



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

בפני **כבוד השופט חאלד כבוב**

המבקש

אוהד מלכה
ע"י ב"כ עו"ד עמית מנור ו/או יוקי שמש
רח' ברקוביץ 4, מגדל המוזיאון, תל אביב 64238
טל': 03-6075001; פקס: 03-6075029

נגד

המשיבים

1. אפריקה ישראל להשקעות בעמ
 2. לב לבייב
 3. אבינדב גרינשפון
 4. איתן הבר
 5. עמנואל לזוביק
 6. סולומון בורוכוב
 7. שמואל שקדי
 8. אברהם רמי גוזמן
 9. צפורה סמט
 10. איזי כהן
 11. אברהם נובוגרוצקי
- כולם ע"י ב"כ וקסלר ברגמן ושות', משרד עורכי דין
רח' יהודה הלוי 23, מגדל דיסקונט, תל אביב 65136
טל': 03-5119393; פקס: 03-5119394

פסק דין

מתי מתגבש מידע לכדי מידע מהותי החייב בדיווח מיידי מכוח חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ותקנותיו? מתי יש לראות במידע אודות אירוע עתידי בחיי חברה, אשר אין ודאות ביחס להתרחשותו, כמידע מהותי החייב בגילוי כאמור? האם יש לראות במידע כחייב בגילוי רק שעה שהתגבש וניתן לכמת את משמעותו הכספית?

אלו השאלות העיקריות העומדות בבסיס פסק דין זה.

פתח דבר

1. לפניי תביעה בצירוף בקשה לאישור התביעה כייצוגית, אשר הוגשה על ידי המבקש בהתאם להוראות חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006 (להלן: "חוק תובענות ייצוגיות"), כנגד אפריקה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "החברה"), בעל השליטה בה מר לב לבייב, וכנגד נושאי משרה נוספים (להלן: "הבקשה לאישור").

עניינה של הבקשה בהפרות נטענות של חובות הדיווח החלות על החברה מכוח חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק") והתקנות שהותקנו מכוחו, כאשר לטענת המבקש, המשיבים הפרו את חובות הדיווח בכך שהשתהו בפרסום דיווח מידי שעניינו אזהרת רווח של החברה (להלן: "הדיווח המידי" או "אזהרת הרווח"), הנובע מאירועים אשר אירעו כולם בחברה בת שלה, AFI Development Plc. הדיווח המידי מפרט שינויים שחלו בחמישה פרויקטים שונים של החברה הבת אשר בגינם בוצעו ההפחתות.

למען הדיוק יצוין כי במסגרת הבקשה לאישור טען המבקש כי המידע המהותי אשר פורסם במסגרת הדיווח המידי האמור היה ידוע לחברה כחודשיים לפני שפורסם הדיווח, בעוד במסגרת תשובת המבקש לתגובת המשיבים כבר לא טען כי את הדיווח בשלמותו היה נדרש לדווח מוקדם יותר, אלא מיקד טענותיו בנוגע למידע שהתקבל אצל החברה ביחס לכל אחד מהפרויקטים בנפרד, וטען כי היה בידי החברה מידע מהותי בנוגע לכל אחד מהם במועד מוקדם יותר ממועד פרסום הדיווח המידי, כל פרויקט לפי נסיבותיו.

המבקש טוען כי כתוצאה מאי פרסום הדיווח המידי במועד הנדרש רכשו משקיעים את מניות החברה כאשר בידיהם מידע חסר ביחס למצבה של החברה, בעיקר ביחס לשינוי לרעה בשווי נכסיה, ובכך נגרמו למשקיעים נזקים כספיים.

2. המשיבים טוענים מנגד, בין היתר, כי המידע המהותי החייב בדיווח התגבש בחברה הבת רק בסמוך למועד פרסום הדיווח וכי הועבר לחברה לאחר שהתגבש. אכן התקבל אצל החברה הבת מידע כבר כחודשיים טרם פורסם הדיווח המידי אולם הוא גובש לכדי מידע מהותי רק בסמוך למועד הדיווח. המידע הועבר מהחברה הבת לחברה בסמוך למועד התגבשותו, וממילא אין חפיפה בין המידע המצוי בידי החברה הבת לבין זה המצוי בידי המשיבים.

3. השאלה העומדת בפני בית המשפט היא האם הפרה החברה את חובות הדיווח החלות עליה מכוח חוק ניירות ערך ותקנותיו? דהיינו, האם קמה לחברה חובת דיווח, ביחס לשינוי שחל בכל אחד מחמשת הפרויקטים, במועד מוקדם יותר מהמועד בו פורסם הדיווח המידי. לשם כך יש להכריע בשאלה מתי המידע אודות כל אחד מחמשת הפרויקטים התגבש לכדי מידע מהותי החייב בדיווח.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

הצדדים ועיקר המחלוקת

4. מר אוהד מלכה (להלן: "המבקש") הינו בעל מניות בחברה אשר רכש מניות של החברה ביום 2.7.2012.
5. המשיבה 1, החברה, הינה חברת ציבורית אשר התאגדה בישראל ואשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ. החברה מחזיקה במספר חברות ובין השאר, בכ-64% מהון המניות של חברת AFI Development Plc (להלן: "אפי פיתוח"). אפי פיתוח הינה חברה ציבורית הרשומה בקפריסין וניירות הערך שלה נסחרים ב-Main Market של הבורסה הראשית בלונדון (LSE), היא פועלת בתחום הנדל"ן ברוסיה, שם נמצאים משרדיה.
6. המשיב 2, מר לב לבייב, שימש במהלך התקופה הרלוונטית לתביעה כיו"ר דירקטוריון פעיל של החברה והוא גם בעל השליטה בה. בנוסף כיהן הוא בתקופה הרלוונטית כיו"ר דירקטוריון אפי פיתוח.
7. יתר המשיבים כיהנו במהלך התקופה הרלוונטית לתביעה כנושאי משרה בחברה (דירקטורים ומנכ"ל).
8. ביום 13.8.2012 פרסמה החברה במסגרת דיווח מיידי אזהרת רווח, זאת בעקבות אזהרת רווח שפרסמה חברת הבת, אפי פיתוח, המתייחסת לדוחותיה הכספיים ליום 30.6.2012. באזהרת הרווח מצוין כי מסתמן שהחברה צפויה להציג בדוחותיה הכספיים לרבעון השני של שנת 2012 הפסד המיוחס לבעלים של החברה בהיקף של כ-720 עד 800 מיליוני ש"ח ולששת החודשים שנסתיימו ביום 30.6.2012 הפסד המיוחס לבעלים של החברה בהיקף של כ-710 עד 790 מיליוני ש"ח.

להלן החלקים הרלוונטיים מתוך אזהרת הרווח [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"החברה מודיעה בזה, כי חברת AFI Development Plc (חברה בת זרה שניירות ערך שלה רשומים למסחר בבורסה בלונדון, להלן: 'אפי פיתוח') פרסמה היום דוח מיידי שעניינו אזהרת רווח בהתייחס לדוחותיה הכספיים ליום 30.6.2012. על פי האמור בדוח זה, על בסיס ממצאים ראשוניים של הערכות שווי שקבלה אפי פיתוח ביחס לנכסיה ממעריך שווי בלתי תלוי (Jones Lang LaSalle) במסגרת הכנת דוחותיה הכספיים ליום 30.6.2012 ומידע שהתקבל בידי אפי פיתוח



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

ביחס לתביעה הנוגעת לזכויותיה בנכס הנכלל במלאי המקרקעין שלה (כמתואר להלן), מעריכה אפי פיתוח, כי היא צפויה לרשום בדוחותיה הכספיים לרבעון השני של 2012 הפסד בגין הפחתה בשווי ההוגן של נכסי נדל"ן להשקעה בהקמה והפחתה לירידת ערך של מלאי מקרקעין, בסך כולל של כ- 240 מיליון דולר ארה"ב.

ההפחתות בגין נדל"ן להשקעה בהקמה משקפות בעיקרן ירידה בשוויים של ארבעה פרויקטים של אפי פיתוח המסווגים בספריה כנדל"ן להשקעה בהקמה - פוצ'טובה, קוסינסקיה וכן טברסקיה פלאזה Ib ו- טברסקיה פלאזה II. פרויקטים אלה נמצאים בימים אלה בתהליכי הערכה על ידי מעריך השווי הבלתי תלוי. ההפחתות נובעות משינויים במדיניות התכנון העירוני ובמדיניות הפיתוח של עיריית מוסקבה; אפי פיתוח קבלה ידיעות/אישורים לגבי שינויים אלה ובצעה שינויי תכנון בפרויקטים הרלבנטיים במהלך החודשים יוני עד אוגוסט 2012. ...

ההפחתה לירידת ערך של מלאי מקרקעין משקפת את החלטתה של אפי פיתוח למחוק את השקעתה בפרויקט Botanic Garden. חברה בת של אפי פיתוח הינה משקיעה נוספת ("co-investor") בפרויקט זה ביחד עם חברה פרטית בבעלותה המלאה של עיריית מוסקבה, שהינה המשקיעה הראשית בפרויקט, הזכאית על פי הסכם השקעה עם העירייה לקבלת זכויות החכירה בו. ביום 2.8.2012 הוגשה לבית המשפט במוסקבה בקשה מטעמו של נושא צד שלישי להכרזה על המשקיעה הראשית כחדלת פירעון בהמשך לעיקול שהוטל על נכסיה לטובת אותו נושא. יצוין, כי אפי פיתוח פנתה לקבלת חוות דעת משפטית חיצונית בנושא זה. להערכת אפי פיתוח, על בסיס חוות דעת ראשונית של יועציה המשפטיים הפנימיים, הסיכוי להחזר השקעותיה של אפי פיתוח בקשר לפרויקט זה אינו סביר. בשים לב לנסיבות הענין, החליטה אפי פיתוח למחוק את השקעתה בפרויקט זה בדוחותיה הכספיים לרבעון השני של 2012. ...

בשים לב לאמור לעיל... מסתמן, כי החברה צפויה להציג בדוחותיה הכספיים לרבעון השני של 2012 הפסד המיוחס לבעלים של החברה בהיקף של כ-720 עד 800 מיליוני ש"ח ולששת החודשים שנסתיימו



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

ביום 30.6.2012 הפסד המיוחס לבעלים של החברה בהיקף של כ-710 עד 790 מיליוני ש"ח..."

9. מהדיווח המידי עולה כי אזהרת הרווח נולדה כתוצאה מהפחתות שווי של ארבעת הפרויקטים המתוארים בגוף הדיווח המסווגים בספרי החברה כנדל"ן להשקעה בהקמה וממחיקת השקעה בפרויקט בוטניק גרדן, המסווג בספרי החברה כמלאי מקרקעין (להלן ביחד: "חמשת הפרויקטים"):

א. פרויקטים טברסקיה פלאזה 2 ו-1b (להלן: "הפלאזות") - הפחתה של כ-57 מיליון דולר.

ב. בולשיה פוצ'טוביה (להלן: "פוצ'טוביה") - הפחתה של כ-72 מיליון דולר.

ג. פרויקט קווינסקיי (להלן: "קווינסקיי") - הפחתה של כ-44 מיליון דולר.

ד. פרויקט בוטניק גרדן (להלן: "בוטניק גרדן") - הפחתה מלאה של כ-65 מיליון דולר.

המבקש טוען כי בעקבות פרסום אזהרת הרווח ירד שער מניית החברה באופן משמעותי. נטען כי בתום שלושת ימי המסחר הרצופים לאחר פרסום אזהרת הרווח (13.8.2012-15.8.2012), נרשמה ירידה מצטברת של כ-36% בשער מניית החברה - ירידה כוללת של כ-3.5 ש"ח למניה.

10. יצוין כי לאחר פרסום אזהרת הרווח על ידי אפי פיתוח בוצעה בדיקה של ה-FSA (רשות ניירות ערך באנגליה) בעניין עיתוי הדיווח על ידי אפי פיתוח, וביום 12.10.2012 קיבלה אפי פיתוח הודעה רשמית לפיה הבדיקה הושלמה ואין בכוונת ה-FSA לנקוט בצעדים נוספים בנושא. כמו כן, לאחר פרסום אזהרת הרווח על ידי החברה בוצעה בדיקה בנושא על ידי רשות ניירות ערך בישראל אשר הסיקה כי אין צורך בנקיטת צעדים נוספים.

טענות הצדדים

תמצית טענות המבקש במסגרת הבקשה לאישור

11. המבקש למד מאזהרת הרווח לפיה "אפי פיתוח קבלה ידיעות/אישורים לגבי שינויים אלה ובוצעה שינויי תכנון בפרויקטים הרלבנטיים במהלך החודשים יוני עד אוגוסט 2012", כי בידי המשיבים היה (או למצער היה צריך להיות) מידע מהותי בדבר פגיעה בהכנסות ורווחי החברה, מידע החייב בדיווח מידי, זאת כבר בסמוך לתאריך 1.6.2012, אולם חרף זאת בחרו המשיבים, בניגוד לדין, להשתהות עם פרסומו עד ליום 13.8.2012.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

משום השיהוי בפרסום הדיווח במועד נגרם נזק למשקיעים במניות החברה, כאשר המבקש מבקש מבית המשפט להגדיר את הקבוצה בשמה מוגשת התובענה כ"כל מי שרכש מניות של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, בין התאריכים 1.6.2012 ועד וכולל 12.8.2012 (להלן: "התקופה הקובעת"), והחזיק את המניות שרכש (או חלקן) בתום יום המסחר בתאריך 12.8.2012, למעט המשיבים ו/או מי מטעמם ו/או גופים הקשורים עמם".

12. לטענת המבקש, כתוצאה מהפרת חובות הדיווח, הפרו החברה ויתר המשיבים את הוראות סעיפים 52 ו-36 לחוק ניירות ערך וכן את הוראת תקנה 36(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970 (להלן: "תקנות הדוחות" או "התקנות"), בכך שלא פרסמו במועד דיווח מיידי על אירוע החורג מעסקיה הרגילים של החברה ואשר יש בו כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר נייר הערך שלה. כך נטען כי החובות הקבועות בסעיף 36 לחוק ניירות ערך הוחלו גם על דירקטור, מנכ"ל ובעל שליטה בתאגיד מכוח הוראת סעיף 38ג(א)(1) לחוק ניירות ערך.

13. האירועים אשר התרחשו בחברה "חורגים מעסקיה הרגילים", וכפי שניתן היה להתרשם עת פרסומם, יש בהם כדי להשפיע על מחיר נייר הערך של החברה. העובדה כי החברה פרסמה בסופו של דבר דיווח מיידי אודות האירועים, כמו גם העובדה כי בסופו של יום השפיע הפרסום על שווי המניה באופן משמעותי, מעידות שמדובר באירוע החורג מעסקי התאגיד הרגילים ובמידע מהותי החייב בדיווח מיידי. נטען כי המשיבים חרגו מהוראות הדין שעה שלא פרסמו את הדיווח המיידי הכולל מידע מהותי במועד בו "נודע לתאגיד לראשונה על האירוע". כעולה מהדיווח של החברה עצמה, המידע המהותי הגיע לידיעת אפי פיתוח כבר בחודש יוני 2012 והיה לפרסמו במועד בו התגלה או מיד בסמוך לכך. כתוצאה מכך המבקש, אשר רכש את מניותיו ביום 2.7.2012, רכש אותן כאשר בידו מידע אשר לא שיקף את מצבה האמיתי של החברה, במחיר שהינו גבוה מהמחיר ה"אמיתי" של כל מניה.

14. המבקש טוען כי נוכח מעמדו של לבייב, אשר כיהן בתקופה הקובעת כיו"ר דירקטוריון הן בחברה והן באפי פיתוח והינו גם בעל השליטה בחברה, ברי כי המידע המהותי נשוא אזהרת הרווח היה ידוע לו, לכל המאוחר, בתאריך 1.6.2012 או קודם לכן.

כמו כן, נוכח מעמדם של המשיבים 9-3 כדירקטורים בחברה בתקופה הקובעת ומעמדם של המשיבים 11-10 כמנכ"לים של החברה בחלק מהתקופה הקובעת, ברי כי "ידיעת התאגיד" באשר למידע המהותי מיוחסת גם למשיבים אלו. נכונים הדברים בעיקר, לטענת המבקש, ביחס למשיב 3 המכהן כסגן יו"ר דירקטוריון בחברה ובתפקידים אחרים כדירקטור בחברות רבות המשתייכות לקבוצת אפריקה ישראל וביחס למשיב 11 אשר שימש גם כדירקטור בחברת אפי פיתוח (עד להתפטרותו ביום 22.7.2012) וברי כי המידע המהותי היה ידוע לו למצער כבר



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

בתאריך 1.6.2012 עת הגיע המידע לידיעת אפי פיתוח. למצער, נוכח מעמדם ותפקידם של משיבים 11-2 היה עליהם לדרוש ולקבל את המידע המהותי מיד עם הגעתו לידי אפי פיתוח ולפרסם אותו מיד בסמוך להגעתו לידי אפי פיתוח.

15. המבקש מוסיף כי מתקיימים הקריטריונים לאישור התובענה כייצוגית הקבועים בסעיף 8(א) לחוק תובענות ייצוגיות.

תמצית תגובת המשיבים לבקשה לאישור

16. המשיבים טוענים כי האירועים מושא הדיווח המיידית אירעו באפי פיתוח והמידע מושא הדיווח המיידית התקבל אצל אפי פיתוח ולא אצל החברה, המידע המהותי הטעון דיווח מיידית הגיע לחברה בחודש אוגוסט 2012, בסמוך לפני מועד פרסומו. כן מציינים הם כי המידע המהותי ומשמעותו הכספית התגבשו אף באפי פיתוח רק במהלך חודש אוגוסט 2012 בסמוך למועד הדיווח המיידית, וכי רק עם התגבשות המידע ומשמעותו הועבר המידע לחברה האם ודווח על ידה עם קבלתו.

מדובר לטענתם באירועים שונים אשר התרחשו, רובם ככולם, במהלך חודש אוגוסט 2012, ואשר אפי פיתוח נדרשה לבחון את משמעותם הכלכלית. לא רק שלא היה שיהוי בדיווח אלא שהוא אף דווח על דרך הזהירות עוד בטרם התגבש אצל אפי פיתוח באופן סופי. פרט המידע היחיד שהתקבל בחודש יוני 2012 אצל אפי פיתוח התייחס לפרויקט אחד בלבד מבין החמישה (פוציטוביה) והוא עסק במידע שלו לבדו לא היתה כל נפקות כלכלית.

17. המשיבים מציינים כי ביום 30.7.2012, לקראת ביקור של נציגי החברה במשרדי אפי פיתוח שתוכנן ליום 1.8.2012, עודכנו נציגי החברה כי אפי פיתוח בוחנת אפשרות כי עיריית מוסקבה לא תאשר את מלוא הזכויות להן היא מצפה בשלושה מן הפרויקטים (הפלאזות ופרויקט פוציטוביה), זאת על יסוד הנחות והשערות בלבד, וכי יתכן שייערכו שינויים תכנוניים אשר ישפיעו על שוויים, כל זאת במקביל למאמציה של אפי פיתוח לקבל עמדה רשמית מהרשויות בקשר לפרויקטים אלו.

במהלך חודש אוגוסט 2012 התקבלה אצל אפי פיתוח עמדת רשויות התכנון של עיריית מוסקבה בקשר לשלושת הפרויקטים, וכן התקבל מידע משפטי לגבי פרויקט בוטניק גרדן וכן התגבש מידע תכנוני לגבי פרויקט קווינסקייה. כל המידע שהתקבל נשקל והוערך על ידי אנשי מקצוע ועל ידי מעריכי השווי Jones Lang LaSalle (להלן: "JLL" או "מעריכי השווי"), אשר ערכו הערכות שווי בקשר לפרויקטים אלו כחלק מביצוע הערכות השווי השוטפות.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

רק ביום 7.8.2012 נערכה שיחת ועידה בין נציגי אפריקה, נציגי JLL, נציגי חברת שמאות נוספת ונציגי משרד רו"ח KPMG שהינם רו"ח המבקרים של אפי פיתוח (להלן: "שיחת הועידה"), במהלכה קיבלו נציגי החברה עדכון ביחס למצבם של הפרויקטים האמורים, כאשר המידע בנוגע לפרויקט בוטניק גרדן התקבל רק ביום 10.8.2012. לאחר שבחנה החברה את המידע שקיבלה מאפי פיתוח ביום 7.8.2012, ובמקביל לבדיקות שביצעה אף אפי פיתוח, פורסם הדיווח המידי ביום 13.8.2012, ומכאן כי אין ביסוס לטענה כי כל המידע המהותי היה מצוי אצל החברה כבר מיום 1.6.2012. גם אצל אפי פיתוח לא מצוי מידע מהותי באותה עת.

18. המשיבים מציינים כי די במועד בו התקבל המידע אצל החברה עצמה כדי לדחות את הבקשה לאישור, אולם למעלה מן הצורך סוקרים הם בתגובתם את האופן והמועד בו התגבש המידע אצל אפי פיתוח ביחס לכל פרויקט:

הפלאזות

19. במהלך השנים 2011 ו-2012 ניהלה אפי פיתוח דיונים עם רשויות עיריית מוסקבה משום החלטתה של האחרונה להקטין את היקפי הבנייה במרכז העיר, מהלך שחל על מספר פרויקטים של אפי פיתוח באזור טברסקיה זסטבה, דיווחים בעניין הבנות שונות אליהן הגיעה אפי פיתוח עם העירייה פורסמו על ידי החברה בדיווח מידי. דיונה של אפי פיתוח מול העירייה המשיכו בנוגע למספר פרויקטים, בין היתר בנוגע לפלאזות, ובמקביל שלחה אפי פיתוח מכתב לסגן ראש העירייה בו ביקשה הבהרות ביחס לאפשרויות הפיתוח ביחס לפרויקטים אלו, והמשיכה וניסתה לקבל מעיריית מוסקבה אינדיקציה ברורה בקשר להיקף זכויותיה בפרויקטים. רק בתחילת חודש אוגוסט 2012 הובהר לאפי פיתוח, בעל פה, כי בנוגע לפלאזות התקבלה החלטה סופית לפיה אין מוענקות לה זכויות נוספות לפתח פרויקטים אלו אלא רק אפשרות לשפץ את הנכסים הקיימים שבבעלותה. החלטה זו הובילה לשינוי סיווג הפרויקטים מנדל"ן להשקעה בהקמה לסיווג של נדל"ן להשקעה.

20. במסגרת שיחת הועידה נמסר כי ככל הנראה לא תקבל אפי פיתוח את הזכויות הנוספות כאמור, ועמדת מעריכי השווי היתה כי החלטה זו מביאה להפחתה של כ-11 מיליון דולר בגין פרויקט פלאזה 1b והפחתה של כ-46 מיליון דולר בגין פרויקט פלאזה 2. נוכח זהירותה היתרה של אפי פיתוח היא דיווחה אודות הפחתה זו כבר ביום 13.8.2015, זאת על אף שהודעה הרשמית בכתב מעיריית מוסקבה התקבלה רק ביום 15.8.2012 וחוות הדעת הסופית של השמאים נחתמה רק ביום 21.8.2012.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

החברה עצמה לא עמדה בקשר עם עיריית מוסקבה או עם JLL וקיבלה את המידע רק במסגרת שיחת הוועדה. החברה לא ידעה, ולא יכלה לדעת, את המידע אודות פרויקטים אלה קודם לקבלתו מידי אפי פיתוח, סמוך לפרסום הדיווח המיידני.

פרויקט פוצ'טוביה

21. כחלק מפעילות עיריית מוסקבה ליישום שינויים רוחביים בתכנון העירוני ובמדיניות הפיתוח במוסקבה, פעלה העירייה בשנת 2012 להפחתת צפיפות הבנייה וצמצום שינוי ייעוד של קרקעות לייעודים מסחריים בתחומי מוסקבה. במהלך חודש יוני 2012, החלו רשויות התכנון של מוסקבה (להלן: "ועדת הארכיטקטורה") בסדרת דיונים פנימיים ביחס למדיניות התכנון באזור בו מצוי פרויקט זה, ולאפי פיתוח נודע על דבר קיומם, כאשר ההתייחסות לחודש יוני 2012 במסגרת אזהרת רווח נבעה מעובדה זו. המשיבים מדגישים כי העובדה שוועדת הארכיטקטורה דנה באזור בו מצוי הפרויקט אינה מצריכה דיווח מיידני כלשהו, אין מדובר במידע בעל השלכה על הפרויקט או נפקות כלכלית.

22. ביום 2.8.2012 הגיע לאפי פיתוח פרוטוקול ועדת הארכיטקטורה בו צוינו הפרמטרים המעודכנים של צפיפות הבניה לפרויקט וכן החלטת הוועדה להמליץ לאפי פיתוח להפחית את שטח המבנה של הפרויקט לסך כולל של כ-170,350 מ"ר (בהשוואה לסך כולל של כ-424,180 מ"ר אשר תוכננו קודם לכן). JLL ביצעה הערכת שווי מחודשת לפרויקט אשר ביטאה הפחת של כ-72 מיליון דולר לעומת הערכת השווי שנערכה לנכס בסוף שנת 2011.

רק במסגרת שיחת הוועדה עדכנה אפי פיתוח את החברה בנוגע להחלטת ועדת הארכיטקטורה ולהפחתת השווי.

פרויקט קוזינסקייה

23. הפחתת השווי בפרויקט זה נובעת בבסיסה מזיהוי שינוי מגמה בשוק הנדל"ן במוסקבה. ביום 1.7.2012 נכנסה לתוקף יוזמה ממשלתית להרחבת גבולות העיר מוסקבה לכיוון דרום מערב ("מוסקבה החדשה"). עקב הרחבת גבולות העיר ושינוי מיקוד עיקר פעילות הפיתוח בעיר לכיוון מוסקבה החדשה, זיהתה אפי פיתוח צורך בעדכון תכנית הפיתוח של פרויקט קוזינסקייה הממוקם בצד השני של העיר. אפי פיתוח עדכנה את הקונספט התכנוני של הפרויקט ושדרגה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

את מפרט הנכס המיועד להיבנות, עדכון אשר הוביל לקיטון בשטחיו המניבים לצד גידול בעלויות ההקמה וגרם לירידה בשווי ההוגן.

24. ההחלטה על הרחבת גבולות מוסקבה נכנסה לתוקף רק ביום 1.7.2012 ועל רקע החלטה זו היה על אפי פיתוח לבצע שינוי תכנוני, אשר נדרש זמן לבצעו, כאשר רק במהלך חודש אוגוסט 2012 התבהרו ההשלכות על שוויו. לגישת המשיבים עצם ההודעה בדבר הרחבת גבולות העיר איננה מהותית. לאור התכנון העדכני ותקציב הבנייה החדש, עמדה הערכת השווי המחודשת של JLL לפרויקט זה על 102,300,000 דולר, המבטאת הפחתה של כ- 44 מיליון דולר לעומת הערכת השווי הקודמת.

המשיבים מדגישים כי התהליך כולו התנהל אצל אפי פיתוח ולא אצל החברה. מיד עם התגבשות המידע הסופי לפיו צפויה להירשם ירידת ערך עודכנו נציגי החברה במסגרת שיחת הוועידה.

פרויקט בוטניק גרדן

25. חברת בת של אפי פיתוח הינה משקיעה נוספת (co-investor) בבוטניק גרדן יחד עם חברה פרטית בבעלותה המלאה של עיריית מוסקבה, שהינה המשקיעה הראשית בפרויקט, והזכאית על פי הסכם ההשקעה עם העירייה לזכויות בו. ביום 2.8.2012 הוגשה לבית המשפט במוסקבה, על ידי נושה צד ג', בקשה להכריז על המשקיעה הראשית כחדלת פירעון. מידע על הבקשה הגיע לידיעת אפי פיתוח רק ביום 5.8.2012. המחלקה המשפטית של אפי פיתוח בחנה את משמעות הגשת הבקשה, וביום 10.8.2012 הוצגה להנהלה תוצאות הבדיקה שהביאה את הנהלת אפי פיתוח למסקנה כי בהסתברות גבוהה, ההשקעה בפרויקט אינה בת השבה ויש לבצע בגינה הפרשה מלאה בדוחות הכספיים. אפי פיתוח נאלצה לבצע הפחתה מלאה של פרויקט זה בסכום כולל של 65 מיליון דולר. נטען כי אפי פיתוח מסרה את המידע לחברה רק עם קבלת חוות הדעת המשפטית.

26. לסיכום סוגיה זו, טוענים המשיבים כי לא הופרה תקנה 36 לתקנות הדוחות. אין מדובר במקרה בו התקבל מידע קונקרטי על ירידת שווי בנכסים אלא הצטברות מידע מגוון שהתקבל ביחס לכל אחד מהפרויקטים (אשר התקבל ברובו בחודש אוגוסט 2012), מידע שהיה ללא משמעות כספית ברורה ולכן היה מקום לבצע ניתוח תכנוני, כלכלי או משפטי בגינו. בנוסף, המידע הגיע לאפי פיתוח ורק אחר כך הועבר לחברה, לאחר שהתגבשו מהותו והשלכותיו, והחברה פרסמה את הדיווח המיידני מיד משהגיע אליה המידע הרלוונטי המגובש מאפי פיתוח. אין מדובר במידע שהגיע לחברה והיא השתתתה בפרסומו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

לגישת המשיבים, רק השילוב בין המידע התכנוני למשמעותו הכספית - הוא המידע המהותי עבור ציבור המשקיעים. המידע התכנוני או המשפטי שהתקבל אצל אפי פיתוח לא היה מידע נקודתי בעל השלכות ברורות לציבור המשקיעים וחייב הוא ביצוע הערכות מתאימות על ידי מערכי שווי, לכן יש לראות במידע זה לכל היותר משום "מידע רך" שהפקתו לכדי אותו מידע הדרוש למשקיע חייב ניתוח והערכה מצד אפי פיתוח.

27. המשיבים טוענים כי בניגוד לטענת המבקש, סעיף 38ג(1) לחוק ניירות ערך אינו מחיל את האחריות מכוח סעיף 36 לחוק, אלא מתייחס לסעיפים 31-34 בלבד.

28. עוד נטען כי לא ניתן ליצור זהות בין החברה לבין אפי פיתוח ולייחס לחברה ולמנהליה ידיעה על אירועים המתרחשים באפי פיתוח. לאפי פיתוח הנהלה ודירקטוריון משלה ולא ניתן להניח שמידע המתקבל בהנהלת אפי פיתוח מצוי, מיד באותו מועד, בידיעת החברה או הדירקטורים שלה. במסגרת הממשל התאגידי מופרדת חברת האם מחברת הבת, מתנהלת ומקבלת החלטות באופן עצמאי ומעבירה לחברה את המידע בו היא מחויבת על פי דין. החברה אינה מעורבת בנייהול עסקיה השוטפים של אפי פיתוח.

תקנה 30(ב)(3) לתקנות הדוחות, המתייחסת לידיעת התאגיד, קובעת חזקה לפיה מייחסים ידיעה לתאגיד מקום בו המידע ידוע ליו"ר הדירקטוריון, המנכ"ל, מנהל כספים ראשי, סמנכ"ל כספים או מזכיר התאגיד. המידע המפורט בדיווח המיידית לא היה בידי אחד מנושאי משרה אלו בחברה קודם לפרסומו והמבקש לא מביא ראיות לכך. לפיכך, חזקת ידיעת התאגיד אינה מתקיימת.

לעניין העובדה שמר לבייב הינו יו"ר דירקטוריון החברה וכן יו"ר דירקטוריון אפי פיתוח טוענים המשיבים: (א) ראשית, הנהלת אפי פיתוח הביאה את המידע המהותי לידיעת הדירקטורים שלה לאחר שהתגבשו המסקנות הכספיות (10.8.2012), מר לבייב עודכן על המידע המהותי על ידי מרק גרויסמן, דירקטור אקזקוטיו של אפי פיתוח, בסמוך להתגבשות המידע, ואין מקום להנחה כאילו כל מידע המצוי בידי הנהלת אפי פיתוח או עובדיה ידוע גם לחברי הדירקטוריון שלה או ליו"ר הדירקטוריון; (ב) שנית, לא ניתן לייחס את ידיעת החברה לידיעת הדירקטורים שלה, אלא אם יש הוכחה כי אותם דירקטורים קיבלו דיווח באשר לאותו מידע.

לגבי המשיבים 4-9 טוענים המשיבים כי מדובר במי שמכהנים כדירקטורים בחברה בלבד ואינם נושאי משרה באפי פיתוח. לא ניתן לייחס את "ידיעת התאגיד" לדירקטורים, כדי שהדירקטורים יקבלו את המידע שבידי החברה עליה לדווח להם על כך. כמו כן אין מקום לטענה כי נוכח מעמדם ותפקידים היה עליהם לדרוש ולקבל מידע מהותי מיד עם הגעתו לאפי פיתוח - לא היתה כל סיבה שחייבה או עוררה את הצורך בפניה מצד הדירקטורים של החברה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

אל הנהלת אפי פיתוח בבקשה לקבל מידע אודות אירועים שכלל לא היו בידיעתם ולא אמורים היו להיות בידיעתם.

לגבי המשיב 3 נטען כי אין קשר בין תפקידו כסגן יו"ר הדירקטוריון בחברה או בין תפקידו האחרים בקבוצת אפריקה ישראל כדי להקים כנגדו חזקת ידיעה בדבר עסקיה השוטפים של אפי פיתוח, אשר הוא איננו דירקטור בה. לגבי המשיבים 10-11 טוענים המשיבים כי יש לדחות הטענות נגדם מהטעם העובדתי כי החברה לא ידעה על המידע המהותי טרם פרסומו. המשיב 10, מר נובוגרוצקי, מונה לתפקידו כדירקטור באפי פיתוח רק ביום 21.8.2012 (לאחר האירועים מושא התביעה) ונכנס לתפקידו כמנכ"ל החברה ביום 22.7.2012. מר איזי כהן התפטר מתפקידו בחברה ביום 8.7.2012 והתפטרותו נכנסה לתוקף ביום 22.7.2012, דהיינו טרם קרות האירועים מושא הדיווח המידי אשר התגבשו בחודש אוגוסט. גם העובדה כי כיהן כדירקטור באפי פיתוח עד למועד זה אינה מבססת נגדו כל אחריות שכן ידיעת המחלקות השונות בחברה אינה מקימה חזקה לידיעת דירקטוריון החברה.

29. עוד הוסיפו המשיבים כי המבקש אינו עומד בתנאים להגשת תובענה כייצוגית בהתאם להוראות חוק תובענות ייצוגיות, הוא לא הוכיח כי יש בידו עילת תביעה טובה כנגד המשיבים וכי לתובענה סיכויים טובים להצליח. המבקש אינו מרים את הנטל המוטל עליו ואינו מניח תשתית ראייתית כלשהי המעידה כי המשיבים ידעו, או כי היה עליהם לדעת, על המידע המהותי מושא הדיווח המידי טרם פורסם לציבור.

כן טוענים המשיבים כנגד הגדרת הקבוצה בשמה מוגשת הבקשה לאישור, אשר לדידם היא רחבה מדי. בנוסף טוענים הם כי יש לדחות את אופן חישוב הנזק לו טוען המבקש, שכן המבקש אינו לוקח בחשבון גורמי סיכון אחרים אשר אינם תלויים בפרסום הדיווח המידי ויכולים להשפיע על שווי המניה.

תמצית תשובת המבקש לתגובת המשיבים

30. המבקש טוען כי בשלב הבקשה לאישור תביעה כייצוגית נדרש להוכיח עילת תביעה לכאורה בלבד, תוך שהוא מפנה לפסיקה בנושא.

31. לגישת המבקש מבחן המהותיות התקיים בענייננו כבר בעת קבלת מידע תכנוני וביצוע שינויים בעקבות קבלת המידע האמור. קבלת המידע התכנוני וביצוע שינויים בעקבות קבלתו הנו בגדר מידע החורג מ"עסקי התאגיד הרגילים", ומדובר במידע העולה כדי אירוע או עניין העשויים להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של החברה. אין לקבל את טענת המשיבים כי רק שילוב בין המידע התכנוני שנודע להם לבין משמעותו הכספית הוא מידע המהותי עבור



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

ציבור המשקיעים, שכן הדין מחייב לדווח לציבור אודות החלטות ו/או התראות שנתקבלו מרשויות העשויות להשפיע על התאגיד באופן מהותי, גם טרם בירור השלכותיהן הכספיות. די בכך שהמידע שהתקבל מהרשויות הרלוונטיות עשוי להשפיע על התאגיד באופן מהותי כדי לחייב את דיווחו לציבור.

32. עוד טוען המבקש כי עיון בהיסטורית הדיווחים של החברה מלמד כי בהזדמנויות שונות החברה מצאה לנכון לדווח אודות מידע בלתי ודאי שטרם ניתן לאמוד את השלכתו במועד הדיווח. המבקש מפנה לחברות נוספות בשוק אשר דיווחו אודות אירועים בלתי ודאיים וטוען כי לפי הפרקטיקה הנוהגת בחברה ובחברות ציבוריות אחרות, על החברה היה לדווח לציבור אודות המידע התכנוני המהותי זמן רב עובר לפרסום אזהרת הרווח.

33. פרויקט פוצ'טוביה: המידע שנודע לאפי פיתוח בחודש יוני 2012 היה יותר ספציפי ונקודתי מהמידע שכבר היה ידוע לה קודם לכן, היותו ספציפי מעלה את מידת מהותיותו של המידע. כמו כן, לאחר שהגיע אליה המידע האמור בחודש יוני יזמה אפי פיתוח פניות לגורמים בקרב רשויות התכנון כדי להביא עמדתה בפני הרשויות - דבר המעיד על כך שהמידע התפרש אצלה כמהותי וכי הבינה כבר אז כי לשינוי מדיניות התכנון עתידה להיות השפעה מהותית ושליטת על הפרויקט. בנוסף, החברה טרחה לציין בזמן אמת, במסגרת הדיווח המיידית, כי אפי פיתוח קיבלה ידיעות כבר במהלך חודש יוני, וחזקה כי לא היתה מציינת זאת לו לא היה למידע שהתקבל בחודש יוני כל נפקות.

עוד נטען כי ברבעון השני לשנת 2012 (30.6.2012) רשמה אפי פיתוח ירידה בשווי הוגן בסך 282 מיליון ש"ח בגין פרויקט זה וכי הסיבה העיקרית לירידה בשווי היא ההפחתה המשמעותית בזכויות הבניה לפרויקט. הפחתה זו סותרת, לטענת המבקש, את טענת המשיבים כי המידע התכנוני מחודש יוני 2012 לבדו משולל היה כל ערך או משמעות כלכלית ולכן לא הצריך דיווח כל שהוא. מכאן כי היה על המשיבים לפרסם דוח מיידית אודות השינויים התכנוניים בקשר לפרויקט זה כבר בחודש יוני 2012.

34. פרויקט קוזינסקיה: לגישת המבקש היה נדרש לדווח אודות החלטת עיריית מוסקבה בדבר הרחבת גבולות העיר והשינויים התכנוניים בפרויקט זה עקב כך כבר ביום 1.7.2012 (עם קבלת ההחלטה הפורמאלית) או בסמוך לכך, אף אם בנקודת זמן זו טרם התבררו השלכות המדויקות. מדובר היה בתהליך שהחל כבר באביב 2012 וששיאו היה ההחלטה שהתקבלה בחודש יולי. ההחלטה בדבר הרחבת גבולות מוסקבה הינה עניין מהותי שכן כבר על אתר הובן כי היא משנה באופן דרמטי את הפרויקט ואת שווי, ואף פנו לבחינת האפשרויות לשינוי תכנוני.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

35. הפלאזות: לעניין פרויקטים אלו תוהה המבקש כיצד מעריכי השווי נתנו הערכת שווי בדבר הפחתה דרמטית בסך של 57 מיליון דולר על אתר, וכי לא ברור האם הערכה זו ניתנה במהלך שיחת הוועידה או לאחריה, ואילו פרטים עמדו לנגד עיניהם. עוד טוען המבקש כי פנייתה של אפי פיתוח לעיריית מוסקבה בחודש מרץ 2012 מלמדת כי היתה למשיבים סיבה טובה לחשוב שעתידה להתקבל החלטה של העירייה בדבר נגיסה בזכויות הפיתוח בפרויקטים.

36. בוטניק גרדן: המשיבים לא ציינו מתי הגיע המידע בנוגע לחדלות הפירעון של המשקיעה הראשית לידי המחלקה המשפטית של אפי פיתוח. לטענת המבקש בעת קבלת המידע היה על החברה לפרסם דיווח מידי אודותיו. עוד טוען הוא כי אם רק ביום 2.8.2012 התגבשה העילה לביצוע ההפחתה בגין פרויקט זה, לא ברור כיצד בוצעה הפחתה במסגרת הדוח לרבעון השני שהסתיים בתאריך 30.6.2012.

37. לעניין הבדיקות שנערכו על ידי הרשויות לניירות ערך בישראל ובאנגליה טוען המבקש כי בדיקת ה-FSA נסובה סביב מועד קבלת החיוויים ממעריכי השווי ולא בקשר לאירועים שקדמו לכך. עוד נטען כי מהודעת ה-FSA ניתן ללמוד כי בדיקתה הסתיימה בקשר לסוגית שימוש במידע פנים ואיננה מתייחסת לסיום בדיקה בעניין מועד הדיווח לציבור. בנוגע לבדיקת רשות ניירות ערך בישראל, זו כלל לא הוציאה מכתב בדבר סיום הבדיקה. לפיכך, אין בבדיקת הרשויות האמורות כדי לסייע בידי המשיבים וכדי להביא לדחיית הבקשה לאישור.

38. לעניין היחס בין החברה לבין אפי פיתוח, המבקש מבהיר כי הוא איננו מבקש ליצור זהות וחפיפה בין החברות וכי טענתו היא כי המידע הספציפי והמהותי אודות השינויים התכנוניים נשוא הפרויקטים, או חלקו, היה ידוע לחברה זמן רב עובר לפרסומו, שכן חלק מהדירקטורים משותפים לשתי החברות ויו"ר הדירקטוריון הנו גם הדמות הדומיננטית בשתיהן.

תקנה 30(ב)3 לתקנות הדוחות קובעת חזקה כי יש לייחס ידיעה לתאגיד מקום בו המידע היה ידוע ליו"ר הדירקטוריון. לבייב הוא יו"ר הדירקטוריון בשתי החברות וכיו"ר דירקטוריון אפי פיתוח הוא בוודאי מודע לעובדות. טענת המשיבים לפיה מר לבייב עודכן אודות המידע המהותי על ידי מר גרויסמן סמוך למועד הדיווח בלבד, היא תמוהה שכן לבייב הוא הרוח החיה בחברה ותרומתו ומומחיותו הרבה בתחום הנדל"ן במזרח אירופה אינן מתיישבות עם הטענה לפיה אפי פיתוח לא עדכנה אותו קודם לכן לגבי המתרחש.

39. לפי סעיפים 52 ו-38 לחוק הנטל להצביע על היעדר אחריות מוטל על כתפי המשיבים. המבקש סבור כי את השאלה בדבר אחריותו האינדיבידואלית של כל משיב לנוקים שנגרמו יש להותיר לשלב הדיון בתובענה הייצוגית, בשלב זה של הדיון דרישה זו אינה ישימה נוכח פערי המידע המאפיינים אותו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

חוות דעת מומחים

40. הצדדים הגישו במסגרת ההליך מספר חוות דעת: המבקש צירף לתשובתו לתגובת המשיבים חוות דעת משפטית שנערכה על ידי פרופ' עמיר ליכט (להלן: "חוות דעת ליכט"). ביום 30.1.2014 הוגשו שתי חוות דעת מטעם המשיבים - חוות דעת משפטית שנערכה על ידי פרופ' אסף חמדני (להלן: "חוות דעת חמדני") וחוות דעת כלכלית שנערכה על ידי פרופ' אמיר ברנע (להלן: "חוות דעת ברנע").

תמצית חוות דעת ליכט - חוות דעת משפטית מטעם המבקש

41. במסגרת חוות דעתו מציין פרופ' ליכט כי דיני ניירות הערך בישראל מבוססים על עיקרון הגילוי המלא (ולחבדיל מגילוי "נאות"), ומפרט בדבר התכליות העומדות בבסיסו. פרופ' ליכט מציין כי הלכת ברנוביץ מייבאת, במוצהר, את מבחן המהותיות האמריקאי "על קרבו וכרעיו" ולפיכך יש לבחון בתשומת לב מיוחדת כיצד מתפרש עיקרון המהותיות בפסיקה האמריקאית.

42. פרופ' ליכט מציין כי במסגרת הבירור עתיר העובדות שבית המשפט צריך לקיים לגבי מהותיות המידע השנוי במחלוקת לאור הקשרו, הוא רשאי לפנות לנסיבות שונות, וביניהן להתנהגותה של החברה עצמה. תבנית ההתנהלות של החברה לגבי קיום חובת הגילוי החלה עליה יוצרת הקשר, שלאורו ניתן לבחון את התנהגותה במקרה מושא הסכסוך. סוג נוסף של נסיבות הוא הפרקטיקה הנוהגת בשוק.

43. כן נסקרים בחוות דעת ליכט הנוהג והמדיניות המשפטית בנושא של מהותיות מידע שאינו מלא, מדויק, ברור או מגובש, אותו מכנה פרופ' ליכט "מידע עמום". לגישתו, על חברה ציבורית מוטלת חובה לבחון כל מידע המגיע אליה, אף אם הוא עמום, נזיל או איכותני בלבד, לפי עקרון המהותיות, ואם הוא מהותי - לדווח עליו. פרופ' ליכט דוחה את עמדת המשיבים לפיה המידע התכנוני הינו לכל היותר "מידע רך".

44. פרופ' ליכט בוחר בכל זאת להתייחס להיבטים הנוגעים לחובת גילוי בקשר למידע רך זאת נוכח טענת המשיבים ואי הבהירות השוררת בסוגיה במשפט הישראלי, הוא מציין כי בעניין דרין (כהגדרתו להלן) הובעה עמדה כללית בזכות גישת ההסברות/ סדר גודל כאשר מנגד במספר פסקי דין הביעו העדפה לגישה המיושנת החותרת לזהות "אבן דרך" כתנאי לקביעת מהותיות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

של מידע על אירוע עתידי. לדידו, כעניין דוקטרינרי, העמדה האחרונה אינה מתיישבת עם הלכת ברנוביץ ואין להחילה.

45. לבסוף מתייחסת חוות הדעת למידע שהתקבל ביחס לכל אחד מחמשת הפרויקטים ולבחירת מהותיות המידע.

תמצית חוות דעת חמדני - חוות דעת משפטית מטעם המשיבים

46. פרופ' חמדני חולק על קביעת פרופ' ליכט לפיה בית המשפט העליון ייבא את מבחן המהותיות האמריקאי "על קרבו וכרעיו". הדין האמריקאי מהווה מקור השראה חשוב עבור בתי המשפט בישראל אך קביעות בית המשפט בארצות הברית אינן קובעות הלכה מחייבת בישראל. זאת, בין היתר, עקב הבדלים בין המדינות בסביבה העסקית והמשפטית ומכיוון שהדין האמריקאי אינו עושה שימוש במבחן המהותיות כמקום חובת דיווח עצמאית אלא לצורך איסור הטעיה.

47. פרופ' חמדני מציין כי הוא מסתייג מן השימוש במונח "מידע רך", השימוש במונח זה לאפיון המידע בענייננו הינו חלקי ולא מדויק, אולם אין בו כדי לגרוע מהמסקנה שמדובר במידע לא מהותי. המעבר של חברות מסוגה של החברה לדיווח רווחים על בסיס שיטת השווי ההוגן טשטשו את ההבחנה הקלאסית בין מידע רך או מידע צופה פני עתיד לבין מידע "קשה" החייב בגילוי. התפתחויות אלו מחזקות את המסקנה כי האירועים במקרה דנן לא היו חייבים בדיווח במועד הנטען.

48. בהתאם לתקנה 30 לתקנות הדוחות, תנאי מפורש לקיומה של חובת דיווח מיידי לפי תקנה 36 לתקנות הוא ידיעה בפועל של נושאי משרה של החברה אודות האירועים הטעונים דיווח כביכול, לא נקבע סטנדרט של רשלנות. האירועים בענייננו נוגעים לפעילותה העסקית של אפי פיתוח בעוד כתבי הטענות של התובע אינם מצביעים על תשתית עובדתית קונקרטית שיש בה כדי לבסס קיומה של ידיעה בפועל של נושאי משרה של החברה אודות אירועים אלה. לכן, המועד הקובע לצורך גיבוש חובת הדיווח של החברה הוא המועד בו נמסר המידע הרלוונטי מאפי פיתוח לחברה, דהיינו, לא מוקדם מיום 7.8.2012. לפיכך, לגישתו של פרופ' חמדני, די בניתוח חלק זה של חוות הדעת כדי לקבוע שהחברה ויתר הנתבעים לא הפרו את חובות הדיווח המוטלות עליהם.

49. פרופ' חמדני מציין כי בית המשפט העליון בעניין ברנוביץ יוצק תוכן לעיקרון המהותיות באמצעות מבחני המשקיע הסביר ומכלול האינפורמציה. מבחן מכלול האינפורמציה הוא תלוי נסיבות. שני המבחנים אינם עולים בקנה אחד עם קביעת נוסחאות נוקשות ליישום מבחן המהותיות.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

50. הנחיית הגילוי הייעודית לחברות הפועלות בתחום הנדל"ן להשקעה, אשר פורסמה על ידי רשות ניירות ערך בשנת 2011, חלה ביחס לארבעה מחמשת הפרויקטים ביחס אליהם פורסמה אזהרת הרווח. הנחיה זו נועדה להסדיר את אופן הגילוי בדוחות התקופתיים אולם לשיטתו סטנדרט הגילוי שנקבע בה משפיע במישרין הן על היקף החובה לפרסם דיווח מיידי ביחס לנכסי נדל"ן להשקעה והן על הניתוח המשפטי של האירועים נשוא ההליך דנן. פרופ' חמדני מוסיף כי האירועים העומדים ביסוד אזהרת הרווח התייחסו לנכסים לא מהותיים, אשר ביחס לרובם המכריע לא פרסמה החברה מידע פרטני בדוחותיה התקופתיים הרלוונטיים.

אף השינוי שחל בתקינה החשבונאית בישראל (IFRS) משפיע על יישום עיקרון המהותיות ביחס לנדל"ן להשקעה, הדיווח של אפי פיתוח באשר לרווחיה מבוסס על שינויים בשווי ההוגן של נכסי הנדל"ן להשקעה, כללי ה-IFRS מחייבים תאגידים מסוגה של אפי פיתוח לעבודה שוטפת עם מעריכי שווי ויוצרים זיקה בין המהותיות של התפתחויות הנוגעות לתכנון פרויקטים בהקמה לבין השפעתן הצפויה של התפתחויות אלה על שווי הנכסים.

51. לשימוש בשיטת השווי ההוגן בשילוב הנחיית נדל"ן להשקעה יש השפעה על יישום מבחן המהותיות במקרה דנן. ראשית, יש לבחון את המהותיות דרך ההשפעה על השווי ההוגן. שנית, שיטת השווי ההוגן מטשטשת את ההבחנה בין מידע "קשה" לבין מידע צופה פני עתיד ומפחיתה מחשיבותה, שכן רווחיות התאגיד נקבעת על בסיס הערכות שווי, אשר יכולות להתבסס גם על תחזיות לגבי הכנסה צפויה מהנכס, עלות עתידי ועוד.

פרופ' חמדני מוסיף כי הדיווח בשיטת השווי ההוגן מביא ליצירת זיקה הדוקה בין מעריכי השווי החיצוניים לבין תהליכי הדיווח של התאגיד, לפיכך, בניגוד לדעתו של פרופ' ליכט, לא ניתן להסיק מעצם הפניה למעריכי השווי אודות המהותיות של המידע, מעורבותם היא הכרחית לצורך הכנת הדוחות הכספיים ואין בה שום דבר חריג. הוא סבור כי פרשנותה הראויה של תקנה 36 בנסיבות אלה מחייבת התאמה להנחיית נדל"ן להשקעה ולשיטת הדיווח לפי שווי ההוגן.

52. פרופ' חמדני מצביע על מספר אמות מידה שיש בהן כדי לסייע ביישום המבחן הגמיש של המהותיות בנסיבותיו: (א) היקף המידע שפורסם בעבר אודות הפרויקטים הספציפיים העומדים ביסוד אזהרת הרווח; (ב) מהות המידע שפורסם בעבר; (ג) מהותיות הנכס; (ד) הנחיית נדל"ן להשקעה; (ה) האם המידע מגובש. לאור אמות מידה אלו בוחן פרופ' חמדני את מהותיות האירועים שהתרחשו ביחס לחמשת הפרויקטים.

53. לבסוף מתייחס פרופ' חמדני למידע שהתקבל ביחס לכל אחד מחמשת הפרויקטים ובוחן את מהותיותו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

תמצית חוות דעת ברנע - חוות דעת כלכלית מטעם המשיבים

54. פרופ' ברנע חולק על הזיהוי המוחלט והאוטומטי שקיים בתובענה בין חברת הבת אליה הגיע מידע מסוים ובין חברת האם שלכאורה חייבת בדיווח מידי, שכן מדובר בשתי חברות ציבוריות המנוהלות על ידי הנהלות נפרדות. אין בתובענה אסמכתאות לכך שהגיע לחברה עצמה מידע מהותי שלא דווח במועד. קיימים בנקודות זמן נתונות פערי מידע לגיטימיים בין חברת אם לחברת בת שאליהם לא התייחס פרופ' ליכט בחוות דעתו. מידע שמגיע לחברת בת מטופל בה ועובר בפערי זמן הדרושים להערכת המידע ולבחירתו לחברת האם בהתאם לכללי ממשל תאגידי ולרגולציה. לכן יש לבחון מהו המועד בו התקבל המידע בפועל בחברה ולא בחברה הבת. פרטי המידע השונים שהתקבלו באפי פיתוח דווחו לחברה כמקשה אחת רק ביום 7.8.2012.

55. כן חולק פרופ' ברנע על מהותיות המידע הספציפי שהגיע לאפי פיתוח, זאת בהתבסס על ניתוח ספציפי של המידע בראיה כלכלית המגדירה מידע כמהותי אם לפרסומו ישנה השפעה משמעותית על החלטות קניה או מכירה של ניירות ערך של החברה, דהיינו אם הוא בר השפעה על מחירי ניירות הערך. על פי הגדרה זו מהותיות מידע נבחנת על פי השינוי במחירי ניירות הערך שנגרם בעקבות פרסום המידע.

בחינת המידע שהגיע לאפי פיתוח בחודשים יוני-יולי 2012 מלמדת שבכל מועד נתון הגיע פריט מידע המתייחס כל פעם לנכס אחר והציג היבטים שונים. אין מועד בו זוהה אירוע יחיד מהותי בר השפעה על שווי נכסים רבים. המידע שהתקבל אינו מהותי לפרויקטים הספציפיים והפרויקטים אליהם ניתן לייחס את המידע לא סווגו בדוחות הכספיים כנכסים מהותיים לחברה (למעט פרויקט בוטניק גרדן אשר סווג בנפרד בהיותו פרויקט מגורים).

56. פרופ' ברנע מדגיש כי בהתאם לדרישות הדיווח IFRS אפי פיתוח מקיימת הערכה שמאית מלאה של נכסיה למועד הדוח השנתי והחצי שנתי, הנתונים מדווחים לציבור כסכום מצרפי ומצורפים לדוחות רק ככל שמדובר בנכס מהותי של אפי פיתוח. בענייננו, חלק מהממצאים אשר דווחו בדיווח המידי גובשו בעת ביצוע הערכות השווי הללו. רק השפעתם המצטברת של פרטי המידע שהגיעו לאפי פיתוח בחודשים יוני-יולי, ריכוזם וניתוח שמאי של השלכותיהם על שווי הנכסים, מהווה מידע מהותי בר דיווח מידי, ככל שאכן מתקבלת מסקנה בדבר ירידה משמעותית בשווי אותו נכס, שיש בה כדי להשפיע באופן מהותי על מצב החברה הבת או על מחיר ניירות הערך שלה.

57. לעמדת פרופ' ברנע, למידע עמום ורך המוגדר כמידע שאיננו מציין גמירות, כלומר מאופיין באי ודאות לגבי תוצאתו הסופית, תהא השפעה מזערית על מחירי ניירות הערך בעת פרסומו. שינויים משמעותיים במחירי ניירות ערך נגרמים מפרסום מידע קשיח. לצורך ביסוס מסקנה זו



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

אסף פרופי ברנע דיווחים מיידיים על פרויקטים ועסקאות של שלוש חברות נדל"ן ציבוריות בעלות פרופיל עסקי דומה לחברה ותוצאות הבדיקה העיקריות היו שלדיווחי מידע קשיח השפעה מובהקת על שינוי מחיר המניות במועד הדיווח בעוד לא נמצאה השפעה מובהקת דומה לפרסום מידע שאינו קשיח.

58. פרופי ברנע סובר כי תובענה על היעדר דיווח חייבת לכלול את העובדות הבאות: (א) הוכח כי במועד מסוים נודע לחברה על אירוע ספציפי; (ב) האירוע הספציפי הוא מהותי על פי נתוני החברה, כלומר הוא בר תרגום כמותי לשווי בדיווח עצמו או לחילופין על ידי המשקיע והאנליסט ולפרסומו צפויה להיות השפעה משמעותית על מחיר ניירות הערך של החברה.

סיכומים

59. הצדדים הציגו את סיכומיהם הן בעל פה והן באמצעות סיכומים משלימים בכתב, במסגרתם חזרו הם על טענותיהם העיקריות.

60. במסגרת הסיכומים המשלימים בכתב חידדו הצדדים את טענותיהם בכל הנוגע לידיעה הנדרשת לצורך חובת הדיווח. המבקש טוען כי החיקוק הרלוונטי לסוגיה המשפטית דגן הינו סעיף 52יא לחוק ניירות ערך ולא תקנה 30 לתקנות הדוחות, כי תקנה 30 הינה תקנה טכנית העוסקת אך ורק במועד גילוי המידע על ידי החברה - אין מדובר בתקנה אשר מסדירה את סוגיית האחריות בגין אי פרסום. לטענתו, המשיבים בכלל, ובפרט מר לביב, **היו יכולים לדעת** אודות הגעת המידע המהותי לאפי פיתוח כבר בחודשים יוני-יולי 2012 ויש בכך על מנת להקים להם אחריות לפי סעיף 52יא לחוק ולא עומדת להם ההגנה הקבועה בסעיף 52יג לחוק. גישה לפיה דרושה ידיעה בפועל של החברה אודות האירוע הטעון דיווח לשם הטלת אחריות, מהווה תמריץ שלילי לחברות לגלות ולדעת מידע מהותי עבור המשקיעים, ותמריץ "לעצום עיניהן" בפני מידע כזה.

61. המשיבים מנגד טוענים כי חובת הדיווח קמה רק שעה שהחברה **ידעה על האירועים בפועל**, דבר אשר לא הוכח בענייננו ביחס לאף אחד מהפרויקטים. לעניין הפנייה לסעיף 52יא לחוק, מערב המבקש בין סוגיית ההפרה לבין סוגיית האחריות. לא ניתן לפנות לסעיף 52יא לחוק לפני קביעה פוזיטיבית כי בוצעה הפרה של התקנות, היינו, כי לא פורסם דיווח מידי במועד. סעיף 52יא לחוק וסעיף 52יג לחוק אינם חלים מקום בו המנפיק לא הפר חובה המוטלת עליו לפי חוק ניירות ערך, ורק אם ייקבע כי אכן הייתה הפרה יש לבחון האם ניתן להטיל אחריות.

דיון והכרעה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

62. על מנת להוכיח כי החברה השתתתה בפרסום מידע מהותי ובכך הפרה את חובות הגילוי החלות עליה מכוח חוק ניירות ערך ותקנותיו, על המבקש היה להוכיח התקיימותם של שני הרבדים הבאים, במצטבר:

(א) ראשית, כי בידי אפי פיתוח התגבש מידע מהותי לחברה החייב בדיווח לפי חוק ניירות ערך ותקנותיו, במועד מוקדם יותר מהמועד בו פורסם הדיווח המיידני על ידי החברה.

(ב) שנית, כי מרגע שהיה בידי אפי פיתוח אותו מידע מהותי אף החברה עצמה ידעה אודותיו. כאשר לגישת המבקש, די בכך שהחברה יכלה היתה לדעת אודות המידע המהותי, ככל שאכן התגבש, בכדי שתחול עליה חובת הדיווח.

63. בטרם אפתח בדיון, לאור ריבוי הסוגיות הנדרשות לבחינה, אפרט בקצרה את סדר הדברים בפסק הדין:

(א) ראשית, אדון בנטל המוטל על מבקש אישור תביעה כייצוגית.

(ב) לאחר מכן אדון ברובד הראשון, ובכדי לבחון האם התגבש בידי אפי פיתוח מידע מהותי לחברה במועד מוקדם יותר ממועד פרסום הדיווח המיידני, אבחנו: מתי יש לראות במידע כ"מידע מהותי" החייב בדיווח מיידני מכוח חוק ניירות ערך ותקנותיו, מה הן חובות הגילוי ביחס למידע אודות אירוע עתידי אשר אין ודאות ביחס להתרחשותו והאם יש לראות במידע כמידע מהותי החייב בדיווח מיידני רק שעה שהתגבש וניתן לכמת את משמעותו הכספית? לאחר מכן איישם את המסקנות על נסיבות הבקשה לאישור דנן.

(ג) לבסוף, וככל שיהיה צורך בדבר, אדון ברובד השני. בכדי לבחון האם מידע מהותי אשר היה מצוי אצל אפי פיתוח היה ידוע גם לחברה, יש לבחון: מה היא רמת הידיעה הנדרשת אצל החברה המדווחת לצורך הטלת אחריות בגין אי פרסום מידע מהותי (האם נדרשת ידיעה בפועל או שמא די בידיעה בכוח), ומה הוא היקף חובות הגילוי עת עסקינן באשכול חברות - ובפרט, מה הוא היקף האחריות שיש להטיל על חברה אם שהיא חברה מדווחת ביחס לדיווח אודות אירועים המתרחשים בחברה בת שלה?

א. נטל המוטל על מבקש אישור תביעה כייצוגית

64. אנו מצויים כעת בשלב הבקשה לאישור התביעה כייצוגית, שלב מקדמי אשר במסגרתו נדרש בית המשפט להכריע בשאלה האם יש מקום לדון בתובענה כתובענה ייצוגית.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

רבות כבר נכתב בפסיקה בדבר חשיבות שלב הבקשה לאישור תביעה כייצוגית ועל האיזונים שביקש המחוקק להשיג עם חקיקת חוק תובענות ייצוגיות, כך בין היתר למנוע קיומן של תביעות ייצוגיות שהן תביעות סרק ומנגד לא להרתיע תובעים ייצוגיים פוטנציאליים מהגשת תובענות ייצוגיות ראויות. יפים לעניין זה דברי הנשיא ברק ברע"א 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מ"ט(5) 774, 787 (1996):

"יש לעשות הכול כדי להגשים את המטרות המונחות ביסוד החקיקה, תוך שמירה על מנגנוני ההגנה אשר ימנעו ניצול התובענה הייצוגית לרעה. אכן, אין להתייחס אל התובענה הייצוגית כאל בן חורג. יש לראות בה אמצעי חשוב להגשמת זכות הפרט והכלל. עם זאת, יש לשמור מפני ניצול האמצעי הזה לרעה. מכאן חשיבותו הרבה של השלב הראשון בתובענה הייצוגית, שעניינו אישור (מלא או מותנה) של בית המשפט לתובענה הייצוגית. זהו הפרוזדור שבאמצעותו ניתן להיכנס לטרקלין, הוא הדיון במשפט גופו. אין להפוך את הפרוזדור למשכן קבע. הליך האישור צריך להיות רציני ויעיל. אסור לו, להליך זה, להוות גורם המצנן תובעים ראויים מלהגיש תביעה ייצוגית. עם זאת, ראוי לו להיות גורם השולל מתובעים בלתי ראויים את המשך התביעה הייצוגית."

65. סעיף 8 לחוק תובענות ייצוגיות מונה את התנאים לאישור תובענה ייצוגית [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"8. (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 הענין;

(3) קיים יסוד סביר להניח כי ענינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת; הנתבע לא רשאי לערער או לבקש לערער על החלטה בענין זה;

(4) קיים יסוד סביר להניח כי ענינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בתום לב."



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

לפי סעיף 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות, על מנת שבקשת האישור שהגיש המבקש תתקבל עליו להוכיח, בין היתר, כי ישנה **אפשרות סבירה** שהשאלות המשותפות לכלל חברי הקבוצה שהתובענה מעוררת תוכרענה לטובת הקבוצה, היינו אפשרות סבירה שטענותיו יתקבלו במסגרת התביעה עצמה.

בתי המשפט דנו בשאלה מה הוא הנטל על המבקש אישור תביעה כייצוגית בבואו להוכיח את אותה "אפשרות סבירה", כאשר פסיקות בית המשפט העליון בנושא לא היו אחידות לחלוטין.

ברע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' עמוסי (5.7.2012) קבע המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין כי בהתאם לאיזון שקבע המחוקק, אין מקום לבירור רוב רובה של התביעה כבר בשלב הבקשה לאישור:

"... ברי כי תכלית החוק היא להורות לבית המשפט לבצע בחינה מקדמית של סיכויי התובענה לשם הגנה מידתית על זכויות הנתבעים. לעניין זה, די לו לבית המשפט לעקוב בדקדקנות אחר לשון המחוקק ולראות האם קיימת 'אפשרות סבירה' להכרעה לטובת קבוצת התובעים; הא. ותו לא. החמרת התנאים לאישור תובענה כייצוגית, ובירור רוב רובה של התביעה כבר בשלב אישור התובענה כייצוגית, חורגת מהאיזון שקבע המחוקק, ועל כן היא אינה ראויה. נוסף על כך, דיון שמתבצע באופן זה אינו יעיל, מכיוון שנוצרת כפילות בין הדיון בגוף התובענה לבין הדיון בבקשת האישור..." (שם, בפסקה 15 לפסק הדין).

ברע"א 3489/09 מגדל חברה לביטוח בע"מ נ' חברת ציפוי מתכות עמק זבולון בע"מ, פסקה 41 לפסק דינה של כב' השופטת ד' ברק-ארז (11.4.2013) הביעה כב' השופטת ד' ברק-ארז פרשנות מרחיבה יותר למונח "אפשרות סבירה" לפיה על המבקש להניח בפני בית המשפט תשתית משפטית וראייתית התומכת לכאורה בתביעתו והוסיפה כי על בית המשפט "להיכנס לעובי הקורה" בדונו בבקשה [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"מטרתו של שלב מקדמי זה היא למנוע אישורן של תובענות סרק, וזאת מבלי להרתיע תובעים מהגשת תובענות ייצוגיות צודקות (...). המבחנים לאישורה של תובענה ייצוגית הם מחמירים מאלה שעל-פיהם נבחנת בקשה לסילוק על הסף של תביעה רגילה. על התובע הייצוגי להניח בפני בית המשפט תשתית משפטית וראייתית התומכת לכאורה בתביעתו. בשונה מן התובע בתביעה רגילה, המבקש לאשר תובענה כייצוגית אינו יכול להסתפק בעובדות הנטענות בכתב התביעה, אלא מוטלת עליו החובה להוכיחן באופן לכאורי. במקרה הצורך, המבקש צריך לתמוך



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

טענותיו בתצהירים ובמסמכים הרלוונטיים. בית המשפט שדן בבקשה נדרש להיכנס לעובי הקורה, ולבחון היטב - משפטית ועובדתית - האם מתקיימים התנאים לאישור התובענה כייצוגית (...) מבחנים אלה לא נקבעו בעלמא, אלא נועדו להביא לשימוש מושכל בכלי התובענה הייצוגית, לנוכח השפעתו המכרעת על הנתבעים ועל התנהלותם העסקית...".

עמדה זו התבססה כאשר עמדה דומה הוצגה בע"א 5378/11 פרנק נ' אולסייל, פסקה 3 לפסק דינה של כב' השופטת א' חיות (22.9.2014) וכן בע"א 7928/12 אי.אר.אמ טכנולוגיות בע"מ נ' פרטנר תקשורת בע"מ (22.1.2015) (להלן: "עניין אי.אר.אמ").

66. אכן יש מקום "להיכנס לעובי הקורה" ולבחון לעומק את השאלות שבמחלוקת בין הצדדים כדי לקבוע אם ישנה "אפשרות סבירה" שתתקבל עמדתו של המבקש, כאשר לעניין מחלוקות עובדתיות הרי שיש לבחון אם הראיות אשר הוצגו על ידי המבקש מקימות, לכל הפחות, תשתית התומכת לכאורה בתביעתו. אציין עוד כי עת עסקינן בבקשות לאישור מורכבות, כדוגמת הבקשה לאישור דנן, במסגרתן מוגשות חוות דעת מומחים אותן בית המשפט נדרש לבחון, מעידים עדים ומומחים על פני מספר דיוני הוכחות ונטענות טענות משפטיות כבדות משקל, הרי שאין באפשרות בית המשפט להכריע בדבר קיומה של אותה "אפשרות סבירה" מבלי לבחון באופן מעמיק את שלל הטענות והראיות אשר הוצגו בפניו.

ב. האם התגבש אצל אפי פיתוח מידע מהותי החייב בדיווח מיידי לפי חוק ניירות ערך ותקנותיו במועד מוקדם יותר מהמועד בו פורסמה אזהרת הרווח על ידי החברה

1. חובת הדיווח המיידי בדבר מידע מהותי - כללי

עיקרון הגילוי הנאות

67. עיקרון הגילוי הנאות הוא עיקרון היסוד עליו מושתתים דיני ניירות הערך וחוק ניירות ערך הישראלי, מכוחו מוטלות על חברות מדווחות, בנייהן חברות ציבוריות וחברות איגרות חוב אשר ניירות ערך שלהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ואשר חוק ניירות ערך חל עליהן, חובות גילוי שונות. משמעותו של עיקרון הגילוי הנאות היא מסירת מידע אודות החברה לאלו אשר משקיעים או מעוניינים להשקיע בניירות הערך שלה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

לעיקרון הגילוי הנאות מספר תכליות: האחת, להעמיד לרשות ציבור המשקיעים בניירות ערך את מלוא המידע הדרוש להם על מנת שיוכלו לקבל החלטה רציונאלית, מושכלת ומודעת עת הם מבצעים פעולות בניירות ערך. המשקיעים בשוק ההון זקוקים שיהיה בידם כל המידע הרלוונטי, העדכני והמהימן שעה שהם מבצעים פעולות בניירות ערך, זאת כדי שיוכלו לקבל החלטת השקעה מודעת (informed decision) (ראו אפרים אברמזון "תחזיות ו'מידע רך' בחברה הציבורית - החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב 55, 56 (תשנ"ג-תשנ"ד) (להלן: "אברמזון"). תכלית נוספת של עיקרון הגילוי הנאות היא למנוע היווצרות פערי מידע בין המשקיעים השונים תוך מניעת שימוש במידע וניצולו על ידי אלו שמחזיקים בו בטרם הוא פורסם לציבור המשקיעים, הגילוי מאפשר למשקיע הפשוט מהציבור לבצע פעולות בניירות ערך בשוק ההון על בסיס אותו המידע המצוי בידי משקיע מתוחכם ומביא לשוויון בנגישות למידע, שהופך משותף לכלל המשקיעים (ה"פ (מחוזי ת"א) 1207/03 דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פ"ד פ"מ(2) 673, 705 (2004) (להלן: "עניין דרין")). לעניין שתי תכליות אלו של עיקרון הגילוי הנאות ראו גם ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 337, 353 (1999):

"רק גילוי נאות - גילוי ראוי - יאפשר למשקיעים להחליט באורח רציונלי מה יעשו, ובה-בעת ירתיע בעלי-כוח ומקורבים מהתנהגות מניפולטיבית תוך פיקוח על פעילותם".

ראו גם ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 831 (1992) (להלן: "עניין ברנוביץ") וכן לאה פסרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך - חובת הגילוי-14 10 (2009) (להלן: "פסרמן-יוזפוב").

לעיקרון הגילוי הנאות חשיבות גם לעניין חיזוק אמון הציבור בשוק ההון הישראלי, שכן אמון הציבור מושתת על מידע מלא בדבר החברות שניירות הערך שלהן נסחרות בבורסה (ראו ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (21.8.1997) (להלן: "עניין ישקר")). הזרמת מידע חיוני, מהותי ורלוונטי בזמן אמת למשקיעים בניירות ערך בשוק ההון היא הכרחית לצורך קיומו של שוק הון מושכלל ויעיל. רבות נכתב, הן בפסיקה והן בספרות, אודות חשיבות המידע לתפקודו, תקינותו, יעילותו ואמינותו של שוק ההון. חשיבותו ועליונותו של עיקרון הגילוי הנאות הובהרה אף על ידי הנשיא (בדימוס) א' ברק בעניין ישקר, בציינו כי **"תפיסת היסוד של דיני ניירות ערך היא גילוי, ושוב גילוי ועוד גילוי".**

68. חובת הגילוי הנאות הוסדרה על ידי המחוקק בחוק ניירות ערך, כאשר היא חלה על החברה המדווחת הן בשוק הראשוני, בשלב בו החברה מנפיקה ניירות ערך לציבור באמצעות תשקיף, והן בשוק המשני, בשלב בו ניירות הערך של החברה נסחרים בבורסה באופן שוטף. בשוק הראשוני התאגיד נדרש למסור למשקיעים גילוי נרחב במסגרת התשקיף, כאשר היקף הגילוי



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

מוסדר בתקנות ניירות ערך. בשוק המשני, עת ניירות הערך של התאגיד כבר נסחרים בבורסה, נדרש התאגיד למסור מידע למשקיעים באמצעות דוחות תקופתיים (שנתיים ורבעוניים) ודוחות מיידים. בשוק המשני פערי המידע הם בדרך כלל בין המשקיעים לבין עצמם. על ההבחנה בין השוק הראשוני לשוק המשני עומד המלומד אברמזון במאמרו (שם, בעמוד 73):

"במקרה הראשון, היינו: במקרה של הצעת ניירות-ערך לציבור, ניצב התאגיד בעמדת עליונות אינפורמטיבית מול המשקיעים בו - עמדה שאינה מקובלת בדיני ניירות-הערך הגורסים שוויון במידע בין צדדים לעסקה. במקרה השני אמנם לתאגיד יש מידע פנים, אולם הוא איננו מעורב בעסקה; שהרי איננו מציע ניירות-ערך לציבור, ואילו המוכרים והקונים נמצאים באיזון אינפורמטיבי שרמתו נקבעת על-ידי כמות המידע שסופקה במהלך הגילוי השוטף על-ידי התאגיד".

בבקשה לאישור דגן עסקינן בחובות דיווח החלות על החברה בשוק המשני, חובות דיווח מתמשכות ושוטפות, המעוגנות בסעיף 36 לחוק ניירות ערך ובתקנות הדוחות.

עיקרון המהותיות

69. סעיף 36 לחוק ניירות ערך מסדיר את חובות הדיווח של תאגידים בשוק המשני, זאת במסגרת פרק ו' לחוק ניירות ערך שכותרתו: "דו"ח שוטף". הסעיף קובע, בין היתר, את חובת הדיווח של תאגיד שניירות ערך שלו נסחרים בבורסה או רשומים בה למסחר, כדלקמן:

"36. (א) תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור על פי תשקיף חייב להגיש לרשות דו"חות או הודעות לפי פרק זה עוד ניירות הערך שלו נמצאים בידי הציבור; תאגיד שניירות ערך שלו נסחרים בבורסה או רשומים בה למסחר חייב להגיש דו"חות או הודעות לפי פרק זה לרשות ולבורסה.

(...)

(ב) שר האוצר יתקין, לפי הצעת הרשות או לאחר התייעצות עמה ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, תקנות בדבר הפרטים שיש לכלול בדו"חות או בהודעות האמורים, צורתם ומועדי עריכתם והגשתם, לרבות פרטים שיש לכלול בדו"חות או בהודעות האמורים לפי מיטב ידיעתם של דירקטורים בתאגיד.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

(ג) תקנות לפי סעיף זה יתייחסו לכל ענין החשוב, לדעת שר האוצר, למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד, ויכול שיתייחסו לכל דבר מן הדברים המפורטים בסעיף 17(ב) ויחייבו, נוסף על דו"ח תקופתי, גם דו"ח מיידית על אירועים מסויימים".

סעיפים קטנים (ב) ו-(ג) מסמיכים את שר האוצר להתקין תקנות בדבר הפרטים שיש לכלול בדוחות האמורים, לרבות בדבר מועדי הגשתם, צורתם ותוכנם.

70. תקנות הדוחות אשר הותקנו מכוח סעיף 36 לחוק קובעות את חובות הדיווח של החברה בשוק המשני, ומחייבות את החברות הן בדיווחים תקופתיים שנתיים ורבעוניים והן בדיווחים מידיים. בפרק ג' לתקנות מפורטים אירועים קונקרטיים שונים אשר בגינם תידרש החברה המדווחת לפרסם דיווח מיידית, וביניהם: שינוי בהון הרשום או המונפק של החברה, שינויים בתקנון או בתזכיר החברה, הגשת בקשה לאישור חלוקה, שינוי בהחזקותיהם של בעלי עניין ונושאי משרה בכירה בניירות הערך של החברה, זימון אסיפה כללית של החברה ועוד.

לצד התקנות המפרטות אירועים קונקרטיים המחייבים דיווח מיידית, תקנה 36 לתקנות קובעת חובת דיווח מיידית ביחס לאירועים אשר אינם מוסדרים באופן ספציפי בתקנות הדוחות. התקנה, המהווה מעין "תקנת סל", קובעת חובת דיווח מיידית בנוגע לאירועים אשר עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, ונוסחה כדלהלן [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"36. (א) דוח יובאו פרטים בדבר כל אירוע 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 אירוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד".

התקנה קובעת על פי לשונה שני מצבים חלופיים, אשר דיי בהתקיימות אחד מהם בכדי שתקום לחברה חובת דיווח מיידית: (א) החברה מחויבת בדיווח מיידית בדבר אירוע או ענין החורגים מעסקיה הרגילים (בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית) וזאת רק ככל שלאירוע או לענין כאמור יש או עשויה להיות השפעה מהותית על החברה; (ב) החברה מחויבת בדיווח מיידית בדבר אירוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד. שעה שמדובר באירוע או ענין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך לא נדרש כי מדובר יהיה באירוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

הפסיקה והספרות הדנה בתקנה 36(א) לתקנות הדוחות לרוב לא הבחינה בין שני המצבים החלופיים המוסדרים בתקנה בהתקיימם תחול על חברה חובת דיווח, ופרשה את התקנה באופן כולל ואחיד ככזו המאמצת את עיקרון המהותיות.

71. תקנה 36(א) לתקנות הדוחות מאמצת למעשה את **עיקרון המהותיות**, שאף הוא עיקרון בסיסי בדיני ניירות הערך ולפיו חובת הגילוי החלה על החברה המדווחת איננה משתרעת על כל מידע המצוי בידה, אלא תחומה היא לגילוי של מידע שהוא מהותי בלבד.

פעמים רבות מתעורר קושי של ממש ביישום התקנה, זאת נוכח הקושי להעריך האם אירוע או עניין מסוים הם "מהותיים" אם לאו. בקושי זה נתקלות הן החברות המדווחות עצמן בבואן לבחון האם נדרשות הן על פי דין לדווח אודות אירוע או עניין אשר התרחשו, וכן נתקלים בו בתי המשפט בבואם לבחון, בדיעבד, האם חברה מדווחת הפרה את חובות הדיווח המוטלות עליה, כפי שנטען בענייננו. ראו למשל **עניין דרין**, בעמוד 705:

"... יישומו של מבחן המהותיות נעוץ בקשיים לא מבוטלים, הנובעים מעמימותו של המונח 'מהותיות'. השאלה מהן עובדות מהותיות שחובה לגלותן משתנה ממקרה למקרה ותלויה בנסיבותיו המיוחדות של כל מקרה, כך שאפשר בהחלט שעובדה מסוימת עשויה להיחשב מהותית במערכת נתונה של נסיבות ובמועד נתון בזמן, בעוד במערכת אחרת או במועד אחר, אותה עובדה תיתפס כלא מהותית".

72. כיצד יש ליישם את מבחן המהותיות בהקשר חובות הדיווח?

בחינת מהותיותו של מידע נבחנת דרך עיניו של המשקיע הסביר. יש לבחון האם מדובר במידע הדרוש למשקיע הסביר לצורך קבלת החלטה הנוגעת להשקעותיו בניירות ערך, מידע אשר ישפיע על החלטותיו של המשקיע הסביר. **בעניין ברנוביץ נקבע** (שם, בעמוד 837):

"ככלל ניתן לומר, כי חובה זו תחול לגבי כל מידע, שהינו מהותי למשקיע הסביר, ואשר אין מגבלה חוקית או מגבלה שבסבירות המצדיקות מניעת גילוי. אמת המידה של ה'מהותיות' (materiality) הינה זו השלטת במשפט האמריקני, שם נקבע, כי למרות שאופיין של העובדות המהותיות (material facts) משתנה לאור נסיבותיו של כל מקרה נתון - ניתן להכליל ולומר, כי חובת הגילוי משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

באופן משמעותי את מכלול האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לעניין".

המלומדת פסרמן-יוזפוב מוסיפה ומדגישה בעניין זה כי על אף שמידת המהותיות של אירוע מסוים נבחנת על ידי החברה ונושאי המשרה שלה, הרי שעליהם להעמיד עצמם בנעליו של המשקיע הסביר ולהעריך איזה מידע היה נתפס כמהותי בעיניו. ברי כי נוכח הבדלי המומחיות ופערי המידע הקיימים בין המשקיע הסביר ובין נושאי המשרה בחברה המכירים את פעילותה על בוריה, עשויים להיות מקרים בהם המשקיע הסביר והמנהלים לא ייחסו את אותה מידת חשיבות ומהותיות לאותה פיסת מידע אשר הגיעה אליהם (שם, עמוד 199):

"קושי נוסף הכרוך במבחן המהותיות נעוץ בעבודה שהמהותיות נבחנת בעיני המשקיע. המנהלים, שהם בדרך כלל האחראים לגילוי בחברה, אינם צריכים לדווח על עניינים הנראים חשובים בעיניהם - הם צריכים לנסות להעריך איזה מידע ייראה בעל חשיבות למשקיע הסביר. משימה זו אינה פשוטה, ולא זו בלבד אלא שהדבר עלול לגרום לעיוותים ולמצבים שבהם המשקיעים ייחסו למידע המפורסם על ידי התאגידים חשיבות רבה מחשיבותו בפועל".

כלומר, על החברה המדווחת מוטלת החובה לבחון את המידע אשר מצוי בידה ולהפעיל את שיקול דעתה בכדי להחליט, בהתאם לנסיבות, האם אותו מידע דרוש למשקיע הסביר לצורך קבלת החלטה הנוגעת להשקעותיו בניירות ערך ואם יהיה בו כדי להשפיע באופן משמעותי על "מכלול האינפורמציה" שעל בסיסה יקבל המשקיע הסביר החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך של החברה - ככל שהתשובה לשאלות אלו תהא חיובית יחשב המידע כמידע מהותי החייב בדיווח, כאשר על החברה מוטלת החובה לדווח כל מידע מהותי ומידע מהותי בלבד.

וידגש, במבחן המהותיות נבחנת השפעת המידע על החלטתו של המשקיע הסביר "אקס אנטה", היינו כיצד היה משפיע המידע על המשקיע הסביר בטרם הוא גולה לציבור, ולא נבחנת השפעת המידע על מחיר ניירות הערך של החברה בדיעבד לאחר שפורסם, "אקס פוסט". מכאן כי מהותיות המידע בקשר לכל אחד מחמשת הפרויקטים תבחן נכון למועד בו המידע הגיע לידי החברה ולא במועד פרסום אזהרת הרווח. ודוק, השפעת הגילוי על מחיר ניירות הערך יכולה להוות אינדיקציה מסוימת, אחת מבין רבות, למהותיות המידע. יפים לעניין זה דברי המלומדים מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** 502 (2006) (להלן: "ימין ווסרמן"):

"אף שהמבחן הנדרש על פי תקנה 36(א) סיפה הינו מבחן היפותטי הצופה פני עתיד, התנהגות מחיר נייר הערך לאחר שהמידע נודע בציבור עשויה לסייע להעריך בדיעבד אם היתה הצדקה לפרסומו מלכתחילה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

עם זאת יש לזכור כי תגובת השוק בפועל אינה אלא אינדיקטור בלבד לבחינת המשמעות שמייחס ציבור המשקיעים לאירוע או לעניין, שכן ייתכנו אינספור גורמים ומשתנים העשויים להשפיע על התנהגות השוק בפועל".

וראו גם עת"מ (מחוזי ת"א) 3774-10-13 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ נ' רשות ניירות ערך (28.1.2015) (להלן: "עניין אפריקה תעשיות"), בפסקאות 41-42 לפסק הדין וההפניות שם.

לפיכך, העובדה שבשלושת ימי המסחר לאחר פרסום אזהרת הרווח נרשמה ירידה מצטברת של כ-36% בשער המניה של החברה (כך נטען על ידי המבקש) יש בה כדי להוות אינדיקציה, אינדיקציה בלבד, למהותיות המידע שפורסם באזהרת הרווח. ודוק, אותה ירידה בשער המניה עשויה להוות אינדיקציה למהותיות של כלל המידע שפורסם באזהרת הרווח, שכן פורסם הוא כמקשה אחת. מכיוון שבענייננו טוען המבקש, ביחס לכל אחד מהפרויקטים בנפרד, כי היה מקום לפרסם מידע מהותי בגינו במועד מוקדם יותר, הרי שאין כל ודאות אם הירידה בשער המניה עקב פרסום המידע כמכלול תוכל לסייע ולהוות אינדיקציה בנוגע למהותיות המידע ביחס לכל אחד מהפרויקטים בנפרד.

2.2. חובת דיווח מיידי בדבר אירוע או עניין עתידיים אשר אין ודאות ביחס להתרחשותם

73. הקושי הטמון ב"מסננת המהותיות" ובהערכה האם מידע הוא מהותי ולפיכך טעון דיווח, אם לאו, באים לידי ביטוי ביתר שאת עת מדובר במידע אודות אירוע עתידי אשר אין ודאות ביחס להתרחשותו ובמידע בדבר אירוע מתמשך. עת עסקין באירוע או עניין עתידיים או מתמשכים אשר אין ודאות ביחס להתרחשותם או לתוצאתם הסופית, ואשר ככאלו השלכותיהם על עסקי החברה אינן ודאיות, מלאכת צפיית ההשפעה של האירוע או העניין על החברה ועל מחיר ניירות הערך שלה הופכת קשה, ולעיתים עד בלתי אפשרית. עת מדובר בדיונים בהם פתחה ועדת עירייה בדבר הליכים תכנוניים העשויים לבסוף להשפיע על פרויקט של החברה, במגעים בין החברה לבין רשות מוניציפלית בנוגע להענקת זכויות בניה נוספות וכיו"ב אירועים, יתכן שלאירועים אלו תהא השפעה מהותית ביותר על החברה, ומנגד יתכן והם יכשלו או יזנחו - או אז לא תהא להם כל השפעה על עסקיה. היטיבה לבטא קושי זה המלומדת פסרמן-יוזפוב, עמוד : 230

"האם מידע על אירוע שתוצאותיו אינן ודאיות ייחשב למידע מהותי החייב בגילוי? גדר הספק נובע מכך שהתפתחות של האירוע בכיוון אחד יכולה להיות משמעותית ביותר לתאגיד, ואילו התפתחות בכיוון אחר יכולה להיות שולית וזניחה".



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

74. בטרם אפנה לבחון כיצד יש ליישם את מבחן המהותיות אציין כי דני ניירות הערך נוטים להבחין בין מידע המכונה "מידע רך", שהינו מידע שתוצאותיו טרם התבררו, מידע צופה פני עתיד אשר מתייחס בעיקר להשפעות צפויות עתידיות וכולל הערכות, תחזיות או הסקת מסקנות סובייקטיבית, זאת לעומת "מידע קשה" אשר מתייחס ל"עובדות היסטוריות", עובדות אובייקטיביות בדבר אירועים שהתרחשו (ראו **אברמזון**, עמוד 58; עמיר ליכט "ובעמום הוא מחפש את הצלול": עמימות, רכות ומהותיות בחובת הגילוי המלא" **ספר יוסף גרוס - מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי** 107, 124 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015) (להלן: "מאמרו של ליכט").

במסגרת תגובתם לבקשה לאישור טענו המשיבים כי המידע המהותי ומשמעותו הכספית התגבשו באפי פיתוח רק במהלך חודש אוגוסט 2012 בסמוך למועד הדיווח המיידני. המשיבים סברו כי המידע שהתקבל היה מידע בעל השלכות לא ברורות לציבור המשקיעים ונדרש היה לבצע הערכות, ניתוח ובדיקות על ידי מעריכי השווי, ולפיכך יש לראות במידע זה "מידע רך". אולם, בחוות דעת חמדני אשר הוגשה מטעם המשיבים הסתייג פרופ' חמדני משימוש המשיבים במונח "מידע רך" כדי לאפיין חלק מהמידע העומד ביסוד אזהרת הרווח, שכן בנסיבות דן השימוש במונח זה הוא חלקי ולא מדויק. לדידו, הרפורמה בתקינה החשבונאית החלה על תאגידים מדווחים והמעבר של חברות מסוגה של החברה לדיווח רווחים על בסיס שיטת השווי ההוגן (IFRS) טשטשו את ההבחנה הקלאסית בין מידע רך או צופה פני עתיד לבין מידע "קשה" החייב בגילוי. אף פרופ' ליכט בחוות דעתו סבור כי בעניינו אין מדובר במידע רך, לדידו בתביעה דן אין כל פלוגתא הנוגעת למידע צופה פני עתיד כהלכתו אלא רק כאלו הנוגעות למידע קשה על עובדות היסטוריות.

המידע העומד בבסיס אזהרת הרווח בעניינו כולל, בין היתר, דיונים של ועדת העירייה בדבר הליכים תכנוניים ביחס לקרקע עליה מצוי פרויקט של אפי פיתוח, מגעים שהתקיימו בין אפי פיתוח לבין עיריית מוסקבה בנוגע להענקת זכויות בניה נוספות בפרויקט והליכים תכנוניים בהם נקטה החברה לשינוי קונספט של נכס - מידע שכזה אכן דרש מהחברה לבצע הערכות ותחזיות סובייקטיביות בכדי להעריך את השלכותיו, אולם המבקש איננו טוען כי החברה נדרשה לפרסם את ההערכות והתחזיות הסובייקטיביות האמורות, אלא כי היה עליה לפרסם דיווח בדבר התקיימותם של אותם דיוני הוועדה, קיומם של המגעים וכו'. מידע זה, אשר לגישת המבקש היה לדווח אודותיו, הוא מידע אובייקטיבי ו"קשה", בעוד התחזיות וההערכות הסובייקטיביות בדבר השפעתו הן המהוות "מידע רך".

לפיכך, אין בעניינו מקום להתייחס לנתונים שבבסיס אזהרת הרווח, ואשר לטענת המבקש היו טעונים דיווח במועד מוקדם יותר, כ"מידע רך". יש לבחון מתי אותו המידע, עת הגיע לידי אפי פיתוח, הפך להיות מידע מהותי החייב בגילוי.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

75. עוד אבקש להבהיר כי האירועים נשוא אזהרת הרווח במקרה דנן אינם האירועים ה"קלאסיים" בהם דנה הפסיקה ביחס לאירוע עתידי אשר אין ודאות להתרחשותו, כדוגמת משא ומתן לקראת עסקה או משא ומתן לקראת מיזוג. בענייננו עולה השאלה האם דיונים של ועדת עירייה בדבר הליכים תכנוניים ביחס לקרקע עליה מצוי פרויקט של החברה (אשר עשויים בסופו של יום להסתכם בהפחתת זכויות בניה), מגעים בין חברה לבין רשות מוניציפלית בדבר הענקת זכויות בניה נוספות בפרויקט, החלטה ממשלתית בדבר הרחבת גבולות העיר בה מצויים נכסי החברה - היוו למעשה מידע מהותי במועד מוקדם יותר ממועד דיווח אזהרת הרווח.

הצדדים ציינו במסגרת סיכומיהם בעל פה את המבחנים שנקבעו בפסיקה לעניין בחינת מהותיות של מידע בדבר אירוע עתידי, אולם לא מיקדו טיעוניהם במבחנים אלו ולא טענו להחלתו של האחד על פני האחר (ראו למשל סיכומי עו"ד מוסקוביץ פ/23.6.2014, עמוד 44, החל משורה 3: "...נקבעו בפסיקה שני מבחנים, מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית (...). הפסיקה לא הכריעה בשאלה איזה מבחן גובר. אני חושבת שלענייננו זה גם לא משנה. זאת אומרת שני המבחנים מביאים לאותה תוצאה"). אף על פי כן, סבורני כי ניתן ונכון לבחון את מהותיות האירועים נשוא ההליך דנן, שרובם בעלי אופי מתמשך ותוצאתם הסופית (ההשלכה על שווי הנכסים) אינה ידועה או ודאית, בהתאם למבחני המהותיות של מידע בדבר אירוע או עניין עתידיים. לאור חוסר האחידות והבהירות בפסיקה בנושא זה מצאתי לנכון להרחיב בסוגיה.

76. כיצד יש ליישם את מבחן המהותיות בהקשר חובות הדיווח עת עסקינן באירוע עתידי אשר אין ודאות ביחס להתרחשותו?

בפסיקה האמריקאית התפתחו שני מבחנים לצורך בחינת אופן הסיווג של מידע אודות אירוע או עניין עתידיים בחייה של חברה, כמידע מהותי - מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית.

לפי מבחן התוחלת (המכונה גם מבחן ה"סיבירות/ עוצמה"), מהותיות המידע נקבעת בהתבסס על שקלול עוצמת השפעתו של האירוע הצפוי על החברה עם הסתברות להתממשות אותו אירוע צפוי בכל רגע נתון.

לפי מבחן ההסכמה העקרונית, יש לאתר סף מוגדר, "קו בוהק" (Bright line), אשר ממנו ואילך חוצה האירוע את נקודת האל-חזור והמידע אודות האירוע הופך למהותי. המבחן מכונה כך מפני שלרוב הוא יושם ביחס למידע בדבר משא ומתן, כאשר המידע בנוגע למשא ומתן יחשב כמהותי ככל שהצדדים לו הגיעו להסכמה עקרונית בקשר לעסקה. ודוק, ניתן לקבוע "קו בוהק" אחר לצורך יישום המבחן, ולקבוע כי המידע יחשב כמהותי בשלב אחר של המשא ומתן (למשל



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

מוקדם יותר מהמועד בו הושגה הסכמה עקרונית), כמו כן ניתן ליישם את המבחן גם בדרך של קביעת סף הסתברותי מסוים ואחיד שממנו ואילך ייחשב המידע בדבר אירוע עתידי כמידע מהותי, וכן על אף שמשמו עולה כי נדרשת הסכמה בין צדדים כדי שניתן יהיה ליישמו, הרי שניתן להחילו גם על נסיבות שאינן דורשות הסכמה (ראו עידו באום "בשבחו של מבחן התוחלת: עקרון המהותיות והתמודדות עם חוסר ודאות בדיני ניירות ערך" **משפטים** מד 477, 489 (2014) (להלן: "באום").

פסק הדין המנחה בסוגיה דנן בארצות הברית הוא פסק הדין בעניין Basic v. Levinson 485 U.S. 224 (1988) (להלן: "עניין Basic") שם נידונה סוגיית המבחן לבחינת מהותיות מידע בהקשר של משא ומתן שניהלה חברה למיזוג עם חברה אחרת, במסגרת תביעה ייצוגית בטענת הטעיה שהוגשה כנגד החברה לאחר שהכחישה את קיומו של המשא ומתן. בית המשפט העליון של ארצות הברית דן בשני המבחנים ולבסוף אימץ את מבחן התוחלת תוך דחיית מבחן ההסכמה העקרונית.

77. בתי המשפט המחוזיים בישראל דנו אף הם בסוגיה - מתי יש לראות במידע בדבר אירוע או עניין עתידיים, אשר אין ודאות כי אכן יתרחשו, כמידע מהותי, זאת הן בהקשר חובת הדיווח ביחס למידע והן בהקשר היותו של המידע מידע פנים. טרם נקבעה הלכה מחייבת בסוגיה זו על ידי בית המשפט העליון. פסיקת בתי המשפט המחוזיים איננה אחידה ונראה כי לא אומץ מבחן אחיד לקביעת מהותיות של מידע בדבר אירוע עתידי, הן בפן הדיווח והן בפן הפלילי של איסור השימוש במידע פנים:

בע"פ (מחוזי ת"א) 70403/03 אייל נ' **מדינת ישראל**, פ"מ תשס"ד(1) 49, 64-65 (2004) (להלן: "עניין אייל") שם נידונה סוגיית מהותיות מידע בדבר משא ומתן לקראת מיזוג בהקשר של שימוש במידע פנים, הסתייגה סגנית הנשיא (כתוארה אז) ד' ברלינר מהמבחן ההסתברותי אשר אומץ בעניין Basic וציינה: "... בסופו של יום, כל המבחנים גם יחד אינם חורגים מההגדרה שבסעיף 52א (ובתקנה 36 שצוטטה לעיל), ולכל היותר יש בהם ניסיון לתרגם את האמור בהגדרה, לכלל נוסחה יותר מדויקת, פחות פלואידית או אמורפית, כאילו המדובר בסוגיה מתחום המדעים המדויקים שניתנת לפתרון מתמטי. כשלעצמי - אינני משוכנעת שניתן ליצור נוסחה מעין זו חרף האמור בהיכלת Basic (ואחרות)". בית המשפט בחן את השלב בו נמצא המשא ומתן ובכך אימץ את גישת מבחן ההסכמה העקרונית. עמדה דומה הובעה על ידי השופטת ברלינר (כתוארה אז) גם בפסק דין קודם שניתן על ידה בע"פ (מחוזי ת"א) 70672/00 **מהרשק נ' מדינת ישראל** (16.9.2001) (להלן: "עניין מהרשק"), אף שם נידונה סוגיית מהותיות מידע בדבר אירוע עתידי בהקשר של שימוש במידע פנים, שם צוין כי יש לבחון מתי ניתן לומר



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

שהצדדים למשא ומתן הסכימו על עיקרי הדברים ועברו כברת דרך של ממש בדרך לגיבוש ההסכם על כל פרטיו, כך שהכף נוטה יותר לכיוון קיום העסקה מאשר לביטולה.

בעניין דרין נידונה סוגיית מהותיות "מידע רך" בהקשר חובת הגילוי והדיווח. שם אימצה סגנית הנשיא ש' סירוטה את מבחן התוחלת, וציינה כי "שאלת מהותיות המידע הטמון בתכנית העסקית תלויה בשני הרכיבים של מבחן המהותיות, שבהם עסקה הפסיקה לא מעט: הראשון - מידת השפעתו של המידע על שיקול-הדעת של המשקיע הסביר, או על ניירות הערך של התאגיד; השני - מידת הסתברות שהפעולות שבהן עוסק המידע אכן תתרחשנה בפועל" (שם, בפסקה 47 לפסק הדין).

בע"פ (מחוזי ת"א) 70226/08 מדינת ישראל נ' גרינפלד (21.12.2008) (להלן: "עניין גרינפלד") נידונה סוגיית מהותיות מידע הנוגע לתכניות עתידיות של החברה בהקשר של שימוש במידע פנים. בית המשפט ציין כי מקובלים עליו הדברים אשר הובעו בעניין אייל אולם הוסיף (בפסקה 15 לפסק הדין) כי "המבחן שהוצע בפסה"ד Basic עשוי במקרים רבים לשמש כלי עזר נוח, לבחינת השאלה איך היה המידע משפיע על המשקיע הסביר. ההנחה היא כי משקיע סביר יתייחס למידע על אירועי מהותי שהסיכוי שיתרחש אינו גבוה, ולמידע על אירוע פחות מהותי בעל סיכויי התרחשות גבוהים, כאל מידע מהותי שיכול לגרום לשינוי במחיר המניה".

בת"פ (מחוזי ת"א) 8256-05-11 מדינת ישראל נ' קדץ, פסקה 23 לפסק הדין (5.7.2012) (להלן: "עניין קדץ"), גם שם נידונה סוגיית מהותיות מידע בדבר אירוע עתידי בהקשר של שימוש במידע פנים, הבעתי את הסתייגותי מהשימוש במבחן התוחלת בהקשר של מידע בדבר משא ומתן:

"לדעתי, אף אם נעשה שימוש במבחנים אלה כ'כלי עזר נוח' כלשונו של בית המשפט בעניין גרינפלד, שומה עדיין על בית המשפט להישמר היטב לא להיתפס בגדר הנוסחות המתמטיות יתר על המידה ולבחון את נסיבות האירוע הרלוונטי במשקפיים אובייקטיביים. לא ניתן לטעמי לקבוע אפריורי כי מידע על אירוע עתידי מסוים יחשב מידע פנים אך בשל כך שמכפלת משמעותיותו בהסתברות להתרחשותו עולה כדי תוצאה מסוימת. אנו איננו 'טכנאי משפט' ואף לא 'מתמטיקאי משפט'. בהחלט יתכנו שני אירועים, שתוצאת מכפלתם תהא זהה, ועדיין מידע על אחד מהם ייחשב מידע פנים בעוד שהמידע על האחר לא ייחשב ככזה".



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

כן ציינתי (שם, בפסקה 24) כי שעה שמדובר במשא ומתן לקראת עסקה, הרי שמידע בגינו יהווה מידע פנים כאשר יעבור המשא ומתן את אותה "נקודה קריטית" בה סוכמה מהות הדברים, מדובר בשלב ממשי ומתקדם ונראה שהמשא ומתן צועד אל עבר סיכום.

לסקירה מקיפה של פסיקת בתי המשפט המחוזיים בעניין ראו באום, עמודים 495-507; עניין אפריקה תעשיות, פסקאות 51-56 וכן מאמרו של ליכט, עמודים 127-134.

בפסק הדין בעניין אפריקה תעשיות אשר ניתן לאחרונה, עתירה מנהלית כנגד רשות ניירות ערך וועדת האכיפה המנהלית אשר קבעה כי אפריקה תעשיות ביצעה הפרה של שימוש במידע פנים וכן הפרת דיווח, דנה כב' השופטת ר' רונן בשאלה האם מידע אודות מגעים לעסקה היווה מידע מהותי בהקשר של שימוש במידע פנים. השופטת רונן סבורה ש"ניתן ואף רצוי להשתמש במבחן הסבירות/עוצמה ככלי-עזר נוח לבחינת השאלה אם מידע צופה פני עתיד הוא מידע מהותי ביחס להחלטות השקעה של המשקיע הסביר, קרי - האם הוא 'מידע פנים'" (שם, בפסקה 59 לפסק הדין). השופטת רונן ציינה כי מתכליות האיסור על שימוש במידע פנים נובע כי "ראוי שהאיסור על שימוש במידע פנים יקיף כל מידע על מו"מ אשר משקיע סביר היה רואה בו כמידע רלבנטי להחלטת ההשקעה שלו, ולא רק מידע על משא-ומתן שבו סוכמו פרטי העסקה העיקריים, ובכלל זה מתווה העסקה ומחירה" (שם, בפסקה 62 לפסק הדין). בהתייחס לאופיו ה"מתמטי" וה"טכני" של מבחן התוחלת, כפי שצוין בחלק מפסקי הדין המחוזיים, צוין כי העובדה שמדובר במבחן הכולל שני רכיבים ומתייחס לקשר ביניהם - איננה הופכת אותו למבחן טכני או מתמטי וכי אין לראותו כמתיימר להיות "מדע מדויק":

"גם מבחן הסבירות/עוצמה איננו מבחן מתמטי במובן זה שהוא איננו מתיימר לאפשר לבית-המשפט להכניס נתונים מדויקים לתוך נוסחה, ולקבל תוצאה מתימטית ברורה וחד-משמעית. אולם, להשקפתי, האופי האנליטי של המבחן דווקא מקל על יישומו, ועל היכולת של הצדדים לצפות את דרך המחשבה של בית-המשפט".

אף מלומדים הביעו דעות בנוגע למבחן הראוי ליישום. כך למשל ד"ר באום סבור כי מבחן התוחלת הוא המבחן הראוי לאמץ לבחינת מהותיותו של מידע בדבר אירוע עתידי, זאת הן לעניין חובת הדיווח והן לעניין איסור השימוש במידע פנים (ראו באום, עמוד 515); ד"ר פסרמן-יוזפוב סבורה (ראו פסרמן-יוזפוב, עמוד 232) כי מאחר שבית המשפט בישראל אימץ את מבחן מכלול המידע כמבחן כללי לקביעת מהותיות, ראוי לאמץ את מבחן הסבירות/עוצמה אשר הינו יישום פרטני של מבחן זה במקרים של אירועים שתוצאותיהם אינן ודאיות; פרופ' ליכט סבור כי יש לדחות את גישת "אבן-הדרך" מכיוון שהיא מתיימרת לספק מבחן חד וברור להתמודדות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

עם אתגר משפטי אשר מעצם טיבו הוא עמום אולם מסכים הוא עם הגישה העקרונית שהועלתה בעניין קדץ ככזו הדוחה היזקקות לבחינה מכאנית של מהותיות (מאמרו של ליכט, בעמוד 134).

מהו המבחן הראוי לאימוץ לשם בחינת מהותיות של מידע בדבר אירוע עתידי?

78. מבחן התוחלת מותיר בידי החברה ונושאי המשרה בה מקום רחב יותר להפעלת שיקול דעת, שיקול דעת שעליהם להפעיל בבואם להעריך את שני הפרמטרים בהתאם לנסיבות העניין והאירוע הספציפיים - מה היא ההסתברות להתרחשות האירוע ומה תהא השפעתו הצפויה על החברה. לעומתו, מבחן ההסכמה העקרונית מתיר בידי החברה ונושאי המשרה בה פחות מקום להפעלת שיקול דעת תוך ניסיון לקבוע בעבורם נקודת זמן מוגדרת בה המידע בדבר האירוע העתידי הופך למהותי. ברי כי יישום של שני המבחנים על אותו העניין עלול לספק תוצאות שונות - יישומו של האחד עשוי להביא לקביעה כי מדובר במידע מהותי ואילו יישומו של האחר עשוי להביא לקביעה כי אותו המידע, באותה נקודת זמן ממש, איננו מהותי, ולהיפך.

79. סבורני, כפי שאפרט להלן, כי יש להעדיף מבחן קו בוהק כמבחן אשר יוחל באופן ראשוני לצורך בדיקת מהותיותו של מידע בדבר אירוע עתידי, ודוק אין בכך כדי לשלול את החלתו של מבחן התוחלת במקרים מתאימים. כבר נכתב בספרות, ואף בפסיקה, בדבר יתרונותיהם וחסרונותיהם של כל אחד משני המבחנים (ראו למשל הסקירה המפורטת של באום, עמוד 515), ולפיכך אינני מוצא לנכון להרחיב בנושא. אציין רק את חסרונותיו העיקריים של מבחן התוחלת, חסרונות אשר לטעמי יש בהם כדי להשפיע על המקרים בהם ראוי ליישמו ואשר מובילים אותי להעדיף את החלתו תחילה של מבחן קו בוהק, במקרים המתאימים:

(א) חוסר ודאות - חיסרון משמעותי של מבחן התוחלת, ואולי אף המשמעותי ביותר, הוא חוסר הוודאות שביישומו. מבחן התוחלת הוא מבחן גמיש ועמום יחסית אשר נבחן בהתאם להערכות החברה ביחס לכל אחד משני הפרמטרים: הסתברות להתרחשות האירוע והשפעתו הצפויה של האירוע. מכיוון שעסקינן בפרמטרים שלרוב הם עמומים בהחלט יתכן כי מספר אנשים אשר יידרשו לבחון את אותם הפרמטרים באותן הנסיבות יגיעו לתוצאות שונות. מצב בו נושא משרה אחד יסבור כי שקלול הפרמטרים מוביל למסקנה כי המידע אכן חצה את רף המהותיות בעוד שני יסבור אחרת, כאשר לכל אחד נימוקים והסברים שונים, יוצר חוסר ודאות אשר ממנו יש להימנע ככל הניתן, הן במשפט בכלל והן בכל הנוגע להסדרה המשפטית של שוק ההון בפרט. אי ודאות היא אויב משמעותי ביותר של שוק ההון, שוק הון מפותח מחייב קיום אטמוספירה של ודאות ויציבות ברמת סבירות גבוהה לגבי כללי המותר והאסור כאשר לשחקנים המרכזיים בשוק ההון יש הכרח וצורך בקיומם של כללים ודאיים, ככל שניתן ומתאפשר, לשם הסדרת פעילותם. במצב דברים בו כל נושא משרה עשוי להגיע למסקנה אחרת בדבר מהותיות המידע לאור הפעלת שיקול דעת ובחינת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

הנסיבות, סביר להניח כי חברות מדווחות אשר יחששו מלהפר את חובות הדיווח המוטלות עליהן יבקשו לקבל חוות דעת מומחים לעניין יישומו של מבחן התוחלת ביחס לאירוע או עניין מסוים. גם כאן סביר להניח שמספר המסקנות ביחס ליישום מבחן התוחלת יהיה כמספר המומחים אשר נדרשו למלאכה. יוער כי ספק אף אם יהיה באותן חוות דעת, כלכליות או משפטיות, כדי להגן על החברות מפני תביעות עתידיות (בין תביעות אזרחיות ובין פליליות או מנהליות) שכן כפי שצוין לעיל אף בין השופטים ישנן מחלוקות לרוב ביחס ליישום מבחן המהותיות.

יצוין עוד כי אף חסידי מבחן התוחלת טרם גיבשו עמדה אחידה שתבהיר בפני הצדדים המבקשים לאמץ מבחן זה מה הם הפרמטרים הקובעים ואיך מחשבים אותם. כך, **בעניין אפריקה תעשיות** אימצה הש' רונן את קביעות ועדת האכיפה לעניין רכיב העוצמה כי מדובר ב"אירוע עוצמתי" עבור התאגיד ולעניין רכיב הסבירות כי הסיכויים להצלחת המשא ומתן היו "לא מועטים", והוסיפה כי לא נדרש לכמת באופן מספרי את רכיבי העוצמה והסבירות וכן את השקלול ביניהם, שכן אין ליישם את מבחן התוחלת באופן מתמטי (פסקה 91 לפסק הדין). המלומד באום לעומת זאת, בבואו להציג את ההבדלים שביישום שני המבחנים, מיישם את מבחן התוחלת באופן מתמטי ומספרי של שני רכיביו (ראו **באום**, עמודים 493-491).

אין לצפות מנושא משרה (ומקל חומר ממשקיע סביר) שיהיה בעל ידע מעמיק ויכולת לנתח רמת סיכון וסיכוי במקרים שבהם אף מומחים לעניין יתקשו ליתן תשובה או עמדה ברורה וחד משמעית. יישום מבחן התוחלת במקרים רבים עלול להגביר את תופעת ה"כסת"ח" במובן שרצונם של מקבלי ההחלטות יהיה תמיד לגונן על עצמם מפני תביעות או העמדה לדין פלילי עקב אי דיווח וזאת על ידי פרסום מידע שבדרך כלל לא היה מפורסם על ידי החברה.

בהתאם לעיקרון החוקיות, על מבחנים משפטיים, בפרט כאלו אשר יישום שגוי שלהם עשוי להוביל אף להעמדה לדין פלילי, להיות ברורים, מובנים, ישימים, לא מסורבלים, כאלו אשר אינם דורשים אינטרפטציה מורכבת או לחילופין עורך דין צמוד או מומחה כלכלי בכדי ליישםם כראוי. מבחנים משפטיים, וכך גם מבחן המהותיות, עליהם להיות כאלו המאפשרים לכל אדם סביר להבין מה מותר ומה אסור וזאת מבלי שידרש להפעיל שיקול דעת מקצועי, משפטי מורכב וסבוך (ראו בעניין זה גם כמפורט בס"ק (ה) בהמשך).

(ב) **פרק הזמן הנדרש להערכת המהותיות** - עוד יש לתת את הדעת גם ללוחות הזמנים בהם נתונה החברה המדווחת - ראשית, יש לזכור כי סד הזמנים אשר נקבע על ידי המחוקק לצורך דיווח מיידי עת נודע לחברה המידע המהותי הינו סד זמנים צפוף של מספר שעות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

(תקנה 30 לתקנות הדוחות) ושנית, כי רכיב הזמן הוא אקוטי עת מדובר בעסקאות בין חברות, לוחות זמנים אלו מטים את הכף לטובת מבחן הניתן ליישום תוך פרק זמן קצר יותר, מבחן פשוט ליישום ככל הניתן, מבחן אשר במסגרתו לא תידרש החברה המדווחת להיזקק לבחינה מעמיקה ומקיפה, עליה יש לחזור מספר פעמים בשלבים שונים בהתפתחותו של האירוע העתידי, והכל תוך הסתייעות במומחים ויועצים, לצורך הערכת המהותיות. מבחן התוחלת איננו נותן מענה לחברות בפן זה ויש להניח כי יישומו במקרים מורכבים יקשה על החברות לעמוד בלוחות הזמנים שנקבעו על ידי המחוקק.

(ג) הצפת המשקיעים במידע - יישומו של מבחן התוחלת, מבחן עמום וגמיש, לצורך הכרעה בסוגיית מהותיות של מידע לצורך דיווח לציבור, עלול להציף את המשקיעים במידע עודף שאיננו בהכרח מהותי, שכן החברות המדווחות החוששות מפני הפרת חובת הדיווח (אשר בגינה עשויה להיות סנקציה אזרחית, מנהלית ואף פלילית) עשויות להעדיף פרסום מידע שאינו בהכרח מהותי, בכדי לא להפר חובותיהן.

ברי כי אין יתרון בפרסום כל מידע שהוא למשקיע, אף מידע שאיננו מהותי. פרסום מידע שאינו מהותי עלול להזיק לחברות בפן העלויות שגילוי נרחב שכזה יטיל עליהן, להקשות על החברות בהתנהלותן היומיומית תוך הצורך ביישום בלתי פוסק של רגולציה, אך מעבר לכך - גילוי עודף של מידע שאיננו מהותי עלול בעיקר להזיק למשקיעים ולהשפיע באופן שגוי על החלטותיו של המשקיע הסביר בבואו לבצע פעולות בניירות ערך, בין אם עקב חוסר היכולת של המשקיע הסביר לברור בעצמו את המוץ מין התבן, להבחין בין המידע המהותי לבין זה שאיננו מהותי ו"לתמחר" את השפעתו וכך לקבל החלטה מושכלת, ובין אם עקב הקושי המעשי של המשקיע הסביר להכיל את כלל הדיווחים ולהתעדכן בכמויות גדולות של מידע שיפורסמו על ידי החברות. ראו לעניין זה ע"פ 2103/07 הורוביץ נ' מדינת ישראל, פסקה 38 לפסק הדין (31.12.2008) שם נקבע:

"... ההגנה הרחבה על המשקיע הסביר אין משמעה כי יש לחשוף בפניו כל פרט הנוגע לחברה ולהציפו בפרטים עד כי לא יהא ביכולתו למצוא את רגליו וידיו ביניהם. המחוקק לא ביקש לעמוס על כתפיו של המשקיע הסביר, שככלל אינו גורם מקצועי בעל הבנה ומומחיות בשוק ההון, אינספור פרטים שייתכן שאין לו היכולת להתמודד עימם ולברור מהם את אלה החשובים לו לצורך קבלת החלטה (...). תחת זאת נדרשת נפה, מסננת אשר תותיר בפני המשקיע הסביר אך את אותו מידע הנחוץ לו לשם קבלת החלטה. נפה זו מגולמת במבחן המהותיות..."

כך מציינת גם פסרמן-יוזפוב (שם, עמוד 177):



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

"אם מידע הוא לב לבו של שוק ההון, מדוע אין לחייב חברות ציבוריות לגלות כל דבר המתרחש בהן? סיבה עיקרית לכך הינה העלויות העצומות הכרוכות בגילוי. העלויות הגבוהות מחייבות סינון וניפוי של המידע החייב בגילוי. שיקול נוסף שלא לחייב לגלות 'הכול' הינו החשש כי גילוי רחב מדי עלול לקבור את המשקיע תחת ערימת פרטים שוליים, דבר אשר אין בו כדי לסייע בקבלת החלטת השקעה... היום, כאשר מודעים להטיות הקוגניטיביות של המשקיעים (יכולת מוגבלת לאסוף ולעבד מידע, שימת לב יתרה לפרטים סנסציוניים ועוד) חשיבות ההתמקדות בעיקר מתחדדת עוד יותר".

ראו גם עמדה משפטית 105-25 של רשות ניירות ערך "קיצור הדוחות" מיום 12.12.2012, ההנחיה דנה בקיצור של הדוחות התקופתיים בין היתר "במטרה לצמצם את היקף הגילוי ולשפר את הרלוונטיות שלו", ומפרטת גם בדבר בעיות הכרוכות בעודף מידע ובאי מובנותו.

(ד) **עלויות ומשאבים לחברות המדווחות** - כאמור, מבחן התוחלת מעניק שיקול דעת רחב ביותר לנושאי המשרה בחברה ובכך מחייבם להפעיל את אותו שיקול הדעת לצורך חישוב שני הפרמטרים העומדים בבסיס המבחן - פרמטר ההסתברות להתרחשות האירוע ופרמטר השפעתו הצפויה של האירוע, שני פרמטרים עמומים ונעלמים. חישוב שני הפרמטרים כרוך בהשקעת משאבים לא מבוטלים מצד החברה, וכפי שצוין לעיל יתכן כי פעמים לא מעטות יצריך אף את החברה להסתייע בהערכות מומחים אשר ייקרו את ההליך באופן משמעותי - חוות דעת משפטיות, חשבונאיות או כלכליות על ידי מעריכי שווי לצורך הערכת ההסתברות להתרחשות האירוע וכן לצורך הערכת השפעתו העתידית באחוזים. מעבר לכך, לאור אופיו של מבחן התוחלת, יתכן וההכרעה ביחס לשני הפרמטרים תידרש מספר פעמים לאורך חי האירוע. כך למשל, ככל שמדובר במשא ומתן לקראת עסקה, הרי שכל אימת שתחול התקדמות כלשהי במשא ומתן תידרש החברה לבחון שוב את שני הפרמטרים ולשקללם בכדי להעריך האם מדובר במידע שכבר הפך למהותי אם לאו. המבחן אם כן מצריך מהחברה המדווחת משאבים לא מבוטלים ומטיל עליה עלויות יישום גבוהות, לפחות גבוהות יותר מאלו המוטלות עליה במסגרת מבחן ההסכמה העקרונית, עלויות אשר בסופו של יום תגולגלנה לפתחם של המשקיעים.

(ה) עוד יצוין כי הפסיקה אשר אימצה את מבחן התוחלת לא קבעה מהו הרף המינימאלי הנדרש לפרמטר ההסתברות להתרחשותו של אירוע או עניין כדי שייחשב כמהותי. דהיינו, מה הוא רף ההסתברות להתרחשותו של אירוע שיש לבחון אם השפעתו הצפויה על החברה היא מהותית אם לאו לפי מבחן התוחלת? האם מדובר ברף של 40%? 30%? או שמא 15%? (ראו לעניין זה דבריו של **באום**, עמוד 521). יתכן שקביעת סף כאמור תקטין את חסרונותיו של



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

מבחן התוחלת אשר מניתי לעיל, ובעיקר תקטין את החשש מפני הצפת המשקיעים במידע שאיננו מהותי, כאשר ככל שהרף שיקבע יהא גבוה יותר כך יהיו פחות אירועים אשר ייחשבו כמהותיים לפי מבחן התוחלת. ודוק, אינני סבור כי מתפקידו של בית המשפט לקבוע רף שכזה, נושא זה ראוי שיוסדר על ידי המחוקק או על ידי הרגולטור הרלוונטי, רשות ניירות ערך. בהיעדר הוראת חוק או הסדרה מפורשת ומחייבת קביעת רף שכזה תעשה על ידי בית המשפט בנסיבות כל מקרה ומקרה, יישום שכזה כרוך כאמור בחוסר ודאות, בחשש מפני הצפת המשקיעים במידע עודף, בבדיקות מקיפות על ידי החברה ומומחים מטעמה לשם הערכת המהותיות אשר עשויות לארוך זמן רב ואשר עלותן הגבוה תעמיס על החברות המדווחות. מקל וחומר החלת מבחן עמום כזה אינה ישימה (לפחות בפן הפלילי של עבירות דיווח) כל עוד לא נקבע רף ברור שניתן ליישום באופן שמאפשר הן למקבלי ההחלטה בחברה הרלוונטית והן לפרקליטות לקבוע עמדה ברורה ככל הניתן אם נעברה עבירה פלילית אם לאו.

80. לאור האמור לעיל, סבורני כי לצורך הכרעה בדבר מהותיות של מידע בדבר אירוע עתידי על החברה לפנות ולהיעזר, ראשית, במבחן "קו בוהק", לפיו יש לבחון האם האירוע או העניין העתידיים עברו את אותה "נקודה קריטית", נקודת האל החזור, אשר לאחריה ישנו סיכוי רב יותר כי האירוע או העניין יתרחשו לעומת הסיכוי שלא יתרחשו. ככל שהאירוע או העניין העתידיים ייחשבו כמהותיים לחברה שעה שיתרחשו (ככל שיתרחשו), הרי שבחלוף אותה "נקודה קריטית" יחשב המידע אודות האירוע או העניין העתידיים כמידע מהותי החייב בגילוי ובדיווח (ראו עניין מהרשק, פסקה יא' לפסק הדין, ועניין קדץ, פסקה 24 לפסק הדין). מבחן קו בוהק איננו מבחן חף מחסרונות, אולם הבחירה במבחן קו בוהק כמבחן מועדף, ולפחות ראשוני, על פני מבחן התוחלת נובעת בעיקרה מחסרונותיו הבולטים של מבחן התוחלת לעומת מבחן קו בוהק כפי שמניתי לעיל, מן הצורך לייצר ודאות מירבית הן בקרב החברות המדווחות והן בקרב המשקיעים, ומן הצורך להסתייע במבחני עזר ברורים ליישום בסד זמנים קצר, תוך שימוש בנוסחה פשוטה ומובנית למשקיע הסביר ככל הניתן.

ודוק, עמדתי בדבר קדימותו של מבחן קו בוהק כאמור לעיל, אין משמעה כי יש לאמץ באופן מלא ובלעדי את מבחן הקו הבוהק תוך ביטול מבחן התוחלת. על החברה לבחון, בנוגע לכל אירוע או עניין עתידי, האם ראוי ואפשרי להחיל בעניינו מבחן של קו בוהק בכדי לבחון את מהותיות המידע, תוך חיפוש האפשרות "לשים את האצבע" על אותה נקודה קריטית בה מתגבש המידע אודות האירוע העתידי לכדי מידע מהותי, הכל בהתאם לנסיבות כל אירוע ועניין. ככל שמדובר במשא ומתן בין שני צדדים לקראת עסקה כלשהי (אשר ככל שיבשיל לכדי עסקה תהא אותה עסקה מהותית עבור החברה) פשוט יותר להחיל את מבחן הקו הבוהק, יש לבחון אם עברו הצדדים את הנקודה הקריטית בה סוכמה מהות הדברים ואם נראה שהמשא



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

ומתן צועד אל עבר סיכום - או אז ייחשב המשא ומתן כמידע מהותי החייב בגילוי, אולם השימוש במבחן קו בוהק איננו מוגבל למצבים מעין אלו - אף ככל שמדובר באירוע או עניין אחרים בחייה של החברה שאינם משא ומתן, אין לקבוע אפריורית כי לא ניתן להחיל בעניין אירועים אלו מבחן קו בוהק. אולם, ככל שהחברה הגיעה לכדי מסקנה כי החלת מבחן קו בוהק איננה ישימה בנסיבות העניין או שהחלתו מובילה בבירור לכך שימנע מהמשקיע הסביר מידע מהותי - תפנה היא להיעזר במבחן התוחלת לשם הערכת מהותיות המידע שבידה. בכל מקרה יש לבחון איזה מהמבחנים ראוי יותר ומתאים יותר ליישום, יישום איזה משני המבחנים יוביל לגילוי מלוא המידע המהותי למשקיע הסביר ובה בעת ימזער את חוסר הוודאות לעניין הערכת המהותיות ואת הצפת המשקיעים במידע שאיננו מהותי.

סקירת הפסיקה דלעיל והדעות שהביעו מלומדים מהאקדמיה מעלה כי לאורך הדרך עלתה השאלה - איזה משני המבחנים ראוי ונכון לאמץ. מצדדי מבחן התוחלת הצביעו על עדיפותו של מבחן זה על פני מבחן קו בוהק תוך העמדת שני המבחנים האחד מול השני ובחינת המעלות של מבחן זה אל מול מגרעות מבחן קו בוהק, וכך גם עשו מצדדי מבחן הקו הבוהק ביחס למבחן התוחלת. ולא היא. אף אחד משני המבחנים אינו חף מחסרונות ואינו נותן פתרון ראוי לכל הסיטואציות האפשריות. לטעמי, בחירת מבחן אחד ויחיד ליישום בכל קשת האפשרויות עלולה להוביל לתוצאה הבלתי רצויה של אי גילוי מידע מהותי לציבור המשקיעים, תוך הפרת הוראות הדין המחייבות דיווח בדבר מידע מהותי.

כך למשל, מקום בו חברת ענק בוחנת את האפשרות לרכוש חברה, כאשר אין ספק כי השפעת רכישה שכזו על חברת היעד תהא מהותית ביותר ואף מכוננת בחייה של אותה חברת יעד. במקרה שכזה סבורני כי אין מקום לקבוע כי המידע אודות המשא ומתן בין שתי החברות עולה כדי מידע מהותי רק בשלב בו עבר הוא את "נקודת האל חזור", הנקודה הקריטית בה סוכמה מהות הדברים, במקרה מעין זה שימוש במבחן קו בוהק עלול להוביל לכך שמידע, אשר יכול ותהא לו השפעה ממשית על שיקול דעתו של המשקיע הסביר לעניין השקעה בניירות ערך של חברת היעד, לא יובא לידיעתו של המשקיע במועד. לכן במקרה מעין זה ראוי יהיה להשתמש דווקא במבחן התוחלת ולדווח לציבור בדבר קיומו של משא ומתן אף אם הסיכוי להתממשות העסקה אינו גבוה במיוחד, ובלבד שאינו זניח. מנגד, ישנם גם מצבים בהם החלת מבחן התוחלת תוביל לכך שמידע מהותי יימנע מציבור המשקיעים, כך למשל שעה שחברה ציבורית מנהלת משא ומתן לעסקה אשר לו תתממש צפויה השפעתה על החברה לחצות את רף המהותיות, אולם השפעה זו לא צפויה להיות מהותית ביותר - במצב זה לפי מבחן התוחלת החברה תידרש לדווח על המשא ומתן (אשר כאמור תוצאותיו עשויות להיות מהותיות) רק בשלב מאוחר ומתקדם של המשא ומתן, בעוד לפי מבחן ההסכמה העקרונית דיווח מיידי היה נדרש בשלב מוקדם יותר.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

81. ער אני לכך כי גם מצב דברים זה אינו מעניק לחברה ולנושאי המשרה ודאות מוחלטת בקשר לאופן יישום מבחן המהותיות - לעד תהא מוטלת על החברה ונושאי המשרה האחריות להפעיל את שיקול דעתם בכל מקרה ומקרה ולבחון, כאלו אשר מכירים את החברה על בוריה ואת עסקיה ופעילותה באופן המיטבי, מתי יחשב המידע כמהותי מנקודת מבטו של המשקיע הסביר ועשוי להשפיע על פעולותיו בניירות ערך של החברה. מטרת מבחני העזר אינה לאיין את שיקול דעתם של החברה ונושאי המשרה אלא להקל עליהם, להכוויןם ולהעניק להם ודאות ככל הניתן, בבואם להפעילם. מחוקק המשנה סבר כי אין ביכולתו להעריך, אפריורית, כל מידע שעשוי להיות מהותי וחייב בדיווח, לכן התקין הוא את תקנה 36(א) לאותן תקנות, תקנת סל עמומה אשר מעניקה לחברה את האחריות, ויחד עמה אף את שיקול הדעת, לדווח בנוגע לכל אירוע או עניין מהותיים אשר אינם מוסדרים בתקנות באופן מפורש. בחירת המחוקק בסטנדרט גמיש לקביעת חובת הדיווח המיידית נועדה להרחיב את בסיס המידע העומד לרשות ציבור המשקיעים, תוך הכרה בכך שלא ניתן לקבוע מראש רשימה סגורה של אירועים שייחשבו לאירועים מהותיים בכל תאגיד ותאגיד (ראו פסרמן-יוזפוב, בעמוד 431). משכך הם פני הדברים, סבור אני כי לא ניתן לקבוע מבחן אחד ויחיד, לא שכן "מתמטי", לקביעת מהותיות המידע, אשר יכול להחליף באופן מלא את שיקול דעתם של נושאי המשרה בחברה, אין מקום לפתרון קסם אשר עשוי להעניק לחברות ולמשקיעים ודאות מלאה ביחס למידע החייב בדיווח, ותפקידו של בית המשפט הוא הכוונת החברות תוך קביעת מבחני עזר אשר יקטינו את חוסר הודאות ככל הניתן.

82. סיכומה של סוגיה זו: בבואה של חברה לבחון את מהותיות מידע המצוי בידה בדבר אירוע או עניין עתידיים אשר אין ודאות ביחס להתרחשותם, עליה להיעזר, תחילה, במבחן הקו הבוהק, ולבחון האם האירוע או העניין העתידיים עברו את אותה "נקודה קריטית", נקודת האל החזור, אשר לאחריה ישנו סיכוי רב יותר כי האירוע או העניין יתרחשו לעומת הסיכוי שלא יתרחשו. ככל שהאירוע או העניין העתידיים ייחשבו כמהותיים לחברה שעה שיתרחשו (ככל שיתרחשו), הרי שבחלופי אותה "נקודה קריטית" יחשב המידע אודות האירוע או העניין העתידיים כמידע מהותי החייב בגילוי ובדיווח. אולם בכך לא מסתיימת מלאכתה של החברה. ככל שהחברה סבורה כי החלת מבחן קו בוהק בעניין שבפניה איננה ישימה או שמא החלתו מובילה בבירור לכך שימנע מהמשקיע הסביר מידע מהותי - עליה לפנות ולבחון את מהותיות המידע בהתאם למבחן התוחלת ולנסות ולדלות מתוכו את המסקנה המתבקשת. הפעלת שיקול הדעת על ידי החברה ומנהליה בשני המקרים כאמור יעשה כל העת דרך עיני המשקיע הסביר, תוך בחינת השאלה האם מדובר במידע אשר ישפיע על החלטות המשקיע הסביר בביצוע פעולות בניירות ערך של החברה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

83. יובהר כי האמור לעיל מתייחס למהותיות מידע בדבר אירוע עתידי בכל הנוגע לחובות הדיווח של החברה, ואיננו נדרש בהחלטה זו לקבוע עמדה בדבר אופן בחינת מהותיות מידע לצורך סיווגו של מידע כמידע פנים. כבר נקבע בפסיקה כי אין חפיפה מלאה בין מהותיות מידע לצורך הקמת חובת הגילוי לבין מהותיות המידע לצורך סיווגו כמידע פנים (ראו דבריי בעניין קדץ, פסקה 22 לפסק הדין וההפניות שם), ואף שקיומה של חובת הדיווח תהווה אינדיקציה לכך שהמידע הינו מהותי במובן שהינו מידע פנים, אין בכך כדי לקבוע כי מידע שטרם קמה לגביו חובת הדיווח לא יחשב כמידע פנים (השוו לעניין זה עמדתו של באום התומך בהאחדת המבחן לאיתור המהותיות של מידע על אודות אירוע עתידי (באום, עמוד 508)).

33. חובת הגילוי בדבר מידע שטרם התגבש וטרם ניתן לכמת את משמעותו הכספית

84. האם יש לראות במידע כמידע מהותי החייב בגילוי רק שעה שהתגבש וניתן לכמת את משמעותו הכספית?

פרופ' ליכט מכנה בחוות דעתו מידע שאינו מלא, מדויק, ברור או "מגובש" כמידע "עמום", ומוסיף כי המאפיין המרכזי של עמימות הוא אי-ודאות. לדעת ליכט, על חברה ציבורית מוטלת חובה לבחון כל מידע המגיע אליה, אף אם הוא עמום, נזיל או איכותני בלבד, לפי עיקרון המהותיות, ולדווח עליו ככל שהוא מהותי. פרופ' ברנע טוען בחוות דעתו כי הראיה הכלכלית מגדירה מידע כמידע מהותי אם לפרסומו השפעה על מחירי ניירות הערך של החברה. לגישת פרופ' ברנע למידע עמום ורך המוגדר על ידו כמידע שאיננו מציינ גמירות כלומר מאופיין באי ודאות לגבי תוצאתו הסופית - איננו כולל נתונים כמותיים שניתן ליחסם לנתונים התוצאתיים של החברה, תהא השפעה מזערית על מחירי ניירות הערך בעת פרסומו, וכי שינויים משמעותיים במחירי ניירות הערך נגרמים מפרסום מידע קשיח, כאשר מהגדרת חוות הדעת ל"מידע שאינו קשיח" ניתן ללמוד כי פרופ' ברנע מגדיר מידע "קשיח" כמידע שיש בו גמירות וכולל נתונים כמותיים שניתן ליחסם לנתונים התוצאתיים של החברה. פרופ' ברנע אסף לצורך חוות הדעת דיווחים מידיים על פרויקטים ועסקאות של שלוש חברות נדל"ן בעלות פרופיל עסקי דומה לזה של החברה וטען כי לא נמצאה השפעה מובהקת של דיווח מידע שאינו קשיח על שינוי מחיר המניות של החברה במועד הדיווח. עוד מוסיף ברנע כי להצפת המשקיעים במידע עמום וללא השלכה כמותית עלולה להיות השפעה שלילית בנוסח "מרוב עצים לא רואים את היער". בהתאם טוען פרופ' ברנע כי תובענה על היעדר דיווח נדרשת להיות ביחס לאירוע מהותי על פי נתוני החברה - היינו כי הוא בר תרגום כמותי לשווי הן בדיווח עצמו או לחילופין על ידי המשקיע והאנליסט.

85. אין בידי לקבל את הטענה לפיה מידע הוא מהותי רק ככל שלפרסומו השפעה על מחירי ניירות הערך של החברה. כפי שצוין לעיל, לצורך הכרעה בדבר מהותיות של מידע יש לבחון האם



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

מדובר במידע אשר יש בו כדי להשפיע על החלטותיו של המשקיע הסביר הנוגעות להשקעה בניירות ערך של החברה (ראו עניין ברנוביץ, עמוד 837), כאשר השפעת המידע על המשקיע הסביר נבחנת "אקס אנטה" ולא בדיעבד לאחר שפורסם המידע, בעוד השפעת הגילוי על מחיר ניירות הערך יכולה להוות אינדיקציה בלבד לכך שמדובר היה במידע מהותי. אף לשון תקנה 36(א) אינה מסתפקת כאמור בהשפעה משמעותית על מחיר ניירות הערך בכדי להקים חובת דיווח ומציינת כי יש לדווח גם בנוגע לכל אירוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים ואשר עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד.

86. מידע בהחלט עשוי להיות מידע מהותי גם ככל שהוא לא כולל נתונים כמותיים שניתן ליחסם לנתונים התוצאתיים של החברה. ראו לעניין זה ימין ווסרמן, עמוד 47:

"בבחינת מהותיותו של פרט מידע יש ליישם מבחנים כמותיים ואיכותיים. בספרות החשבונאית, למשל, מקובל סף כמותי של חמישה אחוזים לעניין מהותיות בדוחות הכספיים (...). בנוסף לכך יש ליישם גם קנה מידה איכותי כדי לבחון את מהותיותו של פרט מידע. במלים אחרות, ייתכן שפרט מסוים יימצא בלתי מהותי בהיבט הכמותי, אולם יהיה מהותי בהיבט האיכותי, ולכן הוא טעון גילוי. סיבה אחת לכך היא כי נתונים רבים אינם ניתנים לתרגום למונחים כמותיים, אולם יש בהם כדי להשפיע על שיקולי המשקיעים".

כך למשל, במרבית המקרים, החלטה של החברה על שינוי אסטרטגיה או על כניסה לתחום פעילות חדש עולה כדי מידע מהותי, וזאת אף אם החברה או המשקיעים אינם יכולים לכמת את ההשפעה על נתונה התוצאתיים של החברה במועד הדיווח. עיקרון המהותיות איננו מבחן מתמטי גרידא ולעד מוטלת על החברה החובה להפעיל את שיקול הדעת אשר הוענק לה על ידי המחוקק ולבחון את מהותיות האירוע בהתאם לנסיבות העניין, דרך עיניו של המשקיע הסביר. לכן, על אף שהכמות הכספית יכול להוות אינדיקציה למהותיות ולהקל על החברה מלאכתה, הוא איננו חזות הכל.

ניתן ללמוד כי בגישה דומה מחזיקה רשות ניירות ערך. ב"עדכון החלטה מספר 4-99 בעניין קוים מנחים לבחינת מהותיות של טעות בדוחות כספיים ועמדה משפטית מספר 24-105 בדבר אופן פרסום דוחות כספיים מתוקנים" אשר פורסמה על ידי רשות ניירות ערך ביום 12.3.2012 נקבע נדבך כמותי לבחינת מהותיות של טעות מהותית בדוחות הכספיים המחייבת את תיקונם (למשל השפעות הטעות המיוחסת לבעלים של החברה האם מהווה 5% ויותר ביחס לרווח (הפסד) הנקי (בערכים מוחלטים) המיוחס לבעלים של החברה האם). אולם, במסגרת אותה החלטה נקבע גם נדבך איכותני למהותיות של טעות, טעות עשויה להיות מהותית ולחייב את הצגת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

הדוחות הכספיים מחדש גם אם היא אינה עומדת בחזקות הכמותיות, זאת עקב מהותיותה מן הפן האיכותני. העמדה מפרטת רשימה פתוחה של דוגמאות לשיקולים איכותניים אותם ראוי לשקול בעת בחינת מהותיות של טעות.

87. על אף האמור לעיל ומבלי לגרוע מכך, ולמרות שגם מידע איכותי ולא מכומת עשוי בהחלט להוות מידע מהותי החייב בדיווח, יודגש כי יתכנו מקרים בהם מידע לא יתגבש לכדי מידע מהותי בטרם גובשה משמעותו הכספית, מדובר במקרים בהם לא היה במידע האיכותי לבדו כדי להשפיע על החלטות ההשקעה של המשקיע הסביר. כל מקרה בהתאם לנסיבותיו הוא ובהתאם לשיקול הדעת שיופעל על ידי החברה.

4. מן הכלל אל הפרט

88. האם התגבש בידי אפי פיתוח מידע מהותי לחברה החייב בדיווח לפי חוק ניירות ערך ותקנותיו, במועד מוקדם יותר מהמועד בו פורסם הדיווח המידי על ידי החברה? להלן אבחן את טענות הצדדים ביחס לכל אחד מהפרויקטים.

פוצ'טוביה

89. בחודש יוני 2012 נודע לאפי פיתוח על דבר קיומם של דיוני ועדת הארכיטקטורה של עיריית מוסקבה ביחס למדיניות התכנון באזור בו מצוי פרויקט פוצ'טוביה. לגישת המשיבים, רק ביום 2.8.2012 הגיע לאפי פיתוח פרוטוקול הוועדה ובו נכללה החלטתה להמליץ לאפי פיתוח להפחית את השטח המבונה של הפרויקט (משטח של כ-424,180 מ"ר לשטח של כ-170,350 מ"ר), לאחר מכן JLL ביצעה הערכת שווי מחודשת אשר ביטאה הפחתה בשווי הפרויקט של כ-72 מיליון דולר.

המשיבים טוענים כי העובדה שוועדת הארכיטקטורה דנה באזור בו מצוי הפרויקט אינה בעלת השלכה על הפרויקט או בעלת נפקות כלכלית ולכן אינה מצריכה דיווח. כן הוסיפו המשיבים כי שינויים אפשריים בעמדת רשויות התכנון מוצגים בדוחות החברה כגורם סיכון וידועים לפיכך למשקיעים. פרופ' חמדני טוען כי פרויקט זה לא סווג כמהותי או כמהותי מאוד במסגרת הדוח השנתי של החברה לשנת 2011 ולפיכך לא נכלל בדוח האמור מידע ספציפי בקשר לפרויקט (כן לא דווח שטח הבניה המתוכנן). פרופ' ברנע טוען כי המידע שמתקיימים דיונים באזור בו מצוי הפרויקט אינו תורם למשקיע שכן אין מדובר במידע תכנוני קונקרטי לגבי הפרויקט עצמו ואין מדובר בנתון כמותי בעל השפעה על שווי הפרויקט.

המבקש טוען מנגד כי המידע שנודע בחודש יוני 2012 היה ספציפי ונקודתי מזה שהיה ידוע לחברה קודם לכן, מה שמעלה את מידת מהותיותו. כמו כן, העובדה כי אפי פיתוח פנתה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

לגורמים בקרב הרשויות לאחר שנודע לה המידע מעידה על כך שהמידע התפרש אצלה כמהותי, וכי כבר אז הבינה כי לשינוי מדיניות התכנון עתידה להיות השפעה מהותית שלילית על הפרויקט. פרופ' ליכט בחוות דעתו טוען כי המהלכים בעיריית מוסקבה והמגעים מולה היו "עובדות היסטוריות" - אירועים שכבר התרחשו אשר היו טעונים דיווח עוד טרם היה בידי אפי פיתוח אומדן כספי מגובש של ההשלכות, בנוסף החברה ייחסה את ההפחתה המשמעותית בזכויות הבניה במיזם לרבעון השני אשר הסתיים בסוף יוני 2012.

עוד הוסיף המבקש כי במצגת שפורסמה על ידי החברה למשקיעים בחודש מאי 2012 (הוגשה וסומנה כ-ת/3) הוצג פרויקט זו ושטח הבניה המקורי, לפני שהוקטן עקב החלטת ועדת הארכיטקטורה, ולפיכך חלה על החברה חובה לעדכן את המשקיעים בדבר הקיטון המשמעותי בשטחו. המשיבים טענו מנגד, במסגרת הסיכומים בעל פה, כי המידע שהוצג במצגת לא מעלה ולא מוריד, עדיין מדובר בנכס לא מהותי שהחברה נדרשת לדווח לגביו בדיווח מצרפי בלבד.

90. השאלה אם כן ביחס לפרויקט זה הינה האם המידע בדבר דיוני ועדת הארכיטקטורה, אשר נודע לאפי פיתוח עוד ביוני 2012, היה טעון דיווח מיידי? סבורני כי יש להשיב על כך בשלילה.

דיוני ועדת הארכיטקטורה מהווים פתיחה בהליכי תכנון ביחס לשטח בו מצוי הפרויקט. ראשית, ספק בעיני אם יש לראות בפתיחת דיוני ועדת הארכיטקטורה ואף במגעים שניהלה החברה עם עיריית מוסקבה עם היוודע לה המידע כחורגים מעסקיה הרגילים של החברה. העיד על כך מר מרק גרויסמן, אשר שימש אותה עת כדירקטור אקזקיוטיבי באפי פיתוח, בחקירתו הנגדית (ראו פ/ 8.4.2014, עמוד 76, החל משורה 6) [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"ת. אי אפשר לשפוט בצורה אחידה את כל הפרוייקטים, כל פרוייקט צריך לבחון בצורה מאוד מיוחדת. בפרוייקט פושטוביה היה ועדה עירונית, והועדות האלה הן מתכנסות לעיתים תכופות, והמוקד של הועדה הזו לא היה הפרוייקט הזה, הועדה התרכזה ברובע בו הפרוייקט הזה ממוקם. ועצם העובדה שועדה כזו התכנסה, לפי שיקולי, לא היה שום צורך לפרסם את המידע זה. מאז, היו עוד מאות ועדות כאלה שתכנסו, וחלקן דנו בפרוייקטים שנוגעים לנו".

כמו כן אינני סבור כי למידע בדבר דיוני ועדת הארכיטקטורה צפויה היתה להיות השפעה משמעותית על מחיר ניירות הערך של החברה. אבאר.

ראשית, בתקופה הרלוונטית לאזהרת הרווח מושא הבקשה לאישור דיווח החברה את דוחותיה התקופתיים בהתאם להוראות הנחיות גילוי בנוגע לפעילות נדל"ן להשקעה אשר פורסמה בינואר 2011 על ידי רשות ניירות ערך (להלן: "הנחיות הגילוי"). מטרת ההנחיה היתה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

"שיפור הרלוונטיות, ההשוואתיות (בין תאגידים שונים ובין דוחות של אותו תאגיד בתקופות שונות) והוודאות של כללי הגילוי בענף הנדל"ן המניב". הנחיית הגילוי יצרה שלוש רמות גילוי אשר לכל אחת מהן נקבע סף גילוי אחר: האחת, רמה מצרפית של הפעילות כולה; השניה, רמת הנכסים המהותיים לגביהן ידרש גילוי תמציתי הכולל את הנתונים המרכזיים המתייחסים לנכסים ברמת הנכס הבודד, והשלישית, רמת הנכסים המהותיים מאוד אשר יזכו לגילוי מקיף עוד יותר. פרויקט פוצ'טוביה לא סווג כמהותי מאוד ואף לא כמהותי, ולכן הדיווח בגינו במסגרת הדוחות התקופתיים ניתן ברמה המצרפית בלבד. מקובלת עלי עמדתו של פרופ' חמדני לפיה מכיוון שהפרויקט לא סווג כמהותי הרי שהחברה לא נדרשה לפרסם לגביו מידע פרטני בדוחותיה התקופתיים ולפיכך לא נדרשה גם לעדכן את המשקיעים בדברים שינויים פרטניים ביחס לפרויקט. כמו כן, ככל שמדובר בפרויקט אשר עקב הגדרת רשות ניירות ערך איננו נחשב כנכס מהותי מבחינה כמותית, אינני סבור כי יש ליחס לירידה בשוויו השפעה משמעותית על מחיר ניירות הערך של החברה.

91. ניתן אף לבחון את האירוע כאירוע עתידי אשר אין ודאות להתרחשותו או שתוצאותיו אינן ודאיות, כאשר האירוע העתידי הוא הפחתה בשווי הפרויקט. סבורני כי עת מדובר בחברה העוסקת בנדל"ן להשקעה, המנהלת מגעים תכופים עם רשויות תכנון בערים בהן מצויים פרויקטים בבעלותה - מגעים המהווים חלק ממהלך עסקיה הרגיל, אין מקום לקבוע כי "הקו הבוהק", "הנקודה הקריטית" בה הופך המידע לכדי מידע מהותי, הינו המועד בו עירייה או ועדה מוועדותיה פותחת בהליך תכנוני או בדיונים ביחס למדיניות תכנון של שטח מסוים. קביעת הנקודה הקריטית בשלב התחלתי זה עשויה להביא לכך שהחברה תידרש לדווח דיווחים מיידיים באופן תכוף תוך שהיא מוסרת למשקיעים מידע לא מהותי ולא רלוונטי, מידע שהמשקיעים, כמו גם החברה עצמה, אינם יודעים לקבוע מה השפעתו הצפויה על החברה ועל שווייה, מידע אשר איננו תורם למשקיע הסביר בבואו לבצע פעולות בניירות ערך של החברה.

סבורני גם כי אין לקבוע את הנקודה הקריטית בה המידע מתגבש לכדי מידע מהותי בשלב בו מקבלת החברה את המלצת העירייה להפחית את השטח המבונה של הפרויקט. גם המידע בדבר המלצה להפחית את השטח המבונה של הפרויקט אינה מהווה מידע אשר היה תורם למשקיע הסביר בבואו לבצע פעולות בניירות ערך של החברה או מידע שהמשקיע הסביר היה יודע להעריך את השפעתו על החברה וכך לכלכל צעדיו נכונה בבואו לפעול בניירות ערך שלה, שכן אף החברה עצמה איננה יודעת עדיין בשלב זה מה תהא השפעתה של אותה המלצה, אם בכלל. על החברה לבחון פרמטרים שונים ולשקול שיקולים מקצועיים שונים וביניהם השפעת ההחלטה על הצפיפות, על מספר הדירות וגודלן, על מחירי הדירות, על האפשרות לשווקן וכיוב' שיקולים מקצועיים בטרם תוכל לקבוע מה השלכות של אותה החלטה על החברה, וברי כי לא יהיו בידי משקיע סביר הכלים לבחון את כל אותם שיקולים ולהעריך את השפעתם על הפרויקט ושוויו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

ראו לעניין זה דבריו של מר גרויסמן בחקירתו הנגדרתי (פ/ 8.4.2014, עמוד 76, החל משורה 17)
[ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"ש. ואם שינויי התכנון הם דרמטיים, אבל עדיין אין הערכה כספית, צריך לדעתך לפרסם או לא צריך.

ת. במידה ושינויי התכנון הם דרמטיים, צריך להניח שיהיו לזה היבטים פיננסיים בפרוייקט. אבל קשה מאוד להעריך מה יהיה רוחב השינוי הפיננסי, ואתן לך דוגמא: כמו פרויקט פשוטוביה, כאשר יש לנו 424,000 מ"ר צפיפות הפרוייקט היא גבוהה מאוד. מה שאומר, שמחיר הדירה בפרוייקט הזה יהיה יותר נמוך מאשר בפרוייקט עם צפיפות פחות גבוהה, אבל יש יותר דירות למכור, מה שכנראה יקח יותר זמן למכור את הדירות האלה, וכאשר אתה עושה היוון של ההכנסה, ואתה צריך לחשב את הערך הכספי של הזמן שאתה צריך לעדכן את זה נכון להיום, תגיע למספר. מצד שני, כשאנחנו מדברים על פרויקטים בצפיפות נמוכה, ישפחות דירות, אף סביר להניח שהדירות האלה תהיינה יותר יקרות (...) יש לי הרבה שנות נסיון של עבודה בתחום הנדלן, במיוחד ברוסיה, ומראש אני לא יכול להגיד להם מה התוצאה הסופית של ההשוואה. אני יכול לומר את זה באינסטקטיביות אולי, מה יהיה היותר גדול או מה יותר קטן, אבל לא יכול להגיד כמה בדיוק. אילו אפשר היה לחשב את זה בצורה כזו, לנחשב, אני מניח שכשלושים אחוזים מהעובדים שלי היו מאבדים את מקום העבודה שלהם..."

מקובלת עלי הטענה כי אף משהתקבלה בידי חברה החלטה בדבר שינוי תכנוני של פרויקט מסוים, אין בידי החברה אפשרות להעריך, באופן מיידי, מה היא השפעתה של אותה החלטה על שווי הפרוייקט. על החברה לבחון שיקולים שונים ולערוך בדיקות מקצועיות על מנת לברר מה השלכתה הכספית של אותה החלטה. שעה שאין בידי החברה אפשרות להעריך מה היא אותה השפעה כספית, ברי כי אף בידי המשקיע הסביר לא יהיו הכלים לבצע את אותה ההערכה, ולפיכך דיווח מיידי בדבר החלטת הרשויות עצמה אין בה כדי לתרום לאותו המשקיע הסביר מידע שישנה החלטתו באופן מושכל. מכאן, כי עת עסקין בשינויים תכנוניים בנכסים אשר טרם התגבשה השלכתם הכספית, סבורני כי ראוי לקבל את טענת המשיבים כי אין לראות במידע כמהותי וכי רק השילוב בין המידע התכנוני למשמעותו הכספית - הוא המידע המהותי עבור ציבור המשקיעים.

סיכומם של דברים, עת מדובר בחברות העוסקות בנדל"ן להשקעה ובפעילות שוטפת מול רשויות ועיריות בקשר להליכים תכנוניים, הרי שהנקודה הקריטית, נקודת האל חזור, בה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

מתגבש מידע בדבר הליכים תכנוניים לכדי מידע מהותי היא הנקודה בה החברה גיבשה את ההשלכה הכספית של ההליכים התכנוניים ביחס לפרויקט. ויודגש, על החברה לבצע את אותה הערכה כספית באופן מיידי ומהיר ככל הניתן לאחר שהתקבלה אצלה עמדת העירייה או הרשות או כל מידע אחר רלוונטי. למעשה, הנקודה הקריטית בה הופך המידע בדבר הפחתת השווי למידע מהותי החייב בדיווח מיידי הינה מועד הפחתת השווי עצמו, ולא קודם לכן, זאת כמובן ככל שלהפחתת השווי השפעה מהותית.

ודוק, יתכנו מקרים קיצוניים בהם יישום מבחן הקו הבוהק כאמור יוביל לתוצאה אבסורדית בה ימנע מהמשקיע הסביר מידע אשר עשוי להשפיע על פעולותיו בניירות ערך של החברה: כך למשל ככל שמדובר בפרויקט נדל"ן להשקעה אשר מהווה את נכסה העיקרי של החברה, אשר ירידה (או עליה), ולו קטנה, בשווי עשויה להשפיע על תוצאות החברה באופן משמעותי ביותר. במקרה מעין זה יהיה על החברה לבחון את השלב בו מתגבש המידע לכדי מידע מהותי בשלב מוקדם יותר, בהתאם למבחן התוחלת, ובהחלט יתכן כי המידע יהפוך למהותי כבר במועד בו תתקבל המלצת העירייה או הרשות בדבר הפחתת זכויות ועוד בטרם נקבעה ההשפעה על שווי הפרויקט. יישום מבחן הקו הבוהק עשוי להוביל לתוצאה לא רצויה גם במקרים בהם כבר על פניו, ומבלי צורך להיוועץ במומחים חשבונאיים או מעריכי שווי, ישנה ודאות גבוהה שההחלטת העירייה תפגע בשווי של הנכס המהותי במידה משמעותית - אף במקרים מעין אלו יתכן כי המידע יהפוך למהותי כבר בעת היוודע בדבר הפגיעה ועוד בטרם נבחן באופן מדויק השינוי בשווי הפרויקט.

92. לעניין המצגת למשקיעים אשר פורסמה ובה פירוט מידע בקשר לפרויקט זה ולפרויקטים נוספים, אף כאלו שאינם מהותיים, הרי שאף לו היתה מתקבלת טענת המבקש לפיה המצגת מקימה לחברה חובת עדכון בדבר שינויים החלים בנכסים המוצגים בה, הרי שחובת עדכון כאמור היתה מתייחסת לאירועים מהותיים בלבד. אכן, מקובלת עלי הטענה כי מרגע שהחברה מסרה דיווח ומידע ביחס לנכס, על אף שאינו נכס מהותי, היא יצרה ציפייה לגיטימית למשקיע הסביר כי תמשיך ותעדכן אותו בדבר אותו הנכס ככל שיהיה צורך בכך, אולם גם במקרה שכזה אין החברה נדרשת לדווח בדבר כל מידע חדש שמתקבל ביחס לנכס, וכל הרציונאליים אשר נמנו לעיל ביחס לעיקרון המהותיות מתקיימים גם ביחס לחובת העדכון. אף החובה לעדכן חלה ביחס לשינויים מהותיים בלבד, גישה אחרת היתה מעקרת מתוכן את עיקרון המהותיות אשר אומץ בתקנה 36 לתקנות הדוחות.

מכיוון שבענייננו המידע ביחס לפרויקט התגבש לכדי מידע מהותי רק בשלב בו התגבשה ההשלכה הכספית של ההליכים התכנוניים ביחס לפרויקט, הרי שלא קמה לחברה חובה לעדכן בדבר ההליכים התכנוניים קודם לכן, זאת על אף הצגת הפרויקט במסגרת המצגת אשר פורסמה למשקיעים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

הפלאזות

93. בשנים 2011-2012 ניהלה אפי פיתוח דיונים עם רשויות עיריית מוסקבה ביחס למספר פרויקטים באזור, וביניהם הפלאזות, בנוגע להחלטת העירייה להקטין את היקפי הבנייה במרכז העיר, לגבי ארבעה הגיעה להבנות עם העירייה - מידע לגבי הבנות אלו פורסם בדוחות מיידיים של החברה. בדוח המיידי מיום 29.11.2011 צוין במפורש כי ההבנות שהושגו אינן נוגעות לפרויקטים פלאזה 2 ופלאזה 1b. במקביל המשיכה אפי פיתוח בדיונים מול העירייה בנוגע לפלאזות, ובחודש מרץ 2012 שלחה היא מכתב לסגן ראש העיר בו ביקשה מהעירייה להבהיר את אפשרויות הפיתוח ביחס לפלאזות. רק בתחילת חודש אוגוסט הובהר לאפי פיתוח, בעל פה, כי בנוגע לפלאזות התקבלה החלטה סופית לפיה לא מוענקות זכויות נוספות לפיתוח הפרויקטים וכי ניתן רק לשפץ את הנכסים הקיימים.

לטענת המשיבים, במסגרת שיחת הוועידה שהתקיימה ביום 7.8.2012 הובא המידע לידיעת החברה, ועמדת מעריכי השווי היתה כי החלטה זו מביאה להפחתה כוללת של כ-57 מיליון דולר בגין הפרויקטים. החברה דיווחה אודות ההפחתה מטעמי זהירות כבר ביום 13.8.2015, וזאת על אף שההודעה הרשמית בכתב מהעירייה התקבלה רק ביום 15.8.2012 וחוות הדעת של השמאים נחתמה רק ביום 21.8.2012. פרופי חמדני מדגיש כי גם פרויקטים אלו לא סווגו על ידי החברה כנכסים מהותיים מאוד או מהותיים ולפיכך לא נמסר ביחס אליהם מידע קונקרטי.

פרופי ליכט מצביע בחוות דעתו על כך שבנוגע לפרויקטים אלו דיווחו שתי החברות דיווחים מיידיים פעמיים בשנת 2011 ופעם נוספת באוגוסט 2012 על אף שדובר היה במידע עמום, ובכך גילו החברות דעתן כי עמימות המידע כשלעצמה אינה יכולה לשמש תירוץ לאי דיווח מידע מהותי.

94. הדברים האמורים לעיל ביחס לפרויקט פוצ'טוביה יפים גם לעניין הפלאזות. אף כאן המגעים מול עיריית מוסקבה, הדיונים ושליחת המכתב בחודש מרץ 2012 מהווים חלק ממהלך העסקים הרגיל של החברה ואינם חורגים מעסקי התאגיד הרגילים. ניתן ללמוד על כך מדבריו של מר מנשה שגיב, אשר שימש אותה כת כסמנכ"ל הכספים של החברה, בחקירתו הנגדית, עת התייחס לשאלת עו"ד מנור מדוע לא התייחס בתצהירו לכך שנשלח מכתב ממר גרויסמן לעיריית מוסקבה (פ/31.3.2014, עמוד 68, החל משורה 23):

"ת. אני לא חושב שזה משהו חשוב, אני חושב שזה חלק מהתנהלות שגרתית נכונה בין יזם מרכזי ובין הגורמים השלטוניים שקשורים בנדל"ן במקום, וזה במהלך רגיל, עסקים רגיל, התנהלות רגילה, נשלחים מכתבים, נשאלים שאלות. יש חברות במדינת ישראל, דניה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיזוני:

סיבוס, גם מההבדל ביניהם, גם אפריקה ישראל הן בארץ והן אפי מול עיריות והשלטונות במזרח אירופה ובמספר מדינות, הם הולכים כמידי יום, שואלים, מתעניינים, מבקשים".

כמו כן, כפי שציין פרופ' חמדני, גם פרויקטים אלו לא סווגו כפרויקטים מהותיים מאוד או מהותיים בהתאם להנחיית הגילוי, ועד לאותו המועד טרם ניתן לגביהם מידע פרטני.

יישום מבחן הקו הבוהק ביחס לפלאזות מוביל שוב למסקנה כי המידע לא התגבש לכדי מידע מהותי במועד מוקדם יותר ממועד הדיווח (יצוין כי המידע הובא לידיעת אפי פיתוח בתחילת אוגוסט 2012, הובא לידיעת החברה ביום 7.8.2012 ואזהרת הרווח פורסמה רק מספר ימים לאחר מכן ביום 13.8.2012, אולם אף המבקש עצמו אינו טוען כי בשיהוי שחל בין 7.8.2012 לבין 13.8.2012 יש בכדי להוות הפרה של חובת הגילוי על ידי החברה).

כאמור לעיל, עת מדובר בחברות העוסקות בנדל"ן להשקעה ובפעילות שוטפת מול רשויות ועיריות בקשר להליכים תכנוניים, הרי שהנקודה הקריטית, נקודת האל חזור, בה מתגבש מידע תכנוני בדבר הליכים תכנוניים לכדי מידע מהותי היא הנקודה בה גיבשה החברה את ההשלכה הכספית של ההליכים התכנוניים ביחס לפרויקט (זאת לאחר שקיבלה היא את עמדתה הסופית של העירייה או הרשות ובחנה, באופן מיידי ככל הניתן, את השלכת אותה העמדה על שווי הפרויקט). בשלב זה יתגבש המידע לכדי מידע מהותי החייב בדיווח, וזאת כמובן ככל שהשפעת אותו מידע על החברה הינה השפעה מהותית. במקרים קיצוניים בהם יישום מבחן הקו הבוהק יוביל לתוצאה לא רצויה לפיה ימנע מהמשקיע הסביר מידע אשר עשוי להשפיע על פעולותיו בניירות ערך של החברה, יהיה על החברה לבחון את השלב בו מתגבש המידע לכדי מידע מהותי בשלב מוקדם יותר, בהתאם למבחן התוחלת.

בענייננו החברה דיווחה לציבור בדבר ההפחתה בשווי עת קיבלה לכך אינדיקציות ברורות הן מהעירייה והן ממעריכי השווי, ולא המתינה לקבלת מכתב רשמי מהעירייה או חוות דעת חתומה ממעריכי השווי. החברה למעשה דיווחה לציבור בדבר הפחתת השווי כבר שעה שהמידע שהיה מצוי בידיה היה מגובש וקונקרטי דיו והיה בו כדי לתרום למשקיע הסביר לצורך קבלת החלטותיו ביחס לפעולות בניירות הערך של החברה, ולא המתינה לקבלת המידע באופן רשמי ופורמאלי, בכך פעלה החברה באופן ראוי.

אין מדובר בנכס מהותי ביותר לחברה, ולכן אין מדובר במקרה בו יישום מבחן הקו הבוהק מוביל לתוצאה אבסורדית אשר הצריכה את בחינת מהותיות המידע לפי מבחן התוחלת.

95. אף טענתו של פרופ' ליכט בחוות דעתו כי בנוגע לפרויקטים אלו דיווחו שתי החברות דיווחים מיידיים פעמיים בשנת 2011 ופעם נוספת באוגוסט 2012 ולפיכך היה עליהן להמשיך ולעדכן



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

בדבר שינויים בפרויקטים, התבררה כמוטעית במסגרת חקירתו הנגדית (ראו פ' 17.2.2014, עמוד 41, החל משורה 4):

"ש. מה לגישתך היה מידע מהותי שהיה צריך להיות מדווח בנוגע לשני הפלאזות?

ת. אני הייתי מתחיל בסעיף, אנחנו מדברים על עמ' 23 4.4. ב'. כלומר סעיף קטן א זה רקע שחשוב מהסיבות שאמרתי קודם, בעצם החברה יוצרת מסגרת, מדווחת על דברים מסוימים, דברים מאותו סוג כבר לא מדווח, ואחר כך קורים דברים נוספים.

(...)

ש. לא, זה לא בנוגע לפרוייקטים האלה, כתוב איזה, בנוגע לפלאזות... וכפיצוי ניתנו זכויות בפרוייקטים אחרים, אלה ההבנות הבלתי מחייבות".

ובהמשך חקירתו הנגדית של פרופ' ליכט, בעמוד 42, החל משורה 5:

"ש. עושה רושם שבעצם הבלבול נבע מכך שאדוני ייחס את מה שיש בסעיף 60 [לכתב התשובה של המשיבים, ח.כ.] כאילו להמשך. כאילו מדובר באותם מזמים.

ת. גם אני נוטה למחשבה הזאת, אבל אני כותב מ-61 עד 65. יכול להיות שטעיתי".

כלומר, הדיווחים המיידיים שפרופ' ליכט סבר אשר פורסמו בעבר ביחס לפלאזות (כמפורט בסעיף 4.4.א. לחוות דעת ליכט) התייחסו למעשה לפרויקטים אחרים ולא לפרויקטים דנן. באחד מהדיווחים (אשר צורף כנספח 5 לתגובת המשיבים) צוין מפורשות כי ההבנות שהושגו, ובקשר אליהן דיווחה החברה, **"אינן נוגעות לפרויקטים הנוותרים באזור Tverskaya Aztava Plaza II ו- Plaza Ib...".** לפיכך אין ממש בטענה כי חלה חובת דיווח נוספת ביחס לפרויקטים דנן שעה שחלה התקדמות מסוימת בעניינם מול עיריית מוסקבה.

קוזינסקיה

96. ביחס לפרויקט זה החליטה החברה לשנות את התכנון הצפוי לפרויקט עקב יוזמה ממשלתית להרחבת גבולותיה הרשמיים של מוסקבה לכיוון דרום-מערב אשר נכנסה לתוקף ביום 1.7.2012, בעוד פרויקט קוזינסקיה מצוי בצד המזרחי של העיר.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

המשיבים טוענים כי עקב הרחבת גבולות העיר ושינוי מיקוד עיקר פעילות הפיתוח זיהתה אפי פיתוח צורך בעדכון תכנית הפיתוח של פרויקט זה הממקום בצד השני של העיר. אפי פיתוח עדכנה את הקונספט התכנוני של הפרויקט ושדרגה את מפרט הנכס המיועד להיבנות, עדכון אשר הוביל לקיטון בשטחיו המניבים לצד גידול בעלויות ההקמה וגרם לירידה בשווי ההון. המשיבים טוענים כי נדרש זמן לבצע את השינוי התכנוני ורק במהלך אוגוסט 2012 התבהרו ההשלכות על שווי של הפרויקט. לגישת המשיבים עצם ההודעה בדבר הרחבת גבולות העיר איננה מהותית. פרופ' חמדני מציין כי החלטת החברה בדבר שינוי התכנון והפחתת השווי שנבעה מכך לא היתה תוצאה מתחייבת של החלטה הרשויות אלא תוצאה של הפעלת שיקול דעתי עסקי של ההנהלה. גם פרויקט זה לא היה נכס מהותי מאוד או מהותי של החברה, לפיכך הערכת שווי שלו לא צורפה לדוחות החברה.

המבקש טוען מנגד כי על החברה היה לדווח אודות החלטת עיריית מוסקבה בדבר הרחבת גבולות העיר והשינויים התכנוניים בפרויקט זה עקב כך, כבר ביום 1.7.2012 (עם קבלת ההחלטה הפורמאלית), אף אם בנקודת זמן זו טרם התבררו ההשלכות המדויקות, שכן כבר על אתר הובן כי ההחלטה משנה באופן דרמטי את הפרויקט ואת שווי, והחברה אף פנתה לבחינת האפשרויות לשינוי תכנוני. במסגרת הסיכומים בעל פה הביע עו"ד מנור דעה אחרת ולפיה דיווח מיידי נדרש בנקודת הזמן שבה מעריכי השווי ציינו בפני אפי פיתוח שיש לבצע שינוי תכנוני בפרויקט (ראו פ/ 23.6.2014, עמוד 15, החל משורה 24):

"אז אני חושב שברגע שג'י.אל.אל אומרים לאפי פיתוח רבותי, את הפרויקט הזה אנחנו נצטרך לשנות. אין ברירה, אנחנו נצטרך לשנות אותו מכיוון שהרחבת העיר והעברת משרדי הממשלה לכיוון דרום מערב יוצרת ואקום בצד המזרחי, אתם צריכים לשנות את הקונספט ואתם צריכים להפוך את זה מפרויקט משרדי לפרויקט מסחרי, אתם צריכים להשקיע פה כספים ושטחים. ואם זה קורה ביולי 2012, אז ביולי 2012 צריך להיות דו"ח מיידי. לא צריכים לחכות עד שיהיה, לנקוב במספר באוגוסט...".

פרופ' ליכט מציין בחוות דעתו כי על אף שהאומדן הכספי לגבי המשמעויות הכספיות התגבש רק בראשית אוגוסט 2012 הרי שהיקפו הגדול של המיזם וההיבטים הדרמטיים של שינוי סביבתו הם שהקנו לאי הוודאות מהותיות המצמיחה דיווח.

97. אף לעניין פרויקט זה סבורני כי לא התגבש מידע מהותי בידי אפי פיתוח קודם למועד הדיווח המיידי. ראשית, אף הנכס דנן לא סווג כנכס מהותי מאוד או כנכס מהותי ולפיכך המשקיעים לא זכו לקבל אף קודם לכן מידע פרטני בנוגע לפרויקט ובנוגע לשווי. שנית, המידע בדבר



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

כניסתה לתוקף של היוזמה הממשלתית איננו עולה לכדי מידע מהותי שכן אף לו היה מפורסם לציבור המשקיעים לא היה בו כדי לתרום למשקיע הסביר בבואו לבצע פעולות בניירות ערך של החברה, מדובר במידע שבו לכשעצמו לא היתה כל התייחסות ספציפית לפרויקט, ולא ניתן לצפות שהמשקיע הסביר ידע להעריך את השפעתו על החברה. אף החברה בשלב זה לא ידעה כיצד המידע האמור ישפיע על שווי הפרויקט, ורק בשלב זה החלה בעדכון התכנוני של הפרויקט. ראו לעניין זה דבריו של מר גרויסמן בחקירתו הנגדית (פ/ 8.4.2014, עמוד 77, החל משורה 7) [ההדגשות שלי, ח.כ.]:

"ש. ... האם הרחבת הגבולות של העיר מוסקבה ב-1.7 שאתה אומר שהשפיעה על פרוייקטים של אפי פיתוח, שהיתה צפויה להשפיע על פרוייקטים של אפי פיתוח, האם כשאתה יודע שהרחבת גבולות העיר משפיעים על אפי פיתוח, מבחינתך כמנכל לא טעון פרסום לציבור המשקיעים.

ת. ראשית, מראש לפני הזמן לא יכולתי לדעת שזה ישפיע. העיר מוסקבה היא עצומת מימדים, ענקית. היה לזה השפעה, אחרי שזה קרה, זה אכן השפיע, זוהי עובדה בשטח, וזה מה שאני אומר. אף מראש בזמן ההוא לא יכולנו לדעת שזה ישפיע. אפילו אם אניח שיכולנו לנחש שתהיה לזה השפעה, לא היה לנו דרך לדעת מה תהיה ההשפעה הפיננסית של אותם שינויים. ולהערכתי באותו מידע שאנחנו מוסרים לציבור, אנחנו צריכים להיות מדוייקים כדי לא להטעות את הציבור, אחרת אנחנו גורמים נזק לציבור במקום להיטיב עמו".

מקבל אני את עמדתו של פרופ' ברנע, כפי שאף הוצגה בחקירתו הנגדית, לפיה שינוי קונספט תכנוני כשלעצמו אינו מספיק על מנת להקים חובת דיווח, אלא נדרשת בחינה שתאפשר ללמוד מה היא השפעתו של אותו שינוי קונספט על נייר הערך של החברה (פ/ 8.4.2014, עמוד 86, החל משורה 27):

"ש. האם מבחינתך שינוי הקונספט התכנוני של פרוייקט מסויים כתוצאה מהחלטות ועדת ארכיטקטורה מהווה מימוש לגורם הסיכון ומחייבת כמובן עדכון ודיווח למשקיעים.

ת. במקרים אחרים כן, ובמקרים אחרים לא. כי למשל יש גורמים מפצים, יכול להיות שעצם שינוי התכנון שלוקח מהחברה משהו גם נותן לחברה משהו, צריך לראות למה אתה מתכוון במקרה הספציפי. אם יש קיזוז על השפעה על הערך. אתה לא מסכים לנקודות המוצא. האם



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

לדיווח תהיה השפעה משמעותית או מהותית על ניירות הערך של החברה, זו מבחינתי השאלה החשובה."

לפיכך, גם ביחס לפרויקט זה יש ליישם את הקביעה כי הנקודה בה מתגבש מידע בדבר עדכון תכנוני של הפרויקט לכדי מידע מהותי החייב בגילוי, גם שעה שאותו עדכון תכנוני נבע מהחלטה עסקית של החברה ולא מהחלטה שנכפתה עליה על ידי הרשות, היא הנקודה בה גיבשה החברה את ההשלכה הכספית הנובעת משינוי התכנון של הפרויקט.

בוטניק גרדן

98. מדובר בהחלטת אפי פיתוח למחוק את השקעתה בפרויקט זה (בסכום של כ-65 מיליון דולר) עקב חדלות פירעון של המשקיעה הראשית בו, שהיא חברה פרטית בבעלות מלאה של עיריית מוסקבה.

המבקש טוען כי לא ידוע מה המועד בו הגיע למחלקה המשפטית של אפי פיתוח מידע בדבר הקלעות המשקיעה הראשית להליכי חדלות פירעון ומוסיף כי אם רק ביום 2.8.2012 התגבשה העילה לביצוע ההפחתה בגין פרויקט זה, לא ברור כיצד בוצעה הפחתה במסגרת הדוח לרבעון השני שהסתיים בתאריך 30.6.2012. המשיבים טוענים מנגד כי ביום 2.8.2012 הוגשה לבית המשפט במוסקבה, על ידי נושה צד ג', בקשה להכריז על המשקיעה הראשית בפרויקט כחדלת פירעון וכי מידע על הבקשה הגיע לידיעת אפי פיתוח רק ביום 5.8.2012, המחלקה המשפטית של אפי פיתוח בחנה את משמעות הגשת הבקשה, וביום 10.8.2012 הוצגה להנהלה תוצאות הבדיקה שהביאה את הנהלת אפי פיתוח למסקנה כי בהסתברות גבוהה, ההשקעה בפרויקט אינה בת השבה ויש לבצע בגינה הפרשה מלאה בדוחות הכספיים.

99. מר גרויסמן בחקירתו הנגדית התייחס למועד בו הגיע המידע בדבר הליכי חדלות הפירעון של המשקיעה הראשית לידיעת אפי פיתוח (פ/ 8.4.2014, עמוד 77, החל משורה 17):

"ש. נעבור לפרוייקטים עצמם, הגן הבוטני, בסעיף 67 אתה כותב שלמחלקה המשפטית נודע שהחברה העירונית נקלעה להליכי חדלות פרעון. מתי נודע למחלקה המשפטית.

ת. לדעתי זה קרה בסביבות 5.8.

(...)

ש. מתי נודע לכם על העיקול.

ת. כל המידע הזה נודע לי בבת אחת.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

ש. מתי?

ת. המחלקה המשפטית גילתה את המידע הזה ב-5.8 ואז זה הופנה לתשומת ליבי, אני לא זוכר אם זה היה ב-5 או 6 באוגוסט, אבל זה היה בסמיכות לתאריך הזה."

100. סבורני כי לאחר שהובהרו לוחות הזמנים בכל הנוגע למידע שהתקבל בקשר לפרויקט זה, הרי שאין ממש בטענת המבקש בדבר הפרת חובת הדיווח. מדובר בסד זמנים מצומצם, כאשר מידע בדבר הבקשה להכריז על המשקיעה הראשית בפרויקט כחדלת פירעון הגיע לידיעת אפי פיתוח ביום 5.8.2012, המחלקה המשפטית בחנה את משמעות הבקשה משך זמן סביר של מספר ימים וכבר ביום 10.8.2012 הוצגה להנהלה תוצאות הבדיקה. האמור עלה גם במסגרת חקירתו הנגדית של פרופ' ליכט (פ/ 17.2.2014, עמוד 42, החל משורה 24):

"ת. לגבי הבוטניק גם במישור העובדתי, וגם המשפטי, של המידע, כיוון שכל לוח הזמנים כנראה מכווץ, אני יודע מעט מאוד על ההתרחשויות, בשלב המקדמי הזה קשה לדעת יותר (...). השותף הראשי שבו תלוי כל הפרוייקט לטעמי, נעלם, פוקע, בעיני זה ארוע מהותי.

ש. הוא נכנס לחדלות פרעון באוגוסט.

ת. זה הארוע שלגביו הזמנים הוא הכי מצומצם."

סבורני כי סמיכות הזמנים בין מועד הגעת הידיעה בדבר הבקשה להכריז על המשקיעה הראשית בפרויקט כחדלת פירעון לאפי פיתוח (5.8.2012), בחינת משמעות הידיעה על ידי המחלקה המשפטית והצגת מסקנות להנהלה (10.8.2012) ומועד פרסום הדיווח המיידית על ידי החברה (13.8.2012) מובילה למסקנה כי לא התגבש אצל אפי פיתוח מידע מהותי אשר היה על החברה לפרסם במועד מוקדם יותר ממועד הדיווח המיידית, לפיכך לא מצאתי כי נפל דופי במועד בו פורסם המידע על ידי החברה.

סיכום

101. לאור האמור לעיל מצאתי לקבוע כי ביחס לכל אחד מהפרויקטים לא התגבש בידי אפי פיתוח מידע מהותי לחברה אשר היה חייב בדיווח במועד מוקדם יותר מהמועד בו פורסמה אזהרת הרווח. המבקש לא הרים את הנטל להוכיח כי הופרה חובת דיווח על ידי המשיבים.

כפי שצוין לעיל, על מנת להוכיח כי החברה השתתתה בפרסום מידע מהותי ובכך הפרה את חובות הגילוי החלות עליה מכוח חוק ניירות ערך ותקנותיו, על המבקש היה להוכיח התקיימותם של שני רבדים, במצטבר. משלא עלה בידו להוכיח את הרובד הראשון (התגבשות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

מידע מהותי בידי אפי פיתוח במועד שקדם למועד הדיווח המיידלי הרי שהוא לא הרים את הנטל להוכיח כי ישנה אפשרות סבירה שהשאלות אשר הועלו במסגרת הבקשה לאישור יוכרעו לטובת הקבוצה. די בכך כדי לדחות את הבקשה לאישור.

102. נוכח קביעה זו, אין מקום להידרש לבחינת הרובד השני בדבר רמת הידיעה הנדרשת אצל החברה המדווחת לצורך הטלת אחריות בגין הפרת חובות דיווח - האם רק ידיעה בפועל של החברה מקימה חובת דיווח או שמא החברה חבה בחובת דיווח גם שעה שהיה עליה לדעת בדבר אירוע או עניין מהותיים?

שעה שקבעתי שלא הורם הנטל להוכיח כי היה בידי אפי פיתוח מידע מהותי לחברה במועד מוקדם יותר ממועד פרסום הדיווח המיידלי, הרי ששאלת ידיעת החברה בדבר המידע אינה מעלה ואינה מורידה לעניין חובת הדיווח החלה עליה. אף אם היה המבקש מוכיח כי החברה ידעה בדבר המידע במועד מוקדם יותר, ולחילופין אף אם היתה מתקבלת טענתו כי די בכך שהיה על החברה לדעת בדבר המידע במועד מוקדם יותר - הרי שבמועד מוקדם יותר למועד פרסום אזהרת הרווח לא היה המידע בגדר מידע מהותי החייב בדיווח והחברה ממילא לא היתה נדרשת לדווח עליו על פי דין.

103. בנסיבות אלו מתייתר אף הדיון בטענות שונות של המשיבים, וביניהן טענות בעניין הנזק הנטען ואופן חישובו ובעניין אופן הגדרת הקבוצה על ידי המבקש.

ג. סוף דבר

104. הבקשה לאישור תובענה ייצוגית נדחת.

105. באשר להוצאות, הרי שמגמת הפסיקה היא כי על בית המשפט להיזהר שמא ירתיע תובעים ייצוגיים מהגשת תובענות ייצוגיות ראויות ולנהוג מתינות בהטלת הוצאות על מבקשים שנדחתה בקשתם לאישור, ככל שאין מדובר בבקשת סרק אשר הוגשה בחוסר תום לב. ראו לעניין זה דבריו של כב' השופט ס' ג'ובראן בעניין אי.אר.אמ, פסקה 32 לפסק הדין:

"מכשיר התובענה הייצוגית הוא מכשיר דיוני בו אמורים להיות מיוצגים האינטרסים של הציבור הרחב. על הגנת אינטרסים אלו אמון בית המשפט. במסגרת השאיפה לשמר ולקדם את השימוש במכשיר התובענה הייצוגית, על בית המשפט לנהוג במתינות בבואו לחייב בהוצאות מבקשים שבקשתם נדחתה (להרחבה בסוגיית חשיבות התובענות הייצוגיות והחסמים שבהן, לרבות חסמים כלכליים, ראו:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 28110-09-12 מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח'

תיק חיצוני:

אסף פינק 'תובענות ייצוגיות ככלי לשינוי חברתי' מעשי משפט, כרך ו 157 (2014). ככל שלא מדובר בתובענת סרק שהוגשה בחוסר תום לב, אני סבור כי יש מקום להימנע מהטלת הוצאות אשר עלולות להרתיע תובעים פוטנציאליים מלנסות להגן על אינטרסים ציבוריים (לעמדה דומה ראו: פרשת אולסייל, בפסקה 7 לפסק דינה של השופטת א' חיות).

בענייננו אין מדובר בבקשת סרק או כזו אשר הוגשה בחוסר תום לב, נהפוך הוא, המבקש הינו מבקש ראוי אשר הגיש את הבקשה לאישור בתום לב ומתוך אמונה כי המשיבים הפרו את חובות הדיווח החלות עליהם.

לפיכך, אני קובע כי המבקש ישלם למשיבים הוצאות משפט ושכ"ט עו"ד בסך כולל של 60,000 ש"ח (על הצד הנמוך).

ניתן היום, ח' תמוז תשע"ה, 25 יוני 2015, בהעדר הצדדים.

חאלד כבוב, שופט