

בתי-המשפט

ת"צ 33461-11-09

בית-המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו
לפני כבוד השופט ד"ר עמירם בנימיני

בעניין: בנימין אסולין

ע"י ב"כ עוה"ד י' נחשתן, ג' ספרן וע' יובל

המבקש

- נ ג ד -

1. אפריקה ישראל השקעות בע"מ
 2. לב לבייב
 3. איזי כהן
 4. חיים ארז
 5. יצחק פורם
 6. אברהם אשרי
 7. איתן הבר
 8. שמואל שקדי
 9. אבינדב גרינשפון
 10. רון פאינרו
- כולם ע"י ב"כ עוה"ד ד' דן וד' שורץ-אשתר

המשיבים

כתבי עת:

[יוסף גרוס, "היקף חובת הגילוי בתשקיף", עיוני משפט, כרך ב \(תשל"ב-תשל"ג\) 683](#)
[צפורה כהן, "תובענות ייצוגיות על פי", שערי משפט, כרך ד \(תשס"ה-תשס"ו\) 61](#)

מיני-רציו:

* המשיבים חייבים ליתן הסבר משכנע לשאלה מדוע אגרות חוב שהונפקו במקור לגופים המוסדיים בלבד, ונשארו כך במשך ארבע וחצי שנים, הונפקו לפתע לציבור חודשים בלבד לפני מועד פירעונן, תוך אמירה של המנכ"ל כי הדו"חות הכספיים שפורסמו עם הנפקתם לציבור מהווים "מפגן עוצמה" של החברה, וכיצד אירע שלושה חודשים בלבד לאחר מכן הגיעה החברה למצב השקול לחדלות פירעון והודיעה כי לא תפרע אג"ח אלו.

* ניירות ערך – תשקיף – פרט מטעה

* ניירות ערך – תובענה ייצוגית – עילת תביעה

* ניירות ערך – תובענה ייצוגית – התנאים לאישור

* ניירות ערך – חובת גילוי – היקפה

* ניירות ערך – חובת גילוי – משמעותה

המבקש הגיש נגד המשיבים בקשה לאישור תובענה ייצוגית בגין הצגת מצגי שווא בדבר יכולתה של המשיבה 1 לפרוע את אגרות החוב שהנפיקה מסדרה ט' וכוונתה לעשות כן. לטענת המבקש, הוא רכש אג"ח ט' בהסתמך על מצגי המשיבים. כאשר התברר כי החברה לא תפרע את אג"ח ט', מיהר למכור את אגרות החוב שרכש. כתוצאה מכך נגרם לו הפסד כספי בסך של 52,599 ₪.

בית המשפט פסק כלהלן:

לפי סעיף 4(א)1 לחוק תובענות ייצוגיות, רשאי להגיש בקשה לאישור תובענה ייצוגית רק מי "שיש לו עילה בתביעה" באחד העניינים המפורטים בתוספת השנייה לחוק.

המבקש להגיש תובענה ייצוגית נדרש להוכיח את עילת תביעתו רק באופן לכאורי. דרישה זו מעוגנת בסעיף 8(א)2 לחוק, הדורש מן המבקש להוכיח כי "יש אפשרות סבירה" שאותן שאלות מהותיות של עובדה או משפט, המשותפות לכלל חברי הקבוצה, תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה. הדבר כולל, בראש ובראשונה, את עילת התביעה האישית, ולאחר מכן את העילה של הקבוצה. הוכחת סיכויי התביעה להתקבל היא התנאי הראשון שבדרך בית המשפט, בטרם יפנה לבירור התנאים האחרים.

הצורך לשקול את סיכויי התביעה להצליח נקבע בפסיקה לאור החשיבות הציבורית של מכשיר התובענה הייצוגית, למול הסכנות שהשימוש במכשיר זה מעורר.

בית המשפט העליון הדגיש לא פעם את הסכנות הטמונות במכשיר התובענה הייצוגית, שהוא כלי רב עוצמה, המנוצל לעתים לרעה. עם זאת, בית המשפט העליון הדגיש כי אין להעמיד דרישות מחמירות מדי לעניין מידת השכנוע בקיומה של עילה לכאורה, על מנת שלא לגרום להתמשכות השלב המקדמי, וכדי לא להרתיע תובעים מייצגים פוטנציאליים.

יש להביא בחשבון בעניין זה את הקושי האמיתי של התובע המייצג להוכיח את טענותיו, ולו לכאורה, בשלב המקדמי של בקשת האישור, כאשר המידע והמסמכים מצויים בידי הנתבע. לאור כל אלו, מסתפק סעיף 8(א)2 לחוק בכך שבית המשפט ישתכנע כי "יש אפשרות סבירה" שאותן שאלות מהותיות של עובדה או משפט, המשותפות לכלל חברי הקבוצה, תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה. לדברים אלו יש חשיבות מיוחדת בנוגע לתובענות ייצוגיות בתחום ניירות ערך, בשל חשיבותן הציבורית כמכשיר לאכיפת דיני ניירות הערך.

סעיף 5 לתוספת השנייה לחוק תובענות ייצוגיות קובע כי ניתן להגיש תובענה ייצוגית "בעילה הנובעת מזיקה לנייר ערך...". ניסוח רחב זה מאפשר להגיש תובענה ייצוגית בגין הטעיה בתשקיף או בדו"ח כספי של החברה, לאו דווקא מכוח עילה הקבועה בחוק ניירות ערך, אלא גם מכוח עילות נזיקיות של מצג שווא רשלני לפי סעיפים 35-36 לפקודת הנזיקין; תרמית לפי סעיף 56 לפקודה; הפרת חובה חקוקה לפי סעיף 63 לפקודה; דיני החוזים; ועשיית עושר ולא במשפט.

המונח "פרט מטעה", כהגדרתו בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, כולל "כל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר", ומכאן שהוא חל גם על הטעיה במחדל. חובת הגילוי משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מכלול האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לעניין.

העלמת מידע בעל משמעות להשקעה בני"ע – שחייבים על פי הדין להביא לידיעתו של המשקיע הסביר – כמוה כ'הטעייתו'. לשיטה זו 'הטעייה' בהקשר זה אינה חייבת לבוא לכלל ביטוי בהטיה פוזיטיבית לתוצאה שגויה; ודי לעניין זה בהעלמת מידע חיוני לקבלתה של החלטת השקעה במניות על ידי משקיע סביר. הדגש מושם כאן על חיוניות המידע נושא חובת הדיווח – שלא נתמלאה – למערך השיקולים ששוקל משקיע סביר לגבי השקעה במניות.

סעיף 23א. לחוק ניירות ערך מאפשר הצעת ניירות ערך לציבור על-פי "תשקיף מדף" (הצעת ניירות ערך יותר מפעם אחת על-פי אותו תשקיף). במקרה שכזה יש חובה להגיש לרשות ניירות ערך דו"ח על ההצעה, המכונה "דו"ח הצעת מדף". סעיף 23א(ז) לחוק קובע כי דין דו"ח הצעת מדף כדין תשקיף, וסעיף 38ב. לחוק מחיל, בשינויים המחויבים, את הוראת סעיף 31 לחוק (המטילה אחריות בגין "פרט מטעה" בתשקיף), גם לגבי הכללת "פרט מטעה" בדו"ח שמגיש התאגיד.

גישה לפיה די בקיומו של פער בין תיאורה של החברה בתשקיף לבין מצבה הכלכלי כעבור זמן, כדי להצדיק אישורה של תובענה ייצוגית בעילה של פרט מטעה בתשקיף, עלולה לחשוף את החברות ואת נושאי המשרה בהן לסיכונים וללחצים שישתקו אותם מלפעול.

אין להטיל על התובע הייצוגי בשלב האישור של הבקשה נטל כבד מדי להוכיח פרט מטעה בתשקיף, בהתחשב בעובדה שמרבית הנתונים הרלבנטיים, החיצוניים לתשקיף, מצויים בידי החברה. הטלת נטל שכזה, עלולה להרתיע תובעים פוטנציאליים ולהביא לדחיית תובענה ייצוגית הראויה להתברר, כך שיפגע האינטרס הציבורי שבאכיפת הוראות החוק. האיזון הראוי בין הקושי של מבקש האישור בהבאת ראיות בשלב ראשוני זה, לבין הצורך למנוע תביעות סרק, יושג באמצעות העברת נטל הראיה אל הנתבע, במקרים המצדיקים זאת.

במצב דברים בו התובע מצביע על פער משמעותי בין תמונת מצבה של החברה כפי שנצטיירה בתשקיף לבין מצבה במציאות בחלוף פרק זמן קצר יחסית ממועד הפרסום, עובר הנטל אל הנתבעים לתת הסבר מניח את הדעת להיווצרות הפער האמור ולהצביע על האירועים שהובילו את החברה ממצבה הכלכלי בעת פרסום התשקיף אל עברי פי פחת.

במקרה בו טענת התובע בדבר קיומו של פרט מטעה בתשקיף או בדו"ח של החברה מבוססת על הפער המשמעותי בין האמור באותו תשקיף או דו"ח, לבין מצבה של החברה במציאות זמן קצר לאחר מכן, עובר הנטל אל החברה ליתן הסבר לקיומו של פער זה. יש לברר במסגרת בקשת האישור האם נתנה החברה הסבר מניח את הדעת, לכאורה, לקיומו של פער זה, כאשר הנטל בעניין זה מוטל עליה.

לצורך כך יש לבחון האם, כטענת החברה, הפער הגדול הנ"ל נוצר בשל אירועים חריגים ומשמעותיים, בלתי צפויים, שהתרחשו בחודשים יוני-אוגוסט 2009, ואם כן – מדוע לא דווח על אירועים אלו לציבור באופן מידי, אם הייתה חובה לדווח.

כאשר עסקינן באג"ח לטווח הרחוק, שכן קשה לצפות את מצב החברה בעוד כמה שנים. אך כאשר חברה מסחרת לציבור אג"ח שמועד פירעונן חל בתוך חמישה חודשים, קמה ציפייה טבעית ולגיטימית אצל המשקיעים שהחברה תכבד את התחייבותה לגבי אג"ח ספציפיות אלו, בלא קשר לתחזיות בנוגע למצבה בעתיד הרחוק יותר, אלא אם כן "נפלו השמיים".

בנסיבות העניין, יש בסיס, לכאורה, לטענות המבקש בדבר מצגי שווא של החברה, בנוגע לנסיבות שהביאו לרישום אג"ח ט' למסחר, ולמצבה של החברה באותה עת. בהעדר הסברים משכנעים יותר, לא ניתן לשלול בשלב זה את טענת המבקש כי רישום אג"ח ט' למסחר נבע מבקשה או דרישה של הגופים המוסדיים, קרי: רצון של החברה לאפשר למוסדיים למכור לציבור את האג"ח, ולא דווקא עקב רצון של

החברה לרכשן בעצמה. אם כך היו פני הדברים, מדובר במידע שהייתה חובה, לכאורה, לגלותו לציבור המשקיעים.

החברה לא הסתירה בדיווחיה את העובדה שהיא ניצבת בפני קשיים פיננסיים לא מבוטלים, ומסתבר כי למשקיעים הפוטנציאליים היו אינדיקציות ברורות לכך שרכישת אגרות החוב של החברה כרוכה בסיכון.

ככל שהחברה כללה בדיווחיה הנחות, הערכות או תחזיות שלא נתממשו, ואשר הובהר לגביהן כי אין וודאות כי יתממשו - אין לראות באלו מצג שווא או פרט מטעה, כפי שקובע סעיף 32א. לחוק ניירות ערך. אך המבקש טוען כי כל סימני האזהרה הנ"ל שפרסמה החברה אינם שוללים את טענתו כי החברה הציגה מצגי שווא למשקיעים, בכל הנוגע ליכולתה וכוונתה לפרוע את אג"ח ט'.

חברה השולחת את מנהלה הכללי להתראיין בנושא מצבה הפיננסי וכדאיות ההשקעה בניירות ערך שלה, יודעת שמשקיעים אלו, ברובם, אינם מעיינים בדו"חות הכספיים שלה ואינם מסוגלים להבינם: הם ניזונים בעיקר מן העיתונות הכלכלית. מכאן החשיבות שיש לייחס לדברים הנאמרים בעיתונות על ידי נושאי משרה בחברה.

המשיבים חייבים ליתן הסבר משכנע לשאלה מדוע אגרות חוב שהונפקו במקור לגופים המוסדיים בלבד, ונשארו כך במשך ארבע וחצי שנים, הונפקו לפתע לציבור חודשים בלבד לפני מועד פירעון, תוך אמירה של המנכ"ל כי הדו"חות הכספיים שפורסמו עם הנפקתם לציבור מהווים "מפגן עוצמה" של החברה, וכיצד אירע ששלושה חודשים בלבד לאחר מכן הגיעה החברה למצב השקול לחדלות פירעון והודיעה כי לא תפרע אג"ח אלו.

יתכן אף שיהיה מקום לשקול מינוי חוקר, המומחה בתחום הכלכלי, שיבדוק את הנהלת החשבונות של החברה ויחווה דעתו האם מצגיה תאמו את מצבה הכלכלי. ההסברים שמסרה החברה במסגרת בקשה זו אינם מספקים מן הטעמים שבוארו לעיל, ומנגד שוכנעתי כי יש אפשרות סבירה שהשאלות שמעלה התובענה תוכרענה לטובת הקבוצה. בכך הוכח התנאי הראשוני לאישור תובענה ייצוגית, הנוגע לקיומה של עילת תביעה לכאורה – אישית וקבוצתית.

יש יסוד, לכאורה, לטענה כי המשיבים הסתירו מן המשקיעים באג"ח ט' את הנסיבות האמיתיות של רישום אג"ח ט' למסחר ואת מצבה האמיתי של החברה – הן במועדים שקדמו לרישום אג"ח ט' למסחר ובעת הרישום, והן במועדים שלאחר תחילת המסחר באג"ח ט' ועד לפרסום הדו"חות הכספיים לרבעון השני.

ה ח ל ט ה (אישור תובענה ייצוגית)

א. רקע ההליך

1. לפני בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד המשיבים בגין הצגת מצגי שווא בדבר יכולתה של המשיבה 1 לפרוע את אגרות החוב שהנפיקה מסדרה ט' (להלן: "אג"ח ט'") וכוונתה לעשות כן. לטענת המבקש, הוא רכש אג"ח ט' בהסתמך על מצגי המשיבים. כאשר התברר כי החברה לא תפרע את אג"ח ט', מיהר למכור את אגרות החוב שרכש. כתוצאה מכך נגרם לו הפסד כספי בסך של 52,599 ₪ (ההפרש בין מחיר רכישת האג"ח למחיר מכירתו, בניכוי הריבית ששולמה למבקש במהלך תקופת החזקתו).

הקבוצה התובעת כוללת את כל מי שרכש אג"ח מסדרה ט' של המשיבה 1 בין מועד תחילת המסחר בהן (1.6.09) לבין יום 28.8.09, ומכר אותן, כולן או חלקן, בין יום 30.8.09 (המועד בו פורסם דו"ח רבעוני המצביע על מצבה הקשה של החברה), ליום 29.10.09 (מועד סיום המסחר באג"ח ט' לקראת פירעון). הקבוצה התובעת כוללת כמה מאות משקיעים, והנוזק לקבוצה מוערך בסך של כ- **30 מיליון ₪**.

2. המבקש מנהל עסק משפחתי, וברשותו תיק השקעות בהיקף של כ- 2.5 מיליון ₪. המשיבה 1 (להלן: "החברה") הינה חברה ציבורית המהווה חלק מקבוצת **אפריקה ישראל (אפ"י)**. לחברה אחזקות והשקעות שונות ברחבי העולם, בתחומי הבניה, התשתיות והנדל"ן. משיב 2, מר לב לבייב, הינו בעל השליטה בחברה; משיב 3 היה מנכ"ל החברה בתקופה הרלוונטית לתביעה זו, ואילו משיבים 4-9 היו דירקטורים בחברה. משיב 10 היה במועדים הרלוונטיים סמנכ"ל הכספים של החברה.

3. בשנת **2005** הנפיקה החברה אג"ח מסדרה ט' בהנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים בלבד (קופות גמל, קרנות נאמנות, וכו'). מחזיקי האג"ח קיבלו תשלומי ריבית בגין מדי רבעון, ואילו קרן החוב נקבעה לפירעון ליום **10.11.09** (סעיף 5 לתצהיר נדב גרינשפון, סגן יו"ר ודירקטור בחברה, להלן: "גרינשפון").

ביום **7.5.09** התכנסה אסיפת מחזיקי אג"ח מסדרות ט', י' ו-יא' והחליטה פה אחד (הפה של המוסדיים) לרשום את אגרות החוב למסחר בבורסה (דו"ח מיידי שנשלח לרשות ניירות ערך ולבורסה בנוגע להחלטה צורף כנספח ג' לתצהיר המבקש). לטענת המבקש, הסיבה למהלך זה היתה בקשה מצד המשקיעים המוסדיים. בחקירתו טען המבקש כי מדובר למעשה בקנוניה שנוקמה בין החברה לבין המשקיעים המוסדיים, על רקע מצבה הפיננסי של החברה, והיא נועדה לאפשר למוסדיים למכור לציבור את האג"ח שהחזיקו (עמ' 28). המשיבים, לעומת זאת, טוענים כי החברה היתה מעוניינת לבצע רכישה עצמית של אגרות החוב, ולכן ביקשה לסחר אותן. כך גם צויין בדיווחים מיידיים שפרסמה החברה ביום 16.2.09 וביום 30.3.09, בנוגע לכוונתה לרכוש אג"ח של החברה ברכישה עצמית (סעיף 23 לתצהיר המבקש). בסופו של דבר החברה לא רכשה אגרות חוב של עצמה – לטענתה, בשל משבר המימון אליו נקלעה. המבקש רואה בהודעה על כוונת החברה לרכוש אג"ח של עצמה מצג שווא מצדה, וכן טוען כי החברה לא גילתה למשקיעים כי רישום האג"ח למסחר נבע, למעשה, מבקשתם של הגופים המוסדיים.

4. ביום **26.5.09** פרסמה החברה "דו"ח הצעת מדף", בו הודיעה על רישום למסחר של אג"ח ט', יחד עם אג"ח מסדרות י' ו-יא' (נספח ה' לתצהיר המבקש), והן נרשמו למסחר ביום **31.5.09**. המסחר בהן החל ביום 1.6.09 (נספח יא' לתצהיר המבקש). כמו כן, ביום **31.5.09** פרסמה החברה את דו"חותיה הכספיים לרבעון הראשון של שנת 2009 (נספח ו' לתצהיר המבקש). בדו"חות אלו דיווחה החברה על רווח נקי בסך למעלה מ- 1 מיליארד ₪, אשר נבע בעיקרו משערך שוויים של נכסי החברה (עקב כניסתו לתוקף של תקן חשבונאי חדש – ראה סעיף 1 לדו"ח הדירקטוריון

המהווה חלק מנספח ו' הנ"ל). עוד צויין בדו"חות כי יתרות הנזילות של **קבוצת אפריקה ישראל כולה** באותו מועד הסתכמו בלמעלה מ- **2.4 מיליארד** ₪ (סעיף 3 לדו"ח הדירקטוריון הנ"ל), וכי יתרת המזומנים הצפויה של **החברה** לסוף שנת 2009, לאחר פירעון קרן וריבית אג"ח, הינה בסך **876 מיליון** ₪ (סעיף 8 לדו"ח). החברה הוסיפה וציינה בדו"חות כי היא סבורה **"שבידיה מקורות כספיים מספיקים לפירעון התחייבויותיה בעתיד הנראה לעין"** (ביאור 1ב' לדו"חות).

5. ביום פרסום הדו"חות הנ"ל (31.5.09), התפרסמה בעיתון "גלובס" כתבה הכוללת ראיון עם מנכ"ל החברה דאז, איזי כהן (להלן: **"הכתבה"**), ושם הוא צוטט כאומר על הדו"חות הכספיים: **"הרווח הוא מפגן עוצמה של אפריקה... השערורים מבטאים את המצב הנוכחי, וצפויים לעלות בהמשך עם פתיחת המרכזים המסחריים... אפריקה ישראל נקטה מדיניות של עמידה בהתחייבויות, ואני לא רואה כרגע שום בעיה לעמוד בהתחייבויות"** (נספח ז' לתצהיר המבקש). איזי כהן (להלן: **"כהן"**) הוא המשיב 3 בבקשת האישור, והוא לא הכחיש את הדברים שצוטטו בשמו בכתבה.

לטענת המבקש, דברים אלו הם שהניעו אותו לרכוש אג"ח מסדרה ט' של החברה. בין התאריכים 10.6.09 - 28.7.09 רכש המבקש אגרות חוב בסכום כולל של **422,572** ₪ (סעיף 45 לתצהירו). בחקירתו הודה המבקש כי דבריו של כהן, כפי שפורסמו בכתבה הנ"ל, היו הסיבה **היחידה** להחלטתו לרכוש את אג"ח ט', וכי הוא לא קרא את הדו"חות הכספיים שפרסמה החברה ואת תשקיף המדף שליווה את הנפקת אג"ח ט', וגם לא התייעץ עם איש לפני הרכישה (עמ' 12-13, 27, 39).

6. ביום **30.8.09**, בחלוף שלושה חודשים בלבד ממועד רישום אג"ח ט' למסחר, וכחודשיים לפני מועד פירעון, פרסמה המשיבה את דו"חותיה הכספיים לרבעון השני של שנת 2009 (נספח ט') לתצהיר המבקש). בדו"חות אלה הציגה החברה הפסד בסך של **כ-1.5 מיליארד** ₪ לרבעון השני, וכן הפחיתה את תחזית יתרות המזומנים שלה מסך של **876 מיליון** ₪, לסך של **121 מיליון** ₪ (לאחר פירעון קרן וריבית אג"ח). כמו כן, הודיעה החברה בדו"חות אלו על כוונתה לפתוח במשא ומתן עם כל מחזיקי אגרות החוב למיניהן לשם ארגון מחדש של התחייבויותיה. מכך ניתן היה להבין בבירור כי אין בדעת החברה לפרוע את אג"ח ט', שמועד פירעון היה יום 10.11.09, אלא במסגרת הסדר חוב כולל עם כל מחזיקי האג"ח של החברה למיניהן.

בביאור 1ב' לדו"חות אלו הביעה החברה, לראשונה, ספק בנוגע ליכולתה לעמוד בהתחייבויותיה, וציינה כי הדבר מותנה בהתממשות תוכניות ההנהלה להתמודדות עם המשבר הכלכלי העולמי. משיב 10, מר רון פאינרו, סמנכ"ל הכספים בחברה בתקופה הרלוונטית (להלן: **"פאינרו"**), הודה כי למעשה הגיעה החברה במועד זה למצב **"השקול למצב של חדלות פירעון"**, והוסיף כי למרות שבדו"חות מיום 30.8.09 לא נכללה במפורש "אזהרת עסק חיי" – כך היה צריך להבין מביאור 1ב' הנ"ל (סעיף 36 לתצהירו ועמ' 59-60 לעדותו). פאינרו העריך כי אילו היתה החברה פורעת את אג"ח ט', היא היתה מגיעה לחדלות פירעון (עמ' 64).

ביום בו פורסמו הדו"חות הכספיים הנ"ל, צנח שערן של אג"ח ט' מ- 110 ל- 82, ובשבוע שלאחר מכן זינקו היקפי המסחר באג"ח ט' ושערן צלל ל- 60 ₪ (סעיף 43 ונספח יא' לתצהיר המבקש). המבקש מכר את כל אגרות החוב מסדרה ט' שהיו ברשותו ביום 30.8.09, בעקבות פרסום הדו"חות הנ"ל, תמורת סך של **366,405** ₪ (סעיף 45 לתצהירו). הואיל ורכש אותן בסך כולל של 422,572 ₪, הוא הפסיד בעת המכירה (בניכוי הריבית שקיבל) סך של **52,599** ₪ (סעיף 45 לתצהירו). זה סכום הנזק הנטען בעילה האישית.

7. החברה לא פרעה ביום 10.11.09 את אג"ח ט'. חלף כך, הוגשה ביום 9.11.09 לבית משפט זה בקשה לכינוס אסיפות מחזיקי כל סדרות האג"ח לצורך אישור הסדר החוב עמם (סך כל חוב החברה לבעלי האג"ח למיניהן הגיע לכ- **7.5 מיליארד** ₪). כפי שהבהיר ב"כ המשיבים, במסגרת ההסדר קיבלו מחזיקי אגרות החוב חבילה שוות ערך לכ- 90% מהערך המתואם של האג"ח (ערך הפארי, שהוא הערך התיאורטי של האג"ח אילו היתה נפרעת לפי תנאיה, כאשר ערך זה כולל קרן, הצמדה וריבית). חבילת ההסדר כללה סכום במזומן, מניות של החברה וכן אג"ח חדשות (עמ' 2 לפרוטוקול הדיון מיום 11.9.11). ההסדר אושר על ידי בית משפט זה ביום 21.3.10 (סעיף 15 לתצהירו של פאינרו). החברה מדגישה כי בית המשפט אישר לה לא לפרוע את אג"ח ט', אלא בכפוף להסדר עם כלל מחזיקי האג"ח למיניהן. אלא שהסדר זה לא הועיל לאותם מחזיקי אג"ח ט' שמכרו אותן לאחר פרסום הדו"ח ביום 30.8.09 ולאור האמור בו, מחשש שהחברה לא תעמוד בהתחייבויותיה. זו הקבוצה שהמבקש מעוניין לייצג בתובענה זו.

ויודגש: המבקש איננו תוקף בהליך זה את ההחלטה של החברה להימנע מלפרוע את אג"ח ט' וללכת להסדר חוב כולל עם מחזיקי האג"ח למיניהן, שהרי החלטה זו אושרה על ידי בית המשפט. טענתו היא כי החברה העלימה מציבור המשקיעים פרטים מהותיים שהיו ידועים לה לפני פרסום הדו"חות הכספיים ביום 30.8.09, בנוגע ליכולתה וכוונתה לפרוע את אג"ח ט' במועד, דבר שהביא את המשקיעים לרכוש אג"ח ט' ולהפסיד חלק מהשקעתם.

8. בבקשה לאישור התביעה הייצוגית (להלן: "**בקשת האישור**") טען המבקש כי המשיבים הציגו לציבור המשקיעים מצג שווא אודות יכולתה וכוונתה של החברה לפרוע את אג"ח ט' במועד. עד ליום 30.8.09 לא הביעו המשיבים בפומבי כל ספק לגבי יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה, ואף הציגו למשקיעים מצג כאילו החברה עומדת לרכוש אג"ח שלה. המשיבים גם הסתירו את העובדה שהרישום למסחר של אג"ח ט' נעשה לבקשת המשקיעים המוסדיים, ואת הרקע לבקשה זו. המשיבים כללו בתשקיף ובדו"חות הכספיים פרטים מטעים, וכן החסירו מידע ופרטים מהותיים אודות יכולתה וכוונתה של החברה לפרוע את אג"ח ט' במועד. במעשיהם, הפרו המשיבים את הוראות סעיפים 16 ו-31 [לחוק ניירות ערך](#), תשכ"ח-1968 (להלן: "**חוק ניירות ערך**"), האוסרים לכלול בתשקיף "פרט מטעה", כהגדרתו בסעיף 1 לחוק.

כמו כן, מעשי המשיבים מקימים למבקש ולחברי הקבוצה עילת תביעה בגין מצג שווא רשלני. אלו הסתמכו על המצגים המטעים של המשיבים, רכשו אגרות חוב שלה ונגרם להם כתוצאה מכך הפסד כספי. המשיבים ידעו, או היה עליהם לדעת, כי ציבור המשקיעים מסתמך על התנהגותם,

הודעותיהם ודיווחיהם הפומביים בהחלטתו אם ומתי לרכוש אגרות חוב, והיה עליהם לצפות כי מעשיהם ומחדליהם יגרמו לציבור המשקיעים נזקים כספיים.

9. בתגובה לבקשה טענו המשיבים כי מצגי החברה, פרסומיה השונים ודיווחיה המלאים שיקפו נאמנה את מצבה נכון למועד בו ניתנו. לצד הערכותיה כי תוכל לעמוד בהתחייבויותיה בטווח הנראה לעין, פרסמה החברה, עוד בשנת 2008, סימני אזהרה ביחס למצבה וביחס ליכולתה לעמוד בהתחייבויותיה, אך המבקש בחר להתעלם מהם. החברה הדגישה בכל הדיווחים כי יכולתה לעמוד בהתחייבויותיה תלויה, בין היתר, ביכולתה לממש את נכסיה, במצב השווקים ברוסיה ובארה"ב, ובהתממשותן של הנחות העבודה שביסוד תזרים המזומנים החוזי שפרסמה. לכל היותר, עניין לנו בתחזיות ובהערכות שלא נתממשו, החוסות תחת ההגנה המוענקת בסעיף 32א. [לחוק ניירות ערך](#) ל"מידע צופה פני עתיד".

המשיבים טוענים כי במועד הרישום למסחר של אג"ח ט' היה נראה כי החברה אכן תוכל לעמוד בהתחייבויותיה כלפי נושיה הפיננסיים בעתיד הנראה לעין. אולם במהלך החודשים שלאחר רישומן של אג"ח ט' למסחר התרחשו מספר אירועים אשר הקשו על יכולתה של החברה לעמוד בתכניותיה הכלכליות. השפעתם המצטברת של אירועים אלו התבררה רק לקראת מועד פרסום הדו"חות הכספיים לרבעון השני, ביום 30.8.09. כך, למשל, בחודשים אלו גבר הלחץ מצד הבנקים, אשר סירבו לחדש את מסגרות האשראי לחברה. כמו כן, החברה לא הצליחה לממש חלק מהנכסים עליהם התבססה בתזרים המזומנים החוזי שלה ונדרשה להשקעה גדולה בבניין ה"טיימס" בניו יורק. בנסיבות אלו נאלצה החברה לפתוח במשא ומתן עם מחזיקי אגרות החוב, על מנת להגיע עימם להסדר מוסכם.

ב. דיון

1. התנאים לאישורה של תובענה ייצוגית: המסגרת הנורמטיבית

10. על תובענה זו חל [חוק תובענות ייצוגיות](#), התשס"ו-2006 (להלן: "חוק תובענות ייצוגיות"). מטרת החוק הובהרה בסעיף 1 לחוק, בעקבות פסיקה קודמת של בית המשפט העליון. תובענה ייצוגית נועדה להגן על אינטרס היחיד שנפגע, דווקא באותם מקרים בהם הוא איננו טורח להגיש תביעה, אך קיים אינטרס ציבורי באכיפת הוראות החוק שבגדרו באה התובענה הייצוגית, על מנת להרתיע מפני הפרת החוק ולמנוע שימוש לרעה בכוח הנתון בידי גופים בעלי עוצמה כלכלית מרובה (ראה: [רע"א 8332/96 שמש נ' רייכרט, פ"ד נה\(5\) 276](#), פסקה 8; [רע"א 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מט\(5\) 774](#), פסקה 7).

התכליות העומדות בבסיס התובענה הייצוגית סוכמו, לאחר כניסתו לתוקף של החוק, ב**[ע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל](#)**, [פורסם בבנו] תק-על 2007(2) 3367, פסקה 8, תוך הדגשת שני השיקולים המרכזיים: הגנה על אינטרס הפרט והגנה על אינטרס הציבור. סעיף 1(3)

לחוק מבהיר כי אחת ממטרות החוק הינה "מתן סעד הולם לנפגעים מהפרת הדין". התובענה הייצוגית מאפשרת מימוש זכות הגישה לבית המשפט לנפגעים שהיו מתקשים, או לא היו טורחים כלל, להתמודד עם גוף ציבורי גדול - בעיקר כאשר מדובר בנוק קטן יחסית. לכן מציין סעיף 1(1) לחוק, כמטרה נוספת של החוק, "מימוש זכות הגישה לבית המשפט, לרבות לסוגי אוכלוסיה המתקשים לפנות לבית המשפט כיחידים". האינטרס הציבורי העומד בבסיס התובענה הציבורית, בא לידי ביטוי בחוק בשתי דרכים. ראשית, מכשיר דיוני זה מאפשר ניהול יעיל וחסכוני של מספר רב של תביעות בהליך אחד. סעיף 1(4) לחוק מציין זאת כאחת ממטרות החוק, קרי: "ניהול יעיל, הוגן וממצה של תביעות". שנית, וחשוב מכך: לתובענה הייצוגית ערך מרתיע, המשרת את המטרה של פיקוח ואכיפה של נורמות התנהגות הקבועות בחוק (ראה: דנ"א 5712/01 ברזני נ' בזק, פ"ד נז(6) 385, דברי כבי השופט א. מצא פסקה 3; ע"א 1338/97 תנובה נ' ראבי, פ"ד נז(4) 673, פסקה 2 לפסק דינה של כבי השופטת אי' פרוקצ'יה, והאסמכתאות המצוטטות שם). כך קובע סעיף 1(3) לחוק, כי אחת ממטרות החוק היא "אכיפת הדין והרתעה מפני הפרתו".

תכלית דואלית זו של התובענה הייצוגית - הגנה על אינטרס הפרט והגנה על אינטרס הציבור - הובהרה בפסיקת בית המשפט העליון עוד לפני חקיקתו של [חוק תובענות ייצוגיות](#), וקיבלה עתה תוקף בסעיף 1 לחוק, ובפסק הדין בעניין [רייכרט הנ"ל](#) (לפסיקה הקודמת ראה עניין [טצת הנ"ל](#), בעמי 783; ע"א 8430/99 אנליסט נ' ערד השקעות, פ"ד נז(2) 247, 257; ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ, פ"ד נא(2) 312, 324).

11. התנאים לאישור תובענה ייצוגית קבועים בסעיף 4 ובסעיף 8 [לחוק תובענות ייצוגיות](#) (לניתוח מפורט של התנאים בחוק החדש ראה החלטותי בבש"א (ת"א) 1895/05 אמיר שהי שאול נ' תדיראן מוצרי צריכה בע"מ [פורסם בנבו] תק-מח 2008(1), 7156; בת.א. (ת"א) 2537/06 פרחן נ' מולטילוק בע"מ, תק-מח 2009(1) 5772; ובת.א. (ת"א) 2150/07 אורלי פרנקל נ' הנקל סוד בע"מ, לא פורסם [פורסם בנבו] (10.1.11)).

סעיף 4 לחוק קובע כדלקמן:

"(א) אלה רשאים להגיש לבית המשפט בקשה לאישור תובענה ייצוגית כמפורט להלן:
 (1) אדם שיש לו עילה בתביעה או בענין כאמור בסעיף 3(א), המעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל החברים הנמנים עם קבוצת בני אדם - בשם אותה קבוצה;
 "...

סעיף 8 לחוק קובע כדלקמן:

"(א) בית המשפט רשאי לאשר תובענה ייצוגית, אם מצא שהתקיימו כל אלה:
 (1) התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה, ויש אפשרות סבירה שהן יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה;
 (2) תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין;

(3) קיים יסוד סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינהל בדרך הולמת; הנתבע לא רשאי לערער או לבקש לערער על החלטה בעניין זה;
 (4) קיים יסוד סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינהל בתום לב.
 "...

לאור האמור לעיל, התנאים לאישורה של תובענה ייצוגית לפי [חוק תובענות ייצוגיות](#) הינם כדלקמן:

- (1) למבקש עילת תביעה אישית באחד מן העניינים הכלולים בתוספת השניה לחוק, או בהוראת חוק מפורשת;
- (2) התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה;
- (3) יש אפשרות סבירה שהשאלות המשותפות דלעיל תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה;
- (4) תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין;
- (5) קיים יסוד סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינהל בדרך הולמת ובתום לב.

12. תובע מייצג חייב לשכנע את בית המשפט במידת הסבירות הראויה כי הוא ממלא אחר דרישות סעיפי החוק הנוגעים לאישור התובענה הייצוגית (ראה: **עניין טמפו תעשיות בירה בע"מ**, בעמ' 329). עם זאת, המבקש להגיש תובענה ייצוגית נדרש להוכיח את טענותיו רק באופן לכאורי, ועל בית המשפט להשתכנע כי קיים סיכוי סביר כי במהלך המשפט יוכיח התובע הייצוגי את כל התנאים הדרושים לשם קבלת התביעה הייצוגית (עניין **רייכרט**, פסקה 11; [ע"א 6343/95 אבנר נפט וגז בע"מ נ' אבן, פ"ד נג \(1\) 115](#), בעמ' 118; [רע"א 6567/97 בזק נ' עיזבון המנוח אליהו גת ז"ל](#), [פורסם בנבו] תק-על 98(2) 1627, פסקה 5). במסגרת דרישה זו נפסק בע"א [458/06 שטנדל נ' חברת בזק בינלאומי בע"מ](#), [פורסם בנבו] תק-על 2009(2) 1297, מפי כב' השופט ס' גיבוראן, כי על המבקש לאשר תובענה ייצוגית להראות כי תובענה שכזו היא הדרך היעילה להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין (סעיף 8(א)(2) [לחוק תובענות ייצוגיות](#)). לשם כך עליו להציע - כבר בשלב הבקשה לאישור - הצעות מעשיות ומשביעות רצון למנגנון על פיו ניתן יהיה להוכיח אילו אנשים מבין חברי הקבוצה התובעת נפגעו ממעשי הנתבע וכיצד יוכח שיעור נזקם. בית המשפט צריך להשתכנע בשלב אישור הבקשה, כי ניתן לדון בתובענה הייצוגית בכלים יעילים והוגנים (ראה גם פסק דינה של כב' השופטת ר' רונן בת.א. [\(ת"א\) 2687/06 נתנאל נ' רדיוס שידורים בע"מ](#), לא פורסם [פורסם בנבו] (21.5.09), פסקאות 53-58).

13. לפי סעיף 4(א)(1) [לחוק תובענות ייצוגיות](#), רשאי להגיש בקשה לאישור תובענה ייצוגית רק מי "שיש לו עילה בתביעה" באחד העניינים המפורטים בתוספת השניה לחוק. כאמור, המבקש להגיש תובענה ייצוגית נדרש להוכיח את עילת תביעתו רק באופן לכאורי. דרישה זו מעוגנת בסעיף 8(א)(2) לחוק, הדורש מן המבקש להוכיח כי "יש אפשרות סבירה" שאותן שאלות מהותיות של עובדה או משפט, המשותפות לכלל חברי הקבוצה, תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה. הדבר כולל, בראש ובראשונה, את עילת התביעה האישית, ולאחר מכן את העילה של הקבוצה.

הוכחת סיכויי התביעה להתקבל היא התנאי הראשון שבדק בית המשפט, בטרם יפנה לבירור התנאים האחרים. **בת.א. (ת"א) 2170/01 עובדיה נ' סלקום ישראל בע"מ**, [פורסם בנבו] תק-מח 1/2004 (1) 3750, 3753 (2004), פסקה כ' השופט א' חיות (פסקה 7):

"בדיקה זו נועדה לוודא את רצינותה של התביעה ואת סיכוייה על-מנת שלא תאושר כתובענה ייצוגית תביעה הנדונה לכישלון, ובכך תחסם דרכם של תובעים פוטנציאליים אחרים מלתבוע בגין אותה עילה, וחשוב לא פחות, היא נועדה לוודא שהנתבע לא ייחשף, שלא לצורך, להליך של תובענה ייצוגית, הכרוך לא אחת בהשלכות כלכליות דרמטיות... אשר להיקף הבדיקה שמקיים בית-המשפט בהקשר זה בשלב הבקשה לאישורו כבר נפסק כי מדובר בנטל נוסף, המחמיר עם התובע המבקש רשות להגיש תובענה ייצוגית, לעומת הנטל שמחויב בו תובע בתביעה רגילה, בעומדו בפני סילוק התביעה על הסף... בדיקה זו מתבצעת בשני מישורים מצטברים, המישור הטיעוני והמישור הראייתי, ובמהלכה בוחן בית-המשפט, אם כי ברמה הלכאורית, לא רק את האמור בכתב התביעה אלא גם את חומר הראיות שבאמתחתו של התובע-המבקש, וכן הוא בוחן את טענות ההגנה המועלות מטעם הנתבע-המשיב. אם בתום בדיקה זו, ונוכח מה שהוצג בפניו, מגיע בית-המשפט למסקנה כי סיכוייה של התביעה האישית להתקבל מוטלים בספק ואינם גבוהים, כי אז דין הבקשה לאישורה כתובענה ייצוגית להידחות (ראו דברי השופט חשין בדנ"א 5712/01 יוסף ברזני נ' בזק חברה ישראלית לתקשורת בע"מ (טרם פורסם), [פורסם בנבו], פסקה 22)".

הצורך לשקול את סיכויי התביעה להצליח נקבע בפסיקה לאור החשיבות הציבורית של מכשיר התובענה הייצוגית, למול הסכנות שהשימוש במכשיר זה מעורר (דברי המשנה לנשיא כ' השופט ש. לוי **ברע"א 2701/97 מדינת ישראל נ' צירטוק, פ"ד נו(2) 876**, פסקה 4). בית המשפט העליון הדגיש לא פעם את הסכנות הטמונות במכשיר התובענה הייצוגית, שהוא כלי רב עוצמה, המנוצל לעתים לרעה (ראה: עניין **טצת** בעמ' 785; עניין **טמפו** בעמ' 323; עניין **ברזני**; ע"א 3506/09 צאייג נ' קסלמן וקסלמן רואי חשבון (לא פורסם, [פורסם בנבו], 4.11.04)).

עם זאת, בית המשפט העליון הדגיש כי אין להעמיד דרישות מחמירות מדי לעניין מידת השכנוע בקיומה של עילה לכאורה, על מנת שלא לגרום להתמשכות השלב המקדמי, וכדי לא להרתיע תובעים מייצגים פוטנציאליים (ע"א 2967/95 הנ"ל בעניין **מגן וקשת**, בעמ' 329-330 לפסק דינה של כ' השופטת שטרסברג-כהן). יש להביא בחשבון בעניין זה את הקושי האמיתי של התובע המייצג להוכיח את טענותיו, ולו לכאורה, בשלב המקדמי של בקשת האישור, כאשר המידע והמסמכים מצויים בידי הנתבע (אם כי התובע רשאי לעתור לגילוי מסמכים ספציפיים כבר בשלב זה). לאור כל אלו, מסתפק סעיף 8(א)(2) לחוק בכך שבית המשפט ישתכנע כי **"יש אפשרות סבירה"** שאותן שאלות מהותיות של עובדה או משפט, המשותפות לכלל חברי הקבוצה, תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה. לדברים אלו יש חשיבות מיוחדת בנוגע לתובענות ייצוגיות בתחום ניירות ערך, בשל חשיבותן הציבורית כמכשיר לאכיפת דיני ניירות הערך. בעניין צאייג אמר בית המשפט בעניין זה את הדברים הבאים:

"לתובענות ייצוגיות בתחום ניירות הערך נודעה חשיבות מיוחדת נוכח תרומתן הפוטנציאלית לאמון המשקיעים בשוק ההון, המהווה את הבסיס לקיומו של שוק ההון ויציבותו. אמרה על כך השופטת ט' שטרסברג-כהן בעניין טצת:

'ניירות הערך מפוזרים בידי משקיעים רבים. כל מחזיק השקיע סכום קטן או בינוני לרכישת ניירות הערך. עם זאת, סך כל ההשקעה של הציבור בחברה עשוי להיות גדול. דרוש אפוא תובע ייצוגי שיתבע לא רק את זכותו שלו, אלא גם את זכותם (האישית) של כל אחד מבני הקבוצה כולה. לעתים קרובות הנזק לכל פרטי הקבוצה נגרם בשל מקרה אחד ואחיד, או סדרת מקרים אחידה, כגון פרט מטעה בתשקיף. זאת ועוד: התביעה הייצוגית בתחום ניירות הערך – המעניקה תמריץ לבעל מניות "קטן" לתבוע ייצוגית את החברה ונושאי המשרה בה – מהווה מכשיר חשוב לאכיפת דיני ניירות הערך... אכן, המשפט ההשוואתי מלמד כי במדינות שבהן נקבעו תביעות ייצוגיות בחקיקה, היה שיפור באכיפת החובות המוטלות על החברה ועל נושאי המשרה בה' (שם, בעמ' 786).

יחד עם זאת, בתחום ניירות הערך באים לידי ביטוי גם חסרונותיו המרכזיים של מכשיר התובענה הייצוגית, וביניהם, החשש מיצירת מעשה בית-דין כלפי בעלי ניירות ערך המיוצגים בקבוצה שלא מדעתם; חשש מריבוי תביעות שלא היו מוגשות באופן אינדיבידואלי אשר עלול להוביל לבזבוז משאבים של כלל הגורמים במשק ולעליה בפרמיית הביטוח של תאגידים ונושאי משרה בהם; כן מתעורר החשש מפני שימוש לרעה בתביעה הייצוגית כאמצעי סחיטה כלפי נתבעים שיעדיפו להתפשר מול התובע הייצוגי על מנת לחסוך את עלויות ניהול ההליך (ראו: צפורה [כהן](#) "תובענות ייצוגיות על פי חוק החברות" שערי משפט ד(1) 61, 67-70 (התשס"ה) (להלן: צפורה כהן))" (שם, בפסקה 7).

כללים ועקרונות אלו, עלינו לשים לנגד עינינו בעת הדיון בבקשה לאישור תובענה ייצוגית.

2. קיומה של עילת תביעה לכאורה – אישית וקבוצתית

14. סעיף 5 לתוספת השניה [לחוק תובענות ייצוגיות](#) קובע כי ניתן להגיש תובענה ייצוגית "בעילה הנובעת מזיקה לנייר ערך...". ניסוח רחב זה מאפשר להגיש תובענה ייצוגית בגין הטעיה בתשקיף או בדו"ח כספי של החברה, לאו דווקא מכוח עילה הקבועה [בחוק ניירות ערך](#), התשכ"ח-1968, אלא גם מכוח עילות נזיקיות של מצג שווא רשלני לפי סעיפים 35-36 [לפקודת הניזקין](#); תרמית לפי סעיף 56 לפקודה; הפרת חובה חקוקה לפי סעיף 63 לפקודה; דיני החוזים (בשל הקשר החוזי שבין המשקיע לבין המנפיק בתשקיף); ועשיית עושר ולא במשפט (לדיון בעילות אלו ובפסיקה שאישרה אותן כחלופה לעילה מכוח חוק ניירות ערך ראה: ל' פסרמן-יוזפוב, [דיני ניירות ערך – חובת הגילוי](#), תשס"ט-2009, עמ' 550-568).

המבקש סומך את בקשת האישור על העילות של הטעיה בתשקיף ובדו"חות הכספיים של החברה לפי [חוק ניירות ערך](#), לצד העילה של מצג שווא רשלני. בנוסף, טוען המבקש גם לקיומה של עולת תרמית. המשיבים ביקשו למחוק טענה זו מסיכומי התשובה משום שלא נטענה קודם לכן והיא מהווה הרחבת חזית. ההלכה בנוגע לטענת תרמית הינה כי יש להעלותה במפורש בכתב התביעה (ובענייננו אף בבקשת האישור) ולפרטה כדבעי (ראה: ע"א 4600/91 [מוסקוביץ נ' הבנק הבינלאומי הראשון בע"מ](#), פ"ד מח(3) 455, 458-459). בתגובה טען המבקש כי טענת התרמית פורטה בבקשה לאישור התביעה כייצוגית, בכל הנוגע למצגי השווא של החברה. עיון בבקשה מעלה כי אמנם אין בה אזכור ספציפי של עילת התרמית לפי סעיף 56 [לפקודת הניזקין](#) [נוסח חדש]. אך נטענו בבקשה כל העובדות המבססות עילה זו, קרי: הצגת הצג כוזב ביודעין, על מנת להניע את המשקיעים לפעול על פיו, כאשר המשקיעים הוטעו בפועל ונגרם להם נזק עקב כך. לכן אין מקום למחיקת עילה

זו. כך גם נפסק לגבי תקנה 5(5) [לתקנות סדר הדין האזרחי](#), התשמ"ד-1984, כי קיימת חובה לפרט את העובדות המקימות את עילת התביעה, אך אין חובה לציין את העילה עצמה, או את סעיף החוק הרלבנטי (ע"א 4866/00 מדינת ישראל נ' חתמי לויטס, פ"ד נו(4) 434, פסקה 14).

(א) חוק ניירות ערך: המסגרת הנורמטיבית

15. אשר לעילות שבחוק [ניירות ערך](#), טוען המבקש כי המשיבים לא גילו לציבור המשקיעים את מצבה האמיתי של החברה בדו"ח הצעת המדף שפרסמו ביום 26.5.09, אשר על-פי הדין כמוהו כתשקיף, וכן הציגו במסמך זה מצג שווא כאילו יש בדעתם לפרוע את אג"ח ט'. במעשיהם ובמחדליהם הללו, הפרו המשיבים את הוראות סעיף 16 [לחוק ניירות ערך](#), תשכ"ח-1968 (בנוסחו לפני תיקון תשע"א), המורה כדלקמן:

"(א) תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר, השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו, וכל פרט ששר האוצר קבע בתקנות לפי סעיף 17.

...
(ב) לא יהיה בתשקיף פרט מטעה".

"פרט מטעה" מוגדר בסעיף 1 לחוק – "לרבות דבר העלול להטעות משקיע סביר וכל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר".

תקנה 6 [לתקנות ניירות ערך](#) (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969 קובעת כי "התשקיף יכלול את הפרטים המפורטים בתקנות אלו... לרבות כל פרט אחר העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל השקעה בניירות ערך של המנפיק...".

מעשי המשיבים (החברה ומנהליה) מקימים, לטענת המבקש, אחריות כלפי חברי הקבוצה לפי סעיפים 52א. ו- 31 [לחוק ניירות ערך](#). סעיף 52א. קובע:

"(א) מנפיק אחראי כלפי המחזיק בניירות ערך שהנפיק לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך שהמנפיק הפר הוראה של חוק זה או תקנות לפיו...
(ב) האחריות האמורה בסעיף קטן (א) תחול גם על הדירקטורים של המנפיק, על המנהל הכללי שלו ועל בעל שליטה במנפיק".

סעיף 31 לחוק קובע:

"(א) (1) מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך במסגרת המכירה על פי התשקיף, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה.
(2) האחריות לפי פסקה (1) תחול גם על מי שהיה, במועד בו אישר הדירקטוריון את הנוסח הסופי של התשקיף, דירקטור של המנפיק, המנהל הכללי שלו או בעל שליטה בו".

הוראה נוספת הרלבנטית לענייננו קבועה בסעיף 32א. לחוק, לאמור:

"(א) בסעיף זה, 'מידע צופה פני עתיד' – תחזית, הערכה, אמדן או מידע אחר, המתייחסים לענין או לאירוע עתידיים, שהתממשותם אינה ודאית ואינה בשליטתו של התאגיד בלבד למעט תחזית, הערכה, אמדן או מידע אחר כאמור שיש לכלול אותם, לפי כל דין לרבות לפי העקרונות החשבונאיים המקובלים וכללי הדיווח המקובלים, בדוחות כספיים.

(ב) האחריות לפי סעיפים 31 ו-32 לא תחול לגבי מידע צופה פני עתיד, בשל כך בלבד שלא התממש, כולו או חלקו, או שהתממש באופן שונה מכפי שנצפה, ובלבד שהתקיימו כל אלה:

- 1) צויין במפורש לצד המידע כאמור, בתשקיף, בחוות הדעת, בדוח, בסקירה או באישור, לפי הענין, כי המידע הוא מידע צופה פני עתיד;
- 2) פורטו לצד המידע כאמור, בתשקיף, בחוות הדעת, בדוח, בסקירה או באישור, לפי הענין, העובדות והנתונים העיקריים ששימשו בסיס למידע;
- 3) הודגשו באופן ברור הגורמים העיקריים שיש להתייחס אליהם כעשויים להביא לכך שהמידע צופה פני עתיד לא יתממש."

16. המונח "פרט מטעה", כהגדרתו בסעיף 1 לחוק [ניירות ערך](#), כולל "כל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר", ומכאן שהוא חל גם על הטעיה במחדל. כך פסק כב' הנשיא א' ברק ברע"פ 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ נ' מדינת ישראל, פ"ד נד(2) 97, בעמ' 107:

"פרט הוא מטעה אם משקיע סביר עשוי לטעות בו (ראה ע"א 1928/93 רשות [ניירות ערך נ' גיבור סברניה מפעלי טקסטיל](#), פ"ד מ"ט(3) 177). ההטעיה עשויה שתהא על ידי גילוי פרט מטעה; ההטעיה עשויה שתהא על ידי אי גילוי פרט, שיש בו כדי להביא לידי הטעיה (ראה גרוס, ["היקף חובת הגילוי בתשקיף החברה"](#), עיוני משפט ב' 1972, 684, 683). אכן, לעיתים אי גילוי של פרט מהותי שקול כנגד גילוי של פרט מטעה..."

בע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ' נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, פסק כב' הנשיא מ. שמגר בעמ' 837:

"...ניתן להכליל ולומר, כי חובת הגילוי משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מכלול האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לעניין..."

בע"פ 5640/97 רינד נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(2) 433, בעמ' 476, אמר כב' השופט י. קדמי:

"לשיטתי, העלמת מידע בעל משמעות להשקעה בני"ע – שחייבים על פי הדין להביא לידיעתו של המשקיע הסביר – כמזה כ'הטעייתו'. לשיטה זו 'הטעייה' בהקשר זה אינה חייבת לבוא לכלל ביטוי בהטיה פוזיטיבית לתוצאה שגויה; ודי לעניין זה בהעלמת מידע חיוני לקבלתה של החלטת השקעה במניות על ידי משקיע סביר. הדגש מושם כאן על חיוניות המידע נושא חובת הדיווח – שלא נתמלאה – למערך השיקולים ששוקל משקיע סביר לגבי השקעה במניות..."

17. סעיף 16(ב) לחוק, אשר אסר על הכללת "פרט מטעה" בתשקיף, בוטל בתיקון תשע"א, ועתה קיימת הוראה כללית בסעיף 1א44 לחוק בדבר איסור הכללת "פרט מטעה" בתשקיף, בדו"ח, בהודעה, או בכל מסמך המוגשים לרשות ניירות ערך לפי החוק. אכן, טענותיו של המבקש מכוונות לא רק כלפי מצגי שווא בדו"ח הצעת המדף שפרסמה החברה ביום 26.5.09, אלא גם כלפי מצגי שווא שהיו לטענתו בדו"חות הכספיים של החברה לרבעון הראשון, שפורסמו ביום 31.5.09, שאליהם הפנה דו"ח הצעת המדף. כמו כן, לנוכח טענת החברה כי הפער שבין מצב החברה לפי הדו"חות

לרבעון הראשון של 2009 לעומת מצבה לפי הדו"חות לרבעון השני של 2009, נובע מאירועים מהותיים בלתי צפויים שהתרחשו בשלושה חודשים אלו - טוען המבקש כי החברה לא מסרה לציבור דו"ח מיידי על אירועים אלו, ואף לא דיווחה עליהם בדו"חות לרבעון השני. עובדה זו, לדעת המבקש, מעלה ספק של ממש לגבי עצם קיומם של אירועים אלו. אך אם אירועים אלו אכן התקיימו, הטעו המשיבים את המשקיעים בכך שנמנעו מלמסור לציבור דיווח מיידי על כך, וגרמו למשקיעים להמשיך ולרכוש אג"ח ט', או להמשיך ולהחזיק באג"ח שרכשו, עד לפרסום הדו"חות לרבעון השני.

אשר לטענות המבקש הנוגעות למצגי שווא בדו"חות הכספיים והחובה למסור דו"חות מיידיים, קובע **סעיף 36 לחוק ניירות ערך** את חובתו של תאגיד בורסאי להגיש לרשות לניירות ערך, לבורסה ולרשם החברות דו"חות או הודעות, כפי שנקבעו בתקנות שהוצאו מכוח סעיף זה. התקנות הרלבנטיות הן **תקנות ניירות ערך** (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. **תקנה 36(א)** לתקנות אלו קובעת את החובה להגיש "דוח מיידי" לרשות לניירות ערך, לבורסה ולרשם על "כל ארוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן בדבר כל ארוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד".

בענין האיסור על הכללת פרטים מטעים בדו"חות הכספיים, או הימנעות מהגשת דו"ח מיידי (מעשים המהווים גם עבירה פלילית), הדגישו בתי המשפט את החשיבות העליונה של חובת הגילוי הנאות כלפי המשקיע הסביר. חובה זו נועדה להבטיח שהשקעתו תבוסס על נתונים אמיתיים ומהימנים ככל האפשר, וניתן יהיה למנוע קבלת החלטות על בסיס מידע שגוי. עיקרון הגילוי הנאות מגביר את יעילות שוק ניירות הערך, ונועד אף לחזק את אמון הציבור בשוק ההון, להרתיע בעלי כוח בחברות ציבוריות מפני התנהגות לא הגונה ולפקח על פעולתם. עקרונות אלו הובהרו בפסיקת בית המשפט העליון (ראה: דברי כב' הנשיא א. ברק בענין ה.ג. פולק הנ"ל, בעמ' 105-106, ובענין רייד הנ"ל, בעמ' 461-460).

בע"א 1928/93 **הרשות לניירות ערך נ' גיבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177**, אמר כב' השופט א' גולדברג (בעמ' 186):

"לחובת הגילוי ב"שוק המשני" שלוש תכליות: האחת, לספק מידע זמין, מדויק ומהיר למשקיעים על נסיבות משתנות העשויות להשפיע על האופן שבו יכלכלו מעשיהם. השנייה, להרתיע בעלי כוח בחברה מפני התנהגות חריגה העלולה לפגוע בחברה, ומפני שימוש במידע פנים לתועלתם, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם. והתכלית השלישית, לבסס שוק יעיל לניירות ערך, שבו מגיבים מחירי ניירות הערך הנסחרים באופן מיידי לכל מידע בעל חשיבות, ובכך לסייע לגיוס הון ולפיתוח המשק...".

בע"א 5320/90 **ברנוביץ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מור(2) 818**, פסק כב' הנשיא מ' שנגר (עמ' 830):

'...עקרון היסוד עליו מושתתים דיני ניירות ערך, ובכלל זה חוק ניירות הערך הישראלי, הינו עקרון הגילוי הנאות. משמעותו של עיקרון זה הוא מסירת מידע מלא אודות החברה.'

ובהמשך:

"... להבדיל ממכר רגיל, ניירות הערך הינם מצרך מסוג מיוחד בכך שהם תעודות אשר ערכן הריאלי (היינו ערך החברה שהן מייצגות תביעה כלפיה) אינו גלוי על פניהן (להבדיל משטר כסף, למשל); זאת בשעה שהנתונים בדבר הערך האמור מצויים בידי החברה ונגישים למנהליה ולבעלי השליטה בה. לפיכך, המירו דיני ניירות הערך את כלל המכר הבסיסי הידוע של caveat emptor ('יזהר הקונה') בפילוסופיה של גילוי מלא מצדה של החברה המוכרת... עיקרו של דבר, מקובל לראות את פועלו של הגילוי בשניים: האחד - הספקתו של בסיס מידע נאות למשקיעים, באופן המאפשר קבלת החלטות רציונאליות בנוגע להשקעותיהם; השני - הרתעתם של בעלי הכוח בחברות ציבוריות מתרמית ומהתנהגות מניפולטיבית, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם".

על הלכות אלו חזר כב' הנשיא א. ברק בע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, [פורסם בבנו] תק-על כרך 97(3) תשנ"ז 513.

18. סעיף 23א. לחוק ניירות ערך מאפשר הצעת ניירות ערך לציבור על-פי "תשקיף מדף" (הצעת ניירות ערך יותר מפעם אחת על-פי אותו תשקיף). במקרה שכזה יש חובה להגיש לרשות ניירות ערך דו"ח על ההצעה, המכונה "דו"ח הצעת מדף". סעיף 23א(ז) לחוק קובע כי דין דו"ח הצעת מדף כדין תשקיף, וסעיף 38ב. לחוק מחיל, בשינויים המחויבים, את הוראת סעיף 31 לחוק (המטילה אחריות בגין "פרט מטעה" בתשקיף), גם לגבי הכללת "פרט מטעה" בדו"ח שמגיש התאגיד.

בענייננו, כאשר החליטה החברה לרשום למסחר את אגרות החוב, היא פרסמה, ביום 26.5.09, "דו"ח הצעת מדף", בו הודיעה על רישומן למסחר של אג"ח ט' שהונפקו בהתאם לתשקיף מדף מיום 30.5.07, ופירטה שינויים וחידושים מהותיים שחלו בחברה מיום פרסום התשקיף במסגרתו הונפקו אגרות החוב, לבין מועד פרסום דו"ח הצעת המדף (נספח ה' לתצהיר המבקש). טענות המבקש בדבר קיומם של "פרטים מטעים" מתייחסות לאמור בדו"ח זה, ובדו"חות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של 2009 שפורסמו ביום 31.5.09. יש לציין כי דו"ח הצעת המדף כולל, על דרך ההפניה, את המידע המופיע בדו"חות שפרסמה החברה מיום פרסום התשקיף ועד מועד פרסום דו"ח הצעת המדף, כולל הפניה לדו"חות הכספיים של החברה שפורסמו ביום 30.8.08 (אליהם אתייחס בהמשך).

(ב) מצגי-השווא המיוחסים למשיבים

גדר המחלוקת ונטל הראיה

19. טענתו המרכזית של המבקש הינה שעובר לרישום אג"ח ט' למסחר, וכן במהלך שלושת החודשים שלאחר מכן, הציגה החברה מצגים כוזבים בדבר יכולתה וכוונתה לפרוע את כל חובותיה,

לפחות אלו שמועד פירעונם קרוב. המבקש ממקד את טענותיו במצגים הנוגעים לאג"ח ט', שמועד פירעונן הצפוי היה חמישה חודשים לאחר מועד רישומן למסחר. הוא מדגיש את העובדה כי שלושה חודשים בלבד לאחר רישום אג"ח ט' למסחר (ביום 31.5.09), עם פרסום הדו"חות הכספיים לרבעון השני ביום 30.8.09, הודיעה החברה באופן מפתיע כי היא פותחת במשא ומתן עם מחזיקי כל אגרות החוב שלה במטרה להגיע עמם להסדר חוב, ונמנעה מלפרוע את אג"ח ט'. החברה מודה כי מצבה במועד זה (30.8.09) היה שקול לחדלות פירעון (פאינרו בסעיף 36 לתצהירו ועמ' 59-60 לעדותו). פער זה, בין תיאור מצבה של החברה במועד רישום אג"ח ט' למסחר לבין מצבה בפועל זמן קצר לאחר מכן, מעיד, לדעת המבקש, כי המצגים שהציגה החברה לפני רישום אג"ח ט' למסחר ובשלושת חודשים שלאחר סיחורן לציבור לא שיקפו את העובדות המלאות לאשורן. המשיבים ידעו במועד סיחור אג"ח ט', ובחודשים שלאחר מכן, כי קיים סיכון לא מבוטל שהחברה לא תפרע את התחייבויותיה לבעלי אג"ח ט'. אך הם הסתירו מציבור המשקיעים באג"ח ט' עובדה זו, ונתנו להם להבין כי השקעתם ניצבת על קרקע בטוחה. יתר על כן, גם כאשר ידעו המשיבים כי אין בכוונתם או ביכולתם לפרוע את אג"ח ט', והעדיפו ללכת להסדר חוב כולל עם כל מחזיקי האג"ח של החברה, הם הסתירו כוונה זו מהמשקיעים עד לפרסום הדו"חות לרבעון השני, וגרמו להם להמשיך ולרכוש את אג"ח ט', או להמשיך ולהחזיק באג"ח שרכשו.

20. עם תום שמיעת הראיות בבקשת האישור, ולאחר עיון בכתבי הטענות, בתצהירים, במסמכים שהוגשו ובסיכומי הצדדים, עולה כי המחלוקת בין הצדדים נוגעות לרבדים שונים של מצגי השווא המיוחסים למשיבים, בהתאם לתקופות השונות שחלפו ממועד ההחלטה לסחר את אג"ח ט' לציבור, ועד לפרסום הדו"חות לרבעון השני בהם התברר מצבה הקשה של החברה. ביתר פירוט, השאלות שבמחלוקת הינן כדלקמן:

א. השאלה הראשונה בה יש לדון היא האם הסתירו המשיבים מידע מן המשקיעים בנוגע למצב החברה ולנסיבות סיחורן של אג"ח ט' לציבור, ובנוגע לכוונת החברה לפרוע אג"ח אלו, **בתקופה שקדמה לרישומן למסחר (יום 31.5.09)**. מצגי החברה בתקופה זו מתמקדים בדו"ח המידי שפרסמה החברה ביום 30.3.09 בנוגע לכוונתה לרכוש אגרות חוב שלה; דו"ח הצעת המדף מיום 26.5.09 לפיו נרשמו למסחר אג"ח ט'; הדו"חות הכספיים לרבעון הראשון שפורסמו ביום 31.5.09; והדברים שאמר מנכ"ל החברה בראיון לעיתון "גלובס" ביום 31.5.09. במקביל יש לבחון את "סימני האזהרה" העולים מדיווחי החברה בדו"חות הכספיים והמידיים מאז פרוץ המשבר הכלכלי העולמי ברבעון האחרון של שנת 2008, ועד ליום 31.5.09.

ב. האם הסתירו המשיבים מידע מן המשקיעים בנוגע למצב החברה, וכן בנוגע ליכולתה ולכוונתה לפרוע את אג"ח ט', בשלושת החודשים שלאחר רישומן למסחר, קרי: בחודשים יוני-אוגוסט 2009? במסגרת זו יש לבחון מה היו האירועים החריגים שהביאו, לטענת המשיבים, לפער המשמעותי שנוצר בין מצב החברה כפי שהוצג בדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09, לבין מצבה שעל סף חדלות פירעון ביום 30.8.09, ומה היו הנסיבות שהובילו להחלטת החברה להימנע מלפרוע את אג"ח ט' ולהעדיף הסדר כולל עם מחזיקי האג"ח

שלה. כך גם יש לבחון מתי בדיוק התרחשו אירועים אלו, והאם היה צורך למסור לציבור המשקיעים דו"חות מיידיים במועד התרחשותם (אין מחלוקת כי דו"חות שכאלו לא נמסרו).

21. טרם בחינת המחלוקות שבין הצדדים יש להבהיר את שאלת נטל הראיה, לאור טענת המבקש כי הנטל הוא על החברה להסביר את הפער הגדול בין מצבה בעת סיחור אג"ח ט' לציבור, לבין המצב הקשה שהתברר מן הדו"חות שפורסמו ביום 30.8.09. [ברע"א 4474/97 טצת נ' זילברשץ, פ"ד נד\(2\) 577 \(2000\)](#), טענו המבקשים לאשר תובענה ייצוגית כי תיאור מצבה העסקי של החברה בתשקיף היה מטעה: הצטיירה בו תמונה של חברה רווחית ויציבה, בעוד שבפועל היתה החברה על סף חדלות פירעון במועד פרסום התשקיף. הראיה היחידה שהציגו התובעים לביסוס טענתם היתה קיומו של פער בין מצב החברות כפי שעלה מתיאור החברות בתשקיף, לבין מצבן הכספי העגום שהוביל להתמוטטותן **15 חודשים** לאחר מכן. כב' השופטת ט' שטרסברג-כהן אמרה (פסקה 11):

"גישה לפיה די בקיומו של פער בין תיאורה של החברה בתשקיף לבין מצבה הכלכלי כעבור זמן, כדי להצדיק אישורה של תובענה ייצוגית בעילה של פרט מטעה בתשקיף, עלולה לחשוף את החברות ואת נושאי המשרה בהן לסיכונים וללחצים שישתקו אותם מלפעול. גישה כזו עלולה לעודד משקיעים, שהשקעתם נכזבה, להגיש תביעות בגין פרטים מטעים בתשקיף, גם כאשר התשקיף שיקף נכונה את מצב החברה בזמן פרסומו. גישה כזו עלולה לדחוק נתבעים להתפשר - גם כאשר אין בתובענה הייצוגית ממש - ובלבד שלא יצטרכו לשאת בעלויות הכרוכות בניהול ההגנה ולעמוד בלחץ הנובע מעצם העובדה כי תביעה מסוג זה תלויה ועומדת נגדם. גישה כזו עלולה להביא לניצול לרעה של מכשיר התובענה הייצוגית, ולבזבוז משאבים וסופה שתזיק למשק בכללותו".

עם זאת, בית המשפט סבר בעניין **טצת** כי אין להטיל על התובע הייצוגי בשלב האישור של הבקשה נטל כבד מדי להוכחת פרט מטעה בתשקיף, בהתחשב בעובדה שמרבית הנתונים הרלבנטיים, החיצוניים לתשקיף, מצויים בידי החברה. הטלת נטל שכזה, עלולה להרתיע תובעים פוטנציאליים ולהביא לדחיית תובענה ייצוגית הראויה להתברר, כך שיפגע האינטרס הציבורי שבאכיפת הוראות החוק (פסקה 10). בית המשפט פסק בעניין **טצת**, כי האיזון הראוי בין הקושי של מבקש האישור בהבאת ראיות בשלב ראשוני זה, לבין הצורך למנוע תביעות סרק, יושג באמצעות העברת נטל הראיה אל הנתבע, במקרים המצדיקים זאת. וכדברי כב' השופטת ט' שטרסברג-כהן:

"במצב דברים בו התובע מצביע על פער משמעותי בין תמונת מצבה של החברה כפי שנצטיירה בתשקיף לבין מצבה במציאות בחלוף פרק זמן קצר יחסית ממועד הפרסום, עובר הנטל אל הנתבעים לתת הסבר מניח את הדעת להיווצרות הפער האמור ולהצביע על האירועים שהובילו את החברה ממצבה הכלכלי בעת פרסום התשקיף אל עברי פי פחת..." (פסקה 13, וראה גם: [רע"א 8332/96 רייכרט נ' שמש, פ"ד נה\(5\) 276](#), פסקה 12).

דהיינו, במקרה בו טענת התובע בדבר קיומו של פרט מטעה בתשקיף או בדו"ח של החברה מבוססת על הפער המשמעותי בין האמור באותו תשקיף או דו"ח, לבין מצבה של החברה במציאות זמן קצר לאחר מכן, עובר הנטל אל החברה ליתן הסבר לקיומו של פער זה.

בענייננו, וכפי שיובהר מן הראיות שיפורטו לקמן, לא יכולה להיות מחלוקת של ממש כי קיים פער משמעותי בין המצגים בדו"ח הצעת המדף ובדו"חות הכספיים שפורסמו בסוף חודש מאי 2009, לבין המציאות שנתגלתה מן הדו"חות שפורסמו שלושה חודשים בלבד לאחר מכן. לכן, לאור הלכת **טצת**, יש לברר במסגרת בקשת האישור האם נתנה החברה הסבר מניח את הדעת, לכאורה, לקיומו של פער זה, כאשר הנטל בעניין זה מוטל עליה. לצורך כך יש לבחון האם, כטענת החברה, הפער הגדול הנ"ל נוצר בשל אירועים חריגים ומשמעותיים, בלתי צפויים, שהתרחשו בחודשים יוני-אוגוסט 2009, ואם כן – מדוע לא דווח על אירועים אלו לציבור באופן מיידי, אם היתה חובה לדווח.

נקודת המוצא להכרעה בבקשת האישור שלפני היא שעל המשיבים מוטל הנטל ליתן הסברים משכנעים, אשר יבהירו כמה תמיהות, העולות כמעט מאליהן, לנוכח הנסיבות שהתבררו. **ראשית**, באילו נסיבות החליטה החברה להנפיק לציבור "המשקיעים הקטנים" אגרות חוב שהונפקו בהנפקה פרטית בשנת 2005 לגופים המוסדיים בלבד, ונותרו ככאלו במשך למעלה מארבע וחצי שנים, וזאת חמישה חודשים בלבד לפני מועד פירעון הנקוב. **שנית**, כיצד זה אירע שהחברה הודיעה ביום 30.8.09 כי אין בכוונתה לפרוע את אג"ח ט' (אלא בכפוף להסדר חוב עם כל מחזיקי האג"ח), כאשר מדובר באג"ח שסוחרו והונפקו לציבור שלושה חודשים בלבד קודם לכן, עם הבטחה הגלומה בהן לפרען בתוך חמישה חודשים. המשיבים חייבים להסביר מה קרה בשלושה חודשים אלו שהביא ל"הפיכת הקערה על פיה". בעניין **טצת** הספיק פער של **15 חודשים** בין התשקיף לבין מצב החברה בפועל, כדי להצדיק את העברת הנטל אל שכם החברה לספק הסברים לפער זה. במקרה דנא, מדובר בפער משמעותי ביותר בין המצב המדווח לבין המצב שנתגלה **3 חודשים** בלבד לאחר הדיווח, ולכן הלכת **טצת** חלה בענייננו מקל וחומר.

המשיבים מפרטים בתשובתם שורה של סימני אזהרה שמסרה החברה בדבר מצבה הנוכחי והחזוי, בתקופה שקדמה למועד סיחור האג"ח לציבור. אולם המבקש בוחר להתמקד, ובצדק, במצגים של החברה הרלבנטיים באופן מיוחד לסיחור אג"ח ט' לציבור והכוונה לפרען, הואיל והן הונפקו ביום 31.5.09 והיו אמורות להיפרע בתוך חמישה חודשים. אכן, השקעה באג"ח של חברה (אג"ח קונצרני) איננה "פוליסת ביטוח", ולעולם גלום בה סיכון, הדומה לסיכון הכרוך בהשקעה במניות של חברה הנסחרת בבורסה (לגבי מניות ראה: [רע"א 378/96 וינבלט נ' בורנשטיין](#), [פורסם בנבו] תק-על 2000(2) 341, 346, 350). דברים אלו נכונים בעיקר כאשר עסקינן באג"ח לטווח הרחוק, שכן קשה לצפות את מצב החברה בעוד כמה שנים. אך כאשר חברה מסחרת לציבור אג"ח שמועד פירעון חל בתוך חמישה חודשים, קמה ציפיה טבעית ולגיטימית אצל המשקיעים שהחברה תכבד את התחייבותה לגבי אג"ח ספציפיות אלו, בלא קשר לתחזיות בנוגע למצבה בעתיד הרחוק יותר, אלא אם כן "נפלו השמיים", קרי: התרחשו בפרק הזמן הקצר שעד למועד הפירעון אירועים כה חריגים ועוצמתיים, שלא ניתן היה לצפותם בעת הרישום למסחר של האג"ח, ואשר מונעים מן החברה לעמוד בהתחייבויותיה. המבקש איננו טוען כי החברה לא היתה רשאית להחליט על הליכה להסדר חוב עם כל מחזיקי האג"ח שלה ביום 30.8.09, אלא טוען כי הנסיבות שהובילו להחלטה זו היו ידועות קודם לכן, לפחות בחלקן, והועלמו מציבור המשקיעים.

נסיבות סיחורן של אג"ח ט' לציבור והדיווח המיידי של החברה מיום 30.3.09

22. הסוגיה הראשונה, בעניין מצגי השווא המיוחסים לחברה, נוגעת לנסיבות סיחורן לציבור של אג"ח ט' (למעשה, החברה רשמה למסחר ביום 31.5.09 לא רק את אג"ח ט', אלא גם אג"ח מסדרות י' ו-יא' - כל סדרה בסך כולל של 500 מיליון ₪ ערך נקוב). המבקש טוען כי המשיבים הסתירו מציבור המשקיעים את הסיבה האמיתית לרישום אג"ח ט' למסחר. לטענתו, רישום אג"ח ט' למסחר נעשה כחלק מ"קנוניה" בין החברה לבין המשקיעים המוסדיים, שהחזיקו באג"ח אלו עד לרישומן למסחר ביום 31.5.09 (עמ' 28 לעדותו). בתצהירו מציין המבקש כי **"נודע לו בדיעבד"** שנציג החברה אמר באסיפת מחזיקי אג"ח ט' ביום 7.5.09, שבה אושר רישומן למסחר, כי **"החברה יוזמת מהלך זה בעקבות פניות של משקיעים מוסדיים"** (סעיף 14).

לדעת המבקש, לא היתה לחברה סיבה נראית לעין לרשום את אג"ח ט' למסחר, שכן את ההון היא גייסה זה מכבר במסגרת ההנפקה הפרטית לגופים המוסדיים, מספר שנים קודם לכן. הסיבה האמיתית לרישום האג"ח למסחר היתה, כפי הנראה, רצונם של המוסדיים "להיפטר" מן האג"ח שבידיהם. אף שהמבקש לא אומר זאת במפורש, משתמע מדבריו כי המשקיעים המוסדיים היו מודעים למצבה הקשה של החברה, וחיפשו דרך להשיב לעצמם את השקעתם. החברה שיתפה עמם פעולה, רשמה את האג"ח למסחר, וכך "גולגל" הסיכון אל "המשקיעים הקטנים", שרכשו את האג"ח בבורסה. לטענת המבקש, הסתירה החברה את מצבה הקשה מציבור המשקיעים. המבקש אינו יודע איזו תמורה קיבלה החברה מן המשקיעים המוסדיים עבור מהלך זה, ומעלה את האפשרות כי הובטח לה שיתוף פעולה במסגרת הסדר הנושים העתיד להתגבש.

23. לטענת המשיבים, הסיבה לסיחור אג"ח ט' (יחד עם אג"ח י' ו-יא) היתה נעוצה בשיקולים כלכליים של החברה, ואין לכך כל קשר לגופים המוסדיים. כפי שהסביר נדב גרינשפון, סגן יו"ר מועצת המנהלים ודירקטור בחברה: **"החלטת החברה לרשום את אג"ח ט' למסחר נבעה מרצונה של החברה לנסות ולרכוש את אגרות החוב ובכך להקדים את פירעון התחייבויותיה ולהקטין את מצבת חובותיה..."** (סעיף 7 לתצהירו ועמ' 97 לעדותו). גרינשפון הדגיש כי לא רק אג"ח ט' נרשמו למסחר באותה עת, אלא גם אג"ח מסדרות י' ו-יא' (עמ' 96 לעדותו ונספחים ד-ה' לתצהיר המבקש). עוד הסביר גרינשפון בתצהירו, כי רישום אג"ח ט' למסחר היה אמור להוזיל אותן, ולאפשר לחברה לרכוש במחיר מוזל, ולכן ראתה החברה בכך הזדמנות עסקית (סעיף 10). גרינשפון טען כי החברה היתה מנועה מלרכוש את אגרות החוב ישירות מן המשקיעים המוסדיים, בעסקה מחוץ לבורסה (עסקת מ"ב), משום שרכישה שכזו, בתקופה בה האג"ח של החברה דורגו כבעלות סיכון גבוה יחסית, היתה מהווה איתות שלילי מבחינת חברות דירוג האג"ח; היא היתה נחשבת כרכישה בתנאים של מצוקת אשראי (סעיף 9 לתצהיר). לכן היה צורך לסחר את האג"ח לציבור, על מנת לרכוש בבורסה.

גרינשפון טען בעדותו כי היתה זו יוזמה של החברה (עמ' 96). אך הוא הודה בעדותו כי לרישום אג"ח ט' למסחר קדמו פניות של מחזיקי אגרות החוב, קרי: הגופים המוסדיים, שביקשו להפכן לסחירות. גרינשפון גם לא ממש הכחיש בתצהירו את טענת המבקש כי נציג החברה הסביר

למחזיקי האג"ח באסיפה שהתקיימה ביום 7.5.09, שאישרה את רישומן למסחר, כי הסיבה לסיחור נעוצה בבקשת הגופים המוסדיים (סעיף 12).

24. גרינשפון מבקש להוכיח כי סיחור אג"ח ט' אינו קשור לפניית הגופים המוסדיים אל החברה לסחר את אגרות החוב, והא ראייה: כוונת החברה לנסות ולרכוש את האג"ח מטעמים כלכליים גרידא פורסמה כבר בדו"ח מיידי שהוציאה ביום 30.3.09 (עמ' 96, 109-110 ונספח יא' לתצהירו). בדיווח זה נאמר כי בכוונת החברה לנסות ולרכוש אגרות חוב שלה ברכישה עצמית, לנוכח הערכת הדירקטוריון כי רכישתן מהווה הזדמנות עסקית וכלכלית ראויה לחברה, והיא תקל על הוצאות המימון של החברה בעתיד. רכישה זו - כך נאמר בדיווח - **"נתונה לשיקול דעת מנהלי החברה, בהתאם לתנאים ולנסיבות"**, והחברה הבהירה כי היא אינה מתחייבת לבצע את הרכישה.

המבקש, לעומת זאת, טוען כי הדיווח המיידי של החברה מיום 30.3.09 איננו קשור לסיחור של אג"ח ט' לציבור ביום 31.5.09. יתר על כן, דיווח זה מהווה מצג שווא לציבור המשקיעים ("ספיין" כהגדרת המבקש), כאילו יש בדעת החברה לרכוש אגרות חוב שלה. דיווח זה היווה איתות חיובי לשוק ההון בדבר מצבה הכלכלי של החברה, אשר יכולה להרשות לעצמה לרכוש אג"ח שלה וגם מאמינה ביכולתה לפרוע אותן. אולם בפועל, לא עמדה מאחרי דיווח זה כוונה אמיתית לרכוש אג"ח של החברה, והחברה גם לא ביצעה רכישות שכאלו (סעיף 23 לתצהיר המבקש ועמ' 45 לעדותו).

25. נסיבות הרישום למסחר של אג"ח ט', כמו גם הוצאת הדיווח המיידי ביום 30.3.09, מטרידות ומעלות שורה של תמיהות שנותרו ללא מענה מניח את הדעת מצד המשיבים. גרינשפון מדגיש בתצהירו כי מבחינת החברה סיחור האג"ח לציבור היה **"מהלך טכני"** שלא שינה דבר, שכן החברה לא גייסה במהלך זה הון נוסף (סעיף 4 ו-11). דווקא משום כך צריכה החברה לספק הסברים טובים למהלך זה, ולא שוכנעתי בשלב מקדמי זה כי יש בידיה הסברים שכאלו. העובדה שהחברה מצאה לנכון לרשום למסחר באמצע שנת 2009 אג"ח שהונפקו באופן פרטי לגופים המוסדיים בשנת 2005, כאשר נותרו חמישה חודשים בלבד עד למועד פירעון, מחייבת מתן הסברים לגבי נסיבות סיחורן ותכלית הדבר.

26. המשיבים לא מסרו כל מידע בשאלה מתי פנו הגופים המוסדיים אל החברה, והאם זה היה לפני או אחרי הדו"ח המיידי מיום 30.3.09. גרינשפון גם לא מבהיר מדוע ביקשו המוסדיים לסחר את האג"ח מסדרות טי-יא', כאשר החשש הוא שהדבר נבע מצפי שהחברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי האג"ח הללו. גרינשפון לא ציין כלל בתצהירו כי אחד הטעמים לרישום אג"ח אלו למסחר היה פנייתם של הגופים המוסדיים, ורק בעדותו נאלץ להודות בכך. דבר זה אומר דרשני. מכל מקום, אין זה ברור כיצד מתמודדת החברה עם טענת המבקש כי נציג החברה אמר באסיפת מחזיקי אג"ח ט' ביום 7.5.09, שבה אושר רישומן למסחר, כי **"החברה יוזמת מהלך זה בעקבות פניות של משקיעים מוסדיים"** (סעיף 14). גרינשפון לא הכחיש בתצהירו טענה זו (סעיף 10). לכאורה, לפי גרסה זו, בקשת המוסדיים היתה העילה העיקרית, ואולי היחידה, לרישום האג"ח למסחר, ולא רצונה של החברה לרכוש אג"ח שלה.

יתר על כן, ההסבר שמסרו המשיבים לרישום אג"ח ט' למסחר, והדרך בה קשרו זאת עם הדו"ח המיידני מיום 30.3.09, מעוררים קשיים לא מעטים, וטעונים בירור עובדתי ממצה, שמצריך אישור התובענה הייצוגית.

ראשית, אין זה ברור מדוע הגופים המוסדיים היו צריכים לפנות אל החברה בבקשה (או שמא דרישה) לרשום את האג"ח למסחר, אם – כטענתה – היא החליטה קודם לכן לעשות כן, מטעמים שלה עצמה, ואף דיווחה על כך ביום 30.3.09. עניין זה מחזק את המסקנה שסיחור האג"ח לציבור נעשה לפי בקשת הגופים המוסדיים, ולא ביוזמת החברה.

שנית, הדיווח המיידני של החברה איננו מציין כלל כי החברה עתידה לרשום למסחר אג"ח שהוצאו בהנפקה פרטית, ואף איננו מתייחס לסדרה זו או אחרת של אג"ח שתרכוש החברה: נאמר בו רק כי החברה עשויה לרכוש "אגרות חוב של החברה, אשר רשומות למסחר בבורסה". אג"ח ט'-יא' לא היו רשומות למסחר באותה עת, וספק אם החלטת החברה מתייחסת אליהן כלל. כמו כן, הדו"ח המיידני מתייחס לרכישת אג"ח "במהלך המסחר בבורסה או מחוץ לבורסה", ולא רק לאג"ח שירשמו למסחר בבורסה.

שלישית, הכוונה לרכוש אג"ח בבורסה או מחוצה לה, כאמור בדו"ח המיידני, מעמידה בספק את הסבריו של גירנשפון כי החברה היתה חייבת לרשום למסחר את האג"ח, הואיל ולא היתה יכולה לרכוש אותן בצורה ישירה מן הגופים המוסדיים בעסקת מל"ב (מחוץ לבורסה).

רביעית, החברה רשמה למסחר ביום 31.5.09 לא רק את אג"ח ט', שמועד פירעון חל בשנת 2009, אלא גם את אג"ח י' ו-יא' שמועד פירעון חל בשנים שלאחר מכן (נספח ד' לתצהיר המבקש). אולם הדו"ח המיידני מציין כי תוקף החלטת החברה בדבר רכישת האג"ח שלה הוא עד ליום 31.12.09. גרינשפון גם הסביר כי כוונת החברה היתה לרכוש את האג"ח לטווח הקצר, קרי: אג"ח ט' (סעיף 7 לתצהיר). מדוע, אם כן, סוחרו ביום 31.5.09 גם אג"ח י' ו-יא', אם לא היה לכך כל קשר לפניית הגופים המוסדיים לעשות כן? ההסבר של גרינשפון בעדותו, קרי: הצורך לחסוך בעלויות הנפקה נוספות בעתיד, אינו משכנע לכאורה (עמ' 96-100).

27. זאת עוד: בדו"ח המיידני הודיעה החברה על כוונתה לרכוש אג"ח שלה (לאו דווקא מסדרה ט') בהיקף כספי מוגבל ביותר, **בסך 70 מיליון ₪**, שעה שהאג"ח מסדרות ט'-יא' שנרשמו למסחר ביום 31.5.09 היו בסך כולל של **1.5 מיליארד ₪** ערך נקוב (נספח ד' לתצהיר המבקש). יתר על כן, בסופו של דבר, לא רכשה החברה את אגרות החוב – לא בסכום הקטן יחסית של 70 מיליון ₪, ולא בכל סכום אחר. בדו"ח המיידני נאמר כי החברה תרכוש את האג"ח "ממקורותיה העצמיים". אולם לטענת גרינשפון בתצהירו, "לא עלה בידי החברה לגייס את ההון הדרוש לרכישת אגרות החוב מסדרה ט'" (סעיף 10). הוא הסביר בעדותו כי החברה פעלה למימוש נכסים כדי לממן את רכישת האג"ח, אך לא הצליחה לגייס את הסכומים הדרושים (עמ' 103-101). כל אלו מעוררים, לכאורה, סימני שאלה באשר לכוונה מלכתחילה לרכוש את האג"ח, ולנסיבות מתן הדיווח המיידני.

ראשית, מדוע היה צורך לרשום למסחר שלוש סדרות אג"ח בסך כולל של 1.5 מיליארד ₪, שהיו בהנפקה פרטית וחלקן עתידות להיפרע רק בשנים הבאות (החלטת החברה כלל אינה חלה אליהן), אם הכוונה היתה, בסך הכל, לרכוש אג"ח בסכום לא גדול של עד 70 מיליון ₪, וגם על כך לא התחייבה החברה.

שנית, וזה העיקר, כיצד ניתן להסביר את העובדה שהחברה לא רכשה כלל אג"ח לפי ההחלטה עליה דווח לציבור ביום 30.3.09? אין מדובר במקרה בו נבצר מן החברה בסופו של דבר לרכוש אג"ח בשווי של 70 מיליון ₪ בשל העדר מזומנים: החברה לא התחילה אפילו לרכוש חלק, ולו קטן, מן האג"ח שלה, לאחר הדיווח מיום 30.3.09 (אלו שכבר נסחרו בבורסה), או לאחר הרישום למסחר של אג"ח ט"י-יא ביום 31.5.09. המשיבים הרי טוענים כי מצבה הקשה של החברה נתברר להם רק בחודש אוגוסט 2008. עובדה זו מטילה ספק, לכאורה, בטענת החברה כי הכוונה לבצע רכישה עצמית היתה התכלית של רישום האג"ח למסחר, ומחזקת לכאורה את המסקנה שדווקא פנייתם של הגופים המוסדיים לחברה היתה הסיבה העיקרית. בעניין זה חל, לכאורה, הכלל של "סוף מעשה במחשבה תחילה", או:

"Tell me what you did and I'll tell you what you thought".

28. על מנת להפריך את טענות המבקש בדבר "קנוניה שנרקחה" בין החברה לבין הגופים המוסדיים, מדגיש גרינשפון בתצהירו כי בפועל, "רובו המכריע של חוב החברה בגין אג"ח מסדרה ט' הוסיף להיות מוחזק בסופו של יום על ידי הגופים המוסדיים". לדבריו, בניגוד לתיאוריה שהעלה המבקש, לא מיהרו הגופים המוסדיים להיפטר מאגרות החוב שבידיהם, והמשיכו להתזיק ברוב המכריע של אג"ח ט', והיקפי המסחר באג"ח ט' היו "זניחים יחסית" בתקופה שלאחר רישומן למסחר (סעיפים 13-15). טענה זו, שנטל הוכחתה על המשיבים, אינה נתמכת בראיה כלשהי, והיא נעדרת פירוט מינימאלי (איזה כמות של אג"ח מכרו המוסדיים, באיזה סכום, באיזה מועד, מי רכש אותן, וכו'). המבקש, לעומת זאת, מפנה בתצהירו לדו"ח פעילות באג"ח ט' שנלקח מאתר "דה-מרקר" (מפיץ מידע מוסמך מטעם הבורסה - נספח יא' לתצהירו, שהמשיבים טוענים כי הוא חלקי ובלתי אמין). מדו"ח זה עולה כי התנהלו מחזורי מסחר באג"ח ט' בלבד בשווי כולל של כ- 87 מיליון ₪ בחודשים יוני-אוגוסט 2009, כאשר השווי הכולל של אג"ח ט' שהונפקו היה 500 מיליון ₪ ערך נקוב (נספחים ד'-ה' ו-יא' לתצהיר המבקש וסעיף 42 לתצהירו). יש לזכור כי יחד עם אג"ח ט' נרשמו למסחר גם אג"ח י' ו-יא', בערך נקוב של 1 מיליארד ₪ נוספים, וגרינשפון לא מתייחס לשאלה איזה כמות מאג"ח י' או יא' מכרו המוסדיים לציבור. אמנם לא ניתן לדעת בשלב זה מהי כמות האג"ח מכל שלוש הסדרות שמכרו הגופים מוסדיים בתקופה שלאחר רישומן למסחר. אך לפי נתוני המבקש לא נראה שמדובר בהיקפי סחר "זניחים", כטענת גרינשפון. כמו כן, העובדה שהגופים המוסדיים לא מכרו כמות גדולה יותר של האג"ח עשויה לנבוע מהעדר ביקוש גדול יותר לאג"ח אלו בשוק.

29. **סיכומו של דבר**: לאור כל האמור לעיל יש בסיס, לכאורה, לטענות המבקש בדבר מצגי שווא של החברה, בנוגע לנסיבות שהביאו לרישום אג"ח ט' למסחר, ולמצבה של החברה באותה עת. בהעדר הסברים משכנעים יותר, לא ניתן לשלול בשלב זה את טענת המבקש כי רישום אג"ח ט'

למסחר נבע מבקשה או דרישה של הגופים המוסדיים, קרי: רצון של החברה לאפשר למוסדיים למכור לציבור את האג"ח, ולאז דווקא עקב רצון של החברה לרכוש בעצמה. אם כך היו פני הדברים, מדובר במידע שהיתה חובה, לכאורה, לגלותו לציבור המשקיעים בדיווח המיידית מיום 30.3.09, בדו"ח הצעת המדף מיום 26.5.09 (סיחור אג"ח ט' לציבור) ובדו"חות הכספיים לרבעון הראשון שפורסמו ביום 31.5.09. ציבור המשקיעים באגרות חוב שהיו בהנפקה פרטית וסוחרו לציבור זכאי לדעת שהגופים המוסדיים שהחזיקו באג"ח אלו ביקשו או דרשו לרשום אותן למסחר, משום שהדבר מעלה חשש לכוונה של המוסדיים להיפטר מאגרות החוב, ולמצער מחלקן, על ידי מכירתן לציבור. מבקשה או דרישה זו של הגופים המוסדיים, אם אכן היתה, עשוי להשתמע חוסר אמון ביכולתה של החברה לפרוע את כל התחייבויותיה למחזיקי אגרות החוב שלה. הגופים המוסדיים יכולים לעקוב, ואף עוקבים, אחר מצב החברות בהן הם מושקעים טוב יותר מן המשקיע הקטן, ולכן כוונתן להיפטר מאג"ח של חברה מהווה אינדיקציה בעלת משמעות למשקיעים האחרים. לכן, העלמת עובדה מהותית זו מעיני המשקיעים (גם אם היתה רק אחת הסיבות לרישום אג"ח ט' למסחר) עשויה להיחשב, לכאורה, כ"פרט מטעה" בתשקיף או בדו"ח וכמצג שווא מצד החברה.

בנוסף, קיים לכאורה ספק לגבי התכלית שעמדה מאחורי הדו"ח המיידית של החברה מיום 30.3.09, בהתחשב בכל האמור לעיל. דיווח שכזה משדר לציבור המשקיעים מסר של אמון מצד החברה בחוסן של אגרות החוב אותן היא עומדת לרכוש, כמו גם מסר שיש בידי החברה עתודות כספיות למהלך שכזה. אם יתברר כי לא עמדה מאחוריו כוונה אמיתית לרכוש אג"ח של החברה, היה זה מצג שווא של החברה והכללת "פרט מטעה" בדו"ח, על כל המשתמע מכך.

זאת ועוד, יש צדק, לכאורה, בטענת המבקש כי אם התברר לחברה בשלב מסוים, לאחר מתן הדיווח המיידית מיום 30.3.09, כי אין ביכולתה או בכוונתה לרכוש אג"ח שלה – היה עליה לדווח על כך לציבור (ראה החובה ליתן דו"ח מיידית בסעיף 17 לעיל). כשם שההחלטה של החברה לרכוש אג"ח חשובה לציבור המשקיעים והצדיקה מתן דיווח מיידית, כך גם ההחלטה לסגת מתוכנית זו וטעמיה חשבים לציבור המשקיעים לא פחות, אם לא יותר. המשיבים אינם מבהירים מתי נתקבלה ההחלטה שלא לרכוש אג"ח של החברה. לכאורה, העדר דיווח בנושא זה, עלול להיחשב כמצג שווא מצד החברה כלפי המשקיעים באג"ח שלה (כולל אג"ח ט') בנוגע למצבה הפיננסי. החברה טוענת, כפי שיובהר לקמן, כי מצבה הקשה התברר רק בסמוך לפרסום הדו"חות לרבעון השני ביום 30.8.09. אם כך, אין זה ברור מדוע לא רכשה החברה בתקופה של שלושה חודשים מאז סיחור האג"ח לפחות חלק מן הכמות שתכננה, לדבריה, לרכוש. או שמא, כטענת המבקש, מצבה של החברה היה קשה יותר מזה שהצטייר בדו"חותיה, עוד לפני יום 30.8.09, והחברה הסתירה זאת מציבור המשקיעים. זו הסוגיה שתידון לקמן.

ויודגש: איני קובע בשלב מקדמי זה ממצאים עובדתיים כלשהם לגבי הטענות שמעלה המבקש נגד המשיבים (ובעקיפין גם נגד הגופים המוסדיים שאינם צד להליך זה). אולם, אין מקום לחסום את דרכו של המבקש לברר סוגיות אלו ולהוכיח את טענותיו במסגרת התובענה הייצוגית שהוא מבקש להגיש בשם חברי הקבוצה, ככל שהדבר נוגע למצגי החברה בנוגע לנסיבות רישום

אג"ח ט' למסחר ומצבה האמיתי של החברה באותה עת (כפי שיובהר לקמן גם מצגים אחרים של החברה מצדיקים את אישור הבקשה).

מצגי החברה עד יום 31.5.09 (מועד סיחורן של אג"ח ט' לציבור)

30. המבקש טוען לקיומו של פער גדול בין מצגי החברה הנוגעים לכוונתה ויכולתה לפרוע את אג"ח ט', כפי שבאו לידי ביטוי בדו"ח הצעת המדף מיום 26.5.09 ובדו"חות הכספיים לרבעון הראשון שפורסמו ביום 31.5.09, לבין מצבה על סף חדלות פירעון שנתגלה מן הדו"חות לרבעון השני שפורסמו ביום 30.8.09. קשה לחלוק על קיומו של פער זה, אשר מצדיק, כאמור לעיל, את העברת הנטל אל המשיבים להסביר כיצד ומתי נוצר פער זה (ראה סעיף 22 לעיל). המבקש סבור כי מצב החברה היה גרוע בהרבה מזה שהוצג לציבור ביום 31.5.09, בעוד שהמשיבים מצביעים על שורה של סימני אזהרה שנכללו בדיווחי החברה עד למועד זה. אך המבקש מתמקד במצגים הנוגעים לאג"ח ט', ולא דווקא במצגים הכלליים של החברה, הנוגעים ליכולתה לעמוד בכל התחייבויותיה. טענתו העיקרית הינה, כי החברה הציגה מצגים - במעשה, במחדל ובהתנהגות - מהם ניתן היה להבין כי יש ביכולתה ובכוונתה לפרוע את אג"ח ט' בחודש נובמבר 2009.

31. בדיווחי החברה שקדמו למועד רישומן למסחר של אג"ח ט' נכללו סימני אזהרה כלליים והסתייגויות שונות בנוגע למצבה הפיננסי בעתיד. המשבר הכלכלי העולמי החל בחודש ספטמבר 2008, והשפעתו על מצב החברה השתקף היטב בדוחותיה הכספיים. מדובר בחברה שרווחיה באים במידה רבה מנכסי נדל"ן בחו"ל, ולכן היה צפוי שתפגע מן המשבר העולמי.

ביום **20.11.08** פרסמה החברה דיווח מיידי בדבר אזהרת רווח, בו הודיעה כי בעקבות החרפת המשבר הכלכלי העולמי, צפויה החברה לרשום הפסדים שאינם על בסיס מזומן בגין ירידת שוויים של נכסי הנדל"ן שבבעלותה, וכי ההפסד המסתמן הוא בסך של **1.7 עד 2 מיליארד ש"ח**, אם לא למעלה מזה (סעיף 44 ונספח ג' לתצהיר פאינרו, סמנכ"ל הכספים בחברה).

כך גם הובהר במפורש בדו"ח הדירקטוריון לתקופה של ינואר-ספטמבר 2008 (שפורסם כחלק מן הדוחות הכספיים לרבעון השלישי ביום 30.11.08), כמו גם בביאורים לדוחות הכספיים לרבעון זה, כי קיימת אי-ודאות באשר להשלכותיו של המשבר הפיננסי העולמי המחריף על פעילות החברה, וכי היווצרותו של מחנק אשראי והתפתחות מיתון במדינות העולם עלולים לגרום לירידה בקצב מכירת הדירות (פעילות מרכזית של החברה), לעלייה בשיעורי הריבית בגיוסי מימון עתידיים, כמו גם לקשיים בהשגת מימון לפעילות השוטפת. בדו"חות נאמר כי כל אלו עלולים להביא לצמצום פעילות החברה ורווחיה, עצירת פרויקטים חדשים וירידה בשווי נכסי הנדל"ן שבבעלות החברה, ואף להשפיע לרעה על פעילותה, הכנסותיה, רווחיה, מצבה הכספי וניזילותה (ראה סעיפים 45-47 לתצהיר פאינרו ונספח ד' לתצהירו).

דיווחים דומים של החברה הופיעו בדו"חות הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2008, אשר פורסמו ביום 30.3.09, שם הודיעה החברה כי היא נאלצת לבצע הפחתות לשווי הוגן של נכסיה בסך של **4.7 מיליארד ש"ח** (סעיפים 48-49 לתצהיר פאינרו ונספח ה' לתצהירו).

32. בדו"חות הכספיים של החברה לרבעון הראשון לשנת 2009, שפורסמו ביום **31.5.09** (מועד רישומן למסחר של אג"ח ט'), הבהירה החברה כי התחזית בעניין תזרים המזומנים של החברה מבוססת על **"הערכות, הנחות, תחזיות ותכניות של החברה ביחס לפעילותה ולפעילות חברות הקבוצה, שהינם בגדר מידע צופה פני עתיד כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968"**. החברה ציינה בתזרים המזומנים החזוי כי הוא מותנה בתחזיות ובהנחות שאין וודאות כי יתממשו (סעיפים 50-52 ונספח ו' לתצהיר פאינרו). יוער כי החברה פרסמה תזרים מזומנים חזוי כבר בדו"ח הכספי לרבעון השלישי בשנת 2008 (נספח ד' לתצהיר פאינרו), ובו פירוט ההתחייבויות והמקורות הכספיים שמהם צופה החברה כי תוכל לפרוע את התחייבויותיה. תזרים חזוי פורסם גם כחלק מן הדו"חות הכספיים לשנת 2008 (נספח ה' לתצהיר פאינרו). תזרים מזומנים חזוי נדרש על-פי החוק כאשר קיימים "סימני אזהרה", כהגדרתם בתקנה 10(14) **לתקנות ניירות ערך** (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970; לכן, עצם פרסומו מהווה תמרור אזהרה למשקיעים, כפי שמסביר פאינרו (סעיף 42 לתצהירו).

בסעיף 8 לדו"ח הדירקטוריון, המהווה חלק מדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09, נאמר:

"בשל קיום 'סימני אזהרה' כהגדרתם בתקנה 14 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970, להלן תזרים מזומנים חזוי, ובו פירוט ההתחייבויות והמקורות הכספיים מהם צופה החברה לפרוע התחייבויות אלו במהלך השנתיים שלאחר תאריך הדוחות.

בדו"ח התזרים החזוי כלולים נתונים המבוססים על הערכות, הנחות, תחזיות ותכניות של החברה ביחס לפעילותה ולפעילות חברות הקבוצה, שהינם בגדר מידע צופה פני עתיד כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. ההנחות והאומדנים מבוססים על הנתונים שבידי החברה כיום... כמו כן מבוססת התחזית על כך שלא יתממשו גורמי הסיכון הרלוונטיים של החברה. אין כל וודאות כי הנחות ואומדנים אלה יתממשו במלואם או בחלקם, הואיל והינם תלויים בגורמים חיצוניים ומקרו כלכליים שאין לחברה כל יכולת השפעה עליהם... ולאור אי הוודאות הרבה ששוררת כיום באשר לתקופתו ועוצמתו של המשבר הפיננסי ואופן והיקף השפעתו על החברה ופעילותה. במידה וההנחות והאומדנים של החברה כאמור לא יתממשו במלואם או בחלקם... עלול לחול שינוי מהותי לרעה בנזילות החברה".

33. תמרורי אזהרה נוספים בנוגע למצבה של החברה, ויכולתה לפרוע את כל התחייבויותיה, ניתן היה למצוא בעובדה שדירוג אגרות החוב שלה על ידי חברות הדירוג הלך והידרדר, עובדה שצוינה בדו"חות הכספיים (סעיפים 58-63 ונספחים ז'-ח' לתצהיר פאינרו). בדו"חות לרבעון השלישי של 2008 (נספח ד' לתצהיר פאינרו) הודיעה החברה כי חברות הדירוג הורידו את הדירוג לסדרות האג"ח של החברה, והציבו להן אופק שלילי (ראה סעיפים 5(44), ו-5(46) לדו"ח הדירקטוריון). גם בדו"ח לרבעון הראשון של 2009 (נספח ו' לתצהיר פאינרו), שפורסם ביום **31.5.09**, הודיעה החברה כי ביום 19.3.09 הורידה חברת "מדרוג" את דירוג אגרות החוב של החברה ל-**Baa 1**

עם אופק שלילי, וצעד זה נעשה בשל חרפת המשבר הכלכלי וגורם אי-הוודאות במדינות בהן פעלה החברה, כמו גם גידול בהיקף החוב הפיננסי של החברה וירידת שווי מניותיה (נספח ז' לתצהיר פאינרו). כך גם הורידה חברת "מעלות" את דירוג אגרות החוב של החברה ל- **BBB+/Negative** (נספח ח' לתצהיר פאינרו). המבקש הודה כי אילו היה ער להודעות חברות הדירוג, לא היה רוכש את האג"ח (עמ' 42).

34. פאינרו מציין בתצהירו כי התשואה הממוצעת על כל סדרות אגרות החוב של החברה, עובר למועד רישומן של אג"ח ט' למסחר, היתה גבוהה מאד – כ-30%, וכי נתון זה מהווה אף הוא אינדיקציה לסיכון הגלום בהן (סעיף 64 ונספח ט' לתצהירו). אולם, פאינרו צירף לתצהירו, משום מה, את טבלת התשואות הנוגעת לכל האג"ח של החברה, זולת אג"ח ט', שהיא הרלבנטית לענייננו, ובחקירתו הנגדית הודה כי אג"ח ט' נסחרו בתשואה נמוכה יותר (עמ' 91). לטענת המבקש, התשואה על אג"ח ט' היתה בשיעור של כ-10% בלבד (עמ' 14). לא ניתן להסיק דבר מעניין התשואה, בהעדר נתונים ראויים.

35. המבקש, לעומת זאת, מצביע על מספר מצגים של החברה בנוגע ליכולתה לעמוד בהתחייבויותיה. הוא לא תמיד מבחין בין מצג לבין מצג שווא, ובין מצג עובדתי כוזב לבין תחזית שלא נתמשה. כך, למשל, מצביע המבקש על העובדה שבדו"ח הכספי לרבעון הראשון בשנת 2009, שפורסם ביום 31.5.09 (נספח ו' לתצהיר המבקש), דיווחה החברה על רווח של **1.14 מיליארד** ₪, ואף צפתה כי יתרת המזומנים שתיוותר בידיה בסוף שנת 2009, לאחר פירעון אג"ח ט', תהיה בסך של כ- **876 מיליון** ₪, מה שגרם למשקיעים לסבור כי היא לא תתקשה לפרוע את אג"ח ט'.

אמנם, כך נאמר בדו"חות החברה, אך אין טענה כי מדובר בנתונים לא נכונים. לגבי יתרת המזומנים מדובר בתחזית המבוססת על התממשות תוכניות שונות, המפורטות בדוחות החברה (מימוש נכסים, שמירה על מסגרות אשראי וכו'). החברה העריכה במועד רישום אג"ח ט' למסחר (31.5.09) כי תוכל לעמוד בכל התחייבויותיה, כפי שנאמר בדו"חות שפרסמה באותו יום (ואשר התייחסו לרבעון הראשון של שנת 2009). העובדה שביום 30.8.09 התברר כי החברה לא תוכל לעמוד במכלול התחייבויותיה, אינה מלמדת בהכרח על מצג-שווא מצידה בדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09. באותה מידה יתכן שמדובר באי-התממשות של הערכות שונות, אשר מלכתחילה נאמר כי ייתכן ולא יתממשו. עם זאת, וכפי שהובהר לעיל, הנטל הוא על החברה להבהיר מה נשתבש בתחזיות שלה.

אשר לרווח הגדול שרשמה החברה, כפי שדווח בדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09, הרי שהחברה הבהירה כי מקורו בשערוך ערכם של נכסים קיימים, נוכח כניסתם לתוקף של כללים חשבונאיים חדשים (סעיפים 1 ו-4 לדו"ח הדירקטוריון). המבקש אמנם הודה כי לא עיין בדו"חות הכספיים של החברה אלא הסתמך על דברים שצוטטו מפי מנכ"ל החברה בכתבה שפורסמה ביום 31.5.09 (נספח ז' לתצהירו). הכותרת של כתבה זו היתה: **"שערוכי נדל"ן סידרו לאפריקה ישראל רווח של 647 מ' ש'..."**, ובכתבה עצמה נאמר כי "השינוי הדרמטי" ברווח נובע בעיקרו מיישום תקן חשבונאי חדש, וכי **"המאזן של החברה נותר בעייתו"** (דברים אלו לא צוטטו מפיו של מנכ"ל החברה, בניגוד לנטען בסיכומי המשיבים, אלא היו הערה של הכתב אבי שאול). המבקש הודה כי

הבין שהרווח נוצר כתוצאה משיטת שערך חדשה בה נקטו (עמ' 29), וסביר להניח כי כך הבינו יתר המשקיעים, בין אם קראו את הכתבה, ובין אם עיינו בדו"חות הכספיים. זאת ועוד, בפתח הכתבה נאמר כי הקבוצה סיימה את שנת 2008 "בהפסד ענק של 4.9 מיליארד ₪". מכאן, שלא היה מקום לראות ברווח הגדול שבדו"חות מיום 31.5.09 אינדיקציה למצבה האיתן של החברה, או לשיפור במצבה העסקי. אכן, המבקש הודה בחקירתו כי כבר מקריאת הכתבה בעיתון מיום 31.5.09 (ראה הציטוט בסעיף 5 לעיל), הבין שצפויים לחברה ולקבוצה קשיים בעתיד; אלא שהוא סבר כי לא מדובר בעניין שיבוא לידי ביטוי בטווח הקרוב, שהרי אותו עניינו אג"ח ט' בלבד (עמ' 30).

36. עוד טוען המבקש כי הסתמך על נתון מתוך הדו"חות הכספיים של החברה, שהוזכר אף הוא בכתבה מיום 31.5.09, בדבר יתרות נזילות בסך 2.4 מיליארד ₪. גם לגבי נתון זה אין טענה כי הוא שגוי. יתר על כן, מתברר כי המבקש לא שם לב לכך שמדובר ביתרות נזילות של קבוצת אפריקה ישראל כולה, ולא של החברה המשיבה (אפריקה ישראל השקעות). המבקש נשאל איזה חלק מתוך ה- 2.4 מיליארד הם של החברה, ולא של הקבוצה כולה, והשיב:

"אני לא ידעתי בדיוק כמה אבל מה שהיה חשוב לי לדעת, שכל הקבוצה שבתוכה כמובן אפריקה ישראל, שילמה את כל ההתחייבויות שלה במשך שנה וחצי בסכום מאד, מאד גבוה והצהירה שאין לה בעיה לשלם גם את ההתחייבויות בעתיד הנראה לעין" (עמ' 16).

(פאינרו נשאל על כך בעדותו, ובהסתמך על דו"ח הדירקטוריון לתקופה הרלוונטית ציין כי יתרות הנזילות של החברה עצמה היו בסך של 154 מיליון ₪: עמ' 54).

חשוב לזכור בהקשר לנתוני הנזילות של החברה שפורסמו ביום 31.5.09, כי לחברה לא היתה, למעשה, בעיית נזילות לשנת 2009, שמנעה את פירעון אג"ח ט' במועד (ראה הדו"חות הכספיים מיום 30.8.09, נספח ט' לתצהיר המבקש, סעיף 8 לדו"ח הדירקטוריון, מהם עולה כי יתרות הנזילות של החברה לאחר פירעון האג"ח היו בסך של 121 מיליון ש"ח). החברה החליטה לנהל משא ומתן לקראת הסדר חוב עם כלל בעלי אגרות החוב מחשש שפירעון אג"ח ט' יחשב כהעדפת נושים פסולה, ודבר זה נעשה, לטענתה, בהתאם לחוות דעת משפטית שקיבלה (סעיף 12 לתצהיר פאינרו ועמ' 64-67 לעדותו). פאינרו הסביר בעדותו כי הבנקים ראו בדו"ח הרבעון השני סוג של "אזהרת עסק חי", ולא היו מאפשרים לחברה לפרוע את אג"ח ט', בטרם ייפרעו החובות המשועבדים להם (עמ' 64-65). בנוסף היה חשוב לחברה לשמור על האינטרסים של כלל בעלי האג"ח (עמ' 65).

37. העובדה עליה מצביע המבקש, ששערי אגרות החוב מסדרה ט' היו גבוהים משעריהן של יתר אגרות החוב של החברה (והתשואה עליהן היתה נמוכה יותר), איננה מהווה בהכרח ראיה לכך שמצגי החברה היו כוזבים (עדות פאינרו בעמ' 91, 93). אמנם ניתן ללמוד משערים אלו כי המשקיעים האמינו ביכולת החברה לפרוע את אג"ח ט', חרף סימני האזהרה שנכללו בדיווחיה. אך הסיבות לאמונה זו עשויות להיות מגוונות, והן אינן נעוצות בהכרח במצגי שווא של החברה. חשובה בהקשר זה העובדה שמדובר באג"ח שהיו אמורות להיפרע בתוך 5 חודשים בלבד: ברור כי קיים

סיכון גדול יותר ברכישת אג"ח שמועד פירעונו רחוק, לעומת רכישת אג"ח העומדות לפירעון בתוך זמן קצר, וזאת בשל הקושי לחזות את מצב החברה לטווח הרחוק.

גם העובדה שעד אותה עת פרעה החברה את כל התחייבויותיה יכולה להסביר את אמון המשקיעים בה. המבקש עצמו מציין כי זו היתה אחת הסיבות העיקריות לכך שרכש את אגרות החוב של החברה. לדבריו: **"כתוב שאתם במשך שנה וחצי שנתיים, שילמתם את כל ההתחייבויות שלכם בין מיליארד 900 לשני מיליארד 400, זה מראה שזה היה תקופה קשה, זה מראה שאתם אנשים שיודעים לעמוד בהתחייבויות שלכם ואתם גם מציינים שאין לכם בעיה גם לשלם את החובות בטווח הקרוב... למה לא להאמין לכם אם אתם עמדתם בהתחייבויות שלכם ב-2008..."** (עמ' 14, 16, 26-27). לא ברורה בהקשר זה טענת המבקש כאילו עצם פירעון תשלומי הריבית בגין אגרות החוב כסדרם במשך שנתיים וחצי מהווה מצג המעיד על כוונת החברה לפרוע את התחייבויותיה. אין בפי המבקש טענה שמצב החברה עד יום 31.5.09 לא אפשר לה לפרוע את תשלומי הריבית. טענה אחת של המבקש בהקשר זה אכן נראית ממשית, והיא נוגעת לפירעון תשלום הריבית בגין אג"ח ט' ביום 10.8.09, עשרה ימים בלבד לפני פרסום הדו"חות בהם הודיעה החברה על כוונתה לפתוח במגעים לעריכת הסדר חוב עם כל בעלי האג"ח. עניין זה יידון בהמשך.

38. נוכח כל האמור לעיל, יש לסכם ולומר כי החברה לא הסתירה בדיווחיה את העובדה שהיא ניצבת בפני קשיים פיננסיים לא מבוטלים, ומסתבר כי למשקיעים הפוטנציאליים היו אינדיקציות ברורות לכך שרכישת אגרות החוב של החברה כרוכה בסיכון. כך גם ברור, כפי שמדגישים המשיבים בטענותיהם, כי ככל שהחברה כללה בדיווחיה הנחות, הערכות או תחזיות שלא נתממשו, ואשר הובהר לגביהן כי אין וודאות כי יתממשו ("מידע צופה פני עתיד") - אין לראות באלו מצג שווא או פרט מטעה, כפי שקובע סעיף 32א. [לחוק ניירות ערך](#). אך המבקש טוען כי כל סימני האזהרה הנ"ל שפרסמה החברה אינם שוללים את טענתו כי החברה הציגה מצגי שווא למשקיעים, **בכל הנוגע ליכולתה וכוונתה לפרוע את אג"ח ט'.** חרף כל סימני האזהרה שהופיעו בדיווחי חברה כמתואר לעיל, היא ציינה בדו"חות הכספיים שפורסמו במקביל לרישום אג"ח ט' למסחר (ביום 31.5.09), כי: **"בשים לב למכלול המקורות האפשריים העומדים לרשותה, הנהלת החברה סבורה כי בידיה מקורות כספיים מספיקים לפירעון התחייבויותיה בעתיד הנראה לעין"** (ביאור 1ב' לדו"חות הכספיים, נספח ו' לתצהיר פאינרו). כך גם נאמר בביאור 1ב' לדו"חות הכספיים לשנת 2008 שפורסמו ביום 30.3.09. אג"ח ט' היו אמורות להיפרע **"בעתיד הנראה לעין"**, ואפילו בעתיד הקרוב.

מדברים אלו, בצירוף תחזית יתרת המזומנים הצפויה לסוף שנת 2009 לפי הדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09 (**876 מיליון ₪**), יכלו המשקיעים באג"ח ט' להניח כי בלא כל קשר למשבר הכלכלי העולמי ולקשיי החברה להתמודד עמו, היא תוכל לפרוע את אג"ח ט'. ואכן, אין מחלוקת כי ביום 30.8.09, עם פרסום הדוחות הכספיים לרבעון השני, היו בידי החברה די מזומנים לפרוע את אג"ח ט' במועד (סעיף 26 לתצהיר המבקש, וסעיף 8 לדו"ח הדירקטוריון ליום 30.6.09, נספח ט' לתצהיר המבקש). אך החברה החליטה שלא לפרוע את אג"ח ט', אלא ללכת להסדר חוב עם כל מחזיקי האג"ח, וזאת, לטענתה, בשל חוות דעת משפטית בדבר החשש מהעדפת נושים פסולה. מכאן

שמצג השווא של החברה לא היה לגבי ההערכה כי **מבחינה פיננסית** היא תוכל לפרוע את אג"ח ט' במועד פירעון, אלא לגבי כוונתה ויכולתה לפרוע אג"ח אלו **מבחינה משפטית**.

זו אכן הטרונייה העיקרית שמעלה המבקש, והיא אינה משוללת יסוד: לנוכח העובדה שהחברה רשמה למסחר את אג"ח ט' ביום 31.5.09, לאחר ארבע וחצי שנים בהן הוחזקו בידי הגופים המוסדיים; לאור הדיווח המידי מיום 30.3.09 על כוונת החברה לרכוש חלק מן האג"ח שלה; לאור מועד פירעון הקרוב של אג"ח ט' בחודש נובמבר 2009 (אשר נסחרו בתשואה נמוכה יותר מאג"ח אחרות של החברה, מה שמלמד על כך שהן פחות מסוכנות); ולאור הודעת החברה בדו"חות מיום 31.5.09 שהיא **"סבורה כי בידיה מקורות כספיים מספיקים לפירעון התחייבויותיה בעתיד הנראה לעין"** – לאור כל אלו היו המשקיעים באג"ח רשאים להניח כי היא תפרע את אג"ח ט', חרף סימני האזהרה הכלליים שנכללו בדיווחיה השוטפים. זאת, אלא אם כן יתרחש אירוע חריג בעוצמתו, שלא ניתן היה לצפותו בעת פרסום הדו"חות ורישום אג"ח ט' למסחר, ביום 31.5.09. לכן הנטל הוא על החברה להראות מה אירע בשלושת החודשים שלאחר מועד זה, שהביא אותה למצב השקול לחדלות פירעון ולהחלטה שלא לפרוע את אג"ח ט'. עניין זה יידון בהמשך.

39. על כל האמור לעיל יש להוסיף את הדברים שאמר מנכ"ל החברה, מר איזי כהן (המשיב 3), בכתבה לעיתון "גלובס" ביום 31.5.09, שבו נרשמו אג"ח ט' למסחר ופורסמו הדו"חות לרבעון השני (הכתבה צורפה כנספח ז' לתצהיר המבקש). גם בדברים אלו, שלא הוכחו על ידי כהן (המשיב 3), יש לכאורה, משום מצג מצד החברה, בדבר יכולתה וכוונתה לעמוד בהתחייבויותיה לפחות לטווח הקצר, ובהן פירעון אג"ח ט'. דברים אלו משתלבים עם מצג החברה בדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09, בדבר יכולתה לפרוע את התחייבויותיה **"בעתיד הנראה לעין"**. מנכ"ל החברה אמר באותו ראיון, בהתייחסו לדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09:

"הרווח הוא מפגן עוצמה של אפריקה, שבפעם הראשונה רואים את הערך הגלום בנכסי הנדל"ן שלה שנמצאים בפיתוח ובהקמה. השערוכים מבטאים את המצב הנוכחי, וצפויים לעלות בהמשך עם פתיחת המרכזים המסחריים... המספרים מדברים בעד עצמם, והביאו לחיזוק מבנה ההון של החברה. אפריקה ישראל נקטה מדיניות של עמידה בהתחייבויות, ואני לא רואה כרגע שום בעיה לעמוד בהתחייבויות... השווי הנכסי ויכולת החברה להציף ערך בעתיד מגלמים ערך מאוד גבוה... אנו בכיוון הנכון, אבל זקוקים להתעוררות שוקי ההון והנדל"ן... לא הכל תלוי בנו".

אפשר לנסות ולהציג דברים אלו כהערכה אופטימית גרידא, שלא נתממשה, אשר אין די בה כדי להוות מצג שווא בנוגע למצבה של החברה. יתר על כן, לצד ציטוט דברי המנכ"ל טרח הכתב, אבי שאולי, להעיר, ואולי אף להזהיר: **"עם זאת, המאזן של החברה נשאר בעייתי"**. המבקש, וכל משקיע אחר שסמך על כתבה זו, קרא והבין, מן הסתם, את דברי המנכ"ל והכתב, על כל הסתייגויותיהם הנ"ל, ולא רק את דברי השבח המוגזמים של המנכ"ל, שאותם מדגיש המבקש כיום ("המנכ"ל אמר ש"הרווח הוא מפגן עוצמה", אף שהוא נבע בעיקרו משיטת הערכה חשבונאית חדשה). ובכל זאת, דברים אלו של המנכ"ל שנאמרו ביום 31.5.09, עם רישום אג"ח ט' למסחר, אינם עומדים בפני עצמם: הם משתלבים במארג המצגים של החברה המפורטים לעיל, באופן שיש בהם,

לכאורה, כדי להביא משקיע סביר להניח שאין סיכון של ממש שהחברה לא תפרע את אג"ח ט' בחודש נובמבר 2009.

40. בספרה **דיני ניירות ערך - חובת הגילוי** מתייחסת המלומדת לאה פסרמן-יוזפוב לשאלה האם דברי רהב או חוות דעת אופטימית עשויים להיחשב כ"פרט מטעה". היא מציינת כי בתי המשפט בארצות הברית אימצו גישה לפיה התפארות, דברי שבח כלליים או הבעת דעות אופטימיות לא יחשבו בהכרח "פרט מטעה", גם אם אינם תואמים את המציאות, וזאת משום שמשקיעים אינם מתייחסים ברצינות לדברי שבח סתמיים. ד"ר פסרמן-יוזפוב סבורה כי ראוי לאמץ גישה זו גם בארץ, וכי היא עולה בקנה אחד עם הדרישה ש"פרט מטעה" יהיה פרט מהותי, דהיינו פרט שיש לו השפעה על קבלת ההחלטות על ידי המשקיעים. לפיכך, יש להבחין בין מידע מדויק ומוגדר, אשר אם הוא שגוי ניתן לומר כי הוא מטעה, לבין אמירות או הערכות כלליות. כמו כן, יש לבחון כל אמירה בהתאם לנסיבות בהן נאמרה – אמירה במסגרת מסע פרסום, אינה שקולה לאמירה המופיעה בדו"ח הדירקטוריון (עמ' 453-451).

אינני משוכנע כי אני מסכים עם גישה זו, המקלה במידה רבה עם החברה ונושאי המשרה בה על חשבון "המשקיעים הקטנים". חברה השולחת את מנהלה הכללי להתראיין בנושא מצבה הפיננסי וכדאיות ההשקעה בניירות ערך שלה, יודעת שמשקיעים אלו, ברובם, אינם מעיינים בדו"חות הכספיים שלה ואינם מסוגלים להבינם: הם ניזונים בעיקר מן העיתונות הכלכלית. מכאן החשיבות שיש לייחס לדברים הנאמרים בעיתונות על ידי נושאי משרה בחברה.

האירועים לאחר יום 31.5.09

41. ממכלול הראיות שהוצגו לעיל, עולה לכאורה מסקנה ברורה, ולפיה מוטל על החברה הנטל להסביר מה אירע בשלושת החודשים שלמן יום רישום אג"ח ט' למסחר ופרסום הדו"חות לרבעון הראשון (יום 31.5.09), ועד למועד פרסום הדו"חות לרבעון השני המצביעים על חדלות פירעון למעשה ביום 30.8.09, אשר "הפך את הקערה על פיה". המשיבים אכן טוענים כי התרחשו כמה וכמה אירועים מסוג זה, אף כי אין טענה שאירועים אלו דווחו לציבור המשקיעים: עד יום 30.8.09 לא הודיעה החברה לציבור על אירוע כלשהו המעמיד בספק את יכולתה לפרוע את התחייבויותיה בכלל, ואת אג"ח ט' בפרט. הסוגיה המצריכה בירור בעניין זה כפולה:

ראשית, האם אמנם התרחשו בשלושה חודשים אלו אירועים חריגים ובלתי צפויים, שיש בהם כדי להסביר כיצד השתנתה תמונת מצבה הפיננסי של החברה בצורה כה משמעותית; או שמא מצגי החברה שפורטו לעיל, ואשר הוצגו עד ליום 31.5.09, לא שיקפו בצורה נכונה והוגנת את התמונה האמיתית.

שנית, אם אכן התרחשו אירועים חריגים מן הסוג האמור, מדוע לא דיווחה עליהם החברה לציבור בזמן אמת, ומה ניתן ללמוד מהעדר דיווח שכזה. האפשרות האחת היא שאירועים אלו כלל

לא התרחשו, או (מה שיותר סביר) שהם התרחשו, אך לא נתפסו על ידי החברה כאירועים מהותיים המצדיקים מתן דיווח מיידי. אם כך, יש להטיל ספק בטענת החברה שאירועים אלו - הם שהביאו לפער הגדול, הבלתי מוסבר, בין מצב החברה לפי הדו"חות שפורסמו ביום 31.5.09, לבין מצבה לפי הדו"חות שפורסמו ביום 30.8.09. האפשרות השניה היא שהאירועים הנ"ל אכן התרחשו והיו בעלי משמעות חריגה מבחינת החברה, אך היא מצאה לנכון להסתיר אותם מציבור המשקיעים. במקרה זה, קמה, לכאורה, עילת תביעה נגד המשיבים בגין "פרט מטעה" או בגין מצג שווא, לגבי אותם חברים בקבוצה התובעת שרכשו אג"ח ט' לאחר מועד התרחשותם של אירועים אלו והמשיכו להחזיק בהן עד יום 30.8.09.

אקדים ואומר כי בין שהתקיימה האפשרות הראשונה ובין שהתקיימה האפשרות השניה, יש לאשר את הגשת התובענה הייצוגית. ההסברים שמסרה החברה בשלב מקדמי זה בעניין אירועים אלו - והנטל, כאמור לעיל, מונח על שכמה - אינם מספקים ואינם משכנעים לכאורה.

42. כאמור, אין מחלוקת כי ביום 30.8.09, עם פרסום הדוחות הכספיים לרבעון השני, היו בידי החברה די מזומנים לפרוע את אג"ח ט'. לטענת המשיבים, החשש שעלה באותה עת נגע ליכולתה לפרוע את **מלוא** התחייבויותיה **בעתיד** - לאו דווקא את התחייבויותיה כלפי מחזיקי אג"ח ט' - שכן בהתאם לחוות דעת משפטית שקיבלה החברה היה הדבר עלול להיחשב כהעדפת נושים פסולה (פאינרו בסעיף 12 לתצהירו). פאינרו טוען בתצהירו כי החברה לא היתה מודעת למגבלה משפטית זו בעת רישומן למסחר של אג"ח ט', והיא פנתה ליעוץ משפטי רק משהתעורר החשש כי היא אינה יכולה לעמוד בהתחייבויותיה העתידיות (סעיפים 103-10).

מוכן אני להניח בשלב זה, בניגוד לטענת המבקש, כי החברה לא היתה חייבת להבהיר בדיווחיה מגבלה חוקית זו, הנובעת מפרשנות של הדין, בעת רישום אג"ח ט' למסחר, אם כי גם שאלה זו אינה נקייה מספקות. לכאורה, כאשר החברה מדווחת לציבור כי "**בידיה מקורות כספיים מספיקים לפירעון התחייבויותיה בעתיד הנראה לעין**" (ראה סעיף 4 לעיל), ואינה מזהירה ואומרת כי היא לא תפרע את ההתחייבויות שמועד פירעונן "בעתיד הנראה לעין" אם לא תוכל, באותה עת, לפרוע גם את התחייבויותיה לטווח הארוך - נוצרת הטעיה של ציבור המשקיעים. זאת ועוד, השאלה שמעלה המבקש היא מתי החליטה החברה, לאור חוות הדעת המשפטית שקיבלה, כי פניה מועדות להסדר חוב כולל, וכי היא לא תפרע את אג"ח ט' במועדו. שאלה זו נוגעת לכל אותם חברי הקבוצה שהמשיכו לרכוש אג"ח ט' לפני יום 30.8.09, בהסתמך על מצגי החברה המפורטים לעיל. נקודה זו נותרה מעורפלת בתצהירו של פאינרו. פאינרו הסביר בעדותו כי חוות הדעת המשפטית נתבקשה רק משנודע לחברה שרואה החשבון לא יעביר בצורה חלקה את הדו"חות הכספיים לרבעון השני של שנת 2009, שהיו עתידים להתפרסם ביום 30.8.09. אך הוא לא מסר מועד מסוים, אף שנשאל שוב ושוב מתי ניתנה חוות הדעת המשפטית, וגם בתצהירו לא ציין מועד כלשהו לאירוע זה, שהוא זה שלמעשה הביא להחלטה של החברה לא לפרוע את אג"ח ט' (עמ' 59-58, 67-66).

43. כך גם קשה היה לחלץ מפאינרו פירוט בנוגע למועדי האירועים שהתרחשו בשלושת החודשים שלאחר רישום אג"ח ט' למסחר, ושלטענתו השפיעו על יכולתה של החברה לפרוע את כלל

חובותיה, באופן שמנע את פירעון אג"ח ט'. המבקש טוען כי החברה מסרה גרסה מעורפלת במתכוון בנוגע לסיבות שהובילו אותה להודיע על כניסה להסדר חוב ביום 30.8.09, וכי העד מטעמה התחמק מלמסור תאריכים מוגדרים בנוגע למועד בו הבינו את מצבה הקשה. בטענה זו יש ממש. אמנם ניתן להבין שקשה להצביע על יום מסוים בו התבהר לחברה כי מצבה "שקול למצב של חדלות פירעון", כהגדרת פאינרו. הוא אמר: **"אין בוקר אחד שאתה קם ואומר וואי היום התבהר..."** (עמ' 55). פאינרו הסביר כי מדובר בתהליך של הכנת דו"ח רבעוני מאוחד לקבוצה הכוללת כ- 300 חברות, בעזרת רואי חשבון ויועצים משפטיים, ורק בחודש אוגוסט החלה להתבהר התמונה של הרבעון השני, כפי שהוצגה בישיבת מועצת המנהלים שהתקיימה ביום **29.8.09** (עמ' 55-56, 58). הוא הדגיש: **"זה לא מאורע אחד, זה הרבה..."** (עמ' 56). פאינרו הדגיש כי רק שילוב כל האירועים החריגים הוא זה שהוביל למצב שחייב הליכה להסדר חוב (עמ' 72). אך דווקא משום כך, וכיוון שחברה אינה הופכת לחדלת פירעון בן לילה, קשה לקבל את הניסיון של פאינרו לטעון כי מצבה הקריטי של החברה נתבהר רק בישיבת מועצת המנהלים ביום 29.8.09 (עמ' 55-56).

יתר על כן, בתצהירו הצביע פאינרו על כמה אירועים חריגים ספציפיים שהשפיעו באופן דרמטי על כושר הפירעון של החברה, ומדובר באירועים שהיה להם תאריך ברור, אשר לגבי חלקם לא פורט בתצהיר של פאינרו ובחקירתו הנגדית. יש לבחון, אפוא, אירועים אלו על מנת לברר האם ומתי התרחשו, ומה היתה השפעתם. כמו כן, יש לבחון מדוע לא דיווחה החברה על אף לא אחד מן האירועים האלו לציבור בזמן אמת, אם אכן היו כה קריטיים למצבה הפיננסי, והאם עולה הדבר כדי מצג כוזב כלפי אותם משקיעים, חברי הקבוצה, שרכשו אג"ח ט' בימים שקדמו ליום 30.8.09.

44. האירוע הראשון בחשיבותו שמציין פאינרו, הוא מחנק האשראי אליו נקלעה החברה בשל החלטת הבנקים שלא לחדש לה את מסגרות האשראי. החברה ציינה בדו"חותיה הכספיים לרבעון השלישי של שנת 2008 כי המיתון העולמי והקושי בהשגת מימון עלולים ליצור מחנק אשראי, לפגוע ברווחיותה של החברה ולהשפיע על מצבה הכספי ונזילותה (ראה סעיף 31 לעיל). כך גם הזהירה החברה בתזרים המזומנים החזוי, שהיווה חלק מן הדו"ח לרבעון הראשון של שנת 2009, כי התזרים החזוי מבוסס על הערכות והנחות, כמו גם על התחזית שלא יתממשו גורמי הסיכון הרלוונטיים לחברה, וכי **"אין כל וודאות כי הנחות ואומדנים אלה יתממשו במלואם או בחלקם, הואיל והינם תלויים בגורמים חיצוניים ומקרו כלכליים שאין לחברה כל יכולת השפעה עליהם"**. החברה הבהירה: **"במידה וההנחות והאומדנים של החברה כאמור לא יתממשו במלואם או בחלקם... עלול לחול שינוי מהותי לרעה בנזילות החברה"** (ראה סעיף 32 לעיל).

בהקשר זה הסביר פאינרו, כי אחת מהנחות היסוד של תזרים המזומנים החזוי היתה כי לא יחול שינוי במסגרות האשראי של החברה. ברם, הנחת יסוד זו נתבדתה. במהלך החודשים שבין פרסום הדו"ח לרבעון הראשון (31.5.09), לבין פרסום הדו"ח לרבעון השני (30.8.09), גבר הלחץ על החברה מצד הבנקים, והם החליטו שלא לחדש את מסגרות האשראי שלה. פאינרו טען בתצהירו כי הבנק הבינלאומי סגר את כל מסגרות האשראי של החברה **"במהלך שנת 2009"**; בנק הפועלים ובנק המזרחי לא חידשו את מסגרות האשראי **"החל מיום 30.6.09"**; ובנק לאומי נהג באופן דומה **"החל מיום 17.7.09"** (סעיף 70 לתצהיר פאינרו ועמ' 60 לעדותו). פאינרו מדגיש בתצהירו: **"לשמירה על**

מסגרות האשראי בבנקים היתה חשיבות רבה בייחוד באותה תקופה, שכן הבנקים היוו את מקורות המימון היחידים כמעט של החברה, ואי חידוש מסגרות האשראי משמעותה סגירת מקורות המימון שלה" (סעיף 71).

45. טענות אלו של פאינרו, אותן הוא מעמיד בראש האירועים שהביאו לחדלות הפירעון למעשה של החברה, מעלים סימני שאלה של ממש. אין זה ברור מדוע טענות אלו אינן נתמכות במסמך בנקאי כלשהו, ומדוע התחמק פאינרו מלמסור את המועד בו סגר הבנק הראשון מבין הבנקים את מסגרת האשראי של החברה. אין די באמירה **"במהלך שנת 2009"**, כאשר השאלה העומדת להכרעה הינה האם הסתירו המשיבים מהציבור את מצבה הקשה של החברה בעת רישומן למסחר של אג"ח ט'. נתבע בתובענה ייצוגית איננו יכול לצפות שבית המשפט ידחה בקשה לאישור תובענה ייצוגית, אשר יתכן כי היא מוצדקת, רק על סמך טענה בתצהיר של נציג מטעמו אשר איננה מגובה במסמכים, כאשר מצויים מסמכים ברורים המאששים (או חלילה שוללים) טענה זו. אם זה המצב, ובהתחשב בנטל המוטל על המשיבים ליתן הסבר של ממש לפער הגדול שנתגלה בין הדו"חות ליום 31.5.09 לבין אלו שפורסמו ביום 30.8.09, תתכבד החברה ותוכיח את טענותיה בצורה ראויה במהלך התובענה עצמה.

46. תמיהה גדולה עוד יותר עולה לנוכח טענותיו הנ"ל של פאינרו, בהתחשב בעובדה שהחברה לא דיווחה לציבור על סגירת מסגרות האשראי של החברה על ידי ארבעת הבנקים הגדולים במדינה. היא גם לא דיווחה לציבור על שאר האירועים החריגים, המתוארים על ידי פאינרו כאלו שהביאו את החברה אל סף חדלות פירעון (פאינרו הודה בכך בעמ' 73-70). האירועים הנוגעים לסגירת מסגרות אשראי התרחשו, לדברי פאינרו, **"במהלך שנת 2009"** - לא ברור מתי בדיוק - ולאחר מכן במועדים שונים בהם נוקב פאינרו, מיום 30.6.09 ועד יום 17.7.09. אין טענה מצד המשיבים כי הם דיווחו על כך לציבור בדו"ח מיידי, ואפילו לא בדו"חות הכספיים לרבעון השני שפורסמו ביום 30.8.09 (ככל שהאירועים התרחשו עד לתום הרבעון, קרי: יום 30.6.09). לכן מעלה המבקש ספק בנוגע לעצם התרחשותם של אירועים אלו, בדרך בה הוצגו על ידי המשיבים, ולחלופין טוען כי העדר דיווח עליהם מהווה מצג שווא נוסף מצד החברה, במסגרת ניסיונותיה להסתיר מן הציבור את מצבה הקשה, לפני פרסום הדו"חות ביום 30.8.09.

פאינרו טען כי אין מדווחים **"על כל שינוי בתחזית"**, שכן היא משתנה כל העת (עמ' 73-70). קשה לכאורה לקבל עמדה זו, בהתחשב בכך שארבעת הבנקים הגדולים במדינה סגרו לחברה את **"צינור החמצן"** שלה. פאינרו עצמו אמר בתצהירו כי **"לשמירה על מסגרות האשראי בבנקים היתה חשיבות רבה בייחוד באותה תקופה, שכן הבנקים היוו את מקורות המימון היחידים כמעט של החברה, ואי חידוש מסגרות האשראי משמעותה סגירת מקורות המימון שלה" (סעיף 71).** אירוע מסוג זה נראה, לכאורה, מסוג האירועים אשר **"חורגים מעסקי התאגיד הרגילים... ויש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד"**, ובנוסף - **"יש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד"** (תקנה 36א) **לתקנות ניירות ערך** (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 וסעיף 36ג) **לחוק ניירות ערך**; וראה גם: עמדה משפטית של סגל רשות

ניירות ערך מס' 15-104 מיום 30.10.11, לפיו קיימת חובת דיווח על כל שינוי מהותי במסגרת (אשראי).

47. האירוע השני שמציין פאינרו בתצהירו, ואשר הביא את החברה אל סף חדלות פירעון ביום 30.8.09, נוגע לצורך שהתעורר להשקיע סך של כ- **200 מיליון** ₪ במימון בניין "הטיימס" בניו יורק, על מנת למנוע את קריסת חברת הבת בארה"ב (סעיף 75). פאינרו טוען כי הנחת המוצא שעמדה בבסיס תזרים המזומנים החזוי של החברה, היתה שהחברה לא תיאלץ להשקיע סכומים נוספים בבניין ה"טיימס", או שתמצא שותף לביצוע השקעות אלו. אולם לאחר פרסום הדו"ח לרבעון הראשון ביום 31.5.09, במועד שלא פורט בחודש אוגוסט 2009, התברר כי החברה תידרש להשקיע סך של 200 מיליון ש"ח בבניין זה. לבסוף, היא נדרשה להשקיע בבניין רק 100 מיליון ₪ (סעיף 75). גם טענה זו אינה נסמכת על מסמכים כלשהם, ומועדי התרחשותה נותרו מעורפלים בתצהירו של פאינרו, הגם שיש למועדים חשיבות לתובענה זו (עיון בביאור 7(א)3), עמ' 22 לדו"חות הכספיים מיום 30.8.09, נספח ט' לבקשה, איננו מבהיר נקודה זו). כך גם אין זה ברור על סמך מה סברה החברה שתאלץ להשקיע בבניין 200 מיליון ₪, ומתי וכיצד הסתבר שדי בהשקעה של 100 מיליון ₪.

זאת ועוד, פאינרו כולל אירוע זה בין האירועים ש"השפיעו באופן מהותי על מידת יכולתה (של החברה) לממש את תוכניתיה ולעמוד בהתחייבויותיה" (סעיף 73), הגדרה התואמת את המצב המחייב מתן דיווח מיידי לפי תקנה 36(א) לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים). ויובהר: מדובר בצורך מיידי להוציא סכום של **200 מיליון** ₪, על ידי חברה שיתרת המזומנים החזויה שלה לסוף שנת 2009, לפי הדו"חות שפורסמו ביום 30.8.09, עמדה על סך של **121 מיליון** ₪ בלבד (עמ' 34 לדו"חות חלק ב', נספח ט' לבקשה). חרף כך, גם אירוע זה לא דווח לציבור על ידי החברה.

48. אירוע חריג נוסף שמציין פאינרו, מבין אלו שהביאו את החברה אל סף חדלות פירעון, נבע מכך שהתברר כי החברה לא תקבל מאחת מן החברות הבנות דיבידנדים בסכום שחזתה – 80 מיליון ש"ח, אלא רק מחצית מסכום זה. אירוע זה התרחש ביום **27.7.09**, למעלה מחודש לפני פרסום הדו"חות לרבעון השני, וגם הוא לא דווח לציבור בדו"ח מיידי. עוד טוען פאינרו כי בשל העדר יכולת לממן מחדש נכסים (עקב סגירת מסגרות האשראי של החברה), היא נאלצה להפחית סך של 193 מיליון ₪ מתזרים המזומנים החזוי ברבעון השני של 2009, ונוצר פער של 222 מיליון ₪ בין המימושים בפועל לבין התחזית (סעיפים 75-77 לתצהיר פאינרו ועמ' 71-70 לעדותו). כמו כן טוען פאינרו, ללא פירוט כלשהו של סכומים ומועדים, כי מצב חברות הבת השפיע גם הוא על מצב החברה (סעיף 80); כי עליית מדד המחירים לצרכן ב- 2.5% בשלושת החודשים הרלבנטיים הגדילה את חובה של החברה בגין אג"ח צמודות מדד (סעיף 88-86); וכי הורדת דירוג האג"ח של החברה והתשואות הגבוהות בהן נסחרו לא אפשרו להנפיק סדרות חדשות של אג"ח (סעיפים 85-81). גורמים אחרונים אלו לא התרחשו דווקא בחודשים יוני-אוגוסט 2009.

49. המבקש מציין בין מצגי השווא של החברה גם את העובדה שהיא פרעה למחזיקי אג"ח ט' את תשלום הריבית ביום **10.8.09**, עשרים יום בלבד לפני פרסום הדו"חות לרבעון השני בו התברר

מצבה העגום (מוצג מב/2 ונספח יב' לתצהיר המבקש). החשש שמעלה המבקש הוא שהחברה ביקשה "להרדים" את המשקיעים ולהסתיר מהם את מצבה הקשה, שכבר היה ידוע באותה עת. כיוון שהמשיבים עצמם טוענים כי התדרדרות החברה למצב של חדלות פירעון נבעה מהצטברות של אירועים שהתרחשו בחודשים יוני-אוגוסט 2009, לא ניתן להבין מדוע החליטה החברה לפרוע את חוב הריבית לאחר שכבר התרגשו עליה אירועים שיצרו חשש ממשי לכך שלא תוכל לעמוד בכל התחייבויותיה. אך ניתן להעלות גם טענה הפוכה, דהיינו: דווקא פירעון הריבית ביום 10.8.09 מחזק את טענת המשיבים כי במועד זה הם עדיין לא ידעו כי החברה הגיעה אל סף חדלות פירעון. עניין זה אינו חד-משמעי, ויתברר במסגרת התובענה עצמה.

50. המבקש מצביע על נקודה נוספת שהתבררה במהלך שמיעת הראיות בבקשה, ואשר מצביעה על מצג שווא מצד החברה כלפי המשקיעים. מסתבר כי החברה נמנעה, מטעמים שלא הובהרו, מלכלול בדו"חות הכספיים שפרסמה ביום 30.8.09 "אזהרת עסק חי", אף שהיא מודה כי למעשה היתה באותה עת במצב השקול לחדלות פירעון (פאינרו בסעיף 36 לתצהירו ועמ' 59-60 לעדותו). החברה פרסמה תיקון לדו"חות אלו ביום 7.3.10, שבו היא כוללת, **בדיעבד**, בדו"חות הכספיים לרבעון השני של שנת 2009 "אזהרת עסק חי" (מוצג מב/1). המבקש טוען כי כל העובדות שהניעו את החברה לרשום הערה זו בדיעבד היו ידועות כבר בחודש אוגוסט 2009, אם לא קודם לכן, ולכן לא היתה סיבה שלא לכלול בדו"חות לרבעון השני "אזהרת עסק חי". טענה זו נראית נכונה, לאור הראיות שהובאו לפני, ולאור הודאתו של פאינרו כי מצב החברה לפי הדו"חות שפורסמו ביום 30.8.09 היה "שקול למצב של חדלות פירעון". לכאורה, טענה זו אינה יכולה להועיל למבקש, אשר רכש אג"ח ט' בחודשים יוני-יולי 2009, וגם לא ליתר חברי הקבוצה שרכשו אג"ח זה לפני יום 30.8.09: התובענה שלפני - עניינה מצגי החברה לפני יום 30.8.09. ממילא, בדו"חות שפורסמו ביום 30.8.09 הודיעה החברה כי פניה להסדר חוב עם כל מחזיקי האג"ח, ודי היה בכך כדי למנוע ממשקיע סביר לרכוש אג"ח של החברה. לכן הוגדרה הקבוצה התובעת ככוללת רק את אלו שרכשו אג"ח של החברה עד ליום 28.8.09 (ראה הגדרת הקבוצה התובעת בסעיף 1 לעיל). אך מהלך זה של החברה, המתבטא בתיקון רטרואקטיבי של עניין כל כך מהותי בדו"חות הכספיים, מגביר את התמיהות העולות לגבי התנהגות החברה, ומחזק, לכאורה, את הרושם של ניסיון מצד החברה להסתיר מן הציבור את מצבה האמיתי לפני יום 30.8.09, ואפילו במועד זה.

51. המשיבים מעלים טענות שונות לגבי עילת התביעה האישית של המבקש, אשר נוגעות לסוגיית ההסתמכות על המצגים הכוזבים הנטענים על ידו. המבקש לא עיין בדו"חות הכספיים של החברה, לא התייעץ עם יועצי השקעות ולא בדק את מצבה לפי הערכות של חברות הדירוג של אגרות החוב; הוא הסתמך על דברים שצוטטו מפי מנכ"ל החברה בכתבה שפורסמה ביום 31.5.09 (נספח ז' לתצהירו), כמו גם על היסטוריית פירעון החובות של החברה והקבוצה כולה (עמ' 12-13). החלטתו להמשיך ולרכוש אג"ח ט' נבעה גם מעליית שער האג"ח, שכן הוא רכש את האג"ח בצורה מדורגת, תוך בחינת התנהגותן במסחר (ראה נספח יב'). המבקש גם ציין כי הסתמך על כך שנוכח כי החברה פועלת למימוש נכסים (עמ' 41-43). המשיבים טוענים כי אדם אשר לא הסתמך כלל על דיווחי החברה, נעדר עילה אישית ואיננו ראוי לייצג את הקבוצה. טענה זו יש לדחות.

ההלכה בעניין הסתמכות על "פרט מטעה" בתשקיף או בדו"ח היא, כי "לשם גיבושה של האחריות די בקיומו של קשר סיבתי בין הפרט המטעה... לבין הנזק שנגרם לתובע, ואין נדרשת הסתמכות ישירה של התובע..." (עניין רייכרט, עמ' 310); די "בהסתמכות עקיפה" על מקורות מידע משניים, כגון ניתוחי אנליסטים, יועצי השקעות, או דיווחים בעיתונות הכלכלית (עמ' 316). כבי' השופט ט' שטרסברג-כהן אף היתה מוכנה להכיר בהסתמכות עקיפה על מחירו של נייר ערך בשוק, שעה שמחיר זה משקף את מצג השווא של החברה (עמ' 320). המבקש אכן הסתמך על כתבה בעיתון, שכללה ראיון עם מנכ"ל החברה (שתוכנו אינו מוכחש על ידו), אך הקבוצה התובעת עשויה לכלול גם מי שהסתמכו על מקורות ראשיים או משניים כאלו ואחרים, ובלבד שהם לא שיקפו נכונה את מצב החברה. זאת ועוד, המבקש גם הסתמך על שערי אג"ח ט' העולים – לטענתו כתוצאה ממצגי השווא – שהרי הוא ביצע רכישה מדורגת של נייר ערך זה (נספח יב' לתצהירו), וגם זו עשויה להיחשב כהסתמכות על מצג שווא.

וידגוש: גם משקיע בניירות ערך שלא עיין בדו"חות הכספים של החברה, רשאי לתבוע את החברה ומנהליה על הכללת "פרט מטעה" בתשקיף או בדו"ח שהוא לא קרא, כאשר טענתו נסמכת על מצגי שווא אחרים של החברה במעשה, במחדל או בהתנהגות, או על אי-מתן דיווח מיידי שהיה צורך ליתן. הקבוצה התובעת עשויה לכלול משקיעים מכל הסוגים, בין אלו שהסתמכו על דיווחי החברה, ובין אלו שהסתמכו על מצגים אחרים שלה. חברה שנמנעה מלדווח לציבור בדו"חות הכספיים או בדו"ח מיידי על אירוע חריג ומהותי שחייב מתן דיווח, לא תשמע בטענה שמשקיע זה או אחר ממילא לא היה מעיין בדיווחיה לציבור. העדר דיווח מתבטא, בסופו של דבר, במחירו של נייר ערך הנסחר בבורסה, וזה בוודאי נתון שהמשקיעים עוקבים אחריו ומסתמכים עליו. לכן מייחס המבקש למשיבים "תרמית על השוק", בטענה שהוכח כי השוק נענה למצגי החברה, והראיה לכך: רמת השערים הגבוהה של אג"ח ט' לעומת אג"ח אחרות, והתשוואה עליהן שהיתה נמוכה מן התשוואה על האג"ח האחרות.

52. לא ניתן לסיים פרק זה מבלי לצטט דברים שאמרה סגנית הנשיאה כבי' השופטת ו' אלשיך בהחלטתה מיום 21.12.09, שניתנה בבקשה לכינוס אסיפת נושים לאישור הסדר החוב של החברה (פר"ק 10344 - 11-09 בעניין אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, פסקה 22, לא פורסם [פורסם בנבו] – 21.12.09), לאמור:

"די אם אציין, בעניין זה, את התמיהה רבתי העולה בנסיבות המקרה – כיצד, חודשים ספורים לאחר שהוציא את סדרה ט' לציבור 'המשקיעים הקטנים', אגב הצגת מצג לכאורה לפיה אפריקה-ישראל יציבה ומשגשגת, 'שינה זמירותיו' באופן קיצוני, ו'נזכר' לפתע כי אותה חברה עצמה עומדת על סף חדלות פרעון. האם אכן אותו משבר נדל"ן בארצות הברית ובמזרח אירופה, אשר עמד במרכז הנמקותיו והסבריו לאותו משבר, בא לעולם אך ורק במהלכם של אותם חודשים מעטים, או שמא הרבה קודם לכן? אתמהה. אכן, אין אני נדרשת בשלב זה לקבוע, כיצד ובאיזה מונח משפטי יש לסווג את המצגים פרי תוצרתו של מר לבייב...".

איני רואה כל פסול בהפניה להחלטה שיפוטית זו בסיכומי התגובה של המבקש, הואיל והיא נוגעת לנושא התובענה וניתנה לאחר שהוגשה בקשת האישור, מה גם שהמשיבים עצמם התייחסו

להחלטת השופטת אלשיך לאשר את הסדר החוב, מבלי לצרפה, וגם הגיבו להפניה זו. אמנם, כפי שציננה כבי' השופטת אלשיך, היא לא נדרשה לקבוע כיצד יש לסווג מבחינה משפטית את מצגיו של מר לבייב (המשיב 2 בתובענה זו), ולא קבעה ממצאים כלשהם לגופו של עניין. זאת ועוד, אין זה ברור מן ההחלטה לאילו מצגים של לבייב התכוונה כבי' השופטת אלשיך. אך בהסתייגות זו אוסיף כי שותף אני לתמיהה שהעלתה כבי' השופטת אלשיך, לאור מה שהתברר בבקשת האישור שלפני. דינה של תמיהה זו להתברר במסגרת התובענה הייצוגית בתיק זה.

53. סיכומו של דבר: המשיבים חייבים ליתן הסבר משכנע לשאלה מדוע אגרות חוב שהונפקו במקור לגופים המוסדיים בלבד, ונשארו כך במשך ארבע וחצי שנים, הונפקו לפתע לציבור חמישה חודשים בלבד לפני מועד פירעון, תוך אמירה של המנכ"ל כי הדו"חות הכספיים שפורסמו עם הנפקתם לציבור מהווים "מפגן עוצמה" של החברה, וכיצד אירע ששלושה חודשים בלבד לאחר מכן הגיעה החברה למצב השקול לחדלות פירעון והודיעה כי לא תפרע אג"ח אלו. יתכן אף שיהיה מקום לשקול מינוי חוקר, המומחה בתחום הכלכלי, שיבדוק את הנהלת החשבונות של החברה ויחווה דעתו האם מצגיה תאמו את מצבה הכלכלי. ההסברים שמסרה החברה במסגרת בקשה זו אינם מספקים מן הטעמים שבוארו לעיל, ומנגד שוכנעתי כי יש אפשרות סבירה שהשאלות שמעלה התובענה תוכרענה לטובת הקבוצה. בכך הוכח התנאי הראשוני לאישור תובענה ייצוגית, הנוגע לקיומה של עילת תביעה לכאורה – אישית וקבוצתית.

54. המשיבים מעלים טענות שונות בנוגע לנזק שנגרם למבקש ולקבוצה התובעת ולקשר הסיבתי שבין ההטעיה הנטענת לבין הנזק.

ראשית, נטען כי המבקש מכר את האג"ח בהפסד של כ- 12%, אשר תואם את ירידת שערי האג"ח המקבילות באותה תקופה של המשבר הכלכלי בעולם. אולם הנזק הנטען שנגרם למבקש, כמו גם לשאר חברי הקבוצה שמכרו אג"ח ט' עד יום 29.10.09, נובע מכך ששערי אג"ח ט' צנחו בעקבות פרסום הדו"חות הכספיים ביום 30.8.09 (ראה סעיף 43 ונספח יא' לתצהיר המבקש), בהם גילתה החברה למשקיעים לראשונה את חומרת מצבה ואת החלטתה לנהל משא ומתן לשם גיבוש הסדר חוב. הפסדים אלו הינם נזק הנובע, לכאורה, באופן ישיר ממצגי השווא הנטענים של החברה, אם יוכח כי המשיבים גרמו למשקיעים, באמצעות מצגי שווא, לרכוש אג"ח ט', או להמשיך ולהחזיק בהן עד יום 30.8.09, כשהם מסתירים מהם את הנסיבות האמיתיות של רישום אג"ח ט' לציבור, או את מצבה הקשה של החברה – ככל שזה היה ידוע לפני יום 30.8.09.

שנית, המשיבים טוענים כי יש לייחס אשם תורם למבקש ולכל שאר חברי הקבוצה, שלא טרחו לעיין בדיווחי החברה, או שהתעלמו מסימני האזהרה של החברה. אינני משוכנע כי קיימת חובה כלשהי של משקיע לעיין בדיווחי החברה לפני כל השקעה, ולגבי סימני האזהרה – הרי שנלוו אליהם, לכאורה, מצגי שווא מצד החברה, כמפורט לעיל. סוגיה זו הנוגעת לגובה הנזק שנגרם למבקש ולחברי הקבוצה תתברר בתובענה עצמה, ואין היא נוגעת לאישור התובענה. כך גם לגבי טענת המשיבים, כי המבקש וחברי הקבוצה יוכלו לתבוע, לכל היותר, את ההפסד שנגרם להם לעומת הסכום שהיו מקבלים אילו הצטרפו להסדר החוב הכולל. לכאורה, אין כל חובה על משקיע,

הצופה בהתדרדרות שערי האג"ח שרכש בעקבות פרסום הדו"חות ביום 30.8.09, להמתין עד לגיבוש הסדר חוב, שתנאיו אינם ידועים מראש. אך גם טענה זו קשורה להיקף הנזק, ולא לעצם קרות הנזק.

55. לסיכום עילת התביעה האישית של המבקש והעילה של הקבוצה התובעת, ניתן לומר כי יש יסוד, לכאורה, לטענה כי המשיבים הסתירו מן המשקיעים באג"ח ט' את הנסיבות האמיתיות של רישום אג"ח ט' למסחר ואת מצבה האמיתי של החברה – הן במועדים שקדמו לרישום אג"ח ט' למסחר (יום 31.5.09) ובעת הרישום, והן במועדים שלאחר תחילת המסחר באג"ח ט' ועד לפרסום הדו"חות הכספיים לרבעון השני ביום 30.8.09. המשקיעים הסתמכו לכאורה על מצגי השווא מצד החברה כאשר רכשו אג"ח ט', ונגרם להם נזק כאשר מכרו את האג"ח בהפסד, בעקבות פרסום הדו"חות ביום 30.8.09 שהצביעו על היותה של החברה על סף חדלות פירעון.

(ג) אחריותם האישית של המשיבים 2-10

56. המשיב 2, מר לב לבייב, הינו בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון שלה. המשיב 3 (איזי כהן) היה בתקופה הרלבנטית לתביעה מנהלה הכללי, ואילו המשיבים 4-9 היו בתקופה זו דירקטורים בחברה (משיב 6 דירקטור חיצוני). לפיכך, ככל שיוכח כי החברה הפרה הוראה מהוראות חוק ניירות ערך או תקנותיו, ניתן יהיה, לכאורה, לייחס אחריות אישית למשיבים 2-9, מכוח האמור בסעיפים 31(א)(2) ו-52(ב) לחוק ניירות ערך. ככל שתוכח אחריות בנוזיקין, ניתן יהיה לייחס להם חבות אישית בנוזיקין לפי הכללים שנקבעו בפסיקה בנוגע לאחריות נושאי משרה בתאגיד.

כך גם לגבי המשיב 10 (פאינרו), שהיה בתקופה זו סמנכ"ל הכספים של החברה, וההוראות הנ"ל שבחוק ניירות ערך אינן חלות עליו. הכלל בנוזיקין הוא, כי היותו של אדם מנהל ובעל מניות בחברה, ואף היותו אורגן של החברה – אין בהם, כשלעצמם, כדי להטיל עליו אחריות אישית למעשה עוולה בנוזיקין שביצעה חברה: יש צורך להוכיח כי אותו מנהל ביצע בעצמו את העוולה, עבור החברה, או למצער השתתף בביצוע העוולה כמסייע, כשותף או כמשדל. מנהל, או אורגן אחר של החברה, שהיתה לו מעורבות אישית בביצוע העוולה, איננו יכול להסתתר מאחורי אישיותו המשפטית הנפרדת של התאגיד, וניתן לתבוע אותו במקרה שכזה יחד עם התאגיד; אך לשם כך יש להראות מעורבות אישית (ראה: ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקויריטי בע"מ, פ"ד מח(5) 661, פסקאות 17-23; ע"א 10362/03 א. ברזני שירותים ועסקאות בע"מ נ' אחים בן רחמן (צפון בע"מ, [פורסם בנבו] תק-על 2009(4) 510, פסקה 16; ע"א 313/08 נשאיבי נ' רינאווי, [פורסם בנבו] תק-על 2010(3) 1563, פסקאות 48-49).

לפיכך, אחריותו של פאינרו בנוזיקין מותנית בכך שיוכח כי הוא יכול להיחשב כ"אורגן" של החברה, וכי הוא היה מעורב אישית במעשים המיוחסים לה. לכאורה – לאור תפקידו – יש בסיס לטענה זו, ונראה כי לא לחינם הוא נבחר להיות המצהיר העיקרי מטעם החברה. לכן, יש לאשר את התביעה לגבי כל המשיבים.

3. שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה והגדרת הקבוצה

57. לאחר שהשתכנעתי כי בידי המבקש וחברי הקבוצה עילת תביעה לכאורה באחד מן העניינים בהם ניתן להגיש תובענה ייצוגית, יש צורך לבחון את התנאי השני לאישורה של תובענה ייצוגית, דהיינו: האם התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה (סעיף 8(א)(1) [לחוק תובענות ייצוגיות](#)). כלל זה, הנוגע להומוגניות של הקבוצה התובעת, מרוכך בסעיף 10 לחוק הקובע:

- "(א) אישר בית המשפט תובענה ייצוגית, יגדיר בהחלטתו את הקבוצה שבשמה תנוהל התובענה; ...
- (ב) ...
- (ג) בית המשפט רשאי להגדיר תת-קבוצה, אם מצא שלגבי חלק מחברי הקבוצה מתעוררות שאלות של עובדה או משפט, אשר אינן משותפות לכלל חברי הקבוצה; ...".

השאלה הראשונה המתעוררת בהקשר להוכחת התנאי הנוגע לקיומן של שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה, הינה האם הוכח קיומה של קבוצה תובעת שלגביה מתקיימת לכאורה עילת התביעה הנטענת, וכיצד יש להגדיר את הקבוצה. הגדרה זו צריכה לכלול רק את מי שלכאורה יש לו עילת תביעה טובה, הדומה לזו של המבקש. עניין זה נדון לעיל במסגרת עילת התביעה האישית והקבוצתית.

58. בעניין הדרישה שהתובענה תעורר שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה, הבהיר כב' הנשיא א' ברק [ברע"א 4556/94](#) הנ"ל בעניין טצת, בעמ' 789, כי: "אין כל צורך שכל השאלות המתעוררות ביחס לקבוצה תהיינה משותפות. די בכך שהיסוד המשותף מהווה מרכיב מהותי בהתדיינות" (ראה גם דברי כב' השופטת ט' שטרסברג-כהן [ברע"א 8332/96](#) הנ"ל בעניין רייכרט, פסקה 15). כך גם בענייננו, העובדה שמשקיעים שונים הסתמכו על דיווחים שונים של החברה איננה מונעת את אישור התובענה. מה שמשותף לכלל חברי הקבוצה הוא, שהמשיבים הציגו, לכאורה, לכולם מצגי שווא לפני שרכשו את אג"ח ט', ולכאורה נגרם להם נזק עקב כך.

59. הקבוצה התובעת מוגדרת ככוללת את כל מי שרכש אג"ח מסדרה ט' של המשיבה 1 בין מועד תחילת המסחר בהן (1.6.09) לבין יום 28.8.09, ומכר אותן, כולן או חלקן, בין יום 30.8.09 (המועד בו פורסמו הדו"חות לרבעון שהצביעו על מצבה הקשה של החברה), ליום 29.10.09 (מועד סיום המסחר באג"ח ט' לקראת פירעון).

אשר למספר חברי הקבוצה, הרי שהנתונים בעניין זה מצויים בידי החברה (לאחר שקיבלה אותם מהבורסה או מחברי הבורסה). בדיון שהתקיים ביום 11.9.11 אמר ב"כ המשיבים כי לדעתו מדובר ב"כמה מאות בודדות", ולאחר מכן טען כי מדובר ב-190 איש, אך זאת בהתאם לדרך בה מגדירים המשיבים את הקבוצה (עמ' 3 לפרוטוקול מיום 24.5.12).

המבקש הסכים כי הוא איננו מייצג משקיעים שמכרו חלק מן האג"ח שהחזיקו לאחר פרסום הדו"חות ביום 30.8.09, והמשיכו להחזיק חלק אחר של האג"ח שלגביהם חל הסדר החוב

(עמ' 24 לפרוטוקול). הטעם לכך הוא שההסדר כולל סעיף ויתור על תביעה נגד החברה. כך גם הסכים ב"כ המבקש כי אין המבקש מייצג משקיעים שרכשו אג"ח ט' לאחר פרסום הדו"חות ביום 30.8.09, ככל שהיו כאלו (עמ' 3). לכן משקיעים אלו אינם חלק מן הקבוצה התובעת. כך גם ברור שהמבקש יוכל לייצג רק משקיעים פרטיים, יחיד או חברה, אך לא את הגופים המוסדיים שהחזיקו באג"ח ט', שהרי הוא מעלה טענות נגד גופים אלו בכל הנוגע לנסיבות רישומן למסחר של אג"ח ט'.

60. הדרישה להוכחת קיומן של שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה מחייבת קיומה של קבוצה הומוגנית שלגבי כל חברה מתקיימת עילת התביעה, כולל הנזק הנטען. נושא זה נדון לעיל, והוכח לכאורה קיומה של קבוצה הומוגנית, כמפורט לעיל.

המשיבה טוענת כי אישור התובענה יחייב ברור פרטני לגבי כל אחד מחברי הקבוצה בשאלת ההסתמכות על מצגי השווא וחישוב הנזק. טענה זו מכוונת כנגד ההומוגניות של הקבוצה, קרי: קיומן של שאלות משותפות של עובדה וחוק המשותפות לכל חברי הקבוצה, כמו גם כנגד התנאי הדורש להוכיח כי תובענה ייצוגית הינה הדרך היעילה וההוגנת להכריע במחלוקת. אך טענה זו נדחתה לעיל, לגבי הצורך בהסתמכות ישירה, וגם אין הכרח שכל המשקיעים הסתמכו על אותם מצגים, ובלבד שיוכח כי החברה הציגה מצגי שווא בדיווחיה, במעשה, במחדל או בהתנהגות, כלפי כלל ציבור המשקיעים.

61. הגדרת השאלות המשותפות לכלל חברי הקבוצה מצריכה ברור של הסעד המבוקש בבקשה לאישור התובענה הייצוגית. תובענה זו אינה מעוררת כל קושי מבחינת הסעד: מבוקש לפסוק לחברי הקבוצה פיצוי כספי בגין הנזק שנגרם להם עקב מצגי השווא מצד המשיבה, ואשר התבטא בהפסד כספי בעת מכירת אג"ח ט', בעקבות פרסום הדו"חות ביום 30.8.09. הנזק הנטען בבקשת האישור מתבטא בהפרש שבין מחיר הרכישה לבין מחיר המכירה. יתכן שבסופו של דבר תקבע נוסחה אחרת וצודקת יותר לחישוב הנזק, אם תתקבל התביעה. כך, למשל, ניתן לחשוב על פיצוי בגובה ההפרש שבין מחיר הרכישה של האג"ח לבין מחיר המכירה הרעיוני שהיה מתקבל לו הן נמכרו ערב פרסום הדו"חות ביום 30.8.09, שהרי הטענה היא שפרסום הדו"חות שחשפו לראשונה את מצבה הקשה של החברה – הוא זה שגרם לנזק. העובדה שהסכומים שייגעו לכל חבר בקבוצה, אם תוכח התביעה, נקבעים בהתאם לכמות האג"ח שרכש ומועדי הרכישה והמכירה, איננה פוגעת בהומוגניות או ביעילות ניהול התביעה כייצוגית, שכן מדובר בחישוב פשוט על סמך נתונים שניתן יהיה להשיגם.

62. סיכומו של דבר: המבקש הוכיח כי הבקשה מעלה סוגיות בעלות מכנה משותף מהותי לו ולחברי הקבוצה, ומדובר בשאלות של עובדה ומשפט גם יחד. אלו הן השאלות המהותיות העיקריות של עובדה ומשפט, המשותפות לכלל חברי הקבוצה:

א. השאלות שפורטו בסעיף 20 לעיל, בנוגע למצגי השווא המיוחסים לחברה כלפי ציבור המשקיעים.

ב. אם יוכח כי החברה הציגה לציבור מצגי שווא, כמפורט בסעיף 20 לעיל, יש לברר ולקבוע:

(1) האחריות האישית של המשיבים 10-2 למצגי השווא.

- (2) סוגיית ההסתמכות של חברי הקבוצה על מצגי השווא.
- (3) זיהוי חברי הקבוצה התובעת.
- (4) דרך החישוב הראויה למתן פיצוי לחברי הקבוצה, ומהו הפיצוי המגיע לכל אחד מהם, כולל סוגיית האשם התורם שמעלים המשיבים.

4. אפשרות סבירה שהשאלות המשותפות תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה

63. סעיף 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות דורש כי בית המשפט ישתכנע כי "יש אפשרות סבירה" שאותן שאלות מהותיות של עובדה או משפט, המשותפות לכלל חברי הקבוצה, תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה. תנאי זה דורש כי גם אם הוכיח המבקש עילת תביעה אישית לכאורה, על בית המשפט לבחון האם אין מדובר בנסיבות מיוחדות המבססות את העילה האישית, ואשר אינן מתקיימות בהכרח לגבי כלל חברי הקבוצה שהמבקש מעוניין לייצג. הוכחת תנאי זה נגזרת מהוכחה מצטברת של שני התנאים הקודמים: עילה אישית לכאורה של המבקש והומוגניות של הקבוצה, קרי: קיומן של שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה.

בענייננו, משהוכחה לכאורה עילת תביעה אישית העומדת למבקש, ומשהוכח כי התובענה שהוא מבקש להגיש מבססת לכאורה עילת תביעה משותפת לכל חברי הקבוצה, נסללה הדרך להוכחת התנאי בדבר קיומה של אפשרות סבירה ששאלות אלה תוכרענה לטובת הקבוצה.

5. תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה בעניינם של חברי הקבוצה

64. תנאי נוסף לאישורה של תובענה כייצוגית קבוע בסעיף 8(א)(2) לחוק, ולפיו על המבקש להשתכנע כי "תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין". משנדחו טענות המשיבים בדבר הצורך בבירור פרטני של עילת התביעה או הנזק שנגרם לחברי הקבוצה, אין בסיס גם לטענה כי תובענה הייצוגית לא תהא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקות בין הצדדים.

התכליות העומדות בבסיס התובענה הייצוגית הובהרו לעיל, תוך הדגשת שני השיקולים המרכזיים: הגנה על אינטרס הפרט והגנה על אינטרס הציבור. אינטרס הפרט מחייב מתן סעד יעיל לנפגעים ממצגי השווא של החברה שהוכחו לכאורה. כך גם מאפשרת התובענה הייצוגית מימוש זכות הגישה לבית המשפט לנפגעים שהיו מתקשים, או לא היו טורחים כלל, להתמודד עם חברה גדולה כדוגמת המשיבה, בעיקר כאשר לפחות לגבי חלק ניכר מהם סביר להניח כי מדובר בנזק קטן יחסית. ברי כי ניהול תביעות פרטניות על ידי כל אחד מחברי הקבוצה בנסיבות אלה איננו ישים, ולא ישיג את תכלית החוק בדבר אכיפה. האינטרס הציבורי העומד בבסיס התובענה הייצוגית, בא לידי ביטוי בכך שמכשיר דיוני זה מאפשר ניהול יעיל וחסכוני של מספר רב של תביעות בהליך אחד, וחשוב מכך: לתובענה הייצוגית ערך מרתיע, המשרת את המטרה של פיקוח ואכיפה של נורמות התנהגות הקבועות בחוק. בנוסף, קיימת חשיבות לתכלית נוספת של התובענה הייצוגית: נטילת הרווחים הלא-חוקיים מידין של הנתבע ומניעת התעשרות שלא כדין, מקום שזו הוכחה.

התכליות דלעיל מתקיימות במקרה זה. התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה ומשפט, שהן משותפות לקבוצת המשקיעים הלא-מוסדיים באג"ח ט' של החברה. מוטב להן לשאלות אלו להתברר כמקשה אחת, ולא בתביעות מפורזות. הדבר יביא ליעילות ולחיסכון במשאבים, ימנע חוסר אחידות בפסיקה, ויאפשר למשקיעים הנ"ל, בהיותם מאוחדים, לאכוף את הוראות [חוק ניירות ערך](#) בצורה טובה יותר, מקום שה"משקיע הקטן" יתקשה לעמוד מול חברה רבת-כוח כמו המשיבה. לאור כל אלו, יש הצדקה לאישור התובענה, לאור העובדות שהוכחו לכאורה.

65. הקבוצה התובעת מוערכת בלפחות 190 איש, והנזק הכולל שנגרם להם מוערך בבקשה, על סמך הנתונים המוגבלים שבידי המבקש, בסך של 30 מיליון ₪ (סעיף 61 לבקשה). די בכך כדי לאשר את התביעה, מבחינת היעילות הדורשת הכרעה אחת לגבי כל התובעים הללו.

בנוגע לסכום התביעה (נזקו הנטען של המבקש הינו 52,599 ₪), פסקתי לא אחת כי ניתן לאשר תביעה ייצוגית ראויה גם כאשר סכום הנזק של כל חבר בקבוצה אינו קטן, ומגיע לעשרות אלפי ש"ח (ראה: עניין [תדיראן הנ"ל](#), פסקאות 61-66). אכן, אחד הרעיונות העומדים בבסיס התובענה הייצוגית הוא כי לאור שיעור הנזק הנמוך יחסית שנגרם לכל אחד מחברי הקבוצה - מחד, ולאור העלויות והטרחה הכרוכות בניהול תובענה נגד גוף גדול במשק - מאידך, קיים חשש שהנפגעים לא יטרחו כלל להגיש תובענה; בכך ייפגעו הן זכותם האישית לפיצוי, והן האינטרס הציבורי הכרוך בהרתעת גופים גדולים מפגיעה בזכויות צרכנים (ראה: [רע"א 3126/00 מדינת ישראל נ' א.ש.ת.ניהול פרויקטים וכוח אדם בע"מ, פ"ד נז\(3\) 220, 278](#); [ע"א 3613/97 אזוב נ' עיריית ירושלים, פ"ד נז\(2\) 787, 801](#); [ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ, פ"ד נא\(2\) 312, 322-323](#)). לכן נדחו בעבר בקשות לאישור תובענה ייצוגית, בין היתר מן הטעם שסכום התביעה היה גדול, והצדיק הגשת תובענה אישית (ראה: [ת.א. \(ת"א\) 3006/00 הנ"ל בענין דנוש](#), פסקה 33; [ת.א. \(ת"א\) 2668/99](#), [בש"א 59203/99 בורובסקי נ. מנורה חברה לביטוח בע"מ](#), [פורסם בנבו] תק-מוח 2002(2) 2838, עמ' 16). עם זאת, הסכום לו יהא זכאי כל אחד מחברי הקבוצה, אם תוכח התובענה, הוא רק אחד מן השיקולים באישור תובענה ייצוגית. כפי שציינה כב' השופטת ט' שטרסברג-כהן (בדעת מיעוט, אך לא בהכרח בנקודה זו) בעניין [א.ש.ת. הנ"ל, בעמ' 268-269](#):

"נראה לי, כי השיקולים העומדים ביסוד התפיסה הרואה בתובענה הייצוגית הליך חיובי שאותו ראוי לקדם במקרים המתאימים, מצדיקים שלא למנוע מראש הגשת תובענה ייצוגית בכל מקרה בו סכומי התביעה של כל אחד מיחיד הקבוצה, גדולים הם".

כן ראה החלטה דומה של כב' השופט פרופ' ע' גרוסקופף ב**ת"צ (מרכז) 14414-05-09 איפקס נ' הראל**, לא פורסם [פורסם בנבו] -3.10.10).

לאור כל אלו, אין סיבה להימנע מאישור התביעה הייצוגית בשל סכום התביעה הגדול יחסית של המבקש, מה גם שסביר להניח שבין חברי הקבוצה יש משקיעים בסכומים קטנים יותר.

6. עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת ובתום לב

66. סעיפים 8(א)(3) ו-4) לחוק תובענות ייצוגיות דורשים כי בית המשפט ישתכנע כי קיים יסוד סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת ובתום לב. אך בית המשפט רשאי לאשר תובענה ייצוגית אף אם לא מתקיים תנאי זה, אם ניתן להבטיח את קיומו באמצעות צירוף תובע מייצג או בא-כוח מייצג, או באמצעות החלפת המבקש או בא-כוחו (סעיף 8(ג)(1) לחוק). החוק החדש, כאמור לעיל, שם את הדגש על האינטרס של חברי הקבוצה, ולא על התביעה האישית.

67. המשיבים, כמו כמעט כל נתבע בתביעה ייצוגית, אינם מחמיצים את הניסיון לפסול את התובע המייצג בשל העדר תום-לב או ייצוג בלתי הולם, כדי למנוע את בירורה של תובענה שנמצא כי היא ראויה להתברר. כבר הערתי לא אחת על פרקטיקה זו, שיוצרת רושם של ניסיון להתחמק מבירור האמת. יש לשמור טענות אלו למקרים ההולמים. אין כל בסיס לטענה שהמבקש היה צריך להמתין לתוצאות הסדר החוב המתגבש לפני הגשת התובענה, כאשר הוא מבקש לייצג את אלו שמכרו אג"ח ט' מבלי להמתין לתוצאות הבלתי ידועות של הבקשה להסדר חוב, וכאשר לטענתו דינן של אג"ח ט' שונה מדינן של יתר אגרות החוב. לכן אין רלבנטיות לכך שהמבקש לא עקב אחר הליכי הסדר החוב (עמ' 20 לעדותו)

לא נעלמה מעיני העובדה שהמבקש לא גילה בקיאות מופלגת בחומר הנוגע לתובענה, והודה כי לא קרא בעצמו חלק ממוצגי הבקשה ואת תגובת המשיבה (עמ' 33-31). אך עסקינן בחומר מקצועי שלא קל לאדם מן היישוב להבינו. די בכך שב"כ הקבוצה המייצגת התמודד עם החומר בצורה טובה ועשה עבודתו נאמנה. לכן נראה לי כי המבקש הוא נציג ראוי של הקבוצה שהוא מבקש לייצג, ואין סיבה למנוע ממנו לייצג את הקבוצה לאור מכלול הראיות לכאורה שהובאו באמצעות בא-כוחו. אין סיבה להכשיל תובענה שנראית על פניה מוצדקת, רק בשל כך שקשה למצוא מי שמוכן לשאת באחריות ובסיכון הכרוכים בניהול תובענה ייצוגית.

ג. סיכום

68. לסיכום כל האמור לעיל, הבקשה להגשת תובענה ייצוגית מאושרת בהתאם לעילות ולסעד המפורטים בהחלטה זו. על-פי דרישת סעיף 14 לחוק תובענות ייצוגיות, נקבע כי:

- א. הגדרת הקבוצה התובעת היא כמפורט בסעיף 59 לעיל.
- ב. זהות התובע המייצג ובאי-כוחו הם כמפורט בכותרת להחלטה זו.
- ג. עילות התובענה הן כמפורט בסעיף 14 לעיל.
- ד. השאלות של עובדה ומשפט המשותפות לחברי הקבוצה הן כמפורט בסעיף 62 לעיל.
- ה. הסעד הנתבע הוא כמפורט בסעיף 61 לעיל.

69. ב"כ המבקש ידאג לפרסום הודעה על אישור התובענה הייצוגית, כאמור בסעיף 25 לחוק [תובענות ייצוגיות](#). הודעה זו תכלול את הפרטים הנדרשים על פי סעיף 14(א) לחוק, בהתאם להחלטה זו. טיוטת ההודעה תוגש לבית המשפט לאישור בתוך 14 יום (כנדרש על פי סעיף 25(ד) לחוק). ההודעה תפורסם בעיתונים "ידיעות אחרונות", "ישראל היום" ו"הארץ", והמשיבה תשא בהוצאות הפרסום. עותק של ההודעה, לאחר פרסומה, יישלח למנהל בתי המשפט לשם רישומה בפנקס (סעיף 25(ז) לחוק) וכן לרשות ניירות ערך.

70. הנתבעים יגישו כתב הגנה בתוך 45 יום. כתב תשובה יוגש 30 יום לאחר מכן.

71. קדם משפט בתובענה הייצוגית, בו יידונו, בין היתר, דרכי ההוכחה של התביעה ודרך ניהול ההליך, יתקיים ביום 22.5.13 שעה 09:00, אלא אם כן הצדדים יודיעו כי לא הושלמו ההליכים המקדמיים.

72. המשיבים ישלמו למבקש הוצאות משפט ושכר טרחת עורך דין בבקשת האישור בסך כולל של 70,000 ₪.

73. המזכירות תשלח העתק החלטה זו לב"כ הצדדים, וב"כ המבקשת ידאג כי היא תשלח בתוך 7 ימים למנהל בתי המשפט, ליועץ המשפטי לממשלה ולרשות ניירות ערך.

ניתן והודע, היום ג' באדר תשע"ג, 13.2.13, בהעדר הצדדים.

ד#ר עמירם בנימיני 54678313-/-

ד"ר עמירם בנימיני
שופט

[בעניין עריכה ושינויים במסמכי פסיקה, חקיקה ועוד באתר נבו – הקש כאן](#)

נוסח מסמך זה כפוף לשינויי ניסוח ועריכה