

הטלת אחריות על יועץ חיצוני החותם, או לחלופין המשפיע על פרסומו של פרט מטעה בדיווחי התאגיד - ספקטרום של גישות גלובליות שונות

חלק 3 - שומרי הסף של החברה בשנת 2016 -
כלבי שמירה או כלבי ציד?

עו"ד סיגל לזרוביץ ועו"ד ורד שיידמן¹

תוכן עניינים

פרק ראשון: הקדמה

פרק שני: אחריותו של "האדם המשפיע" על המידע המפורט במסמכי חברה
מדווחת - הגישה הקנדית

1. דמותו של "האדם המשפיע" - עיקרי פרשת Goldsmith

2. המתווה החוקי בקנדה להטלת אחריות על "אדם משפיע"

3. מבחני הפסיקה הקנדית להטלת אחריות על "מקדם"

4. המדיניות שבהטלת אחריות על המנסח בליבה של הלכת Goldsmith

פרק שלישי: הדין בישראל - האם מוטלת אחריות על גורם המשפיע על דיווח מטעה
של חברה?

1. עיגון אחריותם של יועצים חיצוניים בחוק ניירות הערך

2. תכלית אחריותם של החותמים בחוק ניירות הערך בישראל

3. פרשת לנדמארק - אחריות מצומצמת ופרשנות לשונית דווקנית

פרק רביעי: קצוות הספקטרום - דברי סיכום

1. הכותבות הינן עו"ד סיגל לזרוביץ - חברת מערכת ב-GCL - Global Comparative Law, ועו"ד ורד שיידמן - עורכת ראשית ב-GCL - Global Comparative Law.

פרק ראשון: הקדמה

שאלת אחריותם של יועציה החיצוניים של חברה לעבירות פליליות ולהפרות מסחריות של החברה להם מייעצים, נכון לשנת 2016, זכתה להתייחסותנו בשני מאמרים קודמים,² באופן מעמיק ותוך סקירת פסיקה על פני שני עשורים לפחות. במאמרים אלה דנו בהתפתחויות הפסיקותיות בתחום זה בעיקר בארצות-הברית.

בעוד שבמאמר הראשון בחנו את התפתחותה של האחריות הפלילית של יועצים חיצוניים בחברה לאחר פרשות *Enron*³ ו-*Worldcom*⁴, אשר הביאו לביסוס ולייסוד האחריות הישירה של שומרי הסף בחוק SOX⁵ בגין אי-זיהויים של "דגלים אדומים" ובגין עבירות פליליות המתבצעות בתאגיד, ואף בחנו כיצד ייושמו הלכות אלו גם בחלופ עשור לפסיקתן, הרי שבמאמר השני התמקדנו דווקא באירוע יוצא דופן שהגיע עד לבית המשפט העליון בדלוור, שבו נבחנה אחריותם של יועצים חיצוניים לסיוע להפרת חובות האמונים של הדירקטוריון. בפרשת *RBC*⁶ נפסקה חבותה של יועצת פיננסית, אשר היא עצמה זו שפעלה בניגוד עניינים בעת שייעצה לחברה, ובד בבד גם לצד השני לעסקה, מבלי לגלות לחברה כי היא מצויה משני צידי המתרס. ניגוד העניינים של היועצת החיצונית הציב גם את דירקטוריון החברה הנרכשת בניגוד עניינים, משום שדירקטוריון החברה הנרכשת נמצא כמי שלא פעל לטובת החברה עקב התנהלות היועצת, ובמסגרת זו נמצאה גם היועצת החיצונית כמי שסייעה לדירקטוריון החברה להפר את חובות האמונים שלו כלפי החברה וכלפי בעלי מניותיה בעת מכירת השליטה בחברה. מדובר בסיבוב מורכב ללא ספק, אשר חייב את בית המשפט להסכים למבנה משפטי לא פשוט. בעוד שאין חולק, כי סיוע איננו בגדר הפרה ראשית (היועצת בפרשת *RBC* נתבעה בעילת הסיוע), ובוודאי שאינו בבחינת אחריות ראשית, פרשת *RBC* עוררה סערה משמעותית בארצות-הברית, בין היתר, משום שבגין סיוע זה, חוייבה היועצת החיצונית לשאת בכ-80% מגובה

2. ראו מאמר בן שני חלקים של הח"מ, "שומרי הסף של החברה בשנת 2016 - כלבי שמירה או כלבי ציד": החלק הראשון - "אחריותם וחובותם של היועצים החיצוניים לעבירות פליליות של התאגיד - משפט משווה", פורסם בכתב העת *DEBATE* כרך ג/1 (מאי 2016); והחלק השני - "אחריותם של היועצים החיצוניים להפרת חובות האמונים של האורגנים בחברה - משפט משווה", פורסם ב-*DEBATE* כרך ג/2 (אוגוסט 2016) (להלן בהתאמה: "חלק 1 - שומרי הסף של החברה בשנת 2016", "חלק 2 - שומרי הסף של החברה בשנת 2016"). נבקש לציין, כי במובנים רבים, זהו החלק השלישי של סדרת מאמרים זו.
3. *In Re Enron Corporation Securities, Derivative and ERISA Litigation; Mark Newby, et al., Plaintiffs, v. Enron Corporation, et al., Defendants*, MDL no. 1446, Civil Action No. H-01-3624, US District Court, S.D. Texas, Houston Division (19.12.2002) פורסם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת *Enron*").
4. *In Re Worldcom, Inc. Securities Litigation*, No. 02 Civ. 3288 (DLC), US District Court, S.D. New York (15.12.2004) פורסם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת *Worldcom*").
5. Sarbanes-Oxley Act of 2002. ניתן למצוא עותק מהחוק באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "חוק *SOX*").
6. ראו: *RBC Capital Markets, LLC, Defendant Below, Appellant/Cross-Appellee, v. Joanna Jervis, Defendant Below, Appellee/Cross-Appellant*, No. 140, 2015 (Court Below: Court of Chancery of the State of Delaware, C.A. No. 6350-VCL) (30.11.2015) פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law.

נוקיהם של בעלי המניות של החברה, ובמסגרת חיוב זה, נדרשה לשלם למשקיעים סך של כ-75 מיליון דולר בגין שווי בלתי הוגן של מחיר המניה בעסקת המיזוג שהושגה תוך הפרה של חובות האמונים של הדירקטוריון (אשר מצידו לא בדק ולא וידא, כי היועצת החיצונית חפה מניגודי עניינים). פרשה אחרונה זו טמנה בחובה מסר ברור, ולמעשה, מסר חדשני מאוד מצידו של בית המשפט בדלור עבור אחרוני המפקקים באחריותם של יועצים חיצוניים, עת בגין הפרות של דיני האמונות, הוטלה אחריות נכבדה על גורמים חיצוניים שאינם בבחינת אורגנים בתאגיד, גם בשעה שהם עצמם לא חבו בחובות אמונים לדירקטוריון.

לאור כל אלה, נותרנו, אנו הכותבות, עם התהייה - איזו אבן עוד נותרה בלתי הפוכה ומצריכה דיון בימיה האחרונים של שנת 2016, בהקשר של החובה והאחריות של יועצים חיצוניים לחברה?

זאת לא אבן שנותרה בלתי הפוכה, אלא יותר בבחינת דוב נרגן שרובנו מעדיפים שלא להעירו בדקירות מקל. במאמר שלישי ואחרון זה ננהל דיון אחרון וחשוב, אולי הדיון המורכב ביותר, העוסק בטיבה האמיתי של מעורבות היועצים החיצוניים, עת חברה מדווחת נדרשת להציג מצגים כלפי ציבור המשקיעים, ומסתייעת באנשי מקצוע חיצוניים לתכנון ולניסוח המצג.

תוך שימוש במספר מצומצם של דוגמאות, בכוונתנו להתמקד במאמר זה באחריותם של היועצים החיצוניים של החברה הציבורית המעורבים במסמכי הדיווח לציבור - החל ממסמכי רישומה כחברה ציבורית, המשך בעריכת התשקיף ובפרסומם של דיווחים תקופתיים שהינם בבחינת חובה חוקית של חברה מדווחת, וכלה בדיווחים שוטפים בקורות אירוע מהותי בחברה המדווחת, אירוע החייב גילוי על פי דין. הדיון במאמר זה יוקדש לאחריותם של היועצים החיצוניים למסמכים שעליהם הם חותמים (חלקים מתשקיף), ולאחריותם של היועצים החיצוניים, אם בכלל, לעצם השתתפותם בניסוח מסמכי הדיווח של החברה הציבורית, ובאלו תנאים.

במרבית המדינות, אחריותם של גורמים חיצוניים החותמים על חוות דעת המונפקת לטובת חברה, או לחלופין, אחריותם של גורמים חיצוניים המשפיעים על הניסוח או המסייעים בגיבוש מסמך אשר נועד לדווח על מידע של חברה לציבור (באותן מערכות המשפט שאחריות כזו קיימת), היא אחריות הקבועה ומעוגנת

בחקיקה.⁷ אלא שחקיקה לחוד ואכיפה לחוד. שאלת אחריותם של יועצים חיצוניים למסמכים שעליהם הם חותמים, ובפרט אחריותם לניסוח מסמכים של חברה מדווחת (שחתימתם אינה מתנוססת עליו, באותן מערכות משפט המטילות אחריות גם על מי שהשפיע על ניסוחו של פרט מטעה), היא במידה רבה שאלה של מדיניות רצויה, ומכאן גם המורכבות והעדינות הנדרשת בעת ניהולו של דיון זה.

קביעת המדיניות ביחס להטלת האחריות על הגורמים החיצוניים המייעצים לחברה המדווחת (בין אם הם חותמים על המסמך המופיע כחות דעת חיצונית, ובין אם הם מעורבים רק בניסוחו של מסמך דיווח של החברה), קשורה להכרה, כי לא מדובר בפעולה שתחילתה וסיומה בניסוח גרידא. המנסחים את מסמכי הדיווח או המספקים חוות דעת אינם בגדר "כתבנית להשכיר". כוחו של המנסח אף פעם אינו מסתכם בעצם פעולת הניסוח, בדיוק כשם שאחריותו המשפטית של היועץ החיצוני הנובעת מהפרט המטעה ששולב במסמך שפורסם, אינה מתקיימת רק מעצם חתימתו על המסמך. העולם העסקי משופע במעורבות רבה וחשובה של גורמים חיצוניים רבים לחברה, בין היתר, גם בהחלטות העיקריות המתקבלות בה, לרבות החלטות שעשויות להוביל לשינוי מבני מהותי של החברה (כמובן שלדברים כלליים אלה ישנם גם חריגים).

בשיטות משפט גלובליות אשר בחרו להטיל אחריות על מי שהשפיע על ניסוחו של פרט מטעה במסמך דיווח לציבור, משקף הניסוח גם את קיומה של השפעה ממשית של הגורמים החיצוניים על החברה, על פעילותה העסקית או על השינוי המבני שהיא צפויה לעבור, עוד קודם לפרסום הפרט המטעה. עסקינן בהשפעה המתקיימת עוד הרבה קודם להליך הניסוח של מסמך הדיווח, ולמעשה, סופה של השפעה זו מתבטא גם בניסוח המסמך הנושא פרטים מטעים. זהו סוף הפרק. לוי הייתה זו רק השפעה

7. בישראל, פרק ח' של חוק ניירות הערך, התשכ"ח-1968, הוא הפרק אשר דן באחריותם של החותמים על מסמכי חברה מנפיקה, בין אם אלה הם אנשי פנים של החברה ובין אם אלה הם אנשי מקצוע חיצוניים (על סעיפי חוק אלה נעמוד בהרחבה בהמשך המאמר). בארצות-הברית חוק ניירות הערך משנת 1933 (להלן: "חוק ניירות הערך האמריקאי"), הוא אשר מעגן את החבות ואת האחריות בגין פרט מטעה במסמכי הדיווח של התאגיד (סוגיה של תרמית בניירות ערך מעוגנת בסעיף 10(b) לחוק המסחר בניירות ערך משנת 1934, וכן בכלל הרשות לניירות ערך המכונה כלל 10b-5, שעוגן מכוחו של סעיף 10(b)). במאמר זה לא נדון בסוגיית התרמית, אלא בפרטים מטעים בדיווחי חברה. סוגיית התרמית נדונה באופן נרחב במאמרנו שהתפרסם ב-DEBATE כרך ג/3 (מאי 2016), ראו ה"ש 2 לעיל. סעיף 11 לחוק ניירות הערך האמריקאי קובע את האחריות האזרחית לפרטים מטעים במסמכי רישום תאגיד למסחר. סעיף 12 לחוק ניירות הערך האמריקאי מעגן את החבות ואת האחריות בגין פרטים מטעים בתשקיף ובמסמכי דיווח של חברה מדווחת, לרבות אחריותו של חתם לפרטים מטעים בהנפקה שבה השתתף. לבסוף, סעיף 15 לחוק ניירות הערך האמריקאי דן באחריותו של בעל שליטה להפרות סעיפים 11 ו-12 לחוק, כאשר הגדרתו של המונח "שליטה" מתייחסת הן לשליטה בפועל והן לשליטה אפקטיבית. סעיף 15 אף קובע אחריות של מסייעים לבעל השליטה בהפרות אלו. בהערת אגב בלבד, נציין את סעיף 11(a)(4) לחוק ניירות הערך האמריקאי, אשר דן באחריותו האזרחית של רואה חשבון או של איש מקצוע אחר, בגין פרט מטעה ששולב בתשקיף. הסעיף מטיל אחריות הן בגין חוות הדעת עליה חתום איש המקצוע (היועץ החיצוני), אך מעבר לכך, גם למסמכים שהוצגו לגביהם, כי היועץ החיצוני היה אחראי או שותף לניסוחם. מבחינות רבות, הדין האמריקאי ממוקם במרכז הספקטרום של הטלת אחריות על המעורבים בהצהרותיה של חברה מדווחת. מפתת קוצר היריעה, במאמר זה, לא נעמוד על האחריות המיוחדת האמורה, הקבועה בדין האמריקאי.

על הניסוח, היה קשה להניח, כי המחוקקים בעולם היו מבקשים להטיל אחריות כבדה רק בשל מעורבות טכנית זו. שיטות משפט בעולם אינן נוהגות להטיל אחריות פלילית או אזרחית כלפי גורמים חיצוניים לחברה, רק משום ששימשו כסטנוגרף. ההנחה היא, כי את תפקיד המנסח נוטל לעצמו, פעמים רבות, מי שיש לו כוח והשפעה רבים, קודם כול בקביעת התהליכים עצמם.

לכך יש חריגים כמובן, ובשיטות המשפט שהכירו באחריותו של מי שהשפיע על הניסוח, מקבלים החריגים ביטוי מובהק בחקיקה. מחוקקים רבים (וביניהם גם ישראל ועל כן נפרט בהמשך) בחרו להחריג את האירועים שבהם מעורבות המנסח היא אך ורק כמנסח, מהאירועים שבגינם תוטל אחריות על הגורמים החיצוניים המשפיעים על קבלת ההחלטות בגין מצגים כוזבים שנמסרו לציבור. כלומר, פעמים רבות, דווקא מי שנמצא במעמד של מנסח בלבד (או המשפיע על הניסוח), יהיה זה שלא תחול עליו האחריות החוקית על פרסום פרט מהותי מטעה.

בטרם נעמיק בדיון עצמו, נבקש לשוב ולהדגיש את האבחנה החשובה הברורה שבין החותם ובין המנסח. בעוד שרוב שיטות המשפט מטילות אחריות ישירה על מי שחתם על מסמך של חברה מדווחת אשר כלל פרט מטעה, גם בהיותו יועץ חיצוני לחברה (כך לדוגמה, במקרה של מסירת חוות דעת של מומחה לצורכי תשקיף), ישנן שיטות משפט שמוכנות להטיל אחריות גם על המנסח (קרי, מי שהשפיע על הניסוח המטעה, בעוד שהוא עצמו אינו חתום עליו). במאמר זה נדון בטיב ובתכלית אחריותם של שני סוגי המעורבות - כחותם וכמנסח (או כמשפיע על הניסוח), ונבחן איזו גישה ננקטת בישראל ביחס להטלת אחריות על יועצים חיצוניים המעורבים בדיווחיה של חברה ציבורית.

פרק שני: אחריותו של "האדם המשפיע" על המידע המפורט במסמכי חברה מדווחת - הגישה הקנדית

דיני ניירות הערך בקנדה מכירים באחריותו של מי שהשפיע על ניסוחם של מסמכי דיווח, גם כאשר הוא אינו חתום עליהם, ואינו אורגן בחברה הנושא באחריות מכוח דין. הקשר שהמחוקק הקנדי קשר בין ההשפעה על חיי התאגיד ובין ניסוחו של הדיווח המטעה (או ההשפעה על הניסוח), מרמז לטעמנו, על כך שהדין הקנדי איננו מתייחס למנסח רק בגדר מנסח. קשר זה, שבין הניסוח לבין עצם ההשפעה על הצגת מצג כוזב כלפי ציבור משקיעים, קיבל ביטוי מובהק בדיני ניירות הערך הקנדיים עת המחוקק הקנדי בחר להטיל אחריות על "האדם המשפיע" כהגדרתו של זה בחוק. בליבה של החלטת המחוקק הקנדי להטיל אחריות על "אדם משפיע" היא המדיניות הציבורית בקנדה, שלפיה יש מקום להרחיב את תחולת האחריות בגין פרט כוזב בדיווחי חברה ציבורית, לא רק על החברה המדווחת ונושאי המשרה בה, אלא אף על מי שמשך בחוטים מאחורי הקלעים, גם אם הוא לא בהכרח חתם על מסמך הדיווח הנושא פרט מטעה.

באונטריו ניתן להטיל אחריות בגין מצגים כוזבים במסמך של חברה מדווחת, על אדם שהוא בבחינת "אדם משפיע", קרי גורם חיצוני אשר השפיע באופן מהותי על

התנהלות החברה ביחס לשינויים מרחיקי לכת שביצעה, ולבסוף אף השפיע גם על ניסוח המסמך של החברה המדווחת שבו הוצגו פרטים כוזבים.

קנדה אינה היחידה שמכירה באפשרות המשפטית להטיל אחריות וחבות על גורם חיצוני משפיע, אולם התנאים להטלת אחריות זו על הגורם המנסח, כמו גם המדיניות להטלת האחריות בפועל, הם מורכבים ומטילים נטל רב על הטוען כנגד המנסח (או כנגד מי שהשפיע על המנסח). מדיניות אחריותו של המנסח בקנדה זכתה לניתוחים מעמיקים של בתי המשפט.

בתחילת שנת 2016, עלתה לדיון בערכאת הערעורים של אונטריו פרשה אשר חייבה אותה לשוב ולבחון את מבחני החקיקה והפסיקה להטלת אחריות על מי שהינם גורמים חיצוניים לחברה המדווחת, שהייתה להם השפעה על תוכנו של המסמך הכוזב שפורסם לציבור. הדיון שנוהל, לא רק שבחן את לשון הסעיף בחוק, אלא אף ביקש לבחון גם את תכלית החוק, ובכך גם את המדיניות הרצויה בקנדה בהקשר להרחבת האחריות על גורמים חיצוניים לחברה.

1. דמותו של "האדם המשפיע" - עיקרי פרשת *Goldsmith*

חשיבותה של פרשת *Goldsmith*⁸ טמונה בדיון שנערך בפסק דין זה באשר לפרשנות המונח "האדם המשפיע", מונח אשר ראוי לעמוד על טיבו בהקשר לניסוחם של מסמכי הדיווח של חברה ציבורית.

הערעור בפרשת *Goldsmith* נסב סביב תביעה שהוגשה כנגד בנק, אשר שימש כחתם להנפקה, אולם מלבד תפקידו זה, אף העניק ייעוץ פיננסי לחברה המנפיקה, העניק לדירקטוריון החברה חוות דעת מומחה בדבר הגינותה של עסקת המיזוג, ואף העניק הלוואות למנפיקה. מעורבות הבנק, כאמור, לא הסתכמה אך ורק בהשתתפותו כחתם בהנפקה, ואין חולק, כי בין הבנק ובין החברה התקיימו קשרים מסחריים ענפים ומעמיקים. לימים, התברר כי שולבו פרטים מטעים במסמכי ההנפקה, ותביעות המשקיעים לא איחרו לבוא.

בתביעה נכלל גם הבנק כנתבע, בטענה כי פעולות אלו שביצע במסגרת רה-ארגון והנפקת מניות החברה לציבור, הפכו את הבנק ל"גורם משפיע" על מסמכי הדיווח של החברה (במקרה דנן, חוזר ותשקיף), ועל כן נושא הבנק באחריות בגין מצגים כוזבים שנכללו במסמכים האמורים, כאילו חתם עליהם בעצמו.

הדין בקנדה - חלק XXIII לחוק ניירות ערך של אונטריו (Ontario's Securities Act, R.S.O. 1990, c. S-5) (להלן: "חוק ניירות הערך הקנדי") - מעגן עילת תביעה כנגד "אדם בעל השפעה" (influential person) שהשפיע ביודעין על פרסום מסמך המכיל מצג שווא. בפרשת *Goldsmith* ערכאת הערעורים נדרשה

8. *Goldsmith v. National Bank of Canada*, 2016 ONCA 22; DOCKET: C60615 (13.1.2016), פסק הדין פורסם גם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת *Goldsmith*").

לבחון, האם יש להתיר למערערת להגיש תביעה כנגד המשיב - National Bank of Canada, בגין השפעתו, אם בכלל, על מסמכי דיווח של חברה, וזאת לאחר ששופט הערכאה הנמוכה שדן בבקשה, פסק שאין מקום להטיל אחריות כזו על הבנק.

המסכת העובדתית שהובילה לניהול הדיון העקרוני בשאלת אחריותו של הבנק למסמכי הדיווח של החברה, הייתה בקצרה כדלקמן: חברת Poseidon Concepts Corp. (להלן: "Poseidon") הוקמה בשנת 2011 לאחר ארגון מחדש (reorganization) של חברת Open Range Energy Corp. (להלן: "Open Range") (לשם הנוחות - Poseidon, ולאחר הרה-ארגון - Open Range, ייקראו בדיון זה גם "החברה"). לפני הארגון מחדש, היו לחברת Open Range שני אגפים עסקיים - עסק להשכרת מיכליות ועסק לחקר והפקת נפט וגז טבעי.

במחצית השנייה של שנת 2011, הדירקטוריון של Open Range הגיע למסקנה, כי המחיר עבורו נסחרות מניות החברה אינו משקף את ערכם המצטבר של שני האגפים העסקיים, וכי הפרדת האגפים השונים תגדיל את שווי המניות. בסיועם של יועצים מקצועיים, פיתחה Open Range תכנית להפרדת שני האגפים לשתי חברות ציבוריות נפרדות. בנוסף, ועדה מיוחדת בחנה את ההצעה, וההחלטה יושמה בסתיו 2011 לאחר שאושרה על ידי הדירקטוריון, אסיפת בעלי המניות ובית המשפט (Alberta Court of Queen's Bench). אגף הנפט והגז הטבעי, לרבות נכסיו, התפצל לחברה חדשה, ואילו חברת Poseidon המשיכה לנהל את עסקי השכרת המיכליות.

בהמשך, השלימה חברת Poseidon הנפקה מוצלחת לציבור. בפברואר 2012 פרסמה Poseidon הודעה לציבור, שלפיה מכרה מניות רגילות עבור רווחים גולמיים ב-\$82.5 מיליון דולר לערך, אולם הצלחת החברה הייתה קצרת מועד. בסדרה של גילויים מתקנים שפורסמו בין נובמבר 2012 לפברואר 2013, גילתה החברה, כי הדיווחים ביחס לרווחיה היו מופרזים. באפריל 2013 הגישה החברה בקשה להגנה לפי חוק הסדרי נושים של חברות (Companies' Creditors Arrangement Act, R.S.C. 1985, c. C-36). במאי 2013 הוסרה החברה מן המסחר בבורסה לניירות ערך, ומניותיה נותרו חסרות ערך.

מרגע קריסת החברה, הוגשו כנגדה 13 תביעות ייצוגיות בגין מצגי שווא בדוחות הפיננסיים שלה ובמסמכי הגילוי שהוגשו לרשות. התביעה הנוכחית הוגשה בטענה, כי הייתה הפרזה מהותית ברווחי החברה שהוצגו בשני מסמכים שהיא פרסמה: חוזר (Circular), שבו נמסרו פרטים בקשר לארגון מחדש של חברת Open Range, וכן תשקיף שהופק במסגרתה של הנפקה לציבור. לטענת המערערת, הבנק חב באחריות בגין מצגי השווא הללו, משום שהוא היה בבחינת מקדם (promoter), ולכן היה בבחינת "אדם בעל השפעה" שהשפיע ביודעין על פרסום שני המסמכים האמורים.

בטרם נעמיק בדיון המשפטי, חשוב להבהיר, כי המונח "Promoter" ותרגומו על ידינו למונח "מקדם", אינם מדויקים באופן מוחלט, אך הם נעשים לאחר

שקילת הסוגיה לעומקה. המונח באנגלית כולל, למעשה, פירוש כפול הכולל הן את המונח "קידום" והן את המונח "יזומה" בהקשרו הרחב. לאחר התחבטות ולשם הסדר, הוחלט לתרגם את המונח בעברית כפעולת "קידום", הגם שזוהי משמעות צרה מידי לטעמנו, ויש לקרוא בה גם את המונח "יזומה".

2ב. המתווה החוקי בקנדה להטלת אחריות על "אדם משפיע"

חלק XXIII.1 לחוק ניירות הערך הקנדי מטיל אחריות, שלטעמנו, אינה אחריות המוכרת בחוק ניירות הערך הישראלי. חלק XXIII.1 מעגן באופן זהיר ראש נזק לשוק המשני בגין מצג שווא.⁹

ראשית, סעיף 138.8 לחוק ניירות הערך הקנדי קובע עילת תביעה סטטוטורית לטובת אלה אשר רכשו או מכרו ניירות ערך של מנפיקה בתקופה שבין המועד שבו פרסמה את המסמך שכלל את המצג המטעה, ובין מועד הגשתו של הדיווח המתקן.

שנית, ובנוסף על התרתה של הגשת תביעה כנגד המנפיקה האחראית (במקרה דנן - Poseidon), וכן כנגד כל אחד ואחד מהדירקטורים או מנושאי המשרה אשר אישרו, התירו או הסכימו לפרסם את המסמך אשר כלל פרט מטעה, קובע סעיף 138.3(1), כי ניתן להגיש תביעה גם כנגד אדם "בעל השפעה" שהשפיע ביוזמתו: "על המנפיקה האחראית או על כל אדם או חברה שפעלו מטעמה של המנפיקה האחראית, לפרסום המסמך; או על דירקטור או נושא משרה של המנפיקה האחראית שאישר, התיר או הסכים לפרסום המסמך המכיל את מצג השווא."¹⁰ אם כן, זהו סעיף החוק המטיל אחריות על המנסח (כלומר, מי שהשפיע על הניסוח, גם אם לא חתם בפועל על המסמך), ולא בהכרח על החותם על הדיווח או על התשקיף.

מורכבות האחריות המוטלת על מנסח המסמך היא ברורה על פניה, ועל כן חוק ניירות הערך הקנדי לא הותיר את נתיניו רק עם הסעיף הקובע אחריות. על פי סעיף 138.1, "אדם בעל השפעה" מוגדר כמי שהינו: (א) אדם בעל שליטה (a control person); (ב) מקדם (promoter); (ג) איש פנים שאינו דירקטור או נושא משרה של המנפיקה האחראית (an insider who is not a director or officer of the responsible issuer); או (ד) מנהל קרן השקעות, אם המנפיקה האחראית

9. Canadian Imperial Bank of Commerce v. Green, 2015 SCC 60, at para. 63 (להלן: "פרשת Green").

10. נוסחו של סעיף החוק הקנדי (סעיף 138.3(1)) אשר קובע את האפשרות להטיל אחריות על "הגורם המשפיע", הוא כדלקמן:

"(d) each influential person... who knowingly influenced,
(i) the responsible issuer or any person or company acting on behalf of the responsible issuer to release the document, or
(ii) a director or officer of the responsible issuer to authorize, permit or acquiesce in the release of the document."

היא קרן השקעות (an investment fund manager, if the responsible issuer is an investment fund).

המונח אשר ניצב בלב הדיון שנוהל בבית המשפט באונטריו בפרשת *Goldsmith*, הוא המונח "מקדם" (Promoter), אשר כאמור, אין לו התייחסות זהה בחוק ניירות הערך הישראלי. מתוך ההבנה, כי גם מונח זה עלול לעורר בעיות ומורכבויות רבות, המחוקק הקנדי התכבד לפרש ולקבוע בחוק מיהו בבחינת "מקדם". על פי חוק ניירות הערך הקנדי, "מקדם" הינו אדם או חברה, שפעלו לבד או יחד עם אדם אחד או יותר או עם חברה אחת או יותר, או בשילוב של השניים על מנת ליזום, במישרין או בעקיפין, את ההקמה, את הארגון או את רה-הארגון המהותי של עסקי המנפיקה.¹¹

חשוב להבהיר, כי כאשר הדין בקנדה דן ב"בעל השפעה", הוא איננו מתכוון למונח "בעל שליטה" או "בעל שליטה אפקטיבית" (לפחות על פי הגדרתם של אלה על פי הדין הישראלי) בלבד, שכן בקובעו את מי שעתידים להיות מוגדרים כ"אדם בעל השפעה" לצורכי סעיף זה, הדין בקנדה ממילא מונה כגורם ראשוני את בעל השליטה, ורק לאחריה, את ה-"מקדם". על כן, "המקדם" איננו בבחינת "בעל שליטה", משום שבעל השליטה כבר נמנה ברשימת מי שעשויים להיות בעלי השפעה על חברה מדווחת ועל פרסומיה לציבור. המונח "מקדם", על כן, הוא מונח ייחודי ונפרד, הניצב בפני עצמו, המוכר בקנדה, ומבחינות רבות, הוא מהווה חריג בנוף ההגדרות של דיני החברות ושל דיני ניירות הערך.

3. מבחני הפסיקה הקנדית להטלת אחריות על "מקדם"

חוק ניירות הערך הקנדי קובע, כי אדם המעוניין להגיש תביעה לפי סעיף 138.3, חייב להשיג את רשותו של בית המשפט, לאחר שהגיש לו בקשה מסודרת ומסר לנתבע הודעה על בקשתו זו. בית המשפט יעניק רשות להגשת תביעה כאמור רק אם התביעה מוגשת בתום לב, וקיים סיכוי סביר כי התובע יזכה בתביעתו לאחר משפט.¹²

המערערת בפרשת *Goldsmith* ביקשה רשות להגיש את תביעתה כנגד הבנק, שלעמדתה, המליץ על הפרדת שתי החטיבות העסקיות של החברה המנפיקה ואף ליווה את ביצועה.

11. ראו את נוסחו של סעיף 138.3(1) המגדיר מיהו "מקדם":

"... a person or company who, acting alone or in conjunction with one or more other persons, companies or a combination thereof, directly or indirectly, takes the initiative in founding, organizing or substantially reorganizing the business of an issuer."

12. נבקש להדגיש, כי בקנדה אחד מתנאי הסף של תביעה ייצוגית הוא מבחן "סיכויי התביעה". בהשוואה, מבחן זה אינו המבחן הנדרש או המיושם בפועל על ידי בית המשפט האמריקאי, בבוחנו האם לאשר, אם לאו, את הבקשה לבירור תביעה כתובענה ייצוגית.

(א) החלטת הערכאה הראשונה - "מקדם" הוא המוציא אל הפועל את ייסודה או התארגנותה של חברה ומשפיע ביוזעין על פרסומים כוזבים

בעוד שבית המשפט קמא סבר, כי בקשת המערערת אכן הוגשה בתום לב (דרישה מקדמית כאמור לעיל), הבקשה לברר את התביעה הייצוגית נדחתה, משום שהמערערת לא הראתה סיכויי הצלחה טובים לתביעתה.

הסיבה לכך הייתה **ראשית**, כי השופט סבר, כי התובעת לא העניקה פרשנות סבירה למונח "מקדם" המופיע בחוק ניירות הערך. בית המשפט קמא הסיק, כי על מנת להצליח בתביעה לגופה, התובע נדרש להראות, כי הבנק או היועץ המקצועי העניקו יותר מאשר שירותי בנקאות או שירותי ייעוץ קונבנציונליים. תחת זאת, לעמדתו של בית המשפט קמא, בנסיבות תביעה זו, התובע נדרש להראות כי הבנק נטל יוזמה בייסוד, בארגון או ברה-ארגון מהותי של עסקי המנפיקה בין במישרין ובין בעקיפין. בית המשפט קמא גזר את מסקנה זו, תוך הסתמכות על לשונו הפשוטה של חוק ניירות הערך הקנדי ועל ההגדרה המפורשת של "מקדם". בית המשפט קמא אף התכבד לבחון את ההיסטוריה שהובילה לחקיקה זו, תוך ציון העובדה, כי סעיף חוק זה בקנדה היווה למעשה, אימוץ של כלל 405 לחוק ניירות הערך האמריקאי. בעוד שבית המשפט קמא הכיר, בכך שהחקיקה הקנדית שילבה את המונח "מקדם" בהקשר שונה, הוא הפנה את תשומת הלב לכך שמבחינת הפסיקה האמריקאית עצמם נותרו עקביים ביחס לפירוש מונח זה, שלפיו "מקדם" (Promoter) הינו אדם אשר מוציא אל הפועל (brings about) את ייסודה או את התארגנותה של חברה, קושר בין האנשים השונים ההופכים לבעלי עניין בתאגיד, מסייע בהשגת תמיכתם וחתימתם ומפעיל את המנגנון אשר מוביל ליצירת ולייסוד התאגיד עצמו. על כן, וככל שעותרת טוענת אחרת, נפסק בערכאה דלמטה, כי העותרת לא הראתה פרשנות סבירה אחרת למונח "מקדם".

שנית, בית המשפט קמא בחן את טענת המערערת, שלפיה גם אם נדרש דבר מה נוסף, הרי שהיא סיפקה ראיות דיות לקבלת אישור לברר את תביעתה כייצוגית. העותרת (המערערת בערעור) טענה, כי הבנק (NBC) היה בגדר "מקדם", משום שהוא סיפק הלוואות שהיו הכרחיות לביצוע הרה-ארגון בחברה. בית המשפט קמא היה בעמדה, כי מעורבות הבנק בנסיבות דין, לא הייתה יותר מאשר הענקת ליווי בנקאי מסחרי רגיל, וכי מעורבות זו לא הפכה את הבנק ל"מקדם" בנסיבות.

מלבד טענות ישירות שלעמדת העותרת הציבו את הבנק כ"מקדם", העותרת טענה, כי הבנק היה בגדר "מקדם" גם לנוכח פעולות שנקטה מי שהייתה לשעבר החברה-הבת של הבנק - National Bank Financial (להלן: "NBF"). בשאלת ביצוע פעולות "קידום" באמצעות חברות מטרה, בית המשפט קמא פסק, כי ניתן להטיל אחריות וחבות על הבנק, רק אם ניתן להוכיח יחסי שולח-שלוח בין הבנק ובין NBF. על מנת שחברה-אם תהיה אחראית בגין פעולות החברה-הבת, צריכים להתקיים התנאים הבאים: (א)

על החברה-האם להיות בעלת שליטה מוחלטת על החברה-הבת, באופן שהחברה-הבת אינה פועלת כישות עצמאית או במנותק מהחברה-האם; וכן (ב) החברה-הבת הוקמה למטרות תרמיתיות, או לחלופין, החברה-הבת משמשת כמגן וכמסך לפעילות אסורה. גם באשר לכך, פסק בית המשפט קמא, כי העותרת לא עמדה במבחנים להראות, כי התנאים הללו התקיימו עד לכדי האפשרות להטיל אחריות, אם בכלל, על הבנק עצמו. נפסק, כי גם אם NBF הייתה בבחינת שלוחה של הבנק, הפעולות שביצעה כלל לא היו מתגבשות לכדי הפיכתה ל"מקדם". נפסק, כי בפועל, ההחלטה לבצע רה-ארגון בחברה ולהנפיק את מניותיה לציבור, הייתה החלטה של דירקטוריון החברה. נפסק, כי גם אם ניתן להטיל אחריות על הבנק בגין פעולותיה של החברה-הבת (NBF), אף אחד מהשירותים שהוענקו על ידי NBF לא התגבש לכלל גיבושה של יוזמה לייסד, לארגן, או לחלופין לבצע רה-ארגון בעסקי החברה.

שלישית ואחרונה, בית המשפט קמא פסק, כי גם אם הבנק היה בבחינת "מקדם", לא היו ראיות מספיקות כי הוא השפיע ביודעין על התוכן של החוזר או של התשקיף. הבנק לא השפיע ביודעין על פרסומם של מסמכים אלה בעצם כך שהוא סיפק הלוואות למנפיקה, וכן לא השפיע ביודעין על הפרסומים בכך שפעל כיועץ פיננסי, בכך שהעניק חוות דעת ביחס להגיונותה של עסקת המיזוג או בכך שפעל כחתם בהנפקה. העובדה שהבנק חתם על התשקיף כחתם, כפי שהוא נדרש לעשות על פי חוק ניירות הערך הקנדי, לא התגבשה לכדי ראיה, כי הבנק "השפיע ביודעין" על פרסומם של המסמכים האמורים.

(ב) החלטת ערכאת הערעורים - נדרשת פעולה אקטיבית על מנת שיהיה ניתן לומר על הגורם החיצוני כי הינו בעל השפעה ובבחינת "מקדם"

בערעור טענה המערערת, כי בית המשפט קמא אימץ גישה צרה ביחס לאחריות המוטלת על "מקדם", ועל כן טעה עת דחה את הפרשנות שהציעה המערערת. המערערת טענה, כי המחוקק בחר במונח שפרשנותו אלסטית וגמישה בעת שחוקק את סעיפי החוק הרלוונטיים, משום שכוונתו הייתה ללכוד קשת רחבה של שחקנים אשר פעלו מאחורי הקלעים, ואשר השפיעו על מקבלי ההחלטות. המערערת טענה, כי שופט הערכאה הנמוכה טעה כשקבע, כי הוראת החוק העוסקת במקדמים - promoters - אינה כוללת את התפקידים הרגילים שמבצעים בנקים ויועצים פיננסיים. לטענת המערערת, "הפונקציונאליות של נטילת היוזמה" מתקיימת מעצם ההשפעה על מקבלי ההחלטות או מעצם ההשתתפות בקבלת ההחלטות.

כמו כן, טענה המערערת, כי גם אם נדרש דבר מה נוסף, הראיות שהגישה מבססות סיכוי סביר להצלחתה בתביעה. נטען, כי קיים קשר מספק בין הבנק והחברה-הבת שלו NBF מחד, ובין מקבלי ההחלטות הרלוונטיים בחברת Open Range מאידך, כך שניתן להגדיר את הראשונים כ"מקדמים".

לבסוף, לטענת המערער, שגה השופט כשדחה את האפשרות שהבנק ו-NBF השפיעו ביוזעין על פרסום המסמכים שבנידון, לאור הקביעה, כי הם פורסמו בהוראת הדירקטוריון של חברת Open Range.

ערכאת הערעורים דחתה את פרשנות המערער ביחס למונח "מקדם", בשל היותה לא סבירה. נפסק, כי טענת המערער, כי המחוקק השתמש במונחים שפרשנותם אלסטית וגמישה במכוון כדי ללכוד קשת רחבה של שחקנים הפועלים מאחורי הקלעים ומשפיעים על פעולותיהם של מקבלי ההחלטות, וכי "הפונקציונאליות של נטילת היוזמה" מתקיימת מעצם ההשפעה על מקבלי ההחלטות או מעצם השתתפות בקבלת ההחלטות - נדחית לאחר בחינתה על רקע ההקשר, לשון החוק והתכלית החקיקתית.

ראשית, ערכאת הערעורים הבהירה, כי בית משפט העוסק במלאכת פרשנות סטטוטורית חייב לקרוא את מילות החוק לפי מובנן הרגיל ובאופן שתואם את תכנית החוק, את מטרתו ואת כוונת המחוקק.¹³ כלומר, כדי לקבוע את סבירותה של הפרשנות שהציעה המערער, יש לבחון אותה כנגד ההקשר, לשון החוק ותכלית החקיקה הרלוונטית.

בהתאם, החוק קובע, כי אדם או חברה נחשבים "מקדם" אם יזמו יחד עם אחרים או לבדם את ההקמה, את הארגון או את הרה-ארגון המהותי של עסקי המנפיקה. תוך הסתייגות בהגדרה הקבועה במילון אוקספורד הקנדי, פסקה ערכאת הערעורים, כי כאשר בוחנים את המשמעות הרגילה של המונח "יזם", פרשנות המערער אינה סבירה. מונח זה מחייב סוג של מעורבות פעילה ואוטונומית בארגון או ברה-ארגון של החברה, שכן ליזום משהו, משמעו הוא לגרום למשהו להתחיל.

על כן, טענת המערער, שלפיה ניתן לעמוד בדרישת "נקיטת היוזמה" הקבועה בחוק, רק באמצעות "השפעה" על מקבלי ההחלטות או באמצעות "השתתפות" עם מקבלי ההחלטות, אינה תואמת את המונח "יזם". מונח זה אינו כולל מעורבות פסיבית של בעל ההשפעה, ולמעשה, נדרשת פעולה אקטיבית על מנת שיהיה ניתן לומר על הגורם החיצוני, כי הינו בעל השפעה שניתן להטיל עליו אחריות וחבות מכוח החוק.

שנית, ההקשר החקיקתי הרלוונטי מערער אף הוא את הפרשנות המוצעת. ערכאת הערעורים פסקה, כי ניתן להטיל על המקדם אחריות לאור היותו אדם בעל השפעה. הן בסעיף זה והן בהוראות חוק אחרות, המקדמים מופיעים לצד אנשים וחברות שמפעילים שליטה משמעותית על עסקי המנפיקה המדווחת, כגון: נושאי משרה, דירקטורים ואנשים בעלי שליטה.

¹³. Bell ExpressVu Limited Partnership v. Rex, 2002 SCC 42, [2002] 2 S.C.R. 559, at para. 26; Wilson v. British Columbia (Superintendent of Motor Vehicles), 2015 SCC 47, 476 N.R. 60, at para. 18.

עולה מכך, כי המקדם הוא אדם שמשחק תפקיד משמעותי בעסקי התאגיד, ולא מדובר באנשים וחברות שיש להם השפעה חלקית בלבד על מקבלי ההחלטות.

לבסוף נפסק, כי התכלית החקיקתית שניתן להסיק מההיסטוריה החקיקתית, אף היא אינה תומכת בפרשנות המוצעת על ידי המערערת. ועדת Allen אשר מונתה על ידי הרשות לניירות ערך בטורונטו לבחינת סעדים סטטוטוריים למצגים כוזבים בשוק המשני, ערכה טיוטת חקיקה אשר כללה את עילת התביעה כנגד מקדמים. בדוח הוועדה¹⁴ העניקה הוועדה פרשנות ורציונל משל עצמה לסעיף, בצינה כי היא חוששת מאוד מפני הישנותם של מקרים, שבהם במתכוון מקדם משתמט מן האחריות הנובעת מכהונה כנושא משרה או כדירקטור, ולמרות זאת, ממשיך להשפיע על התנהלות החברה באמצעות כוח הונו המצוי בידיו או לחלופין באמצעות כוח פרסונלי. הוועדה הייתה בעמדה, כי אין מקום להעניק חסינות לאנשים בעלי השפעה זו, שבעקבות השפעתם פורסמו מצגים כוזבים של החברה אשר היה בהם כדי להטעות את הציבור.

נפסק, כי המקדם אינו אדם שיש לו קשר אקראי עם המנפיקה, וכי מדובר באדם שנוטל תפקיד מרכזי בהקמת המנפיקה, ולכן ניתן להשוות את מידת השפעתו של דירקטור או של נושא משרה. במקרה דנן, הפרשנות שהציעה המערערת מסוגלת להכיל גם אנשים שרמת השפעתם רחוקה מאוד מרמה כזו של השפעה. על פי הפרשנות שהציעה המערערת, "מקדם" יכול להיות גם עורך דין אשר העניק לדירקטוריון ייעוץ כללי לגבי רה-ארגון עתידי אפשרי של החברה, או לחלופין, יועץ מס אשר מעניק חוות דעת כללית בלבד באשר לאפשרויות פוטנציאליות לרה-ארגון. ערכאת הערעורים של אונטריו הייתה בעמדה, כי לא ייתכן שהמחוקק התכוון לתוצאה כזו בחקקו את חלק XXIII.1 לחוק.

לסיכום, נפסק כי לשון החוק, ההקשר והתכלית של הוראת החוק העוסקת במקדם - תומכים כולם במסקנה, כי אדם או חברה שמספקים ייעוץ או סיוע בלבד במהלך הארגון או הרה-ארגון של המנפיקה, אינם בגדר "מקדם". לפיכך, מאחר שפרשנות המערערת מציעה אפשרות כזו בדיוק, לא ניתן לומר כי זוהי פרשנות סבירה.

לטענת המערערת, הפסיקה שעליה הסתמך השופט שדן בבקשה, ניתנה בהקשרים שונים מאוד, שבהם המונח "מקדם" נגזר ממקורותיו ההיסטוריים של חוק ניירות הערך של אונטריו, ועל כן לא היה נכון להסתמך על הפסיקה האמורה כדי לחלץ את הפרשנות הרלוונטית למונח זה. גם טענה זו של המערערת נדחתה על ידי ערכאת הערעורים. נפסק, כי

14. דוח הוועדה כונה :

Toward Improved Disclosure: A Search for Balance in Corporate Disclosure (Toronto: The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, 1995), at p. 64 .

הפסיקה אכן רלוונטית ומנחה גם ביחס לחלק XXIII.1 של החוק. המונח "מקדם" והגדרתו קודמים לחקיקת חלק XXIII.1 לחוק ניירות הערך של אונטריו. אמנם חלק זה בחוק יצר עילות תביעה חדשות כנגד אותם "גורמים מקדמים", אך הוא לא שינה את משמעותו הקודמת והראשונית של המונח "מקדם". המשיב הציג החלטות רבות המגדירות את המונח "מקדם" בחקיקה בתחום ניירות ערך באלברטה, בריטיש קולומביה ובארצות-הברית:

(ג) פסיקות והלכות נוספות באונטריו המגדירות את המונח "מקדם":

בפרשת *Gordian Financial Group*¹⁵ הרשות לניירות ערך של אלברטה נדרשה לקבוע, האם המשיב הוא בגדר "מקדם", ובמסגרת בירור זה נדרשה לפרש את המונח. בפסק הדין הרשות ציינה, כי המקדמים הם אנשים שנמצאים בלב ליבה של המנפיקה ושל הארגון או הרה-ארגון של החברה. באותה הפרשה נפסק, כי לא מדובר באנשים שקשורים באופן אקראי לרה-הארגון הנערך בחברה או ביועצים בלבד. באותה הפרשה, האדם שנטען כנגדו כי היה בגדר "מקדם", אכן היה מעורב באופן עקיף עם רה-הארגון שבוצע בחברה. עם זאת נפסק, כי מעורבות עקיפה אינה מספיקה על מנת להפוך אדם ל"מקדם". "המקדמים" הינם גורמים מרכזיים לרה-הארגון בחברה ומהווים את לב ליבו, וכפי שהחוק קובע, עליהם ליטול יוזמה של ממש ברה-הארגון. עוד נפסק בפרשת *Gordian Financial Group*, כי נטילת היוזמה לאתר חברות כדי לשלבן במסגרתו של הרה-ארגון, אינה מספיקה. אלו הן מתודות בלבד לביצועו של הרה-ארגון. במקרה דנן, חברת *Gordian Financial Group* הייתה חברה בבעלותו של מר בוצ'י, והוא זה אשר קבע את עתידה ואת גורלה במסגרת רה-הארגון. הוא גם היה האיש אשר נטל את היוזמה, כאמור בחוק, לשינועו של רה-הארגון. נפסק, כי מחשבה על הרעיון שראוי לבצע רה-ארגון, אינה הופכת את הוגה הרעיון ל"מקדם". נפסק, כי אם ההגדרה הייתה כה רחבה, אזי עורכי דין ויועצי מס רבים היו הופכים להיות "מקדמים" לפי החוק, וזו בבירור לא הייתה כוונת המחוקק.

בפרשת *Ingenito*¹⁶ הגישו התובעים תביעה לפיצוי בגין הפרות לכאורה, של חקיקת ניירות הערך של ארצות-הברית. אחת השאלות שהתעוררה הייתה, האם אחת מהנתבעות - State Mutual Life Assurance Company of America - הייתה בבחינת "מקדמת", ועל כן נושאת באחריות לנוכח הסתרת מעמדה זה כ"מקדמת". בית המשפט שם לב, כי בין היתר, התובעים הסתמכו על העובדה, כי State Mutual הייתה במעמד של לווא. בית המשפט דחה את הפרופוזיציה, שלפיה State Mutual הייתה בבחינת "מקדמת", תוך שקבע, כי עצם העובדה שהיא העניקה הלוואה לצורכי רה-

¹⁵ *Gordian Financial Group Inc.*, 1995 LNABASC 250.

¹⁶ *Ingenito v. Bermec Corp.*, 441 F. Supp. 525 (S.D.N.Y. 1977).

הארגון של חברת Black Watch, אין משמעה, כי State Mutual נטלה יוזמה לייסוד או לביצוע רה-ארגון של החברה. על מנת להיחשב "מקדם" על פי סעיף החוק, אדם או חברה צריכים להיות פעילים בעסקי המנפיקה או פעילים בייסודה. אין מדובר רק במתן הלוואה למנפיקה, אלא נדרש להראות השתתפות פעילה של "המקדם" בהקמת המנפיקה ואף מעורבות בעסקאות שבאמצעותן רכשה המנפיקה את הנכסים הנחוצים לניהול עסקיה.

בפרשת *Cartaway*¹⁷ הרשות לניירות ערך של בריטיש קולומביה נדרשה לקבוע, האם המשיבים - רוברט הארטוויקסון ובליון ג'ונסון, היו בחינת "מקדמים", והאם הם נמצאו בניגוד עניינים. בניגוד להחלטה שהתקבלה בפרשת *Gordian Financial Group*,¹⁸ פסקה הרשות, כי המשיבים אכן היו בגדר "מקדמים". בקובעו כאמור, פסק יו"ר הרשות, כי המשיבים היו הכוח המניע מאחורי רה-הארגון של החברה. במסגרת זו, הם דחפו לביצוע רה-הארגון של החברה, אשר כלל שינוי כיוון ביחס ליעדים העסקיים שלה. בקצרה נפסק, כי המשיבים ייסדו את העסקים החדשים של החברה, את ההנהלה החדשה ואת מרבית ההון החדש שלה.

הרעיון הכללי החוזר על עצמו בפסיקה שהובאה לעיל הוא, כי על פי חוק ניירות הערך הקנדי, "המקדם" חייב להיות אדם אשר נוטל תפקיד מוביל או חיוני בארגון או ברה-ארגון של עסקי המנפיקה. מעורבות בלבד, רבה ככל שתהיה, אינה מספיקה, אפילו אם היא כוללת הענקת שירותים חשובים או תמיכה חשובה לחברה המדווחת. אדם חייב להיות "משתתף פעיל" ו"כוח מניע" או לחלופין "להימצא בלב ליבה של המנפיקה והארגון", על מנת שיראו בו "מקדם" אשר עשוי לחוב בגין מצגים כוזבים שחברה מדווחת הציגה, אפילו שהוא לא חתם עליהם בפועל.

(ד) יישום ההלכות בקנדה לקביעת דמותו של "המקדם" בפרשת *Goldsmith*

ערכאת הערעורים של אונטריו פסקה, כי המסקנה האמורה, שלפיה על "המקדם" לשחק תפקיד פעיל ומרכזי בשינויים המתרחשים בחברה, נתמכת גם על ידי תכליות החוק בכלל, ועל ידי חלק XXIII.1 בפרט. סעיף 1.1 לחוק קובע, כי לחוק יש שתי תכליות: (א) להגן על משקיעים מפני פרקטיקות בלתי הוגנות, בלתי ראויות או מרמה; (ב) לטפח שוקי הון יעילים והוגנים ואמון בשוקי ההון. גם לחלק XXIII.1 יש שתי תכליות: (א) לאפשר ולהעצים את גישת המשקיעים לצדק; (ב) להרתיע מפני התנהלות תאגידית פסולה ורשלנות. על כן, פסקה ערכאת הערעורים, כי הפרשנות שמציעה המערערת במקרה דנן, מנותקת לחלוטין מן המטרות של הגנה על המשקיעים והרתעה מפני התנהלות פסולה של התאגיד. פרשנות המערערת

¹⁷ Re Cartaway Resources Corp., 2000 LNBCSC 156.

¹⁸ Gordian Financial Group Inc., ראו הי"ש 15 לעיל.

מבקשת להטיל אחריות מן הטעם היחיד של קרבה למקבלי ההחלטות, ללא קשר לתפקיד הממשי שהיה לאותו אדם קשור. נפסק, כי הגדרה כה מרחיבה אינה מקדמת את ההגנה על המשקיעים או מרתיעה מפני התנהלות פסולה, והיא מערערת את המטרה של טיפוח שוקי הון יעילים והוגנים, ואף עלולה לגרום להם נזק משמעותי. כמו כן, פרשנות המערערת אינה מקדמת את המטרה של גישת המשקיעים לצדק, שכן קיימות הגנות אחרות ומגבלות חשובות שונות שמטרתן להעניק למשקיעים שנפגעו גישה לצדק. לבסוף נפסק, כי הפרשנות המוצעת סותרת את הגישה הכללית של חלק XXIII.1, שחוקק לאחר תקופה ארוכה של חקר ולמידה שהובילו לעיגונו של הסעיף, אשר יוצר איזון עדין בין משתתפי השוק השונים. איזון זה בא לידי ביטוי במגבלות הרבות בתכנית החקיקה עצמה, ומהווה אלמנט מרכזי בתכלית החקיקתית שבלב חלק XXIII.1. הפרשנות שמציעה המערערת אינה תואמת את התכנית הזהירה הזו. הטלת אחריות על בסיס כה רחב ומעורפל אינה מכבדת את האיזון העדין שקובע חלק XXIII.1.

לפיכך, ערכאת הערעורים אף היא, הייתה בעמדה, כי הפרשנות שמציעה המערערת אינה סבירה. היא אינה תואמת את לשון של הוראות החוק הרלוונטיות, את הקשרן ואת תכליתן. כמו כן, היעדים של החוק בכלל, וחלק XXIII.1 בפרט, וכן הפסיקה המפרשת את המונח "מקדם" בחקיקה מקבילה בתחום ניירות הערך, תומכים כולם במסקנה זו. בית המשפט מסכים עם השופט שדן בבקשה, כי נדרש דבר מה נוסף בטרם יהיה ניתן לקבוע כי הבנק הוא בבחינת "מקדם". השופט הציע, כי פרשנות סבירה תחייב את התובע להראות, כי הנתבע "נקט בצעדים, במישרין או בעקיפין, להקמה או ארגון בפועל של העסק הנידון - למשל, על ידי מימון ההתאגדות הנדרשת, ארגון של הדירקטוריון, ניהול פעיל של החברה או קבלת החלטות מפתח". אין ספק, כי הקביעה האם תובע מסוים הציע פרשנות סבירה, תיקבע בכל מקרה לגופו, אולם הנמקתו של השופט מציעה הנחיה מועילה.

הראיות שהציגה המערערת לא היו מספיקות למתן רשות להגיש תביעה. נפסק כי לכל היותר, הראיות מוכיחות, כי הבנק שיחק תפקיד חשוב בכך שסייע לחברת Open Range במהלך הרה-ארגון. עם זאת, אין מדובר בראיות המספקות בסיס למסקנה, כי הבנק יזם את יצירת Poseidon. כמו כן, הבנק לא הפך להיות "מקדם" רק משום שסיפק אפשרות אשראי, גם אם הוא היה חיוני לנזילות של Poseidon במהלך הרה-ארגון. יתר על כן, Poseidon כלל לא הייתה תלויה בבנק לקבלת אשראי. גם העובדה שהבנק הסכים לפיצול נכסים מסוימים, אינה עולה כדי נקיטת יוזמה מצדו. הסכמתו לפעולה זו אינה מהווה מעורבות פעילה ברה-ארגון, אלא מהווה הסכמה פסיבית לרעיון שהגו ויישמו אחרים.

ערכאת הערעורים ציינה כי הלכה למעשה, הראיות תמכו במסקנה, כי הבנק לא היה בבחינת "מקדם". חברת Open Range השתמשה בשירותי הבנק כיועץ פיננסי שסייע לדירקטוריון בבחינת האלטרנטיבות, בעת שהדירקטוריון בחן את הרה-ארגון של עסקי Open Range. אמנם החברה

הסתמכה על יועצים מקצועיים בפיתוח ובהטמעה של הרה-ארגון, אולם לא היה בכך כדי לסתור את העובדה שהחלטות הרלוונטיות התקבלו על ידי דירקטוריון החברה. לכל היותר, הראיות הראו, כי הבנק מסר את חוות דעתו, והדירקטוריון הסתמך עליה עת קיבל את ההחלטה לגבי היבט מסוים של הרה-ארגון. ערכאת הערעורים פסקה, כי בסופו של דבר, תפקיד הבנק היה זה של יועץ מקצועי. הוא סיפק שירותים שהדירקטוריון היה זקוק להם בתמורה לתשלום, ואין דבר בראיות שהצביע, כי היה לו תפקיד מרכזי או שולט ברה-ארגון. נמצא כי האימיילים שהגישה המערערת לא סייעו לה לטענותיה, והם לא התגבשו לכדי ראייה לכך שהבנק או החברה-הבת היו בבחינת "מקדמים" ונטלו חלק פעיל ומוביל בארגון מחדש. ערכאת הערעורים ציינה כי כך או כך, בקשת המערערת הייתה נדחית גם מהטעם היחיד שהיא לא סיפקה ראיות שמוכיחות, כי הבנק "השפיע בידועין" על פרסום המסמכים שבמחלוקת.

מלבד הדיון המעמיק בחלק XXIII.1 לחוק ניירות הערך הקנדי, המערערת טענה כי הבנק חב באחריות בגין מצגי שווא שהופיעו במסמכים שפרסמו גם Poseidon ו-Open Range. כאמור, סעיף (d)(1) 138.3 קובע, כי אדם בעל השפעה יחוב באחריות רק אם השפיע בידועין על המנפיק האחראי לפרסום המסמך או השפיע בידועין על דירקטור או נושא משרה של המנפיק האחראי שהתיר ואישר את פרסום המסמך או הסכים לו. המערערת הסתמכה בדבריה על הראיות הבאות: חוות הדעת של CBF שהופיעה בחוזר; העובדה, כי על פי התשקיף, הבנק הוא "מנפיק קשור" (connected issuer), משום שהחברה-האם שלו הייתה נושה של Poseidon; והעובדה כי הבנק חתם על התשקיף כחתם. לטענת המערערת, כאשר פעולות אלו נבחנות על רקע התפקיד המשמעותי ששיחק הבנק הן ברה-ארגון והן בהנפקה לציבור, עולה כי ייתכן שהבנק השפיע בידועין על פרסום המסמכים. המערערת הסתמכה גם על ההחלטה שניתנה בפרשת *Dobbie*,¹⁹ בתמיכה לטענה, כי אדם בעל השפעה שחתם על המסמך הנדון, השפיע על פרסומו. ערכאת הערעורים פסקה, גם כאן, הראיות אינן עומדות ברף הנדרש. ראשית, הן אינן מצדיקות את הטענה, כי הבנק שיחק תפקיד מרכזי או אינטגרלי בהנפקה או ברה-ארגון; שנית, גילוי המידע אודות "המנפיק הקשור" רק הודיע לקוראים, כי שררה בין Poseidon לבנק מערכת יחסי חייב-נושה, ולא מעבר לכך. כמו כן, חוות הדעת התייחסה להיבט אחד של הרה-ארגון והייתה כפופה למידע ולמצגים שסיפקה Open Range לבנק. זאת ועוד, הבנק חתם על התשקיף כחתם, משום שהיה מחויב לעשות זאת לפי סעיף 59 לחוק ניירות ערך. על כן, נפסק, כי הראיות האמורות לא תומכו במסקנה, כי הבנק השפיע בידועין על פרסום המסמכים שבנדון. מלבד כל אלה, ההחלטה בפרשת *Dobbie* לא נמצאה כמסייעת למערערת. בנסיבות המקרה שם, חתימת המקדם תמכה במסקנה, כי הוא השפיע בידועין על פרסום המסמכים שבמחלוקת. ואולם, במקרה הנוכחי, חתימה שהבנק

¹⁹ *Dobbie v. Arctic Glacier Income Fund*, 2011 ONSC 25, 3 C.P.C. (7th) 261.

היה מחויב לספק לאור דרישות החוק, אינה תומכת במסקנה, כי הבנק - מלווה מסחרי או במעמדו כיועץ פיננסי וחתם, השפיע על פרסום המסמכים על ידי המנפיק המדווח.

4ב. המדיניות שבהטלת אחריות על המנסח בליבה של הלכת Goldsmith

ערכאת הערעורים של אונטריו דחתה, בסופו של דבר, את הערעור. מי שרוצה לתלות את יהבו על כך ולשים משקל רב על התוצאה הסופית עלול, לטעמנו, לפסס את העיקר, שהרי בנקל ערכאת הערעורים הייתה יכולה לדחות את הערעור באופן מהיר יותר ומנומק הרבה פחות, לו חשבה, כי הטענות שהועלו נגד הבנק היו עד כדי כך מרחיקות לכת או שהיו בגדר ניסיון כה נואש עד שאין לו כל יסוד ובסיס, או עד שאינו משקף כל תהייה שתהיה בה גם המחוקק, עת עיגן את הוראות חוק האמורות ואת הגדרותיו המורכבות.

אך לא כך נעשה, ולא כך נכתב בפסק הדין. ערכאת הערעורים טרחה והתכבדה לבחון עד כמה ריאלית היא האפשרות לראות בבנק, במעמדו כיועץ פיננסי ובנסיבות הפרשה, בבחינת "מקדם", ובהתאמה לחיובו באחריות. הדיון המקיף שנוהל ובחינת תכלית סעיף החוק המגדיר "מקדם", נעשו מתוך הבנה בסיסית והכרה, כי חברה אינה פועלת בריק, וכי גורמים חיצוניים שונים, לא רק שנוטלים תפקיד יום-יומי מכריע בחיי החברה, אלא שמעורבותם משפיעה עליה ועל פעולות שהיא מבצעת, ובקנדה, החל מדרגת השפעה מסויימת של היועץ החיצוני, הוא עשוי לשאת באחריות בגין פעולות החברה שהיו תוצר השפעתו ובגין ניסוח (או השפעה על הניסוח) של מסמכי הדיווח לציבור כאילו חתם על מסמכי הדיווח בעצמו.

החלטת חברה לבצע מהפך פנימי, רה-ארגון, בין אם מדובר באיחוד ובפיצול מחודש של חטיבותיה העסקיות של החברה והולדתן של חברות-בנות, בין אם מדובר בשינויים מפליגים בהרכבי הונה הנסחרים וכיוצא באלה, שינויים דרמטיים שנועדו לשנות את מבנה החברה - מהווה צומת חשוב בחיי חברה. גורמים חיצוניים לחברה צפויים להימצא בצומת חשוב זה ולשמש צירים מרכזיים בתוכנן של ההחלטות המתקבלות בתקופה זו.

השאלה עד כמה יועצים חיצוניים לחברה עשויים להוות גורם מכריע בקבלת ההחלטות בחברה, אינה השאלה הרלוונטית, ויתירה מכך - אינה השאלה החשובה ביותר. יש להניח ויש לצפות, כי פעולות חברה שעניינן שינוי מבני ורה-ארגון, יבוצעו בסיועם של גורמים חיצוניים. זאת הנחה שלא רק שיש לה אחיזה במציאות העסקית במרבית המדינות, אלא שזו גם המציאות הרצויה, בפרט כאשר מניות החברה נסחרות למשקיעים מהציבור. ובעוד שהשוק פועל באופן שהוא פועל, מתוך הכרח, כורח הנסיבות, ואפילו בשל החובות החוקיות המחייבות אותו בכך, נותרת השאלה, עד כמה יש מקום להטיל אחריות על יועצים חיצוניים בגין פעולות התאגיד, ועד כמה רצוי להטיל אחריות על הגורמים החיצוניים בגין הטעויות שנפלו במסמכי הדיווח של החברה, שטיבן ואיכותן הם תולדה של השפעה, של הכתבה ושל ניסוח של יועצים חיצוניים.

התשובה העקרונית בקנדה היא, כי יש מקום להטיל אחריות כאמור. השאלה העקרונית והחשובה הינה, מאיזה שלב יש לראות ביועץ החיצוני גורם כה משפיע עד כדי הטלת האחריות עליו כאמור. שאלה מורכבת זו היא שאלה של מדיניות.

בינואר 2016, ערכאת הערעורים של אונטריו ביקשה לחדד את הגבול שהחל ממנו תוטל אחריות על יועצים חיצוניים בגין מעורבותם בהטעיית ציבור המשקיעים, כאשר סופה של ההטעיה האמורה במצגים הכוזבים שהחברה מציגה במסמכי הדיווח שלה. המבחן הקנדי קובע, כי אחריותם של יועצים חיצוניים בחברה תוטל רק כאשר התובע מסוגל להראות, כי הנתבע "נקט בצעדים, במישרין או בעקיפין, להקמה או ארגון בפועל של העסק הנדון - למשל, על ידי מימון ההתאגדות הנדרשת, ארגונו של הדירקטוריון, ניהול פעיל של החברה או קבלת החלטות מפתח". זהו כאמור, המבחן הקנדי להטלת האחריות על יועץ חיצוני שהיה מעורב בשינוי מבני של החברה, כאשר על פי מבחן זה, הגורם החיצוני נדרש להיות גורם בעל השפעה משמעותית על קבלת ההחלטות בחברה. נדמה, כי עצם ניסוח המסמך המטעה לציבור, הינו פעולה זניחה, יחסית, בשרשרת הפעולות שנעשו בחברה על ידי הגורם החיצוני, אולם בניסוח זה יש כדי לשקף את תחילתו של מסע בירורים באשר למהות מעורבותו של היועץ החיצוני ולהשפעתה על מהלכי החברה.

פרק שלישי: הדין בישראל -

האם מוטלת אחריות על גורם המשפיע על דיווח מטעה של חברה?

1. עיגון אחריותם של יועצים חיצוניים בחוק ניירות הערך

חוק ניירות הערך בישראל קובע לגורמים השונים הנוטלים חלק פעיל בהנפקת ניירות ערך של חברה, אחריות ברורה כלפי משקיעים מהציבור. ראשיתה של האחריות בסעיף 31 לחוק ניירות הערך, אשר קובע כי מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 לחוק, אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך במסגרת המכירה על פי התשקיף, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי מסחר בבורסה או מחוצה לה, בגין נזק שנגרם להם משום שהיה בתשקיף פרט מטעה. סעיף קטן (2) מחזק את האמור בחלקו הראשון של הסעיף, בקובעו כי האחריות לאמור בתשקיף חלה גם על מי שהיה במועד אישורו של התשקיף על ידי הדירקטוריון, דירקטור בחברה המנפיקה, מנכ"ל או בעל השליטה. אם כן, סעיף 31 לחוק ניירות ערך קובע את האחריות הראשית והראשונה של האורגנים השונים בחברה, לרבות בעל השליטה בה, לתוכן התשקיף, מבלי להיכנס לשאלה, האם אורגנים אלה נדרשו לחתום בפועל על התשקיף, אם לאו. לאחריות זו שמתייחסת לתוכן התשקיף, ולא לשאלת הגורם המנסח, ישנה חשיבות מכרעת להמשך דיונו.

סעיפי חוק ניירות הערך הבאים עוסקים בגורמים נוספים וחיצוניים לחברה ובאחריות שתוטל עליהם בקרות אירוע של מצג כוזב/שווא ושל אי-גילוי נאות במסמכי התשקיף.

ראשית, תחת הכותרת "אחריותם של מומחים", סעיף 32 לחוק ניירות ערך קובע, כי כל מי שנתן חוות דעת, דוח, סקירה או אישור שנכללו או נזכרו בתשקיף, בהסכמה מוקדמת, יהיה אחראי לנזק שנגרם עקב הכללתו של פרט מטעה בחוות הדעת שמסר. הסעיף חל לא רק על רואי חשבון, אלא על כל יועץ חיצוני, לרבות עורכי דין שמסרו חוות דעת במסגרתו של תשקיף. לשון הסעיף נחזית כברורה על פניה. מסירת חוות דעת שנכללת בפועל בתשקיף, מרמזת על נוסח כתוב המוצג כלפי הציבור כחוות דעת חיצונית המצורפת ליתר מצגי התשקיף, ואף מלמדת על זהות בין המנסח לחותם על חוות הדעת. ניתן להסיק מהסעיף, כי אחריותו של מוסר חוות הדעת החיצונית היא לחוות הדעת שמסר, ולא לפרטים אחרים המופיעים בתשקיף, אפילו אם נטל חלק פעיל בניסוחם. לאחריות הקבועה בסעיף 32 לחוק ישנם חריגים הקבועים בסעיף 33.

סעיף 33 לחוק ניירות ערך מרכז את האחריות הקבועה בסעיף 32 לחוק, בקובעו כי מוסר חוות הדעת לא יישא באחריות הקבועה בסעיף 32, אם יעלה בידיו להוכיח, כי נקט את כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, בחוות הדעת, בדוח או באישור, כי האמין בתום לב שאכן אין בו פרט כזה, וכי מילא את חובותיו לפי סעיף 25(ד) לחוק. סעיף 33 לחוק ניירות ערך מניח, כי בנסיבות מסויימות, יש גם מקום לקבל טענה מצד גורמים חיצוניים, שלפיה הם עצמם ניזונים ממידע שנמסר להם מהחברה, וכי לצד היתרונות הנובעים מהיותם חיצוניים לחברה, קיימים החסרונות הברורים, העיקרית שבהם הינה שנגישותם של היועצים החיצוניים למידע פנימי של החברה תלויה, פעמים רבות, ברצונם הטוב של קברניטי החברה, ועל כן יש מקום לדון את היועצים לזכות ולפטור אותם מאחריות במקרה שבו מסתבר, כי הביקורת, הדוח או חוות הדעת כללו פרטים שגויים. זוהי למעשה, הגנת "לא ידענו וגם לא יכולנו לדעת", והיא בעלת הכרה ועיגון בסיסיים בחוק ניירות הערך בישראל.

בהתייחס לגורמים חיצוניים לחברה המנפיקה, חשוב גם לציין את החתמים, אשר למרות היותם חיצוניים לחברה, הרי שהם נוטלים חלק פעיל בהנפקת ניירות הערך שלה. בהתאם, הפטור הקבוע בסעיף 33 לחוק ניירות ערך, חל גם על חתם שהסמיך חתם אחר לנקוט את כל האמצעים הנאותים גם מטעמו, כל עוד השניים הבטיחו בכך שלא ישולב בתשקיף פרט מטעה. הפטור יינתן אם החתם המסמיך הצליח להראות, כי הוא האמין שהוא פועל בתום לב. סעיף זה הוא סעיף מורכב, ולא נרחיב את העיסוק בו במאמרנו זה, אלא רק נציין, כי בארצות-הברית, אחריות החתמים נדונה באופן מעמיק ביותר, ותוך שימת גבולות ברורים על זכאותו של חתם להסתמך על יועציה החיצוניים של החברה המנפיקה בפרשת ²⁰Worldcom.

20. ראו מאמרנו, "חלק 1 - שומרי הסף של החברה בשנת 2016", ה"ש 2 לעיל. פרשת Worldcom עסקה באחריות החתמים לפרטים מטעים בתשקיף של חברה, ובזכותם, אם בכלל, להסתמך על חוות דעת של היועצים החיצוניים של החברה המנפיקה תחת עשיית בדיקה עצמאית משל עצמם.

ג2. תכלית אחריותם של החותמים בחוק ניירות הערך בישראל

הוראות חוק ניירות הערך בישראל שנסקרו לעיל, מלמדות כי המחוקק הישראלי ביקש להטיל אחריות על גורם חיצוני, אשר מסר חוות דעת כתובה, לרבות: דוח, סקירה או אישור שנכללו או נזכרו בתשקיף, חתומה על ידו, שהיה בה כדי לבסס ולהעמיק את המצג המטעה של החברה המנפיקה.

בשונה מהדין הקנדי שמוכן לבחון את דרגת "השפעתו" של גורם חיצוני על מסמכי דיווח כוזבים של חברה מדווחת, בלי קשר לשאלה, האם הגורם המשפיע חתם על מסמכי הדיווח המטעה, אם לאו - בישראל, הטלת האחריות על גורם חיצוני לחברה תתבצע במסגרת חוות דעת כתובה וחתומה שסיפק הגורם החיצוני ולא תוטל אחריות על יועץ חיצוני ביחס למסמכים אחרים של החברה המדווחת, גם אם היועץ החיצוני היה מעורב בניסוחם. מסקנה זו נלמדת, בין היתר, מהאמור בהצעות התיקונים לחוק ניירות הערך:

כך, על פי דברי ההסבר של חוק ניירות ערך,²¹ תיקון סעיף 32 נועד להבהיר ולחדד, כי כוונת המחוקק באחריות המוטלת על נותן חוות דעת בגין פרט מטעה אשר צורף לתשקיף, הינה אך ורק לפרט מטעה הקיים בחוות הדעת שהוא עצמו נתן.

בחירתו של המחוקק בישראל ברורה על פניה. ייתכן, כי בישראל המחוקק ביקש לצמצם את מגוון הגורמים שיישאו באחריות בגין פרט מטעה בתשקיף, זאת על אף ההבנה וההכרה הברורים, כי גורמים רבים נוטלים חלק פעיל בהוצאתה אל הפועל של הנפקת ניירות ערך. בחירת המחוקק הישראלי מעוררת שאלות רבות ומקום רב לדיון, אך קצרה היריעה מלנהל דיון מעמיק בשאלה זו כעת. עם זאת נציין, כי בשונה מהדין בישראל, אשר מטיל אחריות על בעל שליטה בגין השפעתו על דיווחים כוזבים לציבור, הדין בקנדה נקט בתפיסה פרוגרסיבית יותר, ונערך דווקא להרחבת כמות הגורמים החיצוניים לחברה, אשר השפעתם על הדיווחים המטעים של חברה, תוביל לנשיאה באחריות כאילו היו חתומים על הדיווח המטעה באופן אישי. ואף על פי כן, הרחבה זו, איננה מיושמת בקלות ראש, ובהנחיית המחוקק עצמו, בתי המשפט הקנדיים אוכפים את הרחבת האחריות הפלילית האמורה, במתינות ובזהירות.

ג3. פרשת לנדמארק - אחריות מצומצמת ופרשנות לשונית דווקנית

(א) דיון ראשוני באחריות גורמים חיצוניים לאמור בתשקיף

21. ראו דברי ההסבר להצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד - 2004 (3.3.2004), בהתייחס לסעיף 32.

במובנים רבים, פרשת **לנדמארק**,²² כשמה כן היא. פרשה זו היא אבן דרך חשובה בקביעת המדיניות הראויה בישראל באשר להטלת האחריות על גורמים מקצועיים חיצוניים לחברה, בגין קיומם של פרטים כוזבים במסמכי הדיווח של חברה ציבורית או השמטתם של פרטים מהותיים ממסמכים אלה. נציין כבר עתה, כי בפרשת **לנדמארק** לא נוהל דיון חוצה גבולות או מבשר בשורות חדשניות בשאלת מדיניותה של מערכת המשפט הישראלית בעת הטלת אחריות על היועצים החיצוניים, בגין פרטים מטעים שהופיעו בתשקיף. ואולם, עצם ניהולו של הדיון והעיסוק של בתי המשפט בעבודה המשפטית של עורכי הדין המתבצעת במהלך הנפקת מניותיה של חברה לציבור, טומנים בחובה הכרה ברורה ביחס להשתתפותם של הגורמים החיצוניים בהנפקה, וכאן גם, חשיבותו של פסק הדין.

בפרשת **לנדמארק** התובעים ביקשו להטיל אחריות, בין היתר, גם על חתמים, אשר בעת הנפקת ניירות ערך של חברה מצויים במעמד מיוחד בפני עצמו. מחד, החתמים נוטלים חלק מהותי ואינטגרלי בהנפקה, מבטיחים את קיומה ומצטרפים, בדרך כלל, להצהרות ולמצגי החברה המנפיקה כלפי ציבור המשקיעים. מאידך, החתם (או כל אחד מהחתמים במידה שיש יותר מאחד) הוא גוף משל עצמו, ישות עצמאית הנושאת אחריות משפטית נפרדת מהחברה המנפיקה, ובהתאמה, הוא נדרש ליתן דין וחשבון נפרד למצגי ההנפקה.

במסגרת הגנתם, הובילו החתמים בפרשת **לנדמארק** את בתי המשפט (את בית המשפט המחוזי, ולאחריו גם את בית המשפט העליון) לבחון דווקא שאלות הקשורות לחוות הדעת של עורכי הדין של המנפיקה ולאחריות, אם בכלל, המוטלת על עורכי הדין בגין עבודתם הרבה במסגרת ההנפקה. בהגנתם, החתמים ביקשו להסתמך על מצגים שהוצגו בתשקיף, אשר נוסחו על ידי אנשי מקצוע (עורכי דין) כטענת הגנה מפני נשיאה אישית באחריות לנוכח קיומו של פרט מטעה. טענות ההגנה של החתמים בפרשת **לנדמארק**, הולידו דיון חשוב בשתי שאלות עיקריות: (א) האם חתמים יכולים להסתמך על עבודתם של עורכי הדין ועל בסיס זה להתגונן ב"טענת הסתמכות" כנגד תביעה המוגשת בעילה של פרט מטעה בתשקיף, ולזכות בהגנה מפני נשיאה באחריות כחתמים להנפקה? (ב) האם טענת ההסתמכות האמורה על עבודתם של עורכי הדין, מקימה כלפיהם אחריות כלשהי בדיני ניירות ערך? באופן כללי יותר, שאלות ממוקדות אלו היוו בסיס בבית המשפט לדיון בשאלת מידת אחריותם של יועצים חיצוניים במסגרת של הנפקת מניות לציבור.

(ב) עובדות פרשת לנדמארק

22. ת"צ 14144-05-09 הראל ניהול קרנות בע"מ נ' לנדמארק גרופ בע"מ ואח' (27.12.2012) (פורסם בנבו) (להלן: "**לנדמארק מחוזי**"); רע"א 979/13, 995/13 לנדמארק גרופ בע"מ ואח' נ' הראל פיא קרנות נאמנות ואח' (25.6.2015) (פורסם בנבו) (להלן: "**לנדמארק עליון**").

באפריל 2007 מר נמרוד טבי (להלן: "טבי") השלים את רכישת השליטה בחברת א.ב. גליל ישראל בע"מ, אשר לימים, גם שינתה את שמה ל"לנדמארק גרופ בע"מ" (להלן: "החברה"). רכישת השליטה נעשתה באמצעות הקצאה פרטית, אשר במסגרתה הוקצו לטבי 72.5% ממניות החברה כנגד העברת שתי חלקות מקרקעין אשר היו מצויות במדינת וירג'יניה בארצות-הברית. החלקות הללו נרכשו על ידי טבי באמצעות חברת Oxbridge Investment LLC (להלן: "Oxbridge") בתמורה כוללת של 4.5 מיליון דולר.

במסגרת ההקצאה הפרטית, החברה לקחה על עצמה את תשלום האשראי הבנקאי שניתן לחברת Oxbridge לצורך רכישת החלקות. כלומר, דובר בעסקה ממונפת באמצעות הלוואות שהחברה נטלה על עצמה בסכום של 3.6 מיליון דולר.

פחות מחודשיים לאחר הרכישה, פרסם טבי תשקיף, ובו הצעה לציבור לרכוש מניות מארבע סדרות שונות: סדרה א' - אג"ח; סדרה ב' - אג"ח הניתן להמרה למניות החברה; סדרה ג' - כתבי אופציה הניתנים למימוש למניות החברה; וסדרה ד' - כתבי אופציה הניתנים להמרה לאג"ח.

במסגרת פרסום התשקיף, נמסרו מצגים ודיווחים שונים, וביניהם:

1. ניהולו של משא ומתן לעסקה שלא יצאה לפועל עם חברת דורות נכסים והחזקות בע"מ (להלן: "דורות"), אשר במסגרתו הוערך שווי נכס המקרקעין הראשון בסך של 25 מיליון דולר;

2. הקמת שותפות של החברה עם חברת יזמות בנייה אמריקאית לפיתוח הקרקעות (להלן: "החברה האמריקאית") על מנת להקים עליהן 450 יחידות דיור. השותפות הוערכה בסך של 25 מיליון דולר לשני הנכסים, והחברה האמריקאית שילמה את חלקה היחסי בשווי 12.5 מיליון דולר.

ההנפקה הסתיימה בגיוס של כ-170 מיליון ש"ח מהציבור וממשקיעים מוסדיים. בחלוף שנתיים מיום ההנפקה, ביום 26 במרץ 2009, פרסמה החברה הודעה, שלפיה החברה האמריקאית הודיעה, כי עקב קשיים כלכליים לא תוכל למלא את התחייבויותיה על פי ההסכם שנחתם עמה.

המבקשת 1 - חברת הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ (להלן: "הראל"), והמבקש 2 - מר ספיר אשר (להלן: "ספיר"), רכשו ניירות ערך במסגרת ההנפקה. לטענתם, בתשקיף נמסרו הפרטים המטעים הבאים:

ההטעה בעניין העסקה עם החברה האמריקאית: בתשקיף פורסם, כי החברה האמריקאית רכשה 49% מהזכויות במקרקעין תמורת 12.5 מיליון

דולר, אולם בפועל, ההסכם עם החברה האמריקאית קבע, כי העסקה תבוצע רק לאחר שיושג מימון "upon obtaining financing".

ההטעיה בעניין העסקה עם דורות: בפועל, לא היה כישלון במשא ומתן, אלא שהנכס הראשון נמכר לחברת דורות במסגרת הסכם המכירה, אשר בסופו של דבר, כשל בשל אי-יכולת להשיג מימון על בסיס הנכס. פרט זה חשוב לאור ההתנהלות אל מול החברה האמריקאית.

חוות דעת שמאית: לתשקיף צורפה חוות דעת שמאית לשווי הנכס הראשון, אולם מחוות הדעת שפורסמה בתשקיף הושמטו הסתייגויות והערות מהותיות של הערכת השמאי.

מלבד תביעה שהוגשה נגד החברה המנפיקה, הוגשו תביעות גם כנגד החתמים אשר השתתפו בהנפקה, אך הם כאמור לעיל, מהווים גורם נפרד מהחברה המנפיקה.

(ג) החלטתו של בית המשפט המחוזי בפרשת לנדמארק

הבקשה לאשר את התביעה הייצוגית הוגשה נגד חברת לנדמארק, נגד מר טבי וכן נגד הדירקטורים וחתימי ההנפקה בעילות מכוח סעיפים 31(א)(1) ו-31(א)(2) לחוק ניירות ערך, אשר קובעים אחריות לנזק בשל פרט מטעה בתשקיף. כמו כן, הוגשה התביעה גם בעילת תרמית מכוח פקודת הנזיקין [נוסח חדש]. לעמדת התביעה, בעקבות שתי עילות אלו, נסבו נזקים למשקיעים בסך של 194,176,421 ש"ח.

בבית המשפט המחוזי מרכז נערך דיון מעמיק על ידי השופט הנכבד פרופסור ע. גרוסקופף, בשאלת האחריות המשפטית הנובעת מסעיפי חוק אלה, אך יש לציין, כי הדיון הוגבל ונתחם לשאלת התאמתה של התביעה להתברר כתביעה ייצוגית.

לגופו של עניין, בהתייחס לפרטים המטעים שנמסרו באשר לעסקה עם החברה האמריקאית, קבע בית המשפט, כי המבקשים עמדו בנטל הראשוני להוכיח את קיומו של פרט מטעה בתשקיף, וזאת על פי סעיף 22 לחוק ניירות ערך, שלפיו כל מי שחתם על התשקיף וכל מי שהיה במועד אישור התשקיף על ידי דירקטוריון החברה המנפיקה, בבחינת דירקטור, מנכ"ל או בעל שליטה במנפיקה, נושא באחריות לנזק שנגרם עקב פרט מטעה בתשקיף כלפי כל מי שרכש נייר ערך בבורסה או מחוצה לה.

(ד) טענת הגנת ההסתמכות שנטענה על ידי החתמים - סעיף 31(א) לחוק ניירות ערך

החתמים להנפקה ביקשו להתגונן באמצעות סעיף 33(1) לחוק ניירות ערך,²³ אשר קובע הגנה למי שהסתמך על חוות דעת חיצונית של יועץ חיצוני או של מומחה, שלימים, הסתברה כנושאת פרט מטעה. החתמים ביקשו להחריג את אחריותם כחתמים מאחריותם של יתר הנתבעים (המנפיקה והאורגנים שלה), באמצעות יציקת תוכן חדש להגנה ולפטור מאחריות הקבועה בסעיף 33(1) לחוק, שלפיו האחריות לפי סעיף 31 או 32 לא תחול אם יוכח, כי הנתבעים (החתמים) נקטו בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, וכי האמינו בתום לב, שאכן אין בו פרט מטעה ומילאו את חובתם לפי סעיף 25(ד) לחוק. במסגרת זו, טענו החתמים, כי הם הסתמכו על בדיקתם של עורכי הדין ועל חוות דעת מקצועיות הן של החברה המנפיקה והן של החתם הראשי, ועל כן האמינו בתום לב, כי בתשקיף אין כל פרט מטעה. למעשה החתמים טענו כי הסתמכותם זו על עבודתם של עורכי הדין היא בבחינת "נקיטה באמצעים נאותים להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף" כנדרש בסעיף 33(1) לחוק ניירות ערך.

הרשות לניירות ערך התנגדה לטענות ההגנה הללו, בטענה כי בראשית הדברים וכעניין של עיקרון, אין בסיס לעמדה, כי הסתמכות על חוות דעת משפטית שניתנה על ידי עורכי הדין, מקימה לחתמים את ההגנה המעוגנת בסעיף 33 לחוק.

רצונם של החתמים להתגונן באמצעות מעורבותם של עורכי הדין של המנפיקה או של החתם הראשי, עורר דיון עקרוני בשני עניינים חשובים לענייננו:

ראשית - שאלת אחריותם של עורכי דין העומלים על ניסוח התשקיף ותיאוריו, וזכותם של חתמים ואף של גורמים אחרים להסתמך על תיאורים אלה. באשר לכך, נפסק בבית המשפט המחוזי, כי על פי דיני ניירות הערך, החוק אינו מכיר באחריות כנגד המנסח, והאחריות על המומחים תוטל רק ביחס לחוות דעת מומחים המצורפות לתשקיף והחתומות על ידי המומחים עצמם (זאת, להבדיל מתביעות רשלנות שניתן להגיש כנגד עורכי דין שניסחו באופן לקוי את התשקיף, אלא שממילא תביעות אלו אינן יכולות לסייע למשקיעים שניזקו עקב המצג המטעה). בקביעה זו, בית המשפט המחוזי תוחם, למעשה, את אחריותם של עורכי הדין בקשר למסמכי התשקיף, בקובעו כי האחריות תוטל על עורכי הדין, אולם רק לגבי החלק שעליו הם חותמים, קרי חוות הדעת, בהתאם לאחריות הקבועה בסעיף 32 לחוק ניירות ערך.

23. ההגנה הקבועה בסעיף 33(א1) לחוק ניירות ערך, קובעת כדלקמן: "על חתם שהסמיך חתם אחר לנקוט את כל האמצעים הנאותים גם מטעמו כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, אם הוכחו שני אלה: (1) החתם המסמיך האמין בתום לב כי אין פרט מטעה בתשקיף; (2) על החתם שהוסמך לא חלה אחריות בהתאם לפסקה (1)."

שנית - שאלת תפקידם (ומכאן גם אחריותם) של החתמים עצמם בעת הנפקה. בדחות את טענות ההגנה של החתמים, פסק בית המשפט המחוזי, כי בין יתר תפקידיו, נושא החתם גם בתפקיד של "שומר סף" חיצוני, תפקיד המעיד על איכות גבוהה של גילוי בתשקיף ומושך אליו משקיעים רבים יותר בהנפקה. בית המשפט הפנה לספרם של עורכי הדין ימין ו-וסרמן, אשר דן בגבולות ההסתמכות על טענה של קבלת חוות דעת מקצועית:

"בתי המשפט הכירו בהזדמנויות מספר בחשיבותו של מוסד החתמות ובאחריות החתם לתשקיף מכוח תפקידו לבצע בדיקת נאותות. בין היתר צוין כי החתם משמש מעין מבקש חיצוני לתשקיף, בעל מומחיות והיכרות עם דרישות רשות ניירות ערך ושוק ההון... אחריות החתם לתוכן התשקיף ולתנאיו וההתחייבות שקיבל על עצמו לרכוש את ניירות הערך שלא יירכשו על ידי הציבור, מחייבות אותו בבדיקה מעמיקה, לאורך כל הליך ההנפקה, של תשקיף החברה, של מצבה הכלכלי, של כישורי מנהליה וכדומה.

בארצות הברית נעשית הבחנה בין חלקים בתשקיף שנכתבו שלא בידי מומחים לבין חלקים בתשקיף שנכתבו בידי מומחים, כגון חוות דעת של רואי החשבון על דוחות כספיים, חוות דעת של עורכי דין וכדומה... בפסק הדין המנחה בנושא - Escott v. BarChris Construction Corp. - נקבע כי נתבע אינו יכול לטעון כי ביצע בדיקה נאותה בכך שהראה כי הסתמך על אחרים שיבצעו את הבדיקה עבורו... בתי המשפט בישראל סירבו לקבל את טענת ההסתמכות על אחרים, אף אם מדובר במומחים, בשעה שנגעה ההטעיה לתיאור עובדתי פשוט ולא לעניין שבמומחיות."

בית המשפט בפרשת **לנדמארק** חזר והדגיש את המשמעות של השתתפות החתם בהנפקת ניירות הערך של המנפיקה בעיניו של ציבור המשקיעים ושל שוק ההון. בהפנותו לפרשת **סבן נ' להב**,²⁴ הדגיש בית המשפט, כי פעמים רבות, עצם חתימתו של החתם, יש בה כדי לתת אישור ותוקף נוסף לאמיתות הצהרותיה של החברה המנפיקה, ועל כן החתם נדרש לבצע את "כל האמצעים הנאותים" על מנת לוודא את נכונותם, ובכך גם למלא את חובתו כלפי ציבור המשקיעים:

"... חברה בעלת חתם מושכת משקיעים רבים יותר מקרב הציבור. זאת משום שחתימת החתם מקנה לציבור ביטחון שהחברה נבדקה, ומאותתת לו שההשקעה בה כדאית. החתם מקבל בתמורה

24. ת"א (מחוזי נצרת) 496/95 סבן נ' להב תק-מח 99(3) 914 (1999) (פורסם בנבו).

להתחייבותו עמלת חיתום גבוהה. חתימתו של החתם על התשקיף מגלמת התחייבות כפולה: האחת כלפי החברה, והיא לרכוש את יתרת מניותיה, והשנייה כלפי ציבור המשקיעים, באשר לאמיתות תוכנו של התשקיף. התחייבות זו מטילה עליו את האחריות לפרט מטעה בתשקיף. התחייבותו כלפי ציבור המשקיעים מחייבת את החתם בבדיקה מעמיקה של החברה לשם אימות הפרטים שסופקו לו על ידי מנהליה. אין הוא יוצא ידי חובתו על ידי דיווח מדויק של פרטים אלו. אם לא כן, אין כל משמעות לחתימתו של החתם על התשקיף לגבי ציבור המשקיעים, ולמעשה אין כל משמעות להוספת אחריותו לזו של החברה..."

סיכום ביניים - בהתייחס לעובדה, כי תשקיף המנפיקה נוסח בעיקר על ידי עורכי דין, וכן כשאלה של עיקרון משפטי, קבע בית המשפט המחוזי בפרשת **לנדמארק**, כי עצם הפנייה עצמה של חברה להתייעצות עם יועץ חיצוני, אינה משחררת את החברה כגוף המתייעץ מאחריות לאמור בתשקיף, וכי לכל היותר, היועץ הופך שותף לאחריות לאמור בתשקיף, והמתייעץ יכול לתבוע ממנו שיפוי והשתתפות.²⁵ באשר לעורכי הדין עצמם, הרי שהם אחראים למסמכי התשקיף שעליהם הם חתומים, כלומר לחוות הדעת שהנפיקו הנושאת את חתימתם. עורכי הדין אינם אחראים למסמכים אחרים המופיעים בתשקיף ושאותם הם סייעו לנסח.

(ה) אחריותם של החותמים והסתמכות על עבודת המומחים - הדיון בפרשת לנדמארק בבית המשפט העליון

בית המשפט העליון הבין היטב את השאלה שגולגלה לפתחו, ופסיקתו התנהלה בזירות רבה, עקב לצד אגודל. פסיקתו של בית המשפט העליון שניתנה על ידי השופט הנכבד י. עמית, התמקדה ביסודות הטלת האחריות על הגורמים החותמים על תשקיף ובהגנה הניתנת ליועצים חיצוניים שאינם אורגנים בחברה.

החברה והדירקטורים טענו בפני בית המשפט העליון, כי תיאור העסקה בתשקיף על פני פחות מעמוד אחד מתוך מאות עמודי התשקיף, נעשה בפועל על ידי עורכי הדין של החברה, שניסחו ותמצתו את תיאור העסקה על פי החוזה שנכרת עם החברה האמריקאית. החתמים טענו, כי הם עצמם אף הגדילו לעשות ושכרו עורכי דין מטעמם שבדקו את התשקיף ובדקו את עורכי הדין של החברה, אלא שגם עורכי הדין מטעמם לא הצליחו לאתר את הטעות, אם בכלל. לפיכך, ביקשו המבקשים בערעור (החתמים הנתבעים בתביעה) ליהנות מן ההגנה הקבועה בסעיף 33(1) לחוק ניירות

25. ע"א 3506/09 שלמה צאייג נ' קסלמן וקסלמן רואי חשבון (4.4.2011) (פורסם בנבו).

ערך, בטענה של הסתמכות על עבודתם של עורכי הדין המלווים את ההנפקה.²⁶

בית העליון סקר את החלטתו של בית המשפט קמא בעניין זה, שלפיה עקרונית, ניתן להכיר בהסתמכות על איש מקצוע, עת מתקיימים ארבעה תנאים: בחירה בתום לב של אנשי מקצוע; חוות דעתם של אנשי המקצוע נכללה בהסכמתם בתשקיף באופן המטיל עליהם אחריות לפי סעיף 32 לחוק; הפרט המטעה בתשקיף הוא נושא המצוי בתחום מומחיותו של איש המקצוע; החותם האמין בתום לב באמור בחוות הדעת המקצועית. במסגרת דיון זה, בית המשפט העליון לא התמודד עד תום עם הטענה האמיתית שנטענה על ידי החתמים, משום שמלכתחילה, לא היה חולק, כי היועצים החיצוניים נושאים באחריות באשר לחוות דעת חתומה שמסרו ושצורפה לתשקיף באישורם. אלא שדומה כי החתמים ביקשו למעשה, לקשור את הפטור החוקי הקיים לטובתם, אשר קבוע ומעוגן בסעיף 33(1) לחוק (פטור שקיים אם החתמים נקטו את כל האמצעים הנאותים להבטיח, כי התשקיף אינו כולל פרט מטעה), עם עבודתם המקיפה יותר של עורכי הדין המלווים חברה היוצאת בהנפקה, ובמרבית הפעמים מנסחים עבורה את המצגים.

בית המשפט העליון הבין היטב במה הוא נדרש לדון ולפסוק, ותוך בחינה אדוקה למדי של לשונם של סעיפי חוק ניירות הערך, קבע כי החתמים אינם יכולים לזכות בפטור המיוחל בתבנית הכובשת אותה בנו, משום שמתן פטור על הבסיס המשפטי המבוקש, יש בו כדי להוביל למצב שבו ציבור המשקיעים ייצא קרח מכל הצדדים, כלומר - לא יוכל לתבוע את החותמים על התשקיף (לרבות החתמים) בשל הגנת סעיף 33(1) לחוק מחד, ולא יוכל לתבוע את אנשי המקצוע על עבודה שאינה מופיעה כחוות דעת חתומה על ידי היועץ אשר מקימה עבורו אחריות למשקיעים מאידך.

בית המשפט העליון נימק את צמצום אחריותו של היועץ החיצוני ואת תיחומה לחוות דעת חתומה על ידו אשר צורפה באישור של היועץ לתשקיף, בתכליתם של סעיפי החוק. נפסק, כי ההיסטוריה החקיקתית של סעיפים 32 ו-33 מצביעה מחד, על מגמת המחוקק להרחיב בסעיף 31 את מעגל האחראים כלפי המשקיעים בגין פרט מטעה בתשקיף, ומאידך, על צמצום באחריות המומחים. תיקון 23 לחוק הוסיף את סעיף קטן 31א(2), שהרחיב את מעגל האחראים בגין פרט מטעה בתשקיף גם לנושאי משרה בחברה ולבעל השליטה, בעוד שתיקון 10 לחוק צמצם את אחריות המומחים לפי סעיף 32. מטרתו של תיקון 10 לחוק הינה להבהיר, "כי כל נותן חוות דעת, דוח או אישור אחראי רק למה שכלול במסמך שהוא הכין והסכים להכללתו בתשקיף", כך שהאחריות אינה משתרעת על כל פרט מטעה שנכלל בתשקיף. נפסק, כי מגמה זו אף משתקפת בדוח הוועדה לבחינה מחודשת

26. הי"ש 23 לעיל.

של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו שהופק במרץ 2001 (להלן: "דוח ועדת ברנע"), ואשר בעקבותיו אף הוכנסו לסעיפים חלק מהשינויים שפורטו לעיל.

בית המשפט העליון אף ציטט את דבריה של ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב בספרה:²⁷

"ההבדל העיקרי בין הסעיפים, מלבד הזהות השונה של האחראים לתשקיף, הינו בהיקף האחריות. מי שאחראי לתשקיף על פי הוראות סעיף 31, אחראי לכל הכתוב בו, ואלו האחראים על פי הוראת סעיף 32, אחראים אך ורק לחלק מסויים בתשקיף שאותו כתבו ואשר הביעו את הסכמתם לכללו בתשקיף."

לצד האחריות המתוחמת והמוגבלת של היועצים החיצוניים, ניצבת גם התכלית והשאיפה, כי את עיקר האחריות לפרט מטעה בתשקיף יישאו האורגנים ובעל השליטה בחברה, לרבות החתמים הנוטלים תפקיד חשוב בהנפקה, וכל זאת הרבה קודם להטלת אחריות על יועציה החיצוניים של החברה.

בית המשפט העליון ציין את פרשת **שלמה קופמן**,²⁸ שם פסקה השופטת **דורנר**, כי "אחריות החתם וההתחייבות שקיבל על עצמו, מחייבות את החתם בבדיקה מעמיקה, לאורך כל תהליך ההנפקה, של תשקיף החברה, מצבה הכלכלי, כישורי מנהליה וכו'". בפרשת **שלדות מפעלי מתכת בע"מ**,²⁹ נעשתה הבחנה חשובה בין תיאור כללי חשבונאות מסובכים ובין ניסוח של סעיפי חוק או חוזה מסובך, שאז עו"ד או מומחה נדרש לעריכתם, ואין ציפייה כי הדירקטור יהיה בקיא בהם. זאת, לעומת תיאור עובדתי של אירועים שאירעו בחברה, כגון: ירידה במכירות, ביטול עסקאות ועוד, שבהם לא נחוצה הסתמכות על מומחים.

בית המשפט העליון אף ניתח את ההבחנה בין הטעיה הנוגעת לעניין שבמומחיות ובין הטעיה הנוגעת לתיאור, תוך שימוש בעמדות שקיבלו ביטוי בספרות:³⁰

"בתי המשפט בישראל סירבו לקבל את טענת ההסתמכות על אחרים, אף אם מדובר במומחים, בשעה שנגעה ההטעיה לתיאור עובדתי פשוט ולא לענין שבמומחיות. נראה כי אפשר שיינתן משקל מסוים להסתמכות על אחרים, אולם זאת רק אם האחראי יוכיח כי

27. לאה פסרמן-יוזפוב, דיני ניירות ערך חובת הגילוי, 479 (2009).

28. ת"א (מחוז י-ם) 501/85 שלמה קופמן חברה לבנין והשקעות בע"מ נ' הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ פ"מ תשמ"ח (1), 265 (1985) (פורסם בנבו).

29. ע"פ (מחוזי ת"א) 1405/95 שלדות מפעלי מתכת בע"מ נ' מדינת ישראל (21.1.1998) (פורסם בנבו).

30. מוטי ימין ואמיר וסרמן, תאגידים וניירות ערך, 341 (2006), עמ' 343.

נקט צעדים כדי לוודא שאכן אנשים המועסקים על ידו מוכשרים לבצע את עבודתם ומקיימים את החובות שהטיל עליהם כהלכה".

בתום בחינה וניתוח אלה, פסק בית המשפט העליון בפרשת **לנדמארק**, כי יש לעצור את הדיון העקרוני והחשוב הנ"ל בשלב זה, משום שהתביעה טרם התבררה לגופה. בית המשפט העליון קבע, כי לאחר שנפסק, כי עצם הפנייה ליועץ חיצוני עדיין אינה פוטרת את המתייעץ מאחריותו, נותר הנטל על כתפיהם של החתמים-המשיבים להראות, כי הם בעצמם, או באמצעות אנשי המקצוע מטעמם, נקטו את כל האמצעים הנאותים כדי למנוע את הימצאותו של פרט מטעה בתשקיף. בשלב הזה, טרם הוגשו ראיות המלמדות על הפעולות שנקטו החתמים, ועל כן, במובנים רבים, שאלת ההסתמכות על עבודתם של עורכי הדין ביחס לטענות הגנה שעשויות לעלות על ידי החתמים לדוגמה, נמצאת בשלבי הליך בירור משפטי ואנו ממליצים להמשיך ולעקוב אחר תוצאות פסק הדין הסופי וההלכה שתקבע במסגרתו.

פרק רביעי: קצוות הספקטרום - דברי סיכום

הדיון בשאלת הטלת אחריות על המנסחים או על מי שמשפיעים על ניסוחה של הצהרת חברה מדווחת כלפי הציבור, מתחיל ומסתכם בהבנה החשובה, כי מסמכי חברה מדווחת לציבור, ובפרט כאשר מדובר בתשקיף, הם מסמכים שהחברה מנסחת, בין היתר, תוך הסתייעות במומחיותם של עורכי דין ושל רואי חשבון. על רקע זה, השאלה, עד כמה נכון וראוי להטיל על היועצים החיצוניים אחריות בגין מצגיה המהותיים המטעים של החברה, היא שאלה מורכבת מאוד מבחינת מדיניות ציבורית בארץ ובעולם.

הדיון בפרשת **לנדמארק** טרם הסתיים, אך כבר ניתן ללמוד ממנו, ואף קודם לו, מלשון חוק ניירות הערך עצמו, היכן ממוקמת ישראל על גבי ספקטרום הגורמים הנושאים באחריות כשומרי הסף למצגיה של חברה מדווחת. ראשית, וכברירת מחדל, החוק בישראל קובע, כי לגבי תשקיף, יועצים חיצוניים יישאו באחריות למצג המטעה, ככל שהוא מופיע בחוות הדעת המופיעה בתשקיף החברה, וזאת לאחר שהיועצים החיצוניים חתמו עליה ואישרו את הופעתה בתשקיף. מבחינת הדין הישראלי, נדרשת זהות בין הגורם המנסח ובין הגורם החותם על גבי חוות הדעת על מנת שתקום אחריות בגין הפרט המטעה.

השאלה שנותרה פתוחה בפרשת **לנדמארק** (אם כי ייתכן שניתן כבר לזהות את מגמת ההכרעה העקרונית שתינתן בעניין), מתקשרת להגנה של החתמים המבקשים להסתמך על העבודה המשפטית של המומחים על מנת שלא לשאת באחריות הישירה בגין המצג הכוזב. מעמדם של החתמים ככאלה, הוא מעמד מיוחד בפני עצמו, ובעוד שניתן להבין את רצונם להסתמך על מצגי החברה שנבדקו ונבחנו על ידי היועצים החיצוניים, יש לתחום גבולות גם להסתמכות

זו, ככל שתוכר על ידי בית המשפט, על מנת שאחריותם ותרומתם של החתמים להליך ההנפקה לא יהפכו להשתתפות מטעה כשלעצמה.

לעומת ישראל, קנדה ממוקמת בקצהו השני של הספקטרום. המחוקק הקנדי מכיר באחריותם של מי שעונים להגדרת "משפיע" ו"מקדם", על דיווחיה הכוזבים של חברה ציבורית. כאשר "המקדם" ו"המשפיע" היו מעורבים בהפקתו של דיווח מטעה, למרות היותם גורמים חיצוניים לחברה, ועל אף שלא חתמו על המסמך, ניתן להטיל עליהם אחריות. מבחינת הדין הקנדי, לא נדרשת זהות בין המנסח (או המשפיע על הניסוח) ובין החותם על המסמך המטעה.

קיומה של אחריות תיאורטית זו בקנדה מחייב דיון נרחב בשאלות של מדיניות ציבורית ויישום זהיר מאוד מצד רשויות השיפוט הקנדיות, על מנת שלא לאחד יחדיו מספר רב מידי של גורמים חיצוניים שיימצאו אחראים למצגים כוזבים של חברה מדווחת. עם זאת, במובנים רבים, התפיסה הקנדית מצביעה על הבנה והכרה אמיצות יותר ומדויקות יותר, כי ידיים רבות מעורבות בניהול הקשר המורכב שבין חברה ובין בעלי מניותיה מהציבור, וכי לעידוד הציבורי כלפי חברה מדווחת לפעול בהתאם לעצת מומחים, יש גם מחיר מבחינת הרחבת מספר הגורמים שניתן להטיל עליהם אחריות בגין פגיעה בשוק ההון. יישום של סעיף זה בקנדה, כאמור לעיל, הוא יישום זהיר ודווקני, ולפחות מבחינת הפסיקה, המדיניות הרצויה היא להימנע מלהיקלע למצב שבו ההפרדה שבין היועץ החיצוני ובין החברה המתייעצת, מיטשטשת.

בדומה לסיכום הדברים שהעלנו בשני מאמרנו הקודמים שדנו באחריות שומרי הסף, נשוב ונציין, כי עבודתם של היועצים החיצוניים, ובפרט של עורכי הדין ורואי החשבון, נושאת עימה אחריות מקצועית וציבורית רבה. אחריות זו מחייבת את קיומו של מאזן עדין בין המרחב הנדרש ליועץ החיצוני לבצע את מלאכתו במיומנות ובמקצועיות, ובין אזורי שוליים שניתן להגדיר כחריגה מנורמת התנהגות רצויה של המומחים, ושהגלישה אליהם מקימה אחריות בגין נזיקה של צדדים שלישיים.

