננה חייבת במס שבח מקרקעין, שכן הגדרת "מכירה" בחוק מס שבח כוללת בין השאר, את אירועי "המכירה" הבאים:

(2) הענקתה של זכות לקבל זכות במקרקעין, וכן העברה או הסבה של זכות לקבל זכות במקרקעין או ויתור על זכות כאמור; (3) הענקתה של זכות להורות על הענקתה, העברה או הסבה של זכות במקרקעין או על ויתור על זכות במקרקעין, וכן העברתה או הסבתה של זכות להורות כאמור או ויתור עליה.

על פי גישת רשויות המס, החוק חל על עסקה באופציית רכישה בלבד, שבה מוענקת "זכות לקבל זכות במקרקעין" (לגישה חולקת, ראו בר, לעיל הערה 9). לעומת זאת, הרוכש אופציית מכירה, המאפשרת לו למכור נכס נדל"ן (היינו: זכות "למסור" זכות במקרקעין), איננו נחשב כמי שרכש זכות במקרקעין, והמוכר, המתחייב לקנות את נכס הנדל"ן, נשוא האופציה, איננו נחשב כמי שמכר זכות במקרקעין (המוגדרת בסעיף 1, בין היתר, כבעלות או חכירה לתקופה העולה על עשר שנים). ראו "הדרי מס שבח מקרקעין (כרך א, תשנ"ג) 232. 70 ראו ע"א 385/75 פשמ"ג נ' רפק אלקטרוניקה בע"מ, פ"ד (1) 645; ע"א 347/78 קופת עליה אגודה שיתופית לאשראי וחסכון בע"מ נ' פקיד שומה למפעלים גדולים, פ"ד לג(2) 525; ע"א

של עסקת אופציית-המכירה (רווח או הפסד) ימוסו קרוב לוודאי במס-הכנסה אך ורק עם סיומה⁷¹. מובן, שאם האופציה תמומש ועסקת-המקרקעין (עסקת-הבסיס) תתבצע, יחולו דיני מס-שבת על רוכש המקרקעין ועל מוכרם.

החלופה-האסטרטגיה השנייה עניינה עסקת מכר מקרקעין ולצדה כתיבת אופציית-רכישה על הנכס הנמכר. חלופה זו, על שני מרכיביה, חייבת כיום בתשלום מס שבח מקרקעין ומס-רכישה: רכישת המקרקעין על-ידי המשקיעים חייבת במס-רכישה, ומכירת המקרקעין חייבת בתשלום מס-שבח; ואילו הפרמיה המתקבלת מכתבת אופציית-הרכישה חייבת אף היא – לדעת רשויות מס-שבח – במס-שבח ובמס-רכישה⁷².

המיסוי של שתי החלופות שונה אפוא באופן מהותי. כך, למשל, התשלום הכפול של מס-הרכישה בחלופה השנייה (פעם על-ידי רוכש המקרקעין ופעם על-ידי רוכש האופציה) איננו "מקזז" את מיסוי הרכיבת המצטברת בחלופה הראשונה. מס-הרכישה מוטל על עצם ביצוע העסקה והוא מוטל בשיעור קבוע הנקבע על-פי ערכו של הנכס הנרכש. לעומת זאת, שיעור הרכיבת נגזר מתקופת האשראי, מהסיכון ההוגני והאינפלציוני ומעלות המרכיב המנהלתי במתן האשראי. נוסף על ההבדל הכמותי בין שתי החלופות יש הבדל מהותי אחר, והוא עיתוי המס. עליית ערכו של נכס הבסיס בחלופה השנייה פטורה ממס עד למימוש האופציה, אך הפרמיה בגין אופציית-הרכישה ממוסה – לדעת רשויות-המס – באופן מיידי⁷³. לעומת זאת, בחלופה הראשונה הרכיבת על האג"ח ממוסה במקרים רבים על בסיס מצטבר⁷⁴ (או בעת תשלומה), ומיסוי הפרמיה על אופציית-המכירה יידחה עד לסיום עסקת-האופציה⁷⁵. הדין הנוהג אפוא פגיעתו רעה, שכן הוא מאפשר לנישום לבחור – בין שתי חלופות כלכליות זהות – את אופן המיסוי הנוח לו, כמו גם את עיתויו⁷⁶.

159/79 קי.בי.ע. קבוצת בוני ערים בע"מ נ' פקיד שומה למפעלים גדולים, פ"ד לה (3) 572; וכן לעיל הערה 27. כמורכב במקרים רבים יוכרו הוצאות המימון באופן מצטבר.

71 ראו בר, לעיל הערה 9.

72 ראו הגדרת "מכירה", לעיל הערה 69, אך ראו בר, לעיל הערה 9, המציע למסות אופציית-רכישה, גם על-פי החוק הנוהג, במס-הכנסה.

73 ראו בר לעיל הערה 9.

74 ראו לעיל הערה 70.

75 ראו לעיל הערה 71.

76 כך, למשל, נישום המעדיף את מיסוי העסקה על-פי החלופה הראשונה (הלוואה) יסתמך על קביעת בית-המשפט, כי רק "משחלפה ועברה מהעולם החלופה האחת (של הלוואה), ממילא מתממשת בחזירה בחלופה אחרת, שהיא אפשרית וממשית – עיסקת המקרקעין" (ראו לעיל הערה 5, בעמ' 69). לטענתו, תיאור כרונולוגי זה עולה בקנה אחד עם החלופה הראשונה,

כיצד אפוא יש למסות את עסקת חוף התכלת? שאלה זו מחייבת את בחינת הדין הרצוי למיסוי עסקאות באופציות, בכלל, ולמיסוי אופציות על נכסי מקרקעין, בפרט. כל אחת משתי השאלות מחייבת דיון נפרד⁷⁷. דיון זה יראה, כי ניתן להשיג את הקטנת העיוות – שמקורו ביכולתו של הנישום ליצור נכסים והתחייבויות סינתטיים באמצעות שימוש במכשירים פיננסיים⁷⁸ ועל-ידי כך להגיע לתוצאה כלכלית נתונה בכמה דרכים – באמצעות הפעלת העקרונות הבאים:

ראשית, אין למסות את עצם קבלת הפרמיה בגין כתיבת אופציה ויש לדחות את עיתוי המיסוי של עסקת-אופציה (מכל סוג) עד לכירור תוצאותיה (אגב מימוש, מכירתה או פקיעתה). שנית, יש למסות את כל סוגי האופציות באופן אחיד ללא הבחנה לגבי טיבו של נכס-הבסיס: אין יסוד נורמטיבי למיסוי שונה של אופציות על נכסי-מקרקעין. זאת ועוד: שימוש באסטרטגיה עסקית מעמיד אתגר בפני רשויות-המס: למסות את ה"יער" (היינו: את התוצאה הכלכלית הסופית של האסטרטגיה) ולא את "עציו היחידים" (היינו: מהלכי-ביניים שנקטו כדי להבטיח תוצאה זו). על-כן במקרים רבים יש למסות כל אסטרטגיית השקעה באופן אינטגרטיבי בהתאם לתוצאה הכלכלית הסופית המושגת מכל מרכיביה.

ה. סיכום

עסקת חוף התכלת נחזית כעסקת מכר מקרקעין "רגילה", שבה המוכר מתחייב לאחת משתי חלופות ביצוע חוזיות: למכור את המקרקעין נשוא ההסכם במחיר מוסכם או (אם יחליט שלא למכור את המקרקעין) להחזיר את ה"פיקדון" בתוספת ריבית מוסכמת. לאחר שבית-המשפט העליון קבע כי מיסוי העסקה ייעשה על-פי מהותה, הוא קבע את מהות העסקה כ"חווה-חלופין". דיונו הוכיח כי גם "חווה-חלופין" ניתן וצריך לפרק לגורמיו. עסקת חוף התכלת היא עסקה מורכבת שבה, מבחינה כלכלית, הצדדים ביצעו שתי עסקאות במקביל: עסקת-בסיס ולצדה עסקת-אופציה. אם עסקת-הבסיס היא הלוואה, הרי שהמלווים (המשקיעים) כתבו ללווה אופציית-מכירה על נכס-המקרקעין. אם עסקת-הבסיס היא מכר מקרקעין, הרי שהרוכשים (המשקיעים) כתבו למוכרת, בעלת-המקרקעין, אופציית-רכישה על

זו של הלוואה תחילה ההופכת רק לאחר-מכן – עם מימוש האופציה (ראו דיונו לעיל, ליד הערות 47-48) – לעסקת מכר מקרקעין.

77 ראו לעיל הערה 9.

78 ראו דיונו לעיל ליד הערות 55-67.

נכס-המקרקעין. בהתעלם מעלויות העסקה, שתי החלופות זהות מבחינה פיננסית, וזהות זו תישמר כמובן בעולם ללא מס. הביקורת המוצעת על פסק-הדין איננה מוגבלת לסיווג המוטעה של העסקה, שכן – כך נטען – ההתעלמות מעסקת-האופציה, על שתי חלופותיה, גורמת עיוותי מס. עיוות המס יסודו בכך שלעסקה נתונה – אשר מכלול הסיכויים והסיכונים של הצדדים לה נתון – יש תוצאות מס שונות הנקבעות על-פי צורתה הפורמלית של העסקה ואופן ההצגה של גורמי-היסוד המרכיבים אותה.