

קשר סיבתי בתביעות ייצוגיות בגין הפרת דיני ניירות ערך

מאת

אסף ברם, עו"ד

- א. מבוא
- ב. איון דרישת ההסתמכות הישירה בתביעה ייצוגית בגין הפרת דיני ניירות ערך, דיני חוזים, דיני חברות ודיני עשיית עושר
- ג. עקיפת דרישת ההסתמכות הישירה בתביעה ייצוגית בגין הפרת דיני נזיקין
1. הכלל הרגיל - הסתמכות ישירה היא דרישה בתביעה נזיקית
 2. חריג ראשון - הסתמכות עקיפה
 3. חריג שני - תרמית במחדל
 4. חריג שלישי - "תרמית על השוק"
- ד. גישות שונות בעניין הקשר הסיבתי המשפטי הנדרש בין הפרת הדין לנזק הנטען
1. גישת ה"קשר ישיר"
 2. גישת הצפיות
 3. גישת "התגשמות הסיכון"
 4. גישת "קשר כלשהו"
- ה. סיכום

מבוא

תביעות ייצוגיות נגד חברות שהנפיקו ניירות ערך לציבור (להלן - "חברה ציבורית") הפכו בעשור האחרון לחיזיון נפרץ¹. משקיעים מאוכזבים - "מתוחכמים" או "רגילים"² - שרכשו ניירות ערך של חברה ציבורית שכשלה מבקשים להיפרע ממנה ומנושאי המשרה בה, אם מתברר כי האחרונים רימו את הציבור בנוגע לעסקי החברה. תביעה ייצוגית נגד חברות ציבוריות מעלה שאלות משפטיות רבות ומגוונות³. ברשימה זו אני מבקש להתמקד בשאלת הקשר הסיבתי הנחוץ לצורך אישורה של תביעה נגד חברה ציבורית כייצוגית⁴. סוגיית הקשר הסיבתי ניתנת להדגמה במקרה הטיפוסי הבא: חברה פרסמה תשקיף למכירת מניותיה לציבור,

¹ ראו למשל: ע"א 6343/95 אבנר נפט וגז בע"מ נ' אבן פ"ד נ"ג(1) 115; רע"א 378/96 וינבלט נ' משה בורנשטיין בע"מ פ"ד(3) 247; רע"א 4474/97 טצת נ' זילברשץ (5.6.00); רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש (12.7.01, טרם פורסם); ת"א (ת"א) 1280/99 בש"א 33172/99 רוטנברג נ' אלביט בע"מ (08.03.01, טרם פורסם); ת"א (חי) 1318/99 אלסינט נ' גדיש קרנות גמולים בע"מ (16.8.00, טרם פורסם); רע"א 6561/99 פועלים שוקי הון והשקעות בע"מ נ' סבן (12.6.00, טרם פורסם); ת"א (ת"א) 1252/93 אנליסט אי. אמ. אס. ניהול קרנות בנאמנות (1986) בע"מ נ' מדינת ישראל (11.5.94, טרם פורסם); ת"א (ת"א) 2512/99 מחשבה יעוץ וניהול בע"מ נ' ויטלגו מפעלי טכסטיל בע"מ (29.8.01, טרם פורסם); ת"א (ת"א) 1117/94 גלובל ק.א. ניהול השקעות וייעוץ פיננסי בינלאומי בע"מ נ' המישה יוד תכשירנים תעשית מתכות יקרות בע"מ (10.5.95, טרם פורסם); ת"א (ת"א) 19/92 זה חברה לייצוא כלכלי בע"מ נ' חברת טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ פ"מ נ"ו(2) 183; ² לדיון מעניין בקטיגוריות שונות של משקיעים ראו -

R. K. Winter "On 'Protecting the Ordinary Investor'" 63 Wash. L. Rev. (1988) 881
³ לדיון בנושא זה בישראל ראו, למשל:

י' בן-דור "התובענה הייצוגית בחוק ניירות ערך" רואה חשבון ל"ח(2) (1989) 94; ס' גולדשטיין "עוד בעניין תביעת-ייצוג-קבוצתית - ההתפתחות במשפט האנגלי" משפטים י"א (תשמ"א) 412; ס' גולדשטיין "תביעת-ייצוג-קבוצתית - מה ועל שום מה?" משפטים ט' (תשל"ט) 416;
 S. Goldstein "Class Action in Israel" 13 Int. Cong. Comp. Law (1990) 45
 "תביעה ייצוגית לפי חוק ניירות ערך" הפרקליט מ"ב 465.
 נושא זה מפותח מאוד בדון האמריקאי, ובשנת 1995 שינה הקונגרס את הדין בנושא, תוך תיקון Securities Exchange Act, 1934 והוספת פרק חדש שכותרתו -

Private Securities Litigation Reform Act of 1995

דיון בשינוי שחל בנושא זה בארה"ב חורג ממסגרתה של רשימה זו. לספרות בסיסית בנושא ראו -

T. W. Antonucci "The Private Securities Litigation Reform Act and the States: Who Will Decide the Future of Securities Litigation?" 46 Emory L.J. (1997) 1237

M. G. Dailey "Preemption of State Court Class Action Claims for Securities Fraud: Should Federal Law Trump?" 67 U. Cin. L. Rev. (1999) 587

R. H. Walker, D. M. Levine, A. C. Pritchard "The New Securities Class Action: Federal Obstacles, State Detours" 39 Ariz. L. Rev. (1997) 641

⁴ לפי סעיף 210 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, תביעה ייצוגית צריכה להיות מאושרת על-ידי בית משפט, לפי התנאים הקבועים בסעיף. דיון בתנאים אלה חורג ממסגרתה של רשימה זו.

וגייסה מן הציבור עשרות מיליוני שקלים לאחר הנפקה מוצלחת. חצי שנה לאחר פרסום התשקיף וגיוס ההון, כשניירות הערך של החברה נסחרים בבורסה רכש פלוני ניירות ערך של החברה, ושילם תמורתם כ- 60,000 ש"ח. באותה עת הצביעו הדו"חות הכספיים של החברה על מצב פיננסי איתן ועל גידול ברווחיות החברה. כשנה לאחר מכן פרסמה החברה דו"ח מידי ובו הודיעה כי נתגלו ממצאים המצביעים על אי סדרים במערכת החשבונות והכספים של החברה, וכי הדו"חות שפורסמו על ידה בתשקיף אינם משקפים נכונה את מצבה הכספי של החברה. זמן קצר לאחר מכן צנחו שערי המניות של החברה ב- 70%. פלוני, שהפסיד חלק ניכר מהשקעתו מגיש תביעה נגד החברה בגין הנזק שנגרם לו, לטענתו, בעקבות הפרת חובות גילוי מצד החברה. פלוני אף מבקש לייצג את ציבור בעלי המניות של החברה, שנפגעו אף הם מהאירועים המתוארים⁵.

עניינה של רשימה זו, כאמור, הוא בהוכחת יסוד הקשר הסיבתי בתביעות בהן הנפגע הוא משקיע בניירות ערך של חברה ציבורית, שניירות הערך שלה נסחרים בבורסה, והנתבעת, הפוגעת לכאורה, היא החברה הציבורית, שהפרה את חובות הגילוי לפי דיני ניירות ערך⁶. רשימה זו אינה עוסקת בהוכחת היסוד הראשון - הפרת חובות הגילוי לפי חוק ניירות ערך⁷. רשימה זו מניחה שהפרה כאמור בוצעה.

⁵ עובדות אלה לקוחות מפרשת רייכרט, ראו - ת"א (ת"א) 1134/95 שמש נ' רייכרט (15.10.96), לא פורסם.

⁶ הפרה של חובות הגילוי לפי דיני ניירות ערך יכולה לבוא לידי ביטוי בשני אופנים: הכללת פרט מטעה בתשקיף ובמסמכים הקשורים אליו, בעת שהחברה מבקשת לגייס הון מהציבור (בענין זה ראו סעיף 16 לחוק ניירות ערך והתקנות הרלוונטיות על-פיו. בגדרו של פרט מטעה עשוי להיחשב גם מקרה בו החברה מפרה את חובת הגילוי באמצעות אי גילוי פרט העשוי להיות מהותי למשקיע הסביר, בענין זה ראו, למשל - ע"פ 5734/91 מדינת ישראל נ' לאומי ושות' בנק להשקעות בע"מ פ"ד מ"ט(2) 4). הכללת פרט מטעה בדו"חות הכספיים אותם חייבת החברה להגיש לפי סעיף 36 לחוק ניירות ערך והתקנות הרלוונטיות על-פיו. בענין זה ראו, למשל - ע"א 5320/90 ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך פ"ד מו(2); ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ פ"ד מ"ט(3) 177;

⁷ לפסיקה על מהותו של פרט מטעה בתשקיף ראו -

ע"פ 5734/91 מדינת ישראל נ' לאומי ושות' בנק להשקעות בע"מ פ"ד מ"ט(2) 4; ע"פ 5383/97 טמפו תעשיות בירה בע"מ נ' מדינת ישראל (6.3.00); ת.פ. (ת"א) 92/97 מדינת ישראל נ' י.מ. עיני תעשיות מתכת (28.3.99); ע"פ (ת"א) 1405/95 שלדות מפעלי מתכת בע"מ נ' מדינת ישראל (14.1.97). לפסיקה על מהותו של פרט מטעה בדו"חות כספיים ראו - רע"פ 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ ואח' נ' מדינת ישראל (9.6.97).

לפסיקה על חשיבות עקרון הגילוי בדיני ניירות ערך ראו -

ע"א 5320/90 ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך פ"ד מ"ו(2) 818; ע"א 1928/93

הוכחת קשר סיבתי בין הפרת דין לגרם נזק, מחייבת, ברגיל, קיומם של שני תנאים מצטברים - קשר סיבתי עובדתי⁸ וקשר סיבתי משפטי⁹. מבחן הקשר הסיבתי העובדתי מחייב את התובע להראות כי אלמלא הפרות הדין שביצע הנתבע לו היה נגרם לו הנזק. בהקשר של תביעה ייצוגית נגד חברה ציבורית על התובע להראות כי הפרות הדין של הנתבעים הם שגרמו, עובדתית, לנזק שנגרם לו ולחברי הקבוצה. הוכחת הגרימה העובדתית היא קשה בהקשר של שוק ניירות ערך. כידוע, משקיעים רבים כלל אינם מסתמכים על דו"חותיה הכספיים של חברה לצורך קבלת החלטת השקעה, לפחות לא במובן הרגיל של דרישת ההסתמכות.

מבחן הקשר הסיבתי המשפטי מחייב את בית המשפט להכרעה נורמטיבית, לפיה, הפרת הדין של הנתבע קשורה - משפטית - לנזק שנגרם לתובע. מבחן זה מעמיד קשיים נוספים בפני תובע ייצוגי, משום שהוא מאפשר לחברה הנתבעת ולנושאי המשורה בה להעלות מגוון של טענות לניתוק הקשר הסיבתי המשפטי בין הפרת הדין שביצעו לבין הנזק שנגרם לבעלי ניירות הערך של החברה.

בפרק א' אבדוק את יסוד הקשר הסיבתי העובדתי, במקרים בהם חברות מפרות את חובות הגילוי לפי דיני ניירות ערך. מבחן הקשר הסיבתי העובדתי מכונה בפסיקה הישראלית כדרישת ה"הסתמכות הישירה"¹⁰. בפרק א' אראה כי בית המשפט העליון, לאחרונה, איין את הוכחת ה"הסתמכות הישירה", במקרים בהם הפרת הדין הנטענת היא הפרת דיני ניירות ערך, דיני חוזים ודיני עשיית עושר ולא במשפט¹¹. בפרק ב' אראה כי גם כשהפרה הנטענה (שבוצעה על-ידי חברה

רשות ניירות ערך נ' גבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ פ"ד מ"ט(3) 177; ע"א 218/96 ישקר נ' חברת השקעות דיסקונט (21.8.97);

⁸ הקשר הסיבתי העובדתי, בהקשר לתביעה בדיני ניירות ערך, מכונה בארה"ב כ- transaction causation. לדיון בענין זה ראו ע"א 3654/97 קרטין נ' עתרת ניירות ערך (2000) (27.6.99), בפסקה 21 לפסק-דינו של השופט אנגלרד.

⁹ הקשר הסיבתי העובדתי, בהקשר לתביעה בדיני ניירות ערך, מכונה בארה"ב כ- Loss causation. לדיון בענין זה ראו-

Andrew L. Merritt "A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suing the Remedy to the Wrong" 66 *Tex. L. Rev.* (1988) 469

¹⁰ רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש (12.7.01, טרם פורסם), פסקה 25 לפסק-דינה של השופטת שטרסברג-כהן.

¹¹ ראו הדיון לעיל בפרשת רייכרט.

בורסאית) היא הפרה של דיני הנזיקין, הציע בית המשפט העליון דרכים לעקוף את דרישת ה"הסתמכות הישירה" (הקשר הסיבתי העובדתי) המעוגנת בדיני הנזיקין הרגילים. בית המשפט העליון הציע שלוש גישות שונות לעקיפת דרישת ההסתמכות בתביעה בגין הפרת דיני הנזיקין - גישת ה"הסתמכות העקיפה", גישת ה"תרמית במחדל" וגישת ה"תרמית על השוק". בחלק זה אשווה את הדין הישראלי לדין הזר ואסכם בכך שלפי דעתי, עקיפת דרישת ה"הסתמכות הישירה" לפי דיני הנזיקין, כפי שהוצע על-ידי בית המשפט העליון, מוצדקת בהחלט.

בפרק ג' אבדוק גישות שונות, כפי שנבחנו בעיקר במשפט המשווה, להוכחת הקשר הסיבתי המשפטי. עיון בפסיקה בארה"ב מגלה 4 גישות בסוגייה זו - גישת ה"קשר הישיר", גישת ה"צפיות", גישת ה"התגשמות הסיכון" וגישת ה"קשר כלשהו". בפרק זה אבחן גישות אלה ואבדוק התאמתן לדין הישראלי.

ב. איון דרישת ההסתמכות הישירה בתביעה ייצוגית בגין הפרת דיני ניירות ערך, דיני חוזים, דיני חברות ודיני עשיית עושר ולא במשפט

נחזור לדוגמא שהוצגה בראשית הדברים: חברה פרסמה תשקיף שכלל פרטים מטעים¹². פלוני, משקיע בבורסה, רכש ניירות ערך של החברה¹³. פלוני מעולם לא קרא את התשקיף. יתרה מכך, לפלוני אין כלים או ידע שיעזרו לו לנתח את המידע שהובא על-ידי החברה בתשקיף. פלוני לא הסתמך על התשקיף באופן ישיר¹⁴.

¹² סעיף 16 לחוק ניירות ערך מחייב חברה המנפיקה ניירות ערך לציבור לפרסם תשקיף ובו: "א) תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו וכל פרט ששר האוצר קבע בתקנות לפי סעיף 17.

(ב) לא יהיה בתשקיף פרט מטעה."

פרט מטעה מוגדר בסעיף 1 לחוק ניירות ערך כ:

"לרבות דבר העלול להטעות משקיע סביר וכל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר"¹³ לפי הדין הישראלי, לפלוני יש עילת תביעה טובה בין אם רכש את הניירות בהנפקה ובין אם רכש את הניירות במועד מאוחר יותר, במסגרת המסחר בבורסה (בשוק המשני). ראו לעניין זה את סעיף 31(א) לחוק ניירות ערך, וכן ראו את פסקי הדין בענין חברת אפאר - רע"א 6561/99 פועלים שוקי הון והשקעות בע"מ נ' סבן (12.6.00, טרם פורסם); ת"א (נצי') 496/95 סבן נ' להב (8.8.99, טרם פורסם).

¹⁴ עובדות אלה מתאימות לפרשת רייכרט. לעובדות הפרשה המפורטות ראו - ת.א. (ת"א) 1134/95

האם עובדה זו משמיטה את עילת התביעה שלו לפי חוק ניירות ערך?

שאלה זו חשובה בהקשר של תביעות ייצוגיות, במיוחד כשפלוגי מבקש לייצג את הציבור שנפגע מהפרת חובת הגילוי של החברה. זאת משום שייתכן שיש בשוק משקיעים שרכשו את ניירות הערך של החברה, שכן קראו את התשקיף ואף הסתמכו עליו. האם אלה האחרונים תובעים מייצגים הולמים יותר מפלוגי?

חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, קובע בסעיפים הרלוונטיים:

אחריות חותמי התשקיף

31. "א) מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך מן המציע, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה..."

(ב) תקופת ההתיישנות של תביעה לפי סעיף קטן (א) שלא הוגשה עליה תובענה היא שנתיים מיום העסקה או שבע שנים מתאריך התשקיף, לפי המוקדם.

(ג) לענין סעיף קטן (א) יראו כל דירקטור של המנפיק שכיהן ביום שאישר הדירקטוריון את הנוסח הסופי של התשקיף כאילו חתם על התשקיף, אלא אם כן הוכיח אחת מאלה..."

אחריותם של מומחים

32. "מי שנתן חוות דעת, דו"ח, סקירה או אישור שנכללו או נזכרו בתשקיף בהסכמתו המוקדמת, יהא אחראי כאמור בסעיף 31(א) לנזק שנגרם מחמת שהיה פרט מטעה בחוות הדעת, בדו"ח, בסקירה או באישור שנתן, ותקופת ההתיישנות של תביעה לפי סעיף זה תהיה

שמש נ' רייכרט (15.10.96, טרם פורסם).

כאמור בסעיף 31(ב).".

אחריות של מנפיק

52יא. "א) מנפיק אחראי כלפי המחזיק בניירות ערך שהנפיק לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך שהמנפיק הפר הוראה של חוק זה או תקנות לפיו..."

ב) האחריות האמורה בסעיף קטן (א) תחול גם על הדירקטורים של המנפיק, על המנהל הכללי שלו ועל בעל שליטה במנפיק."

בית המשפט העליון נדרש לאחרונה לשאלה זו, בפרשת רייכרט¹⁵. השופט שטרסברג-כהן, לאחר שדנה בנושא לעומקו, קבעה כי בתביעה המוגשת בגין הפרת חוק ניירות ערך והדורשת את הסעדים שחוק זה מעניק, אין צורך בהוכחת "הסתמכות ישירה" של המשקיע על הפרת הדין של החברה. בשל חשיבות הקביעה, אביא את דבריה של השופטת שטרסברג-כהן בשלמותם:

"האם הסתמכותו הישירה של התובע על הפרט המטעה או הפרת הוראות החוק מהווה תנאי להעמדת עילת תביעה על פי סעיפים אלו? **נראה כי על שאלה זו יש להשיב בשלילה.** אחריותם של נושאי המשרה בחברה, חותמי התשקיף והדו"חות, המנפיק, והמומחים קמה מכח סעיפים אלה גם אם התובע כלל לא הסתמך על הפרט המטעה או על הפרת הוראות החוק. מסקנה זו מתחייבת ראשית כל מלשונם הברורה של סעיפים 31, 32, ו-52יא, לפיה קמה האחריות לכל נזק שנגרם לרוכש או המחזיק בניירות הערך מחמת קיומו של פרט מטעה או מחמת הפרת הוראות החוק. כלומר, לשם גיבושה של האחריות, **די בקיומו של קשר סיבתי בין הפרט המטעה או הפרת הוראות החוק לבין הנזק שנגרם לתובע ולא נדרשת הסתמכות ישירה של התובע** (והשווה לס' 35(א) לחוק, המתנה במפורש את

הזכות לביטול רכישת ניירות ערך שנעשתה על פי תשקיף, בהסתמכות על הפרט המטעה בתשקיף). שנית, דרישה לפיה הסתמכות ישירה על פרט מטעה בתשקיף תהווה תנאי הכרחי להגשת תביעה על פי חוק ניירות ערך אינה עולה בקנה אחד עם התכלית המונחת בבסיסו של החוק, שהיא, להסדיר את הפעילות בשוק ההון, להבטיח את הגינות המסחר בו תוך שמירה על אמינות הדיווח הנכון והמלא, להציב בלמים מפני התנהגות בלתי ראויה של נושאי המשרה בחברות הציבוריות ולהגן על ציבור המשקיעים. הצבת דרישת ההסתמכות הישירה על מסמכי החברה כתנאי סף בלתו לא יוכל המשקיע הנפגע לתבוע את האחראים לפרסומו של אותו פרט מטעה, תצמצם את אפשרות התביעה לאותו ציבור מצומצם של משקיעים המתמצאים היטב בנעשה בשוק ההון ומקפידים על קריאתם וניתוחם של מסמכי החברה בטרם קבלת החלטות ההשקעה שלהם. תוצאה זו תשלול מן המשקיע הקטן, אשר איננו מצויד כלל בכלים המקצועיים לקריאת תשקיפים ודו"חות כספיים והבנתם, את ההגנה שהמחוקק פרס עליו בחוק ניירות ערך, ובכך תסכל את תכלית החקיקה. אין לחשוש כי גישה זו, המוותרת על הסתמכות התובע כתנאי להתגבשות עילת התביעה, תרחיב את אחריותם של נושאי המשרה, חותמי התשקיף והדו"חות, המנפיק והמומחים יתר על המידה, שכן המחוקק דאג להוסיף לצידה מערכת של איזונים ובלמים ולסייגה בסייגים שונים. כך לדוגמא נקבע כי תקופת ההתיישנות לעילת התביעה בגין פרט מטעה תהיה קצרה מן הרגיל ותעמוד על שנתיים מיום העסקה או שבע שנים מיום פרסום המסמך בו נכלל הפרט המטעה, לפי המוקדם (ס' 31(ב) לחוק). כן ראה המחוקק להגביל את האחריות וקבע כי זו לא קמה כלפי מי שידע או היה עליו לדעת על הפרט המטעה או הפרת הוראת החוק בעת הרכישה (ס' 33(2) וס' 52(3) לחוק), או כלפי מי שרכש את נייר

¹⁵ רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש (12.7.01).

הערך לאחר שפורסם דו"ח המתקן את הפרט המטעה (ס' 33(3) לחוק). נראה, אם כן, כי המחוקק וויתר במכוון על דרישת ההסתמכות בעילות אלו, תוך שהוא קובע סייגים אחדים על מנת שלא להטיל אחריות רחבה מדי על נושאי המשרה ויתר המעורבים בפעילות החברה... הגישה המקובלת עלי, המוצאת מהלכים בשיטתנו, היא זו לפיה אין התובע נדרש להראות שהסתמך על הפרט המטעה או על הפרת חובת הגילוי בכדי שתקום לו עילת תביעה. גישה זו מוצאת תימוכין בספרות המשפטית. כך למשל קובעת המלומדת צ' כהן בספרה הנ"ל, בעמ' 403: "החוק איננו דורש הסתמכות של התובע על הפרט המטעה כתנאי לתביעת פיצויים על ידיו, ומסתפק בקיומו של קשר סיבתי בין הנזק לבין קיומו של הפרט המטעה". דברים ברוח דומה אומר גם המלומד י' גרוס: "... כל מי שרכש אי פעם ניירות ערך של החברה ולו לתקופה קצרה, ללא כל קשר לאמור בתשקיף, רשאי לתבוע את הדירקטורים מחמת נזק שנגרם לו עקב פרט מטעה בתשקיף וזאת, תוך שנתיים מיום העיסקה, או שבע שנים מתאריך התשקיף, לפי המוקדם" (י' גרוס דירקטורים ונושאי משרה בחברה (תל אביב, התשמ"ט), 433). (ראה גם א' פלמן וה' בר מור, בספרם הנ"ל, בעמ' 490, ע' ידלין "תרמית על השוק - גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי שוא בשוק המשני" משפטים כז (תשנ"ז) 249, 260). מכאן שגם כאשר התובע - כבענייננו - שלא הסתמך על הפרטים המטעים, יכול להגיש תובענה ייצוגית בעילות לפי סעיפים 31, 32 ו-52יא". (ההדגשות שלי. א. ב.)¹⁶

הנשיא ברק, שהסכים לקביעתה של השופטת שטרסברג-כהן בהקשר זה, הוסיף לענייננו את הדברים הבאים:

בתובענה שבפנינו, נטען כי ההסתמכות על מצג השווא נדרשת הן בעילות שעל פי החוק והן בעילות שמחוצה לו. **אשר לעילות שבחוק**

¹⁶ שם, פסקאות 24-26 לפסק דינה של השופטת שטרסברג-כהן.

(בהקשרנו - לפי סעיפים 31, 32 ו-52יא לחוק), מקובלת עלי מסקנתה של חברתי, כי אין החוק דורש כי הנפגע-התובע יסתמך על מצגו של המזיק-הנתבע. כך עולה, כאמור בפסק דינה של חברתי, הן מלשון החוק והן מתכליתו. אכן, דרישת הסתמכות בהקשר זה תצמצם באופן ניכר את יכולתם של משקיעים להנות מההגנה הנתונה להם בחוק ותותיר את העילות שבחוק רק בידי אותם מתי מעט המומחים ובקיאים בשוק ההון. לא זו תכליתו של החוק. החוק בא, בין השאר, להגן על המשקיעים ועל אמון הציבור בשוק ההון, תוך יצירת מנגנוני פיקוח ובקרה על השחקנים השונים בשוק ההון. זאת ועוד: ייתור דרישת ההסתמכות בהקשר זה מבוסס לא רק על תכליתו של החוק אלא על אופיו של שוק ההון והמסחר בו. אכן, המשקיע בשוק ההון עלול להינזק גם אם לא הסתמך על האמור בתשקיף או בדו"ח הכספי, שעה שמידע מסויים על החברה לא הובא לידיעת המשקיעים. כך נובע, מן העובדה כי ערכה של המניה נקבע על פי היצע וביקוש המושפעים ממידע, גם אם אין הוא מצוי בידי המשקיע עצמו בנקודת זמן מסויימת. אשר על כן, מסכים אני לאמור בפסק דינה של חברתי כי בכל הנוגע לעילות שמקורן בחוק, אין בהיעדר ההסתמכות של התובע על התשקיף והדו"חות הכספיים בכדי למנוע את אישור התובענה, כתובענה ייצוגית".

(ההדגשות שלי. א. ב.)¹⁷

הלכת רייכרט משחררת, איפוא, את התובע הייצוגי, מלהוכיח קשר סיבתי עובדתי בתביעה ייצוגית. בכל הכבוד הראוי, הלכה זו, לטעמי, מוצדקת. נימוקיהם של השופטים שטרסברג-כהן וברק, הנסמכים על לשון חוק ניירות ערך ותכליתו מדברים בעד עצמם ומשכנעים.

בהמשך פסק הדין בעניין רייכרט, קבעה השופטת שטרסברג-כהן כי ניתן להגיש תובענה ייצוגית נגד חברה בורסאית, בגין הפרת חובות גילוי, גם בעילות מדיני

¹⁷ שם, פסקה 6 לפסק דינו של הנשיא ברק.

הנזיקין, דיני החוזים, דיני החברות ודיני עשיית עושר ולא במשפט. בעילות אלה, קבעה השופטת שטרסברג-כהן, אין כל דרישה ל"הסתמכות ישירה" של התובע על הפרטים המטעים בתשקיף ובדו"חות החברה ודי בקשר סיבתי (משפטי) לשם הקמת עילת התביעה.¹⁸

פרק ב' - עקיפת דרישת ההסתמכות הישירה בתביעה ייצוגית בגין

הפרת דיני נזיקין

1. הכלל הרגיל - הסתמכות ישירה היא דרישה בתביעה נזיקית

אחד מרכיביה של עוולת התרמית¹⁹ הוא היצג כוזב שהטעה את התובע והוא פעל על פיו.²⁰ כלומר הסתמכות התובע על ההיצג הכוזב היא יסוד מיסודות העוולה. באופן דומה גם האחריות בגין מצג שווא רשלני, במסגרת עוולת הרשלנות, קמה רק אם התובע הסתמך על המצג הרשלני באופן סביר ועקב כך נגרם לו הנזק.²¹

הנה כי כן, בתביעות לפי פקודת הנזיקין, על הנפגע להוכיח את הקשר הסיבתי העובדתי בין העוולה שביצע הנתבע לבין הקשר שנגרם לו. במילים אחרות, על התובע להוכיח כי **הסתמך** על העוולה שביצע הנתבע.

למרות קיומה של דרישה להוכחת הסתמכות בעילות לפי פקודת הנזיקין, פסק בית המשפט העליון כי ניתן להוכיח קיומה של הסתמכות בדרכים אחרות. דרכים אלה יפורטו להלן.

¹⁸ שם, פסקה 27 לפסק דינה של השופטת שטרסברג-כהן. קביעה זו של השופטת שטרסברג-כהן הפכה הלכה סותרת בענין זה של בית המשפט המחוזי בת.א. (ת"א) 1365/95 לוי נ' לה נסיונל חברה ישראלית לביטוח בע"מ (15.10.96, טרם פורסם). בפסק הדין בענין לה-נסיונל קבעה השופטת פלפל כי לא ניתן להגיש תביעה ייצוגית כנגד חברה בורסאית בגין הפרת דינים שאינם דיני ניירות ערך.

כאמור לעיל, הלכה זו נהפכה על-ידי בית המשפט בענין רייכרט.
¹⁹ סעיף 56 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש]

²⁰ ע"א 614/84 ספיר נ' אשד פ"ד מא(2) 225, 229

²¹ המ' 106/54 וינשטיין נ' קדימה אגודה שיתופית בע"מ ואח' פ"ד ח(2) 1317, וראו גם א' פורת "דיני נזיקין" ספר השנה של המשפט בישראל (תשנ"ב-תשנ"ג, אריאל רוזן צבי עורך) 301, 326

2. חריג ראשון - הסתמכות עקיפה

הבעיה בדרישת ה"הסתמכות הישירה" היא בכך שהתובע צריך להוכיח כי הסתמך באופן ישיר ובלתי אמצעי על המצג התרמיתי שביצעה החברה. יישומה של דרישה זו, בהקשר של שוק ההון, הוא בעייתי עד בלתי אפשרי. זכות התביעה של משקיעים שניזוקו מהשקעה בניירות ערך של חברה שהציגה מצגים תרמיתיים תלויה בכך שהמשקיעים יוכיחו כי הסתמכו ישירות על המצגים התרמיתיים, דהיינו, על המשקיעים להוכיח כי קראו את הדו"חות השקריים של החברה, ופעלו בעקבות כך.

השופט שטרסברג-כהן מציעה לוותר על דרישת ה"הסתמכות הישירה", גם בתביעה לפי דיני נזיקין, ולהסתפק בכך שהמשקיעים יוכיחו כי המידע התרמיתי הגיע אליהם בדרך עקיפה:

די בכך שהתובע יוכיח כי הסתמך באופן עקיף על מסמכי החברה, ואלמלא הפגם שנפל בהם לא היה נגרם לו הנזק, כדי לבסס את הקשר הסיבתי ולעמוד בדרישת ההסתמכות. במציאות הקיימת בשוק ההון, למרבית המשקיעים אין את היכולת, והידע הדרושים לקריאת תשקיפים ודו"חות כספיים וממילא אין הם מסוגלים לנתח את המידע הנכלל בהם לשם קבלת החלטות השקעה מושכלות על פיו. עם זאת מבססים משקיעים רבים את החלטותיהם בעניין השקעות על מקורות מידע משניים, השואבים בעצמם ממסמכי החברה, דוגמת ניתוחי אנליסטים, יועצי השקעות, דיווחים בעיתונות היומית והכלכלית וכיו"ב. דרישה לפיה חייב התובע להסתמך באופן ישיר על מסמכי החברה, תצמצם את היקף האחריות הנזיקית בגין מעשי תרמית או רשלנות רק לאותם משקיעים מעטים, המקפידים לעיין בדו"חות הכספיים ובתשקיפים. לפיכך, נראה לי, כי די בכך שהתובע יראה כי נשען על מקורות מידע סבירים שניזונו בעצמם ממסמכי החברה ובשל הסתמכות עקיפה זו נגרם לו הנזק, כדי לעמוד בדרישת ההסתמכות החיונית להעמדת עילת התביעה בגין תרמית או מצג שווא רשלני... לשיטתי, די בכך

שהתובע יוכיח כי הסתמך באופן עקיף על הפרט המטעה במסמכי החברה, ובשל כך נגרם לו הנזק כדי לקיים את דרישת ההסתמכות ולהעמיד לו עילת תביעה. בענייננו אמנם הודה התובע כי לא קרא את מסמכי החברה אך מתשובותיו בחקירתו עולה, כי קנה את מניות החברה תוך הסתמכות עקיפה על מסמכי החברה, בעקבות דיווחים שקרא בעיתונים והמלצות ששמע מחברים אודות החברה. בשלב זה נראה כי יש בסיס לכאורי לטענה כי אלמלא נכללו פרטים מטעים במסמכי החברה ולו דיווחה החברה על מצבה הכספי האמיתי ועל החשדות לאי סדרים במערך הכספי שלה כבר במהלך השנים 1993-1994 היה הדבר מגיע לידיעת הגורמים השונים הפועלים בשוק ההון, היה מקבל ביטוי בדיווחי העיתונים ויכול היה לשמש אות אזהרה לתובע ולמנוע ממנו את רכישת ניירות הערך של החברה ואת הנזק שנגרם לו בעקבות רכישתם. למעשה, די בכך כדי לדחות, בשלב זה, את טענת המשיבים כי משלא הסתמך ישירות על מסמכי החברה לא קמה לו עילת תביעה בגין תרמית או מצג שווא רשלני²².

הנשיא ברק, שהסכים לדעתה של השופטת שטרסברג-כהן, בדבר קבלת גישת ה"הסתמכות העקיפה", קבע:

אשר לעילות שמחוץ לחוק, הדורשות התקיימותה של הסתמכות, הרי שמקובל עלי כי בנסיבות המקרה די בהסתמכות עקיפה מצידו של התובע. אכן, תורת ההסתמכות העקיפה מניחה בראש ובראשונה כי ההסתמכות אכן נדרשת כחלק מיסודות העילה. ההסתפקות בהסתמכות עקיפה אינה אלא קביעה ראייתית, לפיה הדין מאפשר לתובע להוכיח כי הסתמך גם באופן עקיף ולא אך ישירות, על מצג הנתבע. אמת, בקביעה ראייתית זו יש משום הקלה עם התובע והחמרה עם הנתבע. האפשרות להסתפק בהסתמכות עקיפה בלבד

²² רייכרט, פסקה 28 לפסק-דינה של השופטת שטרסברג-כהן.

מרחיבה את מעגל הניזוקים ממצג השווא ובסופו של יום, מגדילה את אחריותו וחבותו הפוטנציאלית של יוצר המצג. בה בעת, נחה דעתי כי בנסיבות העניין קביעה זו היא מוצדקת. כך, בהתחשב בעובדה כי ענייננו הוא אך בשלב מוקדם של דיון באישור תובענה כתובענה ייצוגית; כך, שכן ענייננו בתובע הייצוגי עצמו ולא בהכרח בשאלה, אם גם חברי הקבוצה יכולים להסתפק בהסתמכות עקיפה בלבד; כך, בהתחשב בתכליות החוק והראציונלים שבבסיסו, שעיקרם, כאמור, הבטחת תיפקודו התקיין של שוק ניירות הערך תוך שמירה על אמון הציבור בו. על יסוד זה, כאמור, נחה דעתי כי די בהסתמכות העקיפה - שהוכחה במקרה שבפנינו - בכדי שלא למנוע מהתובע לשמש כתובע ייצוגי במקרה שבפנינו²³.

גישה זו של בית המשפט העליון, בכל הכבוד, היא גישה נכונה. כך סבור גם פרופ' י' גרוס:

"משקיע רוכש את ניירות הערך משום שהתרשם חיובית מהחברה ופעולותיה. התרשמות זו מקורה בדעת קהל חיובית על החברה בעיתונות הפיננסית, בין יועצי ניירות ערך ואחרים, המסתמכים במידה מירבית על התשקיף ומסמכי החברה המתפרסמים. מדוע ייגרע חלקו של הרוכש רק משום שהוא אישית לא סמך על פרט מסוים, שקשה היה לו ממילא להבינו, אלא סמך על חוות דעת יועצו, או שרכש את המניות על סמך חוות דעת בעיתונות המקצועית ומתברר כי חוות דעת זו היתה מבוססת, בין היתר, על פרט מטעה בתשקיף"²⁴.

שימוש בגישת ה"הסתמכות העקיפה" מקובל גם בדין האמריקאי. בפרשת

²³ רייכרט, פסקה 7 לפסק-דינו של הנשיא ברק.

²⁴ "גרוס דיני ניירות ערך ובורסה (תל אביב, תשל"ג), 251). על נכונות בית המשפט להכיר - בהקשר אחר - בקיומו של קשר סיבתי במסגרת העוולה של מצג שווא רשלני מקום בו הסתמך התובע על גורם ביניים ולא על מוסר המידע עצמו, ראה ע"א 5302/93 בנק מסד נ' לויט פ"ד נ"א(4), 591.

Panzirer v. Wolf²⁵

הסתמכה רוכשת מניות על כתבה שהתפרסמה בעיתונות הפיננסית (The Wall Street Journal) אודות מצבה הטוב של החברה והאפשרויות שצופן לה העתיד. פרק זמן קצר לפני רכישת המניות פרסמה החברה דו"חות שנתיים שכללו מצג שווא לגבי רווחיות החברה. התובעת הודתה כי לא ראתה מעולם את דו"חות החברה. עם זאת, טענה התובעת כי אלמלא מצג השווא שיצרה החברה לא היתה זוכה החברה לסיקור עיתונאי חיובי ואוהד והיא עצמה לא היתה רוכשת את מניותיה ולכן די בהסתמכותה על הפרסום העיתונאי כדי להקים לה עילת תביעה. בית המשפט קבל את הטענה וקבע למעשה, כי די בהסתמכות עקיפה על מצג השווא לשם העמדת עילת תביעה בגין תרמית בניירות ערך. בית המשפט גרס כי תכליתה של דרישת ההסתמכות, שמהווה חלק מרכיב הקשר הסיבתי, הוא לצמצם את אפשרות התביעה לאותם אלו שנפגעו ממצג השווא ושבעטיו נגרם להם הנזק. לפיכך, די בכך שהתובע פעל על בסיס מידע שמקורו בגורמים הפועלים בשוק ההון או באלו המדווחים על פעילות זו, אשר נשענו בעצמם על מצג השווא של החברה הנתבעת, כדי לקיים את דרישת ההסתמכות ולהקים לתובע עילת תביעה. העובדה שהתובע לא הסתמך ישירות על מסמכי החברה וקבל את החלטתו בהתבסס על מידע שמסרו גורמי ביניים ומתווכים, אין בה כשלעצמה כדי לשמוט את הקרקע מתחת לתביעתו. בלשונו של בית המשפט:

"The function of requiring the plaintiff to show reliance in a 10b-5 action is to permit only those injured by fraud to sue. If plaintiff can link her injury to defendant's fraud by showing the fraud was a "substantial" or "significant contributing cause", plaintiff has shown sufficient reliance to support her 10b-5 claim... Where the plaintiff acts upon

663 F.2d 365 (2 Cir. 1981)²⁵

information from those working in or reporting on the securities markets, and where that information is circulated after a material misrepresentation or omission, plaintiff has stated a sufficient claim of reliance on the misrepresentation or omission... the fact that plaintiff must trace her reliance on defendant's alleged fraud through the reactions of third parties does not vitiate her claim under 10b-5."

3. חריג שני - תרמית במחדל

חריג זה רלוונטי למקרים בהם התרמית הנטענת קשורה באי-גילוי מצד הנתבע. אי-גילוי פרט שהיה על-פי דין לגלותו הוא בגדר מחדל. בדרך הטבע, תובע לא יכול להוכיח כי הוא הסתמך על מחדל, שהרי ההסתמכות קשורה למצגים ולא לשתיקות.

השופט שטרסברג-כהן קבעה כי גם הוכחת תרמית במחדל מספיקה לצורך עקיפת דרישת ה"הסתמכות הישירה"²⁶.

קביעתה של השופטת נסמכת על פסק-דינו החשוב של בית המשפט העליון של ארה"ב בעניין **Affiliated Ute Citizens v. United States**²⁷. באותו מקרה נמנעו הנתבעים מלגלות לתובעים מידע חיוני אודות המניות נשוא עסקת המכר שנערכה בין הצדדים. התובעים נתקלו בקושי להוכיח כי הסתמכו על התרמית, שכן, זו התבטאה במחדל ולא במעשה. בית המשפט פסק כי כאשר עסקינן בתרמית במחדל, המתבטאת באי גילוי פרט מהותי לתובע, קמה חזקה לפיה הסתמך התובע על המחדל ואין מקום לדרוש ממנו להוכיח הסתמכות. ובלשונו של בית המשפט:

"Under the circumstances of this case, involving

²⁶ רייכרט, פסקה 30 לפסק דינה של השופטת שטרסברג-כהן.

primarily a failure to disclose positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision ... This obligation to disclose and this withholding of a material fact establish the requisite element of ²⁸causation in fact”

חזקה זו איננה חזקה חלוטה והנתבע יכול להביא ראיות לסתור, עם זאת סייעה היא לא אחת לתובע בתובענות ייצוגיות, מקום בו נמנע הנתבע מלגלות לחברי הקבוצה פרט מהותי.

4. חריג שלישי - תרמית על השוק

דרך נוספת להתמודדות עם הקושי הנעוץ בדרישה להוכחת הסתמכות על הפרטים המטעים היא תיאוריית התרמית על השוק. התיאוריה מבוססת על "היפותיזת השוק היעיל", לפיה, בשוק יעיל, משקף מחירו של נייר הערך את כל המידע הציבורי הידוע אודותיו לשוק, בכל רגע נתון²⁹. לפי ההיפותיזה, מידע הכולל פרטים מטעים, או החסר פרטים מהותיים, ישפיע גם הוא על מחיר נייר הערך ויביא לעיוותו ביחס לשווי האמיתי. בבסיס התיאוריה עומדת התפיסה, כי המשקיע רשאי להניח שהמידע שעל בסיסו נקבע מחירו של נייר הערך, הוא מידע מלא, מהימן ומדויק. במידה ומתגלה מעשה של תרמית בנייר הערך הרי שלפי אותה הנחה היתה לו השפעה על מחירו של נייר הערך. משקיע הרוכש את הנייר בהסתמך על מחירו, ועל

²⁷ 406 U.S. 128 (1972)

²⁸ שם, בעמ' 153-154.

²⁹ על הגרסאות השונות של "היפותיזת השוק היעיל" בהתאם להיקף המידע המגולם במחירי ניירות הערך ראה מי בן חורין שוק ההון וניירות הערך (1996), 255. לספרות בסיסית בנושא ראו: Eugene F. Fama "Efficient Capital Markets II" 46 *J. Fin.* 1575 (1991); Eugene F. Fama "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" 25 *J. Fin.* 383 (1970); Christopher Paul Saari "The Efficient Capital Market Hypothesis Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry" 29 *Stan. L. Rev.* 1031 (1977)

כך שהמחיר נקבע בדרך הוגנת, שעה שאין הנייר משקף זאת כתוצאה ממצג שווא או מעשה תרמית, מסתמך למעשה בפעולתו על מצג השווא או מעשה התרמית, שהביא לשינוי המחיר באופן בלתי הוגן. לשון אחר: ההסתמכות על מחירו של נייר הערך כמשקף נכונה את שוויו, באה במקומה של ההסתמכות הישירה על מצג השווא או מעשה התרמית.³⁰

בעניין **Basic Incorporated v. Levinson**³¹ אימץ בית המשפט העליון בארה"ב אימץ תיאוריה זו וביטל בכך את הצורך להוכיח את יסוד ההסתמכות, מקום בו הוכח כי נייר הערך נרכש בשוק יעיל וזאת משיקולים של מדיניות חברתית ורצון למנוע מבעלי ההון את החסינות מפני תביעות בעילת תרמית, לאור הקושי הרב הכרוך בהוכחת ההסתמכות. בית המשפט סיכם את ההלכה באומרו:

"An investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentation, therefore, may be presumed"³²

על האבחנה בין התרמית "המסורתית" לבין התרמית בניירות ערך והשלכותיה לעניין דרישת ההסתמכות עמד המלומד ז' גושן, באומרו:

³⁰ בנושא ה"תרמית על השוק" קיימת ספרות עניפה בארה"ב. ראו, למשל - B. Black "Fraud on the Market: a Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions" 62 **N.C.L. Rev.** (1984) 435; N. L. Georgakopoulos "Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud" 49 **U. Miami L. Rev.** (1995) 671; L. B. Lockwood "The Fraud-on-the-Market Theory: a Contrarian View" 38 **Emory L.J.** (1989) 1269; Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller "The Fraud-on-the-Market Theory Revisited" 77 **Va. L. Rev.** (1991) 1001; D. J. Schulte "The Fraud on the Market Theory: Efficient Markets and the Defenses to an Implied 10b-5 Action" 70 **Iowa L. Rev.** (1985) 975.

³¹ 485 U.S. 224 (1988)

³² שם, בעמ' 247.

"התרמית הרגילה והמסורתית מבוססת על הונאה במסגרת יחסים בין שני צדדים (מסחר פרטי): יוצר מצג השווא (הרמאי) מפנה את המצג אל הניצג (המרומה), תוך כוונה שהניצג יסתמך על מצג השווא, דבר שיגרום לו לבצע פעולה מסוימת או לתת דבר מה לרמאי. התרמית בניירות ערך מבוססת על הונאה במסגרת שוק (מסחר ציבורי): יוצר מצג השווא (הרמאי) מפנה את המצג לציבור שהוא בדרך כלל אנונימי, תוך כוונה שלפחות חלקו יסתמך על מצג השווא ויפעל על פיו. שוני זה מחייב להבהיר כמה הבדלים נוספים בין שני סוגי התרמיות. ראשית, למרות שרק חלק מהמשקיעים מסתמכים על מצג השווא, התרמית אינה פוגעת רק בהם, אלא בכלל ציבור המשקיעים הסומך על אמינות המנגנון הקובע את מחירי השוק. מצג השווא מגולם במחיר ניירות הערך, ופוגע במשקיעים המניחים שהמחיר שהתקבל בשוק משקף מידע אמין בלבד. בתמצית: ההסתמכות על אמינות מנגנון התמחור של השוק שקולה להסתמכות המסורתית על מצג השווא עצמו..."³³

בפסק דינה בעניין רייכרט, נוטה השופטת שטרסברג-כהן לאמץ את תיאוריית ה"תרמית על השוק":

"תיאוריית התרמית על השוק טרם זכתה ליישום בישראל. אולם, לאור היתרון הרב הגלום בתיאוריה זו בשיפור יעילות אכיפת נורמות של הגינות במסחר בשוק ההון ובשל הקושי הרב בהוכחתה של ההסתמכות בעת רכישת נייר ערך, יש לשקול את אפשרות ההכרה בתיאוריה זו לצד אימוץ דרכים אחרות להתמודדות עם קושי זה"³⁴.

בכך מאמצת השופטת שטרסברג-כהן, בהסכמה, עמדה שנקט השופט המחוזי ד' חשין:

³³ ז' גושן "תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים" משפטים ל (תשנ"ט) 591, 627.

³⁴ רייכרט, פסקה 31 לפסק-דינה של השופטת שטרסברג-כהן.

"...מכיוון שתובענות ייצוגיות רבות בתחום של תרמית בני"ע עלולות להתקל במחסום ה"יעילות" בשל שאלות ההסתמכות של חברי קבוצת התובעים, יש לחפש כל דרך אפשרית לעקוף מחסום זה, ודוקטרינת ה-Fraud On the Market היא אחת הדרכים לעשות זאת..."³⁵

גם בענין זה נראית לי דעתה של השופטת שטרסברג-כהן כנכונה ומוצדקת. קבלת גישת ה"תרמית על השוק" הולמת את שוק ניירות ערך. יש בה כדי להרתיע חברות ונושאי משרה בהם מלהפיץ מידע שקרי לשחקני השוק. שימוש מושכל בה צפוי להרתיע את החברות ונושאי המשרה בהם מלרמות את השוק. נורמות של גילוי נאות עומדות בבסיסם של דיני ניירות ערך. גילוי אמיתי ונאות יגרום לכך שמחירי ניירות הערך ישקפו מידע נכון ולא מידע שקרי. בכך יש תרומה חשובה לקידומו ושגשוגו של שוק ניירות ערך יעיל.

ד. גישות שונות בעניין הקשר הסיבתי המשפטי הנדרש בין הפרת

הדין לנזק הנטען

על מנת לזכות בפיצוי, חייבים המשקיעים להוכיח קיומו של קשר סיבתי משפטי בין הפרת הדין של החברה לבין הנזק שנגרם להם³⁶. השאלה בהקשר דיוננו היא מה טיב הקשר הנדרש בין הפרת הדין לבין הנזק הנטען. שאלה זו היא חשובה מאוד מהפן הפרקטי של תביעות ייצוגיות, משום שהגדרת טיב הקשר הנדרש מכתיבה את

³⁵ ת.א. 15/94 (י-ם) המ' 67/94 גבריל נ' אליאנס חברה לצמיגים בע"מ ואח' (טרם פורסם).
³⁶ בע"א 3654/97 קרטין נ' עתרת ניירות ערך (2000) (27.6.99) דן השופט אנגלרד בסוגייה זו, בהקשר של הפרת חובה שבוצעה על-ידי מנהל תיקים כלפי לקוחו. השופט אנגלרד טבע את המונח Loss

רמת ההוכחה המוטלת על המשקיע בבואו לתבוע את נזקיו מהחברה.

בפסיקה הישראלית לא נדונה עדיין סוגיית הקשר הסיבתי המשפטי בתביעות ייצוגיות נגד חברות ציבוריות באופן מעמיק. לעומת זאת, בפסיקה האמריקאית נדון נושא זה פעמים רבות. עיון בפסיקה האמריקאית בנושא זה מגלה גישות שונות בשאלת הקשר הסיבתי המשפטי בתביעות ייצוגיות לפי דיני ניירות ערך.

בפרק זה אציג את הגישות השונות שנקבעו בענין זה במשפט האמריקאי. בסיכומי של הפרק אבהיר את הגישה אותה ראוי ליישם בישראל בסוגייה זו, לדעתי.

1. גישת הקשר הישיר (Direct Causation Approach)

לפי גישה זו התובע חייב להוכיח כיצד הפרת הדין של החברה הנתבעת גרמה באופן ישיר לנזקיו. בגישה זו, נטל ההוכחה המוטל על התובע הוא הקשה ביותר.

הפסיקה בארה"ב, שיישמה גישה זו, בחנה את רצף האירועים שקרו מעת הפרת הדין של החברה הנתבעת ועד לגרם הנזק לתובע, וזאת על-מנת לבדוק האם גורמים נוספים אחראים לנזק שנגרם לבעלי ניירות הערך של החברה. במידה ונמצאו גורמים נוספים, הקשר הסיבתי המשפטי, לפי גישה זו, מתנתק. יתרה מכך, בתי המשפט שיישמו גישה זו דרשו מהתובע להוכיח קשר ישיר בין הפרת הדין של החברה לבין הפגיעה במחיר נייר הערך של החברה. כך, למשל, בפסק הדין בעניין **Robbins v. Koger Properties**³⁷. עניינה של פרשה זו הוא בחברת **Koger Properties** שהודיעה בחודש אוקטובר 1990 על הפחתת דיווידנד, וזאת בעקבות טעויות חשבונאיות שביצעה החברה בדו"ח תזרים המזומנים שלה. בעקבות חשיפת הטעות והפחתת הדיבידנד שבאה בעקבותיה, צנחו שערי ניירות הערך של החברה. התובעים, בתביעה ייצוגית נגד החברה, טענו כי אם רישום דו"ח תזרים המזומנים

Causation בהקשר זה (פסקה 21 לפסק דינו).
116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997).³⁷

היה נכון וחוקי, הרי שההתאמה האמורה היתה צריכה להתבצע (לפי כללי חשבונאות מקובלים) כבר ביולי 1989. משלא בוצעה התאמה כזו, דרשו התובעים לפצות את כל המשקיעים שרכשו מניות של החברה מחודש יולי 1989 שסבלו את הנזק שבא לידי ביטוי בירידת ערך המניה עם פרסום הטעות בחודש אוקטובר 1990. בית המשפט לערעורים של המחוז ה-11 קבע כי דרישת הקשר הסיבתי אינה מתקיימת במקרה זה. הסיבה, לטעמו של בית המשפט, היא בכך שירידת המחיר היא תוצאה, בין היתר, של הפחתת הדיבידנד, ולא רק בגין גילוי הטעות החשבונאית. בלשונו של בית המשפט, על התובעים מוטל הנטל להביא ראיות ישירות שיוכיחו כי הירידה במחיר היא תוצאה של הפרת הדין:

"evidence that [the] price inflation was removed from the market price of KPI stock."³⁸

גישה זו מקשה על התובע הייצוגי בשני מובנים: ראשית, עליו להמציא לבית המשפט ראיות ישירות הקושרות את ירידת מחירי ניירות הערך של החברה להפרת הדין שבוצעה. הוכחות שכאלה אינן פשוטות. הוכחות, בדרך כלל, דורשת הבאת מומחה כלכלי שינתח את הקשר האמור. ברגיל, מביאים הנתבעים מומחים כלכליים מטעמם על מנת לסתור את טענות התובע. עובדה זו מסרבלת את הדיון הנמצא רק בשלב המקדמי שלו (שלב האישור התביעה כייצוגית). שנית, התובע חשוף לטענות של ניתוק קשר סיבתי מצד הנתבעים. מאחר ושוק ניירות ערך הוא שוק דינמי, ומאחר ואירועים רבים מתרחשים הן בחייה של חברה ציבורית, והן אירועים המשפיעים על שוק ההון, הסיכוי למצוא אירוע קשור נוסף שהשפיע על הירידה במחירי ניירות הערך של החברה הוא גבוה.

מטעמים אלה רצוי לא לאמץ גישה זו במשפט הישראלי.

³⁸ שם, בעמ' 1448.

2. גישת הצפיות (Foreseeability Approach)

גישה זו היא גישה גמישה יותר, ולכן קלה יותר להוכחה על-ידי התובע. לפי גישה זו על התובע להוכיח אם אדם סביר היה צריך לצפות את הנזקים שנגרמו לתובעים (אך אין צורך להוכיח קשר ישיר בין ההפרה לנזק).

בפרשת **In re Blech Securities Litigation**³⁹ ירד שערן של מניות שהורצו על-ידי מנהלי תיקים. בית המשפט חייב את מנהלי התיקים בפיצויים בגין ירידת הערך של המניות המורצות, בהיות נזקים אלה בגדר תוצאות צפויות של מעשי ההרצה.

בפרשת **Marbury Management, Inc. v. Kohn**⁴⁰ הציג עצמו אדם כמנהל תיקים בעל רשיון ומכר ניירות ערך לחברת Marbury Management. כששער ניירות הערך ירד, המשיכו התובעים להחזיק את הניירות, תוך הסתמכות על עצותיו של מנהל התיקים. בית המשפט חייב את מנהל התיקים בפיצויים למרות שהוא לא היה הגורם לירידת הערך של הניירות.

דעת הרוב בפסק הדין קבעה כי:

“differentiating transaction causation from loss causation can be a helpful analytical procedure only so long as it does not become a new rule effectively limiting recovery for fraudulently induced securities transactions to instances of fraudulent representations about the value characteristics of the securities dealt in. So concise a theory of liability for fraud would be too accommodative of many common types of fraud, such as the misrepresentation of a collateral fact

³⁹ 961 F. Supp. 569 (S.D.N.Y. 1997).

⁴⁰ 629 F.2d 705 (2d Cir. 1980).

that induces a transaction”⁴¹.

יישום גישת הצפיות בפרשת **Marbury Management, Inc. v. Kohn** זיכתה את התובעים בנזק בגין הפרת החובה של מנהל התיקים. ראוי להדגיש כי יישומן של גישות שונות על אותו מקרה מובילות לתוצאות משפטיות שונות. בפרשת **Marbury Management, Inc. v. Kohn** השופט מסקיל, בדעת מיעוט, תמך בגישת ה"קשר הישיר" ולכן סבר שיש לדחות את התביעה:

“if false statements are made in connection with the sale of corporate stock, losses due to a subsequent decline of the market, or insolvency of the corporation, brought about by business conditions or other factors in no way related to the representations, will not afford any basis for recovery. It is only where the fact misstated was of a nature calculated to bring about such a result that damages for it can be recovered”⁴².

לדעתי, גישת הצפיות עדיפה על גישת הקשר הישיר. לכך מספר טעמים. ראשית, גישת הצפיות מיישמת מבחן אובייקטיבי על נסיבות המקרה, ולכן ההכרעה בשאלת הקשר הסיבתי המשפטי היא הכרעה נורמטיבית (מה היה צריך אדם סביר לצפות). לטעמי, הכרעה נורמטיבית עדיפה על חוות דעת (סותרות בדרך כלל) של מומחים מהתחום הכלכלי. שנית, בגישת הצפיות יש בכדי להרתיע נושאי משרה בחברות ציבוריות ולכן גישה זו מתאימה יותר לתכליתו של חוק ניירות ערך. שלישית, ההקלה היחסית לתובע מגשימה ערך חשוב נוסף בדיני ניירות ערך - היא משיבה את נזקי ההפרה לניזוקים האמיתיים - ציבור המשקיעים בניירות הערך של

⁴¹ שם, בעמ' 710.

⁴² שם, בעמ' 718.

החברה. השבה זו חשובה, בהיותה מכשיר לביסוס אמון הציבור בהגיונות פעולתו של שוק ההון (בשים לב לכך שההפרות בהן אנו עוסקים הן עילת לאישומים פליליים, שמטבעם אינם קשורים ישירות לנפגעים האמיתיים - ציבור המשקיעים בשוק ההון).

3. גישת התגשמות הסיכון

גישה זו חמורה מגישת הצפיות אך קלה יותר להוכחה מגישת ה"קשר הישיר". התנאי להוכחת גישה זו הוא שהסיכון שהיה גלום במידע שלא גולה התגשם ובעקבותיו נגרם נזק למשקיעים.

גישה זו יושמה בעיקר על-ידי המחוז השביעי לערעורים בארה"ב. בפרשת **Bastian v. Petren Resources Corp.**⁴³ בפרשה זו התמוטטה קרן שהשקעות בתחומי הנפט והגז. השופט פוזנר, שדחה את התביעה, קבע שקריסה כלכלית של קרן להשקעות בתחומים מסוכנים כמו נפט וגז, היא חלק מהסיכון שנוטל על עצמו משקיע בקרנות כאלה.

פרשת **Mallozzi v. Zoll Medical Corp. n213**⁴⁴ היא דוגמא נוספת: התובעים בפרשה זו טענו שהחברה הסתירה מהם סיכונים, שהתגשמותם בסופו של דבר גרמה לקריסה במחיר המניה. באותה פרשה הסיכונים שהוסתרו עסקו במצבה הכספי של החברה ובאישורי רשות הבריאות בארה"ב ודרישות שונות של רשות זו. בית המשפט קיבל את טענת התובעים על-יסוד הגישה של "התגשמות הסיכון" במקרה זה.

הדוגמא הבולטת במשפט האמריקאי ליישום גישה זו היא פרשת **Huddleston v. Herman & MacLean**⁴⁵. בפרשה זו דובר בחברת **Texas International Speedway** שהתפרקה כשנתיים לאחר שגייסה

⁴³ 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990).

⁴⁴ No. 94-11579-NG, 1996 WL 392146 (D. Mass. March 5, 1996).

כסף מן הציבור בהנפקה. החברה עתידה היתה לבנות כבישים מהירים בארה"ב. דא עקא, שהתשקיף לא פרט את כל העלויות הכרוכות בבניית כבישים שכאלה. משקיעים שהשקיעו בחברה איבדו את כל כספם. בית המשפט אישר את תביעת המשקיעים כנגד החברה והצדדים שליוו את הנפקתה, משום שהסיכונים הכרוכים בעסקה של החברה לא פורטו כיאות. במשפט זה הובהר כי לפי שתי הגישות לקשר סיבתי - גישת הקשר הישיר וגישת התגשמות הסיכון - היתה מוטלת אחריות משפטית על החברה. אולם, ראוי להדגיש כי בתיקים אחרים, גישות שונות מובילות לתוצאות שונות. כך למשל פרשת **Broderick v. Menconi**⁴⁶. בתיק זה הציגו הנתבעים לתובעים מצג לפיו השקעה מסויימת היא בסיכון נמוך. בית המשפט, שקיבל את התביעה של המשקיעים, קבע:

"where investors are falsely told that an investment is not risky and the risk instead develops, loss causation is satisfied."⁴⁷

התביעה התקבלה לפי יישום גישת התגשמות הסיכון, אך ספק אם היתה מתקבלת לפי גישת הקשר הישיר. עיון בתיק זה מלמד כי התובעים לא הוכיחו קשר ישיר בין מצג השווא של הנתבעים לבין הנזק שנגרם בפועל. גישת התגשמות הסיכון עדיפה בעיני על גישת הקשר הישיר, מאותם טעמים שפירטתי בחלק 2 לעיל.

4. גישת "קשר כלשהו" ("some causal nexus")

הגישה המקלה ביותר על התובעים היא גישת "קשר כלשהו". גישה זו מכירה בקושי הרב של התובעים לקשר בין מעשי הנתבעים לנזק שנגרם להם מחד, ומאידך בצורך הנורמטיבי להרתיע חברות ובעלי שליטה

⁴⁵ 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981)

⁴⁶ No. 88-C0161, 1990 WL 51180 (N.D. Ill. Apr. 12, 1990).

⁴⁷ שם.

בחברות ממעשי מרמה כלפי ציבור המשקיעים.

כך למשל, פרשת **In re Control Data Corp. Securities Litigation**⁴⁸. טענת התובעים בתיק זה היתה שהחברה לא דייקה בנתוני הרווח שלה במספר דו"חות והודעות שפרסמה בעניין זה. בית המשפט קבע, לעניין הסיבתיות, כי:

"plaintiffs are not required to meet a strict test of direct causation under **Rule 10b-5**; they need only show "some causal nexus."⁴⁹

טענתם של הנתבעים בפרשה זו היתה ספציפית יותר - הם טענו כי ערך מניית החברה בבורסה ירד בעקבות גילוי הסכמי הלוואה שונים שהחברה חתמה, שעליהם לא היתה מוטלת חובת גילוי כלל. לטענתם, הקשר הסיבתי בין ירידת ערך המנייה ובין פעולות החברה - קשור לפעולה חוקית של החברה (מבחינת חוקי הדיווח) ולא לפעולה בלתי חוקית. בית המשפט דחה גם טענה זו בקובעו:

"jury could reasonably find that CDC's improper accounting artificially altered the price of CDC stock in a variety of ways."⁵⁰

התפתחות חשובה בעניין זה אירעה בפרשת **Provenz v. Miller**⁵¹. בפרשה זו טענו הנתבעים כי מעשיהם אינם קשורים לירידת הערך של מניית החברה. בית המשפט קבע כי על המשמיע טענה כזו מוטל הנטל הראייתי להוכיח מדוע בדיוק ירד מחיר המנייה. אי-הוכחת הטענה על-ידי הנתבעים

⁴⁸ 933 F.2d 616 (8th Cir. 1991).

⁴⁹ שם, בעמ' 619.

⁵⁰ שם, בעמ' 619-620.

יוצרת חזקה לטובת התובעים שמחיר המנייה ירד בגלל הפרת חובת גילוי מסוימת להם טוענים. כלל משפטי זה סוטה מן העקרון הרגיל בסדר דין אזרחי, לפי נטל ההוכחה מוטל על התובעים. כלל משפטי זה - וגישת "קשר כלשהו" מקלה על תובעים בדיני ניירות ערך, ומאפשרת להם לבסס טענת קשר משפטי משפטי ביתר קלות.

ה. סיכום

שאלת הקשר הסיבתי המשפטי, בתביעות ייצוגיות בגין הפרת דיני ניירות ערך, היא שאלה מסובכת, שהמשפט הישראלי עדיין לא נתן עליה את דעתו. אין ספק שריבוי תביעות ייצוגיות בגין הפרת דיני ניירות ערך, לו אנו עדים בשנים האחרונות, יחייב את בתי המשפט להתמודד עם סוגייה חשובה זו. עם זאת, מאחר ותביעות "טובות" מסתיימות ברוב המקרים בהסדרי פשרה, נוצר מצב לפיו הכרעה נורמטיבית בשאלות אלה מתאחרת. מצב זה אינו בריא, משום שלעוסקים בתחום - משקיעים בשוק ההון, חברות ציבוריות ונושאי המשרה בהם - לא ברורה גבולות האחריות המשפטית.

רשימה זו העלתה גישות שונות לנושא, כפי שאלה יושמו בארצות הברית. לדעתי, הסדר משפטי ראוי בסוגייה זו צריך לקחת בחשבון את הקושי של תובעים להוכיח ישירות את הקשר בין הפרות חובות הדיווח של החברה לבין הנזק שנגרם למחיר המנייה. לאור זאת, כלל משפטי כפי שנקבע בפרשת *Provenz v. Miller*⁵², המעביר את נטל ההוכחה לנתבעים (לחברות) הוא כלל נכון, המגשים את מטרות הפיקוח וההרתעה שביסוד האכיפה האזרחית בדיני ניירות ערך⁵³.

⁵¹ 102 F.3d 1478 (9th Cir. 1996).

⁵² הערה 41 לעיל.

⁵³ לעניין זה ראו פרשת רייכרט, בפסק דינה של השופטת שטרסברג-כהן.