

המבקשים:

1. הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ (כמנהלת קרן פיא (2B)-30/70)
 2. אשר ספיר
- על ידי ב"כ גיל רון, קינן ושות'
ואביעד, סרן ושות'
מרחוב ויצמן 32, תל אביב
טל: 03-6967676; פקס: 03-6967673

- נ ג ד -

המשיבים:

1. לנדמארק גרופ בע"מ
 2. נמרוד טבי
 3. יוסף עוז
 4. דן טוחנר
 5. יובל טוביאס
 6. רמזי גבאי
 7. שמרית ורשבסקי
- על ידי ב"כ מיתר, ליקוורניק, גבע & לשם, ברנדויין ושות'
מדרך אבא הלל 16, רמת גן
טל: 03-6103100; פקס: 03-6103111
8. איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ
 9. אנליסט חיתום והנפקות בע"מ
 10. אלטשולר שחם ניהול חיתום והשקעות בע"מ
 11. אחריות חיתום (1993) בע"מ
 12. י.א.צ. השקעות ונכסים בע"מ
 13. רבבות חיתום בע"מ
 14. לביא את לביא חיתום והשקעות בע"מ
 15. אינווסט-פרו ייזום וקידום הנפקות 1993 בע"מ
 16. ורד דורות חיתום (1993) בע"מ
- על ידי ב"כ ניר כהן, לשם ושות'
מרחוב ברקוביץ 4, תל אביב
טל: 03-6968270; פקס: 03-6968277

הרשות:

רשות ניירות ערך
על ידי ב"כ עו"ד מפרקליטות מחוז ת"א (אזרחי)
רח' הנרייטה סולד 1 תל אביב 64924
טל: 03-6970222; פקס: 03-6918541

עמדה מטעם רשות ניירות ערך

בהמשך לבקשת רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") מיום 12.2.2012, ובהתאם להחלטת בית המשפט הנכבד

מיום 13.2.2012, הרשות מתכבדת להגיש לבית המשפט הנכבד עמדה בנוגע למספר סוגיות משפטיות העולות במסגרת התיק שבכותרת.

פרק א' - מבוא

1. הרשות מגישה עמדה זו לאחר שיו"ר הרשות החליט - בשים לב לסוגיות עקרוניות העולות מסיכומי הצדדים - להפעיל את הסמכות הקבועה בסעיף 35ט(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ט-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך") ולהתייצב בהליך שבכותרת.
2. עמדה זו מוגשת בעיקר לאור השפעה רוחבית אפשרית אשר עשויה להיות להכרעה בסוגיות שונות על סטנדרט ההתנהגות של גורמים בשוק ההון המפוקחים על ידי הרשות, וכפועל יוצא מכך על ציבור המשקיעים, אשר הרשות אמונה על שמירת עניינם.
3. עמדה זו עוסקת במספר סוגיות: (א) תחולת ההגנות הקבועות בסעיף 133(1) ובסעיף 133(א) לחוק על חתמים להנפקה; (ב) חשיבות הגילוי בדבר אינדיקציות מהותיות לשווי נכסים לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת; ו- (ג) אפשרות הגשת תובענה ייצוגית על ידי מנהל קרן בגין הפרות דין שבוצעו לטענתו באחד התאגידים בהם מושקעת הקרן.
4. בשולי הדברים נבקש להבהיר להלן גם את גדר סמכותה ותפקידה של הרשות בקשר עם מתן היתר לפרסום תשקיף.
5. יובהר, כי עמדה זו אינה מתייחסת לעניינים נושא תיק זה לגופם, וכי הרשות אינה מביעה עמדה כלשהי בדבר המתלוקות העובדתיות שבין הצדדים. עמדה זו נועדה אך ורק להבהיר את עמדתה המשפטית של הרשות בנוגע למספר נושאים משפטיים בעלי חשיבות מיוחדת, אליהם הצדדים כבר התייחסו בהרחבה במסגרת הסיכומים שהוגשו על ידם.
6. יודגש כי אין באי-נקיטת עמדה על ידי הרשות בנושא כלשהו כדי ללמד על עמדת הרשות בנוגע אליו. ישנה קשת של עניינים בהם הרשות תומכת לחלוטין בעמדת המבקשים (לדוגמא, מבלי למצות, כי יש לדחות את טענת ההתיישנות, או כי פרסומים בכלי התקשורת אינם מרפאים את מעשה ההטעיה), אך הרשות לא מצאה לנכון להתייחס אליהם מכיוון שהטיעון לגביהם מוצה בסיכומים, או שלעמדתה לא מדובר בעניינים בעלי השפעה רוחבית.
7. להשלמת פרק זה יצוין כי הרשות מסייעת במימון ההליך שבכותרת בהתאם לסמכות הנתונה לה בסעיף 209 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. הרשות החליטה להשתמש בסמכותה האמורה נוכח עמדתה כי "יש בתובענה ענין לציבור וכי יש סיכוי סביר שבית המשפט יאשר אותה כתובענה ייצוגית".

פרק ב' - תחולת ההגנה הקבועה בסעיף 33 לחוק ניירות ערך על חתם

8. סעיף 33 לחוק קובע את התנאים בהתקיימם תישלל אחריות לנזק בשל פרט מטעה בתשקיף, כדלקמן:

33'. שלילת אחריות

האחריות לפי סעיפים 31 או 32 לא תחול -

(1) על מי שהוכיח שנקט כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, בחוות הדעת, בדו"ח או באישור, הכל לפי העניין, וכי האמין בתום לב שאכן אין פרט כזה ומילא חובתו לפי סעיף 25(ד)

" ...

9. טענת החתמים הנמנים על המשיבים בתיק שבכותרת היא (בין היתר) כי הלכה למעשה, נקטה איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ (ששימשה כחתם המוביל), בכל האמצעים הנאותים כנדרש, כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף החברה, באופן שקמה לה ההגנה הקבועה בסעיף 33 לחוק (ר' סעיפים 378-409 לסיומי המשיבים 8-16).

10. האמצעים שנקטה כאמור כללו לטענתה בדיקת נאותות של העניינים הנוגעים לתשקיף, לרבות מסמכים וכל מידע רלבנטי אחר. לצורך ביצוע הבדיקה שכרה איפקס את שירותיהם של משרדי עורכי דין ורואי חשבון, אשר בדקו מטעמה, בין היתר, גם שמאויות מקרקעין לחלק מנכסי החברה וכן את סטטוס ההליכים המשפטיים בהם מעורבת החברה וכי אלו לא מצאו כי קיימים בתשקיף פרטים מטעים. עוד הוזכר כי איפקס או מי מטעמה עמדו בקשר ישיר ושוטף עם רואי החשבון ועורכי הדין של ההנפקה. נוסף על כך, קיבלה איפקס "מכתבי נוחות" ממשרדי עורכי הדין ורואי החשבון ששכרה לצורך ביצוע בדיקות הנאותות, כמו גם ממשרדי רואי החשבון ועורכי הדין של ההנפקה ומהחברה עצמה. במכתבי הנוחות הללו צוין כי לא הגיע לידיעתם של הבודקים דבר כלשהו אשר יש בו כדי להצביע על כך כי התשקיף כולל פרט מטעה, או כי חסר בתשקיף פרט כלשהו העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות ערך המוצעים על ידיו.

11. לפי טענת החתמים בעניין זה אם כן, כדי לצאת ידי חובה בקשר עם אחריותם לפרטים מטעים בתשקיף די בכך שישכרו בעלי מקצוע ראויים שיעשו עבורם את בדיקות הנאותות. ככל שעשו זאת, הם מילאו את תפקידם, וקמה להם ההגנה לפיה נקטו ב"כל האמצעים הנאותים" כנדרש בסעיף 33 לחוק.

12. הרשות סבורה כי לא ניתן לקבל עמדה משפטית זו. קבלת העמדה תאיין באופן מעשי את האחריות כלפי מחזיקי ניירות הערך שהוטלה על ידי המחוקק באופן מפורש על החתם, ותפגע באופן מהותי בשוק ההון. לכן מדובר בעמדה משפטית בלתי-סבירה.

13. לחתם תפקיד מהותי ביותר כשומר סף חיצוני. תפקידו כבר נדון בעבר בפסיקה המקומית ובפסיקה זרה, וכן נדון בהרחבה בכתבי הטענות של הצדדים. בתמצית ולצרכי האמור להלן נציין כי החתם, בהתאם להגדרתו על פי הדין הקיים, מהווה שומר סף חיצוני המעיד על איכות הגילוי הניתן בתשקיף, אשר מהווה את בסיס המידע לצורך קבלת החלטת ההשקעה.

14. רמת גילוי נאותה נדרשת מתאגידים מדווחים בכל עת על מנת שהמשקיעים לא יקבלו החלטות השקעה מוטעות בשל גילוי מטעה או חסר. לצורך כך קבע המחוקק את החובה ליתן גילוי נאות מידי תקופה, ולעיתים באופן מיידי, וכן את האחריות לגילוי זה. ואולם, כאשר התאגיד מנפיק ניירות ערך חדשים לציבור, הצורך והחשיבות בבדיקת איכות הגילוי ושלמותו עולה עוד יותר, שכן במקרה זה התאגיד הנו צד לעסקה. בשל כל אלה הלך המחוקק בישראל בעקבותיו של המחוקק בארה"ב (שקבע את אחריות החתם לאמור בתשקיף כבר בראשית שנות ה-30 של המאה הקודמת) וקבע כי חתם להנפקה יהיה אחראי לנוק שנגרם בשל פרט מטעה בתשקיף.

15. אחריות החתם בדין בהקשר זה מקורה בסעיף 31(א) לחוק בהיותו "מי שחתם על התשקיף". החתם אחראי מתוקף תפקידו, בין היתר, לנזקים בשל קיומו של "פרט מטעה" בתשקיף. כאמור לעיל, קמה לחתם הגנה בקשר עם גרימת נזק בגין פרט מטעה, בהתקיים התנאים הקבועים בסעיף 33 לחוק.
16. החתם יכול לבצע את בדיקת הנאותות בעצמו, או לחלופין יכול לשכור אנשי מקצוע מתאימים שיסייעו לו בעריכתה. גישת הרשות היא כי אין בבחירת אחת האפשרויות כדי להשפיע על מידת אחריות החתם לפי סעיף 31(א) לחוק. חתם המבקש לחסות תחת ההגנה שניתנת לו בדין בדרך של נקיטת "כל האמצעים הנאותים" כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף (להלן: "בדיקת הנאותות") חייב להוכיח שנקט - בעצמו או באמצעות גורמים שנשכרו על ידו - בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף. ההגנה הקבועה בסעיף 33 לחוק מחייבת מסקנה לפיה תחולת ההגנה אינה קשורה לשאלה אם החתם מבצע את בדיקת הנאותות בעצמו (באמצעות עובדיו), או באמצעות גורמים חיצוניים. בשני המקרים האחריות מוטלת על החתם והתנאי לכך שתקום לחתם ההגנה הנו כי כל אלו שנטלו עימו ו/או מטעמו חלק במלאכה יחדיו ביצעו בדיקת נאותות ראויה. נכשל מי מאלו במלאכתו לא תקום עוד לחתם ההגנה. לפיכך, בחירת גורמים בעלי מוניטין וכישרון לשם ביצע בדיקת הנאותות אינה מהווה לכשעצמה נקיטת "כל האמצעים הנאותים", ואינה מקימה לכשעצמה את ההגנה שבסעיף 33 לחוק.
17. זו לשון החוק וזו גם הדרך היחידה להגשים את תכליתו בעניין זה - הטלת אחריות אמיתית על שומר סף חיצוני שלא ניתן להשתחרר ממנה באמצעות "מיקור חוץ" של תפקידו לגורמים חיצוניים, איכותיים ובעלי מוניטין ככל שיהיו. ככל שחבותו של החתם תישלל רק מכוח שכירת שירותים חשבונאיים ומשפטיים חיצוניים, התועלת מקיומו של שומר סף זה עשויה להתאיין, הלכה למעשה; תרומתו לציבור המשקיעים שרכש ניירות ערך בהסתמך על המידע שאושר על ידו תיחלש; ותפקידו ייבדל ממשמעותו המקורית.
18. למעשה, קבלת התיזה המשפטית של החתמים תוביל למצב בלתי-סביר בו המשקיעים עשויים לצאת "קירחים מכאן ומכאן", באופן שלא יוכלו להיפרע מהחתם או ממי שנתן לו שירותים. מצב זה יוצר שכן האחריות מכוח סעיף 31 לחוק כלפי מי שניזוק בשל פרט מטעה בתשקיף חלה על מי שחתם על התשקיף וכן על דירקטורים של המנפיק, מנהלו הכללי או בעל השליטה בו, ככל ולא חתמו אלו על התשקיף. אחריותם של נותני שירותים חיצוניים כלפי מי שניזוק בשל פרט מטעה בתשקיף עשויה להיות מצומצמת יותר למקרים בהם נכללו או נזכרו חוות דעת, דו"ח או אישור בתשקיף בהסכמתם (ר' סעיף 32 לחוק). כיוון שנותני השירותים מטעם החתם אינם נותנים חוות דעת באופן האמור בסעיף 32 לחוק, עשויה לעלות טענה לפיה לא מתקיימת יריבות בינם ובין ציבור המשקיעים הניזוק מהתקיימותו של פרט מטעה בתשקיף, ולכן אין ביכולתו של האחרון לבוא חשבון עמם במישרין בגין הנזקים שנגרמו לו.
19. על כן, עמדה לפיה עצם בחירת בודקים איכותיים מהווה הגנה לחתם עלולה להפוך את האחריות המוטלת על החתם מכוח סעיף 31 לחוק לאות מתה. לפי עמדה זו החתם היה יוצא ידי חובתו כלפי המשקיעים בבחירת בודקים מטעמו שהיו טוענים כי אין להם כל אחריות ישירה כלפי ציבור המשקיעים על איכות עבודתם. המשקיעים לעומת זאת היו נתקלים בטענת החתם כי האחריות אינה שלו אלא של הבודקים החיצוניים, ובטענת הבודקים החיצוניים כי אין יריבות בינם לבין המשקיעים. זאת ועוד, יהיה בכך גם כדי לסתום את הגולל על היתכנות המשקיעים לקבל פיצוי מ"כיס עמוק", ולו פוטנציאלי. תוצאת עמדה זו עשויה להיות היעדר אחריות חיתומית.

20. לפיכך, לעמדת הרשות, לצורך הוכחת ההגנה הקבועה בסעיף 33 לחוק נדרש החתם להוכיח את נקיטת כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, על ידו ועל ידי הגורמים שפעלו מטעמו. ככל שלא עמד החתם בנטל זה, מוטלת עליו אחריות.

21. סוגיית חובת הנשיאה בנזק שנגרם לחתם עקב התרשלות נותני שירותים שנשכרו על ידו מקומה להתברר במערכת הקשרים שבין החתם לבין אותם נותני שירותים, ושלא אל מול ציבור המשקיעים הניזוק.

פרק ג' - תחולת ההגנה הקבועה בסעיף 33(א) לחוק ניירות ערך

22. סעיף 33(א) לחוק קובע הגנה מסוג נוסף לחתם, לפיה האחריות לפי סעיפים 31 או 32 לחוק לא תחול גם: *"(א) על חתם שהסמיך חתם אחר לנקוט את כל האמצעים הנאותים גם מטעמו כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף אם הוכחו שני אלה:*

(1) החתם המסמיך האמין בתום לב כי אין פרט מטעה בתשקיף;

(2) על החתם שהוסמך לא חלה אחריות בהתאם לפסקה (1)";

23. בהתאם לאמור לעיל, הרי שהגנה זו תקום בהתקיים שלושה תנאים מצטברים: (1) כי החתם הסמיך חתם אחר מטעמו (להלן: **"החתם המסמיך"** ו- **"החתם המוסמך"**, בהתאמה); (2) כי החתם המסמיך האמין בתום לב באי התקיימותו של פרט מטעה בתשקיף; ו- (3) לחתם המוסמך קמה הגנה מכוח סעיף 33(1) לחוק.

24. בקשר עם החתמים הנוספים להנפקה מלבד איפקס הנמנים על המשיבות (להלן: **"החתמים הנוספים"**), נטען על ידם כי חלה לגביהם ההגנה הקבועה בסעיף 33(א) לחוק כאמור, מאחר שהסמיכו את איפקס בבדיקותיה ובאמצעיה להבטחת אי התקיימותו של פרט מטעה בתשקיף, לפעול גם מטעמם, וכן כי האמינו בתום לב כי לא קיים בתשקיף פרט מטעה (רי' סעיפים 397-400 לסיכומי החתמים).

25. אכן, כפי שנטען גם על ידי משיבות אלו, סעיף זה הוסף לחוק במהלך התיקונים שבוצעו לאורך השנים מתוך הרציונאל שחיוב כל אחד מהחתמים לבצע בדיקה עצמאית יגדיל את עלות ההנפקה ותועלתו מוטלת בספק.

26. עם זאת, יש להבהיר ולהדגיש את התנאי הנוסף הנדרש להתקיימותה של הגנה מסוג זה לחתמים מסמיכים והוא כי החתם המוסמך לא נמצא אחראי בגין פרט מטעה בתשקיף. קרי, כי אחריותו נשללה מכוח ההגנה על פי סעיף 33(1) לחוק כמפורט לעיל.

27. משמע, "גורלם" של החתמים המסמיכים נכרך הלכה למעשה ב"גורלו" של החתם המוסמך. אם החתם המוסמך אינו נושא באחריות לפי סעיפים 31 ו- 32 לחוק עקב התקיימותה של ההגנה הקבועה בסעיף 33(1) לחוק, לא ישאו החתמים המסמיכים באחריות זו אף אם לא ביצעו בדיקות נאותות בעצמם (אם היו תמי לב). עם זאת, ככל שלא תישלל אחריותו של החתם המוסמך, באופן שלא הוכיח כי נקט בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, הרי שאחריות זו תחול גם על החתמים המסמיכים.

28. ההיגיון העומד בבסיס ההסדר כפול. מחד, צמצום העלויות הכרוכות בביצוע בדיקות נאותות מרובות על ידי כל אחד מהחתמים בהנפקה. מאידך, תמרוץ החתמים המסמיכים לפקח היטב על עבודת החתם

המוסמך לביצוע בדיקת הנאותות, שכן אחריותם קשורה ביכולתו של החתם המוסמך להוכיח כי ביצע את כל הבדיקות הנדרשות.

29. לפיכך, גם אם החתמים הנוספים הסמיכו את איפקס לפעול מטעמם וכן האמינו בתום לב כי אין פרט מטעה בתשקיף ומבלי לקבוע מסמרות בדבר, אין די בכך כדי להקים להם את ההגנה על פי סעיף 33(א) לחוק.

30. גם בהקשר זה יצוין כי חלוקת האחריות בין החתם המוסמך והחתמים המסמיכים תתברר במערכת היחסים הפנימית ביניהם, ושלא אל מול ציבור המשקיעים הניזוק. בהקשר זה ראה את סעיף 34 לחוק הקובע כי "במידה ושניים או יותר אחראים לפי הסעיפים 31 עד 33, אחראים הם כלפי הניזוק יחד ולחוד; בינם לבין עצמם הם נושאים באחריות לפי הכללים החלים על אחריות בנזיקין".

פרק ד' - הערכת שווי וחשיבות מתן גילוי לאינדיקציות קיימות לשווי של הנכס

31. עם טענות הצדדים מנויה טענה נוספת אשר הרשות מבקשת להשמיע עמדתה בעניינה.

32. לטענת המבקשים, בתשקיף תואר הנכס העיקרי של החברה במועד ההנפקה לפי שווי של 25 מיליון דולר. זאת, בין היתר, במסגרת גילוי שניתן בתשקיף לפיו החברה כבר מכרה לפני התשקיף חלק מהנכס במחיר המשקף לנכס שווי זה (להלן: "עסקת המכירה"), וכן על פי הערכת שמאי שנכללה בתשקיף, בה הוערך הנכס בשווי זהה. המבקשים טוענים, כי הגילוי בדבר עסקת המכירה היה מטעה, וכי בעוד שעל פי התיאור התשקיפי היא נחזתה להיות עסקה "סגורה" לא אלו היו פני הדברים.

33. למשיבים טענות בקשר לטענה זו וביניהן טענה כי אין בעובדה - לכשעצמה - שניתן גילוי לא מדויק בנוגע לאינדיקציה כלשהי לשווי הנכס (בענייננו עסקת המכירה), כדי לעלות כדי "פרט מטעה" בתשקיף. לטענתם, כל עוד לא הוכח כי שווי הנכס במועד ההנפקה היה נמוך מהשווי שנקב בתשקיף לא ניתן לטעון לכך שהיה בתשקיף פרט מטעה. לטענת המשיבים על המבקשים להראות לא רק כי היו פגמים באינדיקציות התשקיפיות לשווי הנכס, אלא כי שווי הנכס במועד ההנפקה אכן היה אחר ונמוך מזה שהוצג בתשקיף, וכן כי הפגם בתיאור התשקיפי ובכלל זה בגילוי בהערכת השמאי שנכללה בתשקיף היה מהותי בהינתן פערי השווי כאמור (ר' למשל סעיפים 35-37 ו-37 לסיוכומי המשיבים 1-7).

34. מבלי להביע עמדה כלשהי בשאלות העובדתיות העומדות על הפרק, הרשות רואה חשיבות רבה להציג בפני בית המשפט הנכבד את עמדתה בנוגע לטענה המשפטית של המשיבים המפורטת לעיל, וכן את עמדתה העקרונית באשר לחשיבותו של גילוי בדבר מחיר של נכס כלשהו שנקבע בעסקה סגורה וחתומה, ולעדיפותו על פני הערכת שווי בכלל, וחוות דעת שמאית בפרט.

35. הערכת שווי של כל נכס, כשמה כן היא - הערכה בלבד. מטבעה של זו היא "צופה פני עתיד" ומבוססת על הנחות שונות ותחזיות שאינן ודאיות. לעומת זאת עסקאות בתנאים רגילים שהתקיימו בפועל בקשר עם הנכס בין צדדים לא קשורים, בעלי יכולת לבצע את העסקה, ושהתקשרותם הינה בין קונה מרצון למוכר מרצון (at arm's length), מבטאות על פי רוב באופן מהימן הרבה יותר את שווי המשקל הכלכלי.

36. לכן מידע בדבר מחיר של נכס מסוים על פיו בוצעה עסקה בין צדדים לא קשורים מהווה לרוב נתון מהימן הרבה יותר בנוגע לשווי של נכס מאשר הערכת שווי של אותו נכס. במידה רבה קיומו של מידע כזה אף מייתר עריכת הערכת שווי שלו. שכן, שווי הנכס שנקבע במסגרת ההערכה, גם אם נבחן בכלים הטובים

ביותר שבנמצא, עודנו מתבסס על הערכות בלבד, ומשכך ודאותו אינה עולה לכדי זו המתקיימת נוכח עסקאות בפועל באותו נכס.

37. בהתאם, ניתן לומר במידה רבה של וודאות כי משקיעים יעריכו שווי נכס (ובהתאם שווי חברה) באופן שונה כאשר יוצג להם כי בוצעה עסקה בין צדדים לא קשורים בנכס וכן הערכת שווי של אותו נכס, מאשר אם יוצג להם כי בוצעה רק הערכת שווי לנכס.

38. זאת משום שהמשקיעים מעריכים שווי נכס (ובהתאם שווי חברה) בהסתמך על כלל האינפורמציה והאינדיקציות המגולות, ובכלל זה הן על הערכות שווי והן - ובעיקר - על שווי שנקבע לנכסים במסגרת עסקאות "סגורות" בין צדדים לא קשורים. כל אינפורמציה ואינדיקציה משפיעים על שווי הנכס בעיני המשקיעים בהתאם לחוזקם, כאשר מידע בנוגע לעסקה "סגורה" משמעותי הרבה יותר מאשר הערכת שווי "סטריילית". הערכת השווי לנכס המצורפת לתשקיף ואשר במסגרתה נפרסים ההערכות, האומדנים והתחזיות לפיהם נקבע שווי הנכס היא עוד כלי - בוודאי שלא בלעדי ולעיתים אף לא עיקרי - בידי ציבור המשקיעים בקבלת החלטת ההשקעה. אך הערכת השווי אינה "השווי", ובוודאי שאינה אינפורמציה בלעדית בנוגע לשווי. השווי, כאמור, נקבע על ידי כלל האינפורמציה הרלבנטית שמוערכת באופן עצמאי על ידי המשקיעים לצורך קבלת החלטת השקעה על ידם. הראיה לכך שציבור המשקיעים אכן מבצע הערכות עצמאיות בדבר שווי חברות ואינו מסתמך כעיוור על הערכות שווי המובאות בפניו היא ששווי השוק של חלק ניכר מהחברות הנסחרות שונה משמעותית מההון העצמי הנקוב להן בספרים. הסיבה לכך היא שציבור המשקיעים, לאחר שבחן את ההון העצמי המשתקף לחברה בספרים, החליט - על בסיס יתר המידע הקיים בפניו - להעריך את שווייה באופן עצמאי ושונה.

39. בהתאם, לעמדת הרשות משקלה של אינדיקציה לשווי של נכס בדמות מחיר שנקבע בעסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון עולה ככלל על משקלה של הערכת שווי. לפיכך, כאשר ניתן גילוי מטעה בדבר עסקת מכירה כאמור - על אף שקיימת גם הערכת שווי בנוגע לאותו הנכס - הדבר משפיע באופן משמעותי על שיקוליו של המשקיע בהערכתו את כדאיות ההשקעה, ועשוי להשפיע על החלטת ההשקעה.

פרק ה' - אפשרות הגשת תובענה ייצוגית על ידי מנהל קרן

40. בפרק ב(2) לסיכומי המשיבים 1-7 נטען כי למבקשת 1 אין עילת תביעה אישית כנגד המשיבים, ולכן היא איננה יכול לייצג את הקבוצה. לפי הטענה המופיעה שם מנהלת קרן נאמנות אינה "נציגה ו/או שלווחה ו/או מיופה כוח של בעלי 'יחידות ההשתתפות' בקרן ההשקעות..." (סעיף 20 לסיכומי המשיבים 1-7). טענה דומה נכללה בפרק ד(2) לסיכומי המשיבות 8-16. בשל השלכות הרוחב שעשויות להיות לטענה זו הרשות מבקשת להתייחס גם אליה.

41. כבר בתחילת הדברים יצוין כי עמדת הרשות היא כי מדובר בטענה בלתי-נכונה. לעמדת הרשות הדין קובע במפורש כי מנהל קרן מוסמך להגיש ולנהל תובענה ייצוגית בגין הפרות דין שבוצעו לטענתו באחד התאגידיים בהם מושקעת הקרן. בנוסף, לעמדת הרשות גם מדובר בגוף נכון (מבחינת משאבים, מקצועיות, ואפשרות פיקוח על ההליך) להגשה וניהול של תובענה ייצוגית כזו.

42. חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות") נועד ליצור מנגנון שמגן על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך באמצעות קרנות נאמנות. בהתאם לרציונל זה יש לפרש

אותו ואת והתקנות שתוקנו מכוחו. בהתאם, חלוקת התפקידים בין מנהל הקרן לבין הנאמן לפי חוק השקעות משותפות נועדה להבטיח ניהול יעיל ואפקטיבי של נכסי הקרן תוך הגנה על המשקיעים בקרן.

43. האמור לעיל מבוטא בצורה ברורה בסעיפי חוק השקעות משותפות (לדוגמא: סעיף 4 לחוק זה שמתייחס להסכם הקרן אשר מכוחו מנהל הקרן מקבל את סמכותו לנהל את נכסי הקרן, כך שכתב המינוי של מנהל הקרן והסמכתו לנהל את נכסי הקרן נעשה דרך הסכם הקרן; וסעיף 75(ב) לחוק זה שקובע כי "נאמן ומנהל קרן ינקטו את הצעדים הסבירים לשם שמירת נכסי הקרן וכל הזכויות הנובעות מנכסים אלה").

44. כאמור, תפקידו של מנהל הקרן כולל גם חובה לנקוט בכל האמצעים הסבירים הנדרשים לשם שמירה על נכסי הקרן. על מנהל הקרן מוטלת חובה לנקוט באופן יזום בכל האמצעים הסבירים שיש בהם כדי למנוע או להקטין את הפגיעה בנכסי הקרן. הגשה וניהול של תביעות משפטיות (במקרים המתאימים) לשם מיצוי הזכויות הנובעות מן ההחזקה בניירות הערך המוחזקים בקרן שבניהול מנהל קרן היא אמצעי מובהק לשמירת נכסי הקרן. מדובר בסמכות הכרחית על מנת לאפשר למנהל הקרן להגן באופן אפקטיבי על עניינם של המשקיעים בקרן.

45. לכן עמדת הרשות היא כי חוק השקעות משותפות בנאמנות קובע באופן מפורש כי מנהל הקרן מוסמך להגיש ולנהל תובענות ייצוגיות במקרה של הפרת דין שבוצעה באחד התאגידים בהם מושקעת הקרן. גם מבחינה מעשית ועניינית מדובר בגוף נכון (מבחינת משאבים, מקצועיות, ואפשרות פיקוח על ההליך) להגשה וניהול של תובענות ייצוגיות כאלה.

46. לעמדת הרשות הפרשנות הנכונה והראויה של סעיף 76(ב) לחוק השקעות משותפות (הקובע כי "הנאמן יתן למנהל הקרן ייפוי כוח לנהל את נכסי הקרן, ובכלל זה לנקוט הליכים משפטיים לשם שמירת נכסי הקרן וכל זכות הנובעת מהם") היא שהסכם הקרן עצמו מהווה ייפוי כוח כאמור. הרשות סבורה כי אין לפרש את סעיף 76(ב) לחוק השקעות משותפות באופן שמחייב מתן ייפוי כוח ספציפי מהנאמן למנהל הקרן לצורך נקיטת הליך מסוים. גם מבחינה עניינית הדבר אינו דרוש כיוון שלצורך הגשת תביעות משפטיות אין ערך מוסף מיוחד להפעלת שקול דעתו של הנאמן ביחס להחלטות מנהל הקרן להגיש או לא להגיש תביעה. סעיף 76(ב) לחוק השקעות משותפות נועד לחייב את הנאמן לתת למנהל קרן ייפוי כוח לשם ביצוע פעולות לניהול הקרן, ובעיקר כדי לאפשר ביצוע פעולות בחשבונות הקרן. בנק, על פי הנהלים המחייבים אותו, לא יאפשר ביצוע פעולות על ידי מי שאינו הבעלים הרשום של החשבון, ללא ייפוי כוח בטופס המוכתב על ידו.

47. בנוסף, לעמדת הרשות הצורך בייפוי כוח מהנאמן למנהל הקרן בכל מקרה אינו פוטר את מנהל הקרן מהחובה לבצע פעולות הנופלות תחת חובתו ו/או אחריותו הכללית של מנהל הקרן לפי חוק השקעות משותפות.

48. באופן דומה יש לפרש גם את סעיף 76(ג) לחוק השקעות משותפות, המחייב את הנאמן לתת למנהל הקרן ייפוי כוח לשם הצבעה באסיפה כללית של תאגיד שניירות הערך שהוציא מוחזקים בקרן. ייפוי הכוח לא מקים את זכותו העניינית של מנהל הקרן להצביע באסיפה. סעיף 77 לחוק השקעות משותפות מטיל עליו חובה להשתתף ולהצביע, וקיומה של חובה זו לא מותנה בשיקול דעתו של הנאמן לתת או לא לתת למנהל הקרן ייפוי כוח. ייפוי הכוח נדרש לצרכי התאגיד המכנס את האסיפה, כי ההליך הנדרש לגבי אסיפה כללית דורש זאת, ולכן מחייבת הוראת סעיף 76(ג) את הנאמן לתת ייפוי כוח שכזה.

49. יצוין כי גם הפרקטיקה מלמדת כי הפרשנות המוצעת לעיל היא המקובלת הן על מנהלי הקרנות והן על הנאמנים. אמנם אין תביעות רבות המוגשות על ידי מנהלי קרנות נגד מנפיקי ניירות ערך המוחזקים בקרנות, אולם אלה שמוגשות מוגשות לרוב בידי מנהלי הקרנות ולא בידי הנאמנים.
50. הפרשנות המוצעת לעיל מתיישבת עם מדיניות הרשות לפיה יש להגביר את מעורבות הגופים המוסדיים ולחדד את חובותיהם בהגנה על זכויות המשקיעים בניירות ערך באמצעותם ובניהולם. פרשנות המצרה את צעדי מנהלי הקרנות ומצמצמת את תפקידם אינה מתיישבת עם מדיניות זו.
51. מעבר לנדרש יצוין כי לעמדת הרשות ההחלטה שניתנה בת"א (מחוזי ת"א) 1252/92 **אנליסט אי. אמ. אס ניהול קרנות בנאמנות (1986) בע"מ נ' מדינת ישראל ואח'**, אינה תומכת בעמדת המשיבים. **ראשית**, באותו מועד טרם חוקק חוק השקעות משותפות. הדין אז היה קבוע בחוק להשקעות משותפות בנאמנות, תשכ"א-1961, שלא כלל הוראה דוגמת סעיף 76(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות; **שנית**, ההחלטה בעניין אנליסט לא קבעה כי מנהל קרן אינו מורשה לנהל תובענה ייצוגית אלא רק כי תביעה כזו אינה "**עבור**" בעלי יחידות ההשתתפות, שכן לעמדת בית המשפט שם לבעלי יחידות ההשתתפות אין "**יריבות ישירה**" מול המנפיק. לכן לעמדת בית המשפט שם מנהל הקרן והנאמן (וכאמור - מדובר בהסדר לפי החוק הישן, כאשר החוק החדש קובע כי סמכות זו נתונה למנהל הקרן באופן עצמאי) **רשאים לתבוע** עבור הקרן, ובעלי יחידות ההשתתפות יהנו מפירות התביעה בהיותם הנהנים מהרווחים המצטברים בקרן.

פרק ו' - סמכות הרשות במתן היתר לפרסום תשקיף

52. בשולי הדברים, ובשל העובדה כי במסגרת הליך זה עלתה (אם כי זנחה) טענה לפיה מתן היתר הרשות לפרסום תשקיף כמוהו כמתן אישור לנכונות ולמהימנות הפרטים המופיעים בו, יובהר בקצרה גדר סמכויותיה ותפקידיה של הרשות בקשר עם תשקיף.
53. על פי הסמכות שהוקנתה לה בהוראות החוק, הרשות אמונה על שמירת עניינו של ציבור המשקיעים בקשר עם העניינים הנדונים בחוק ניירות ערך. תפקידה וסמכותה של הרשות בעניין זה משתרעים אם כן בעיקר על הבטחת נאותות הגילוי התשקיפי, בהתאם לדרישות הגילוי הקבועות בחוק ובתקנותיו. בהתאם לכך, יינתן על ידה היתר לפרסום תשקיף רק אם נחה דעתה כי נתקיימו בו הוראות החוק ודרישות הרשות לגביו.
54. אין בהיתר הרשות לפרסום התשקיף על ידה משום אישור מהימנות הפרטים הנכללים בתשקיף.
55. ולא למותר להביא לעניין זה את לשון החוק, במסגרתו נקבע בסעיף 21 כדלקמן:

"21. היתר לפרסום התשקיף

(א) הרשות תיתן היתר לפרסום תשקיף אם נחה דעתה כי נתקיימו בטיזת התשקיף הוראות חוק זה ודרישות הרשות על פיו, וניתנו כל ההיתרים על פי דין שיש לקבל לפני פרסום התשקיף;

(ב) **אין בהיתר משום אימות הפרטים המובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה או הבעת דעה על טיבם של ניירות הערך המוצעים.**

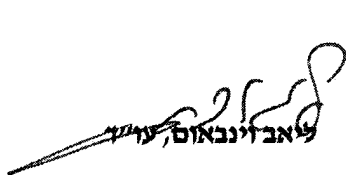
(ג) **התשקיף יעתיק את תוכן ההוראה שבסעיף קטן (ב);**

56. ואכן, בסעיף 1.2 לתשקיף המשיבה 1 נכללה ההוראה המצוינת בסעיף 21(ב) לעיל.

57. בעמדה זו הרשות התייחסה למספר נושאים משפטיים בעלי חשיבות מיוחדת. בתמצית, עמדת הרשות בנוגע לנושאים אלה היא כדלקמן:

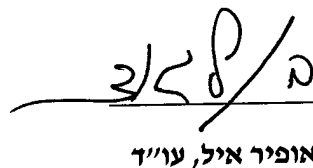
- **בנוגע לתחולת ההגנה הקבועה בסעיף 33(1) לחוק על חתם** - כי לצורך הוכחת ההגנה הקבועה בסעיף 33 לחוק נדרש החתם להוכיח את נקיטת כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, על ידו ועל ידי הגורמים שפעלו מטעמו.
- **בנוגע לתחולת ההגנה הקבועה בסעיף 33(א1) לחוק על חתם מסמך** - כי כאשר החתם המוסמך אינו נושא באחריות לפי סעיפים 31 ו-32 לחוק עקב התקיימותה של ההגנה הקבועה בסעיף 33(1) לחוק, לא ישאו החתמים המסמיכים באחריות זו אף אם לא ביצעו בדיקות נאותות בעצמם (אם היו תמי לב). עם זאת, ככל שלא תישלל אחריותו של החתם המוסמך, באופן שלא הוכיח כי נקט בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, הרי שאחריות זו תחול גם על החתמים המסמיכים.
- **בנוגע לחשיבות מתן גילוי לאינדיקציות בנוגע לשווי נכס** - כי מחיר עסקת מכירת נכס סגורה וחתומה עדיפה על פני הערכת שווי בכלל, וחוות דעת שמאית בפרט. לעמדת הרשות כאשר בתשקיף נכללו אינדיקציות מטעות בנוגע לשווי הנכס, מדובר ב"פרט מטעה" גם אם קיימת הערכת שווי לפיה שווי הנכס דומה או זהה לשווי שהוצג באינדיקציות המטעות.
- **בנוגע לאפשרות הגשת תובענה ייצוגית על ידי מנהל קרן** - כי חוק השקעות משותפות בנאמנות קובע באופן מפורש כי מנהל הקרן מוסמך להגיש ולנהל תובענות ייצוגיות במקרה של הפרת דין שבוצעה באחד התאגידים בהם מושקעת הקרן; כי גם מבחינה מעשית ועניינית מדובר בגוף נכון (מבחינת משאבים, מקצועיות, ואפשרות פיקוח על ההליך) להגשה וניהול של תובענות ייצוגיות כאלה; וכי הסכם הקרן עצמו מהווה ייפוי כוח כמשמעותו בסעיף 76(ב) לחוק השקעות משותפות.
- **בנוגע לסמכות הרשות במתן היתר לפרסום תשקיף** - כי אין בהיתר הרשות לפרסום התשקיף על ידה משום אישור מהימנות הפרטים הנכללים בתשקיף.

58. לסיום יצוין, שוב, כי הרשות אינה מביעה עמדה כלשהי בדבר המחלוקות העובדתיות שבין הצדדים; כי עמדה זו נועדה אך ורק להבהיר את עמדתה המשפטית של הרשות בנוגע למספר נושאים משפטיים בעלי חשיבות מיוחדת לעמדת הרשות; וכי אין באי-נקיטת עמדה על ידי הרשות בנושא כלשהו כדי ללמד על עמדת הרשות בנוגע אליו.



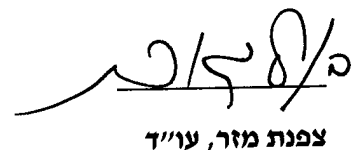
מנהל המחלקה המסחרית

פרקליטות מחוז (ת"א) אזרחי



אופיר איל, עו"ד

רשות ניירות ערך



צפנת מזר, עו"ד

היום, 18 מרץ 2012