

תרמית על השוק — גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי-שוא בשוק המשני

מאת

עמרי ידלין*

מאמר זה עוסק בסיכון המשפטי לו חשוף מי שמפרסם לציבור מידע אשר יש בו כדי להשפיע על המחיר בו נסחרים ניירות-ערך בשוק המשני. המאמר מציג את הנחת השוק היעיל כמודל פרשני לחוק ניירות-ערך ומדגים כיצד מודל זה מוביל למסקנה שהאחריות הפלילית בגין פרסומים מטעים כאלה קמה אך ורק כאשר המפרסם פעל מתוך כוונת תרמית. באופן דומה שוללת הנחת השוק היעיל את עילת התביעה הנזיקית מסוחרים בשוק המשני אשר ספגו הפסדים כתוצאה מפרסומים מטעים כאלה. המאמר מצביע על שיקולי מדיניות התומכים בפרשנות זו של הדין המצוי, ומיישם את המודל הפרשני ואת שיקולי המדיניות הללו על עילות התביעה האזרחיות של חוק ניירות-ערך.

א. מבוא. ב. הדין הנוהג. 1. האחריות הפלילית; 2. האחריות האזרחית. ג. שיקולי מדיניות. 1. הנזק הנגרם כתוצאה ממצגי-שוא כלפי השוק המשני; 2. מונע הנזק הזול; 3. שנאת סיכון; 4. אכיפה יעילה; 5. שכלול השוק; 6. שוויון בין משקיעים. ד. יעילות הקצאתית, יעילות יצרנית והגדרתה של תרמית בניירות-ערך. ה. תביעות אזרחיות על-פי חוק ניירות ערך — ניתוח שלוש סוגיות פרשניות. 1. פרשנות המונח "מחזיק" בסעיף 52 לחוק ניירות-ערך; 2. פרשנות סעיף 31 לחוק ניירות ערך; 3. השלכות מאמר זה על התובענה הייצוגית. ו. סיכום.

* מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב. תודה לעמרי כן-שחר, זוהר גושן, הנוך דגן, אירית חביב-סגל, רון חריס ואריאל פורת על הערותיהם המועילות; ולגלעד וקסלמן וחנן חביב על עזרתם במחקר.
המחבר שימש כיועץ במספר התדייגויות משפטיות המאוזכרות במאמר זה.

א. מבוא

כשהוא רכוב על סוס ומחופש לחייל בריטי, נכנס דה-ברנגר ב־19 בפברואר 1814 לווינצ'סטר והודיע על מותו של נפוליון בנפרטה ועל כניסת הכוחות הבריטיים ובני בריתם לפריז. השמועה פשטה מיד ברחבי בריטניה וגרמה לעלייה ניכרת בשערי אגרות-החוב של ממשלת בריטניה, עד שהתברר כי הכול עורבא פרח ושער אגרות-החוב ירד שוב. דה-ברנגר ושותפיו ניצלו את תקופת הגאות הקצרה כדי למכור את אגרות-החוב אשר היו ברשותם והפיקו מכך רווח נאה. במהלכים דרמטיים אלה קנו לעצמם דה-ברנגר ושותפיו מקום של כבוד בהיסטוריה המשפטית של שוק ההון¹ ובפתיחים למאמרים שעניינם תרמית בניירות-ערך². כיום, כשאנו ניצבים כמעט שתי מאות לאחר פרשת דה-ברנגר ומצוידים בכלים תיאורטיים משוכללים מאלה שהיו בידי משפטנים, כלכלנים ואנשי-מימון של המאה הי"ט, בידנו להבין טוב יותר את ההיגיון העומד מאחורי התפתחות המשפט מאז פרשת דה-ברנגר בעניין האחריות המשפטית שנושא בה מי שמפיץ מידע כוזב בשוק ההון.

התיזה המרכזית של מאמר זה היא שהמפרסם מידע לציבור הסוחרים בשוק המסני כפוף, וצריך להיות כפוף, לסנקציות משפטיות חלשות יותר מן הסנקציות המשפטיות המוטלות על מי שמטעה את חברו. בפרק הבא של המאמר אציג את הפן הפוזיטיבי של התיזה ואצביע על קיומה של הבחנה, המושרשת עמוק בדיני ניירות-הערך האנגל-אמריקניים, בין האחריות החמורה-יחסית, שכפופים לה מצגי-שוא המועברים במסגרת מערכת-יחסים חוזית³ או מערכת-יחסים קרובה אחרת⁴, ובין האחריות המופחתת

1 3 M&S 67, 105 English Reports 536 (1814) *R.v. De Berenger* (להלן: עניין דה-ברנגר).

2 ראו, למשל, הפתיח למאמר של ניצני וקרת "הבורסה לניירות-ערך והמערכת השיפוטית — הטיפול במניפולציה בניירות ערך" עיוני משפט טו(3) (תש"ן) 609.

3 המונח "מערכת יחסים חוזית" כולל מגוון רחב של סיטואציות אשר גם בתוכן ניתן וצריך לעשות הבחנות-משנה שאיני מתמקד בהן. למשל: בין המציע ניירות-ערך לציבור ובין הניצעים הנענים להצעה זו שוררת מערכת חוזית מיוחדת הנחלשת על ידי הוראות סעיפים 31-35 לחוק ניירות-ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך"). מערכת חוזית אופיינית אחרת, הכפופה גם היא לדין ספציפי, היא זו שבין יועץ ההשקעות או מנהל התיקים ובין הלקוח. מערכת-יחסים חוזית שוררת גם בין מוכר לקונה בעסקה מחוץ לבורסה, אך זו כפופה עקרונית לדיני-החוזים הרגילים.

4 כך, למשל, הגם שלא שוררת מערכת-יחסים חוזית בין וירקטוריון החברה המציעה ניירות-ערך לציבור ובין הניצעים הנענים להצעה זו, מטיל סעיף 31 לחוק ניירות-ערך על הדירקטורים אחריות משפטית דומה לזו של החברה.

שכפופים לה מצגים המפורסמים בציבור והמיועדים לסוחרים בשוק המשני⁵. הבחנה זו בוקרה באופן חריף על־ידי מלומדים שונים בבריטניה⁶. בישראל, אשר באופן מסורתי הלכה עקב בצד אגודל עם דיני־החברות של המשפט המקובל האנגלי ובעקבות דיני ניירות־הערך האמריקניים⁷, טושטשו לאחרונה גבולותיה של אבחנה בסיסית זו⁸. לטענתי, כפי שאבהיר בפרק הבא, מגמה זו הנושבת מכותלי בתי־המשפט בישראל אינה עולה בקנה אחד עם החוקים שהיא מתיימרת להישען עליהם — חוק ניירות־ערך ופקודת הנזיקין⁹.

הפן הנורמטיבי של התיזה יוצג בפרק השלישי והרביעי של המאמר, שבהם אני דן בשיקולי המדיניות התומכים בהבחנה זו. כפי שאראה, האחריות המשפטית, המופחתת יחסית, בגין פרסומים המופנים לשוק המשני, מקדמת את יעילותו של השוק ומפחיתה את אי־השוויון בין המשקיעים. הפרק החמישי עוסק בהשלכות של דרך הניתוח המוצעת במאמר זה על הפרשנות הראויה לעילות התביעה האזרחיות בחוק ניירות־ערך.

5 ההבחנה בין השוק הראשוני לבין השוק המשני היא מרכזית למאמר זה, ומן הראוי להבחירה כבר בשלב זה: השוק הראשוני הוא השוק שבו החברות מגייסות הון מן הציבור על־ידי הנפקה של ניירות־ערך. בשוק זה שוררת כמובן יריבות חזוית בין המציע ניירות־ערך לציבור ובין הנענים להצעה זו. השוק המשני הוא השוק שבו מתנהל מסחר שוטף בין משקיעים בניירות־ערך — אלה שהנפקו במסגרת השוק הראשוני — בין אם מסחר זה מתנהל בבורסה בין אם הוא מתנהל מחוץ לבורסה. החברה אשר הנפיקה את ניירות־הערך הנסחרים בשוק המשני אינה צד לעסקאות הנעשות בשוק זה. לעניין זה ראו: ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ' נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות־ערך, פ"ד מו(2) 829, 818.

6 L.C.B. Gower *Principles of Modern Company Law* (London, 5th ed., 1992) 494-500.

7 ראו עניין ברנוביץ', לעיל הערה 5, בעמ' 829.

8 בתחום המשפט הפלילי קבע בית־משפט השלום בתל־אביב, כי די בעובדה שהנאשם יצר מצג רשלני כלפי השוק כדי לבסס את אחריותו על־פי סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות־ערך — סעיף אשר כותרתו "תרמית בניירות ערך" והעונש המירבי הקבוע בו הוא חמש שנות־מאסר [ת"פ 5470/92 מדינת ישראל נ' לוינהר (לא פורסם); ות"פ (ת"א) 5322/90 מ"י נ' גבור סברניה (טרם פורסם)]. בתחום המשפט האזרחי קבע בית־המשפט המחוזי בתל־אביב, כי רואי־חשבון ודירקטורים המפרסמים פרט מטעה בדו"ח תקופתי חייבים תובת זהירות כלפי משקיעים הסוחרים בבורסה וניזוקים עקב ההטעיה [ת"א 2189/85 אילין נ' רוטנברג (לא פורסם)].

9 ראו א' אברמזון "תחזיות ו'מידע רך' בחברה הציבורית, החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב (תשנ"ג) 55; וכן את תווית־דעתו של עו"ד אברמזון אשר צורפה כנספח לדו"ח הוועדה לדיווח לא־כספי של תאגידים שניירות־הערך שלהם הוצעו לציבור (1991) (להלן: דו"ח מאור). מאמרים אלו, שבהם תומך עו"ד אברמזון בהבחנה זו, נכתבו עוד בטרם נפרץ הסכר בפסיקה הישראלית.

ב. הדין הנוהג

1. האחריות הפלילית

טענת ההגנה המרכזית של דה־ברנגר ושותפיו היתה, כי תרמיתם לא כוונה נגד פלוני, אלא נגד ציבור בלתי־מסוים ועל־כן לא ביצעו תרמית כהגדרתה במשפט המקובל. בית־הלורדים דחה את הטענה. הלורד אלנבורו קבע, כי עצם ההשפעה בדרך תרמית על שער אגרות־החוב היא תרמית כלפי הציבור כולו, אשר חלקו עשוי לרכוש את אגרות־החוב כשער גבוה ועל־כן אין צורך להצביע על פלוני אשר כנגדו כוונה התרמית או על פלמוני אשר נפגע ממנה. כפי שנקבע בפרשת דה־ברנגר, תרמית בניירות־ערך קמה אך ורק כאשר כוונתו ומטרתו של עובר העבירה היתה להשפיע על שער ניירות־הערך¹⁰.

עבירת התרמית בניירות־ערך נשלטת בישראל על־ידי סעיף 54. לסעיף זה שתי חלופות: סעיף 54(א)(1) מטיל אחריות פלילית בגין תרמית על מי שהניע אדם לבצע עסקה בניירות־ערך באמצעות מצג, אשר הוא "ידע או היה עליו לדעת" שהוא מצג מטעה¹¹. על־פי החלופה השנייה של הסעיף, זו המצויה בס"ק 54(א)(2), אשם בביצוע

10 דה־ברנגר, לעיל הערה 1, בעמ' 538-540. בכך מובחנת התרמית הפלילית מן האזרחית, שבה נדון בהרחבה בהמשך. כדי לבסס אחריות אזרחית בגין תרמית די להוכיח כי הנתבע ידע, או עצם את עיניו בפני הידיעה, כי המצג אותו יצר הוא מצג־שוא. על אבחנה זו עמד הלורד Cairns:

My Lords, we were pressed very much in argument with considerations as to the motives of those who made this statement, and it was pointed out with great accuracy that upon a trial in the nature of criminal proceeding it had been held that they were not chargeable with that which was laid to their charge in that proceedings...; and so far as motive is concerned they may be absolved from any charge of a wilful design or motive to mislead or to defraud the public. But in a civil proceeding of this kind all that your lordship have to examine is the question, Was there or was there not misrepresentation in point of fact? (*Peek v. Gurney* (1873) L.R. 6 H.L. 377, 409).

11 להלן גורסו של סעיף 54(א)(1):

(א) מי שעשה אחת מאלה, דינו מאסר חמש שנים או קנס פי חמישה מן הקנס כאמור בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין:

העבירה מי ש"השפיע בדרכי תרמית על תגודות השער של ניירות ערך"¹². היחס בין שתי החלופות של סעיף 54 בחוק הישראלי (כמו היחס בין שתי החלופות של סעיף 47 ל-F.S.A. באנגליה) ומרחב הסיטואציות ששתי החלופות חולשות עליו, הטריד לא מעט כותבים. המחלוקת המרכזית הרלבנטית לענייננו עוסקת בזיהוי החלופה החלה על פרסום מידע מטעה לציבור הסוחרים בשוק המשני. בעניין זה ניתן להצביע על שלוש גישות מרכזיות: על-פי הגישה האחת, פרסום מטעה המופנה לציבור הסוחרים בשוק המשני כפוף לחלופה הראשונה של סעיף 1354; על-פי השנייה, כפוף פרסום כזה

(1) הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות־ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית — בכתב, בעל פה או בדרך אחרת — שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות.

סעיף זה דומה בנוסחו לסעיף (1)47 ל-F.S.A. (להלן: F.S.A.):

Any person who —

(a) makes a statement, promise or forecast which he knows to be misleading, false or deceptive or dishonestly conceals any material facts; or

(b) recklessly makes (dishonestly or otherwise) a statement, promise or forecast which is misleading, false or deceptive,

is guilty of an offence if he makes the statement, promise or forecast or conceals the facts for the purpose of inducing, or is reckless as to whether it may induce, another person (whether or not the person to whom the statement, promise or forecast is made or from whom the facts are concealed) to enter or offer to enter into, or to refrain from entering or offering to enter into, an investment agreement or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by an investment.

12 הסעיף המקביל באנגליה הוא סעיף (2)47 ל-F.S.A., הקובע:

Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.

13 זוהי גישתה של השופטת ברכה אופיר בפסק־הדין בעניין גיבור סברניה, לעיל הערה 8: "די שהוכח, כי נעשה מעשה שהיה בו כדי להניע או לנסות להניע את הציבור, או מי מתוכו, לרכוש מגיות, ואין על התביעה להצביע על אישיות ספציפית שהוועדה בפועל".

נראה שגם פנינגטון, לפחות בשנת 1968, סבר שסעיף 13 ל-Prevention of Fraud (investment) Act of 1958 (גלגולו המוקדם של סעיף (1)47 ל-F.S.A.) מיועד בעיקרו למצגים המופנים לשוק כולו

לחלופה השנייה של הסעיף¹⁴; ועל-פי השלישית הוא כפוף לשתי החלופות¹⁵. החשיבות של ההכרעה במחלוקת זו נובעת מן ההבדל הניכר ביסוד הנפשי הנדרש על-פי כל אחת מן החלופות: על-פי החלופה הראשונה, הנוקטת לשון "ידע או היה עליו לדעת", די לה לתביעה שתוכיח כי הנאשם פעל ברשלנות¹⁶; ואילו על-פי החלופה

- ולכן ניתן היה להרשיע את דה-ברנגר על-פי סעיף זה. ראו R.R. Pennington *The Investor and the Law* (London 1968) 290-291 (ספר זה נכתב עוד לפני חקיקתו של ה-F.S.A.). מבחינה מילולית ניתן אולי להציע גישה אחרת המתחממת את קו-הגבול בין שתי החלופות של הסעיף במישור ההתנהגות של הנאשם (ולא במישור מערכת-היחסים שבין המציג לניצג). על-פי גישה זו, החלופה הראשונה של סעיף 54 עוסקת בהתנהגות ורבולית בלבד (ולכך אני מסכים), ללא כל קשר למערכת-היחסים בין יוצר המצג לניצג ועל-כן חלה גם על פרסומים המופנים לשוק המשני (ועל כך אני חולק); ואילו החלופה השנייה חלה על "דרכי תרמית" אחרות ולא על מצגים ורבליים.
- 14 בספרו החדש יותר (The Law of Investment Markets (Oxford 1990) 387-388), אשר נכתב לאחר חקיקת ה-F.S.A., קובע פנינגטון כי מקרה כדוגמת דה-ברנגר נופל לגדרו של סעיף 47(2), הדן בהשפעה מטעה ומכוונת על שער הנייר. סעיף 47(1), על-פי ספרו החדש של פנינגטון, דומה לאיסור הכללי על לקיחת רכוש על-ידי הטעיה מכוונת או פזיזה המצוי ב-The Act of 1968, היינו: מדובר במערכת-יחסים שבה אדם מניע אחר לבצע עסקה שהמניע נהנה ממנה, ואילו המונע מפסיד ממנה.
- 15 הגישה השלישית היא מפתח מבחינה לשונית, שכן, מצד אחד, פרסום הוא מצג ורבלי הכפוף לכאורה לחלופה הראשונה; ומצד אחר, פרסום מידע מטעה לציבור הוא גם "act" שעליו חל סעיף 47(2) ל-F.S.A. או "דרך תרמית" שעליה חל סעיף 54(א)(2) לחוק הישראלי, ויש בו כדי להשפיע על השער, וכזוה הוא כפוף לחלופה השנייה. ראו, למשל, עניין לוינחר, לעיל הערה 8, ות"פ (ת"א) 97/91 מד"י נ' זילברמן (טרם פורסם). גם באנגליה הושמעה דעה דומה לגבי שתי החלופות של סעיף 47. ראו How Chih Lee *Market Manipulation in the U.S. and U.K.*, Part 2: *The Company Lawyer* XIV, No. 7, 123 ("A Manipulation Contrary to S 47(2) will often involve elements of a S 47(1) offence"); F.B. Palmer *Company Law* (London, 25th ed., 1992) 1103/2 ("it is arguable that a statement or concealment within subsection (1) could also fall within the terms of subsection (2) and thus be criminal even if honest").
- הגישה השלישית מובילה בהכרח לתוצאה דומה לזו של הגישה הראשונה, משום שתמיד יהיה זה קל יותר לתביעה לעמוד בנטל של סעיף 54(א)(1).
- 16 בפרשת גיבור סברינה, לעיל הערה 8, הביעה השופטת אופיר את מורת-רוחה מתוצאה זו, שעל-פיה אדם עשוי להיות מורשע בעבירה שכותרתה "תרמית" גם כאשר התרשל. כמה הערות בעניין זה: ראשית, בניגוד לדעתה של השופטת אופיר, אינני סבור שהביטוי "היה עליו לדעת" מתיישב אך ורק עם רשלנות. שאלה זו הושארה על-ידי בית-המשפט העליון בצריך עיון — ראו ע"פ 5052/95 מד"י נ' ואקנין (טרם פורסם). לדעתי, ביטוי זה מחייב גם עם "עצימת עיניים", ואין ספק שקריאה כזו של הביטוי עולה בקנה אחד עם העקרונות הכלליים של דיני-העונשין. במיוחד יפים הדברים בסעיף אשר כותרתו "תרמית" ואשר מוגדר כ"פשע". פרשנות זו גם תואמת את לשון סעיף 47(1) ל-F.S.A. אשר סעיף 54(א)(1) הועתק ממנו כמעט מלה במלה והמחייב לפחות פזיזות. יודגש, כי גם אז קיים פער בין

השנייה, הנוקטת לשון "תרמית", על התביעה להוכיח כי לנאשם היתה כוונה להשפיע על השער¹⁷, וכי פעל בחוסר־יושר¹⁸ או מתוך מניע פסול¹⁹.
 לטענתי, אשר בפרק הבא של המאמר אבססה, שיקולי מדיניות מחייבים שפרסומים המופנים לציבור הסוחרים בשוק המשני יהיו כפופים לסטנדרט אחריות של תרמית ממש, כמו זה של סעיף 54(א)(2). בשלב זה אני מעוניין להצביע על הקושי הלוגי בהחלת החלופה הראשונה של סעיף 54 על סיטואציית הפרסום שמאמר זה עוסק בה²⁰. קושי זה נובע מדרישת ה"הנעה" שבסעיף 54(א)(1) המחייבת הוכחה כי המצג

כוונת התרמית הנדרשת על־פי החלופה השנייה של סעיף 54 לפיזיות שבה מסתפקת החלופה הראשונה של הסעיף. בחשיבותו של פער זה אדון במסגרת הפרק הרביעי של המאמר.
 שנית, ייתכן שתיקון מס' 43 לחוק העונשין מרכז במקצת את התוצאה הקשה הנ"ל בכך שהוא קובע כי העונש בגין עבירה המסתפקת ברשלנות לא יעלה על שלוש שנות־מאסר (סעיף 90 לחוק העונשין). אלא שאינני בטוח כי סעיף 90 חל על סעיף 54(א)(1), משום שסעיף 90 חל רק על עבירות אשר "היסוד הנפשי הנדרש" בהן הוא רשלנות, ולפי גישתי — כפי שיובהר בהמשך — היסוד הנפשי הנדרש לרכיב ה"הנעה" שבסעיף 54(א)(1) הוא "כוונה", היינו: שלמניע תהיה כוונה לגרום לאחר לבצע את אותה עסקה. לענין אחרון זה ראו דברי השופטת ברכה אופיר בענין גיבור סבריתה, לעיל הערה 8: "יתכן גם, והתשובה טמונה בהבחנה שיש לעשות בין הכוונה הפלילית הנדרשת גבי עצם פעולת ההנעה, לאמור, הגשת האמרה, ההבטחה או התחזית הכוזבת ופירסומן, לבין הידיעה הקונסטרוקטיבית הנדרשת גבי תכנון של אלה".

ראו דברי הנשיא ברק בענין ואקנין, לעיל הערה 16: "פעולה שכזו — אם היא מלווה במודעות לדרכי התרמית ובכוונה להשיג את תודות השער — היא עבירה על־פי סעיף 54(א)(2)". כמובן ראו ע"פ (ת"א) 352/79 מ"י נ' לוינקופ, פ"מ חש"מ (2) 247, 221 ("כוונה להשיג השפעה על השערים, תוצאה שצפה מראש ורצה בה"); מ"י נ' לוינהר, לעיל הערה 8, בעמ' 14 ("מוסכם עלי גם, כי הגדרת היסוד הנפשי בעבירה זו, הוא 'הכוונה ליצור רושם מוטעה בשוק המניות על־ידי הצגת מצג כוזב במטרה להטעות את הפועלים בשוק'... אף שמגיסוחו של הסעיף אין עולה לכאורה כוונה מיוחדת לרמות, כפי שגרסה ההגנה, אין מנוס עם זאת מקשירת שני האלמנטים של העבירה זה לזה...").

18 י' גרוס, דיני ניירות ערך ובורסה (המכון למחקר עסקים אוניברסיטת תל אביב, תשל"ג-1973) 284.

19 מ"י נ' לוינקופ, לעיל הערה 17, בעמ' 237.

20 הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון (1985), המכונה ועדת גבאי, אחזה בעמדה הפוכה לזו המוצעת כאן בכל הנוגע לדין הרצוי, אך בעמדה דומה לשלי בכל הנוגע לדין המצוי. הוועדה יצאה מנקודת־הנחה, שבנוסחו הנוכחי סעיף 54(א)(1) אינו חל על פרסומים המופצים לציבור בלתי־מסוים ועל־כן הציעה לתקן את החוק ולהוסיף חלופה נוספת לסעיף 54 אשר תכפיף פרסומים מטעים כאלה לאותו סטנדרט אחריות של סעיף 54(א)(1) (עמ' 27, 47, ר"ד 53 וחשבון הוועדה לבדיקת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון (ירושלים, משרד המשפטים, התשמ"ה-1985)). המלצותיה של הוועדה לא אומצו עד היום. הפוכה היא עמדתו של עו"ד אברמזון בדו"ח מאור, לעיל הערה 9, האוחז בעמדה דומה לשלי באשר לדין הרצוי, אך יוצא מנקודת־הנחה שהדין המצוי הוא שסעיף 54(א)(1) חל גם על פרסומים כאלה.

עצמו הניע אדם לבצע עסקה: אדם עשוי להניע אחר לבצע עסקה אם הוא גורם לו להניח שניתן להפיק רווח מהעסקה. אדם הלוחש על אוזנו של פלוני מידע מהותי על חברה ועושה כן בטרם פורסם המידע בציבור, גורם לפלוני לחשוב כי יוכל להפיק רווח מרכישת המניות ולכן ניתן לטעון שהוא מגיע אותו לבצע עסקה. לעומת זאת, מידע המתפרסם בציבור משפיע אמנם על השער, אך דווקא בשל כך קשה יותר להניח שניתן להפיק רווח ממסחר על סמך המידע; ומכאן שקשה יותר להניח כי מאן-דהו יונע לבצע עסקה בעקבות פרסום כזה. כדי שמצג המופנה לציבור כולו יניע אדם לבצע עסקה, צריכה להתלוות למצג התנהגות נוספת²¹. למשל: אדם עשוי להשפיע על שער ניירות-הערך באמצעות פרסום מטעה ובמקביל להציע לאחר לבצע עסקה מחוץ לבורסה במחיר זהה או במחיר נמוך מן המחיר שניתן לקבל בבורסה²². אדם גם יכול ללוות את המצג בהזרמת ביקושים או היצעים לשוק, ואלה יגרמו לאנשים לבצע עסקה. בכל מקרה, לא הפרסום לבדו גורם לביצוע העסקה; הפרסום רק משפיע על השער שבו יבוצעו עסקאות בשוק. מכאן שהחלופה הראשונה של סעיף 54, זו העוסקת בהנעת אדם לביצוע עסקה באמצעות מצג מטעה, אינה חלה על פרסומים אלה. הללו כפופים אך ורק לחלופה השנייה העוסקת בהשפעה על השער.

לכאורה טענתי זו ישימה רק לשוק יעיל, שכן רק בשוק כזה מידע המתפרסם בציבור בא לידי ביטוי מידי במחיר המניה²³. אם השוק אינו יעיל באופן מושלם ומחירי המניות

21 תמיכה מסוימת בפרשנות זו ניתן למצוא בפסק-הדין בעניין *Tarling v. Government of Singapore*, 70 Criminal Appeal Reports 77, 139-140 (1977), שם נדונה השאלה אם ניתן לייחס לנאשם את הכוונה להניע מאן-דהו לבצע עסקה בניירות החברה ולהרשיעו על-פי סעיף 147(1). בעניין זה קובע הלורד Keith of Kinkel כדלקמן:

I do not consider it sufficient to say that what was done in the presentation of the accounts must necessarily have an effect on the market in HPBIL shares. It does not in my opinion follow from that that the alleged conspirators held the intention of inducing members of the public to acquire HPBIL shares either at any particular price or at all.

הלורד Dilhorne, אשר סבר כי יש להרשיע את הנאשם בגין העבירה הנ"ל, גם הוא לא ביסס את מסקנתו זו על עצם הטעיית הציבור, אלא על כך שלדעתו, הראיות מצביעות על מעורבותו של הנאשם בהצעת מכר של מניות החברה על-ידי בעל עניין בה (שם, בעמ' 127).

22 ראו למשל, *Scott v. Brown Doering McNab & Co.* (1892) 2 Q.B. 724; *U.S. v. Mulheren* 938 F.2d 364 (2nd Cir., 1991).

23 הכוונה כאן היא ליעילות במובן ה-"semi-strong", היינו: שכל מידע המגולה לציבור משתקף מיד במחיר שבו נסחרים ניירות-הערך בשוק. ראו *R.A. Brealey & S.C. Myers Principles of Corporate Finance* (New York, 4th ed., 1991) 295-296.

אינם מגיבים באופן מיידי ומדויק לכל אינפורמציה המתפרסמת בציבור, כי אז לכאורה ניתן להפיק רווח גם ממידע המתפרסם בציבור. אלא כדי שטענתי תחזיק אין אנו נזקקים לשוק יעיל באופן מושלם, שוק שבו המחיר משקף את כל המידע הנגיש לציבור. די בכך שגניח, כי המידע המטעה משתקף במחיר המניות מיד עם הפרסום, והנחה זו היא ריאלית, שכן סעיף 54 מלכתחילה עוסק רק במידע מהותי²⁴. יתר־על־כן: אפילו מחיר המניה אינו משקף באופן מושלם את המידע המתפרסם, כדי שטענתי תחזיק די בכך שגניח כי משקיע, מתוחכם ככל שיהיה, אינו יכול לחזות את ההשפעה של המידע על השער העתידי של ניירות־הערך טוב יותר מן השוק עצמו; העדויות על כך ששוק ניירות־הערך מקיים דרישה זו הן חזקות למדי²⁵.

ברור שהשוק אינו מגיב תמיד ביעילות, וברור שישנם משקיעים הסבורים שניתן לעתים להפיק רווח גם בהסתמך על מידע הידוע לציבור²⁶. ברור גם, שאפילו בשוק יעיל

לסיכום של מחקרים אמפיריים על יעילותו של שוק ניירות־הערך בישראל, ראו משה בן חורין שוק החוק וניירות־הערך (1996) עמ' 301; מסקנתו של פרופ' בן חורין היא ש"מבחינת היעילות מצביעים על קיומה של יעילות במובן החלש ובמובן החצי חזק. מבחינת היעילות של הורסיה החזקה, המבוססים על ביצועי קרנות הנאמנות ועל מסחר על בסיס מידע פנים, מראים כי השוק אינו יעיל במובן זה".

24 כאשר מתפרסמת ידיעה חשובה במיוחד, היא מושכת מיד את תשומת־לב האנליסטים בשוק, אפילו אם המדובר בחברה אשר באופן שגרתי אינה נעקבת על־ידי מספר רב של אנליסטים. ראו B.A. Barber, P.A. Griffin & B. Lev "The Fraud on the Market Theory and the Indicators of Common Stocks Efficiency" 19 Iowa J. of Corp. L. (1994) 285, 294.

25 Brealey and Myers, לעיל הערה 23, בעמ' 296. טענה זו ראויה להבהרה: הנחת השוק היעיל במובן החצי־חזק גורסת, שבכל רגע נתון משקפים מחירי הסחורות (במקרה זה ניירות־ערך) את כל המידע הנגיש לציבור. המציאות לעתים טופחת על פני הנחה זו: זמני התגובה של השוק למידע אינם תמיד אינפניטסימליים ולעתים השוק מגיב בכמה שלבים ובתנודות סינכרוניות לפיסות מידע מסוימות. ייתכן שניתן להסיק ממצאות זה כי השוק אינו פועל באופן רציונלי ומתוחכם, כפי שסבורים התומכים בהנחת השוק היעיל. אלא שמכך אין עדיין ללמוד בהכרח שמשקיע מתוחכם יכול, בוודאי שלא באופן קונסיסטנטי, להפיק רווח על סמך מידע המתפרסם בציבור; שהרי גם המשקיע המתוחכם אינו מושלם וספק אם הוא יעיל יותר מהשוק. ראו: D.C. Langevoort "Theories Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited" 140 U. Pa. L. Rev. (1992) 851, 857 ("it is entirely plausible to claim that prices reflect the most rational possible assessment of present value. As we shall see, much of the recent revisionism in the finance literature criticizes only the rationality of stock prices. Speed of adjustment (at least with respect to certain types of information) and the absence of profitable trading strategies remain useful working assumptions").

26 הטענה התיאורטית המרכזית של המתנגדים להנחת השוק היעיל היא, שטמון בה פר וקס: אם אי־אפשר להפיק רווח ממידע פומבי, אף אחד לא ישקיע משאבים באיסוף ובניתוח של מידע כזה, ואז לא יתקיים שוק יעיל. העובדה שישנם אנליסטים המוצאים את פרנסתם בניתוח של מידע פומבי מלמדת

לחלוטין ייתכנו משקיעים בעלי "טעם" מיוחד, שונה מזה של המשקיע האופייני בשוק ניירות-הערך, אשר יונעו לבצע עסקה בעקבות פרסום מסוים²⁷. אלא שאימוצה של הנחת השוק היעיל כמודל פרשני לסעיף 54 הוא מחויב המציאות אם בוחנים את זווית-המבט של מפרסם המצג: כדי שתוכח מודעתו של המפרסם לכך שהפרסום עשוי להניע אדם לבצע עסקה אנו צריכים גם לייחס לו ידיעה מראש שהשוק לא יגיב באופן יעיל למידע. גם מי שאינו מאמין גדול ביעילות השוק יסכים, כי האפשרות להפיק רווח ממידע ציבורי היא קטנה. לכן יהיה זה מרחיק-לכת לייחס ליוצר המצג ידיעה שמאן-דהו

שבכל-זאת ניתן להפיק רווח, ולו קטן, מגיתוח של מידע כזה. לעניין זה ראו, למשל, Gilson & Kraakman "Mechanisms of Market Efficiency" 70 Vir. L. Rev. (1984) 549, 571. מנגד, ניתן לטעון שהרווחים שאנליסטים מפיקים נובעים אך ורק ממידע פרטי שאספו ב"זעת אפס" או קיבלו כ"טיפ" מאנשי-פנים (ראו את מאמרי: "שימוש במידע פנים על-ידי אנליסטים", קובץ הרצאות בדיני ניירות-ערך ובורסה [בעריכת עמותת המסיימים של הפקולטה למשפטים באוניברסיטה העברית בירושלים, תשנ"ה] 15). על פי גישה זו, הסיבה שאנליסטים אלה טורחים לאסוף ולנתח מידע ציבורי היא, שמידע זה מסייע להם להגיע למידע הפרטי ולהבינו.

27 ה"מודל" של המשקיע האופייני הוא אותו אדם המחזיק תיק מגוון של השקעות ואינו מרכז חלק ניכר מהשקעותיו בניירות-ערך של חברה מסוימת או של חברות העוסקות בענף מסוים. גיוון זה מאפשר למשקיע שונא-הסיכון לנטרל את רגישותו לסיכונים הספציפיים הכרוכים בכל אחד מגיירות-הערך לחוד.

ברור שלא כל המשקיעים תואמים מודל זה. למשל: ישנם משקיעים אשר להם "חיבה" מיוחדת לחברות "היי טק". פרסום היוצר רושם מטעה כאילו חברה מסוימת אשר עסקה עד כה בנדל"ן עברה לתחום ה"היי טק" עשוי להניע אדם בעל נטייה כזו לרכוש את ניירות-הערך של חברה זו ולהניע אדם הנרתע מהשקעות בתחום ה"היי טק" וחובב השקעות בנדל"ן למכור את ניירות-הערך של החברה. ישנם גם משקיעים הנמנעים מלגוון את השקעותיהם, מעדיפים "לשים את כל הביצים בסל אחד" ומשקיעים את כל הונם במספר מצומצם של חברות. גם משקיעים כאלה עשויים להיות מונעים לבצע עסקה על-ידי פרסום מטעה. למשל: פרסום היוצר רושם מוטעה כאילו הסיכון הספציפי הכרוך בהשקעה בחברה גדול מכפי שהוא באמת, עשוי לגרום למשקיע כזה למכור את אחזקותיו בחברה, משום שבניגוד למשקיע האופייני האדיש לסיכונים ספציפיים אלו משקיע זה רגיש לסיכון הספציפי, והפרמיה שמחיר השוק מציע לו נמוכה מדי. אך ברור שזהו אינו המשקיע הסביר שהמחוקק מכוון אליו. כך בת"פ (ת"א) 3348/90 מד"י נ' קרן (לא פורסם):

לדעתנו על-פי כוונת המחוקק, "המשקיע הסביר" הוא אדם "הקורא ושוקל" שיקולי רווח והפסד, בין שעשה כן מתוך ידיעה אישית ובין שעושה כן תוך שהוא נזקק "לדעת מבינים". ההחלטה היא לעולם של המשקיע ועניינו הוא בכך שלא ישים את כספו על קרן הצבי. המשקיע הסביר הוא זה שבדרך הנהגתו בוחן את סיכויי הרווח וסיכויי ההפסד, אם על-פי ידיעתו והבנתו הוא ואם תוך שהוא מסתייע באחר, "איש מקצוע".

יתפתח לבצע עסקה בעקבות פרסום כזה²⁸. אימוץ הנחת השוק היעיל כמודל פרשני יוצר ודאות²⁹, המאפשרת למי שמפרסם מידע לציבור לדעת מראש אם הוא כפוף לסטנדרט האחריות של החלופה הראשונה של סעיף 54 או לזה של החלופה השנייה של הסעיף, והיא אינה מתלה את האחריות המשפטית של הנאשם במידת היעילות שבה השוק מגיב לפרסום³⁰. החלת החלופה הראשונה של סעיף 54 על סיטואציית הפרסום רק במקרים בהם הפרסום נפל על אוזניו של שוק לא-יעיל תביא למצב אבסורדי: ככל שהשוק מעכל את האינפורמציה המטעה באופן מדויק יותר (למשל: מפני שהשקר היה חד-משמעי ולא מעורפל)³¹ כך הוא משחרר מהר יותר את מפרסם המידע מן האחריות על-פי סעיף 54(א)(1) ומחייב את התביעה לעמוד בדרישות הכוונה הפלילית הגבוהות יותר של סעיף 54(א)(2).

28 כמ"כ, מכיוון שהפרסום מופנה לציבור רחב של אנשים המחזיקים וסוחרים באופן אנונימי בניירות-ערך בשוק, אין המפרסם יכול לחזות מראש את האפשרות שמשקיעים בעלי טעם מיוחד יגיבו לפרסום; ומכיוון שהמפרסם פונה לשוק כולו סביר שיעמוד לנגד עיניו המשקיע המחזיק את "חיק השוק". משקיע זה בוודאי שלא יונע לבצע עסקה בעקבות פרסום שכזה.

29 טענה דומה מביעים Barry Rider & Michael Ashe בספרם *Insider Crime — The New Law* (Bristol, 1993) 34, כשהם מסבירים את הסיבה לכך שהחוק אינו אוסר על אנשי-פנים לסחור בניירות-ערך של החברה מיד לאחר הפרסום:

The definition now provided has the advantage of clarity, since waiting for the market to absorb the news, while theoretically pure, has the disadvantage of providing uncertainty as to the time when insiders may deal.

30 במקרה שאנו עוסקים בו יש חשיבות מיוחדת לוודאות המשפטית, שכן כפי שנראה בפרק הרביעי ישנם מצבים שבהם לחברה אינטרס לגיטימי להטעות את ציבור המשקיעים. במקרים אלו לא ניתן לייחס למנהלי החברה "כוונה" לרמות ועל-כן לא ניתן להרשיעם על-פי החלופה השנייה, אך וראי שניתן לייחס להם "ידיעה" כי הפרסום עשוי להטעות. אם ניתן יהיה להרשיע על-פי סעיף 54(א)(1) גם במקרים שבהם הפרסום הניע רק אדם אחד לבצע עסקה, הרי שהתוצאה המעשית מבחינת הרתעת מפרסמים פוטנציאליים היא הכפפתם לסטנדרט האחריות של החלופה הראשונה.

31 ככל שהאינפורמציה המתפרסמת מעורפלת יותר וודאית פחות, כך תגובת השוק לפרסום יעילה פחות במובן זה שלשוק לוקח זמן רב יותר להתייבב על שער חדש. הדבר נובע מכך שכאשר מדובר במידע כזה, הרי שלמשקיעים שונים הערכות שונות לגבי ההשלכות של המידע החדש על מצב החברה ולכן לא רק שהשוק מגיב באופן תנודתי אלא שגם מחזורי המסחר גדלים או באופן ניכר. ראו, למשל, M. Harris & A. Raviv "Differences in Opinion Make a Horse Race" 6 *The Review of Finance Studies* (1993) 473. לעומת זאת, כאשר מדובר במידע בהיר וחד-משמעי, התגובה של השוק מיידית ואין לפרסום השפעה של ממש על מחזורי המסחר. ראו, למשל, W.H. Beaver "The Information Content of Annual Earnings Announcements, Empirical Research in Accounting" *Journal of Accounting Research* (Supplement to Volume 6, 1968) 67.

הנחת השוק היעיל מספקת לנו מודל פרשני שלפיו ניתן להבין טוב יותר את קר-
 הגבול המבחין בין שתי החלופות של סעיף 54. למעשה ניתן להראות שחוק ניירות-ערך
 כולו, ולא רק סעיף 54, מבוסס מכללא על ההנחה ששוק ניירות-הערך הוא שוק יעיל.
 כך, רכיב מרכזי בהגדרה של "מידע-פנים" הוא התנאי שהמידע "אינו ידוע לציבור",
 היינו: עם פרסום המידע לציבור, חופשיים אנשי-הפנים לעשות שימוש במידע. לו הניח
 המחוקק שמחירים בשוק ניירות-הערך אינם מגיבים מיידית לכל מידע המתפרסם בשוק,
 ואם ניתן היה להפיק רווח על סמך מידע הידוע לציבור כולו — היה החוק מחייב אנשי-
 פנים להמתין ולא לסחור במשך פרק-זמן מסוים לאחר הפרסום.³² מכיון שהחוק מושתת
 על המודל של השוק היעיל, ההיתר לאישי-הפנים לסחור מיד לאחר הפרסום אינו תלוי
 בשאלה אם במקרה הספציפי השוק הגיב ביעילות לפרסום. כמובן, קשה להבין את
 ההיגיון העומד מאחורי סעיף 31 לחוק ניירות-ערך מבלי שנייחם למחוקק את הנחת
 השוק היעיל. זהו סעיף חריג במשפט הישראלי המקנה עילת תביעה בגין מצג-שוא מבלי
 שיידרש מן התובע להוכיח את הסתמכותו על המצג. באופן דומה מונע סעיף 33(3)
 פיצוי ממי שרכש ניירות-ערך בהסתמך על פרט מטעה בתשקיף, אם הרכישה בוצעה
 לאחר שהחברה פרסמה דו"ח מתקן. הנחת השוק היעיל מספקת הסבר ברור להריגים
 אלו: למרות שחלק ניכר מן התובעים לא קראו כלל את התשקיף, את הפרט המטעה
 הכלול בו או את הדו"ח המתקן, מניח החוק כי המחיר בו מבוצעות עסקאות בשוק
 משקף את המידע הכתוב בתשקיף או בדו"ח המתקן שלו. לכן, המחוקק אינו דורש מן
 התובעים להוכיח את הסתמכותם על הפרט המטעה, ואינו מתנה את ההגנה של סעיף
 33(3) בכך שהתובעים היו מודעים לדו"ח המתקן.³³
 למעשה הנחת השוק היעיל אומצה גם בפסיקה בישראל: בעניין ברנוביץ'³⁴ אימץ
 כב' הנשיא שמגר את מבחן המהותיות האמריקני שעל-פיו מידע נחשב מהותי רק אם יש

32 לעיל הערה 29.

33 הנחת השוק היעיל, מסיבות עליהן אעמוד בהמשך (הערות 87-92 והטקסט הגלוי להן) מתייחסת
 בדרך-כלל דווקא לשוק המשני, ואילו סעיף 31 מקנה עילת תביעה גם (ולפני תיקון מס' 9 לחוק רק)
 למשקיעים הרוכשים ניירות-ערך ישירות מן המציע, היינו: בשוק הראשוני. כל עוד המדובר בהנפקות
 חוזרות של חברות בורסאיות הדבר אינו יוצר שום קושי, משום שהמידע המתפרסם בתשקיף משפיע
 על מחיר השוק של ניירות-הערך, ובעקיפין — על מחיר ההנפקה. הקושי נוצר כאשר מדובר בהנפקה
 ראשונה לציבור: שחרור התובעים מהוכחת ההסתמכות מניח מכללא שגם שוק זה פועל באופן יעיל.
 אכן, מסיבות שעליהן עמדתי במאמרי "חידת 'מחיר המקסימום' בהנפקות ופתרונה (הזמני)" עיוני
 משפט יט (תשנ"ה) 91, ניתן לטעון שמנגנון-ההנפקה יעיל דיו (גם אם פחות מהשוק המשני) כדי
 שמחיר ההנפקה ישקף את כל המידע המגולה בתשקיף, ומכאן שגם משקיעים אשר לא קראו את
 התשקיף עשויים להינזק מפרט מטעה המצוי בו. ראו גם — R.G. Newkirk "Sufficient Efficiency —
 Fraud on the Market in the Initial Public Offering Context" 58 U. Chi. L. Rev. (1991) 1393.

34 לעיל הערה 5, בעמ' 837.

בגילוייו כדי לשנות את מכלול האינפורמציה הנגיש לציבור³⁵. מבחן זה מבוסס מכלל לא על ההנחה שמחירי השוק משקפים את כל המידע הנגיש לציבור ועל־כן פרסום לא ימצא מטעה אם הוא מחסיר פרטים, חשובים ככל שיהיו, הנגשים לציבור ממקור אחר³⁶. בעניין קרן³⁷ אימצה השופטת ברכה אופיר את הנחת השוק היעיל באופן מפורש יותר ומהנחה זו אף הסיקה כי כדי שמידע ייחשב "ידוע לציבור" די בכך שיהא נגיש למשקיעים המתוחכמים הפועלים בשוק, משום שדי בחשיפה זו כדי שהמידע ישתקף בשער ניירות־הערך בשוק.

עד כאן ניסיתי לשכנע בהיגיון העומד מאחורי אימוץ הנחת השוק היעיל ככלי־עזר פרשני ובכך שאימוץ הנחה זו מחייב את המסקנה שסעיף 54(א)(1) אינו יכול לחול על פרסום מידע מטעה. אך לטענתי, מסקנה זו היא מחויבת המציאות גם אם נניח שוק בלתי־יעיל לחלוטין:

סעיף 54(א)(1) מטיל אחריות על מי ש"הניע אדם" לבצע עסקה. הספק הראשון העולה מביטוי זה נוגע למונח "הניע", אשר היו שראו בו כמרמז למערכת־יחסים חזוית בין המניע למונע³⁸ — מערכת־יחסים אשר אינה קיימת בין המפרסם ובין הסוחרים

35 ראו *Basic Incorporated v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

36 ראו *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109 (9th Cir., 1989). באותו מקרה קבע בית־המשפט הפדרלי, בהתבסס על הנחת השוק היעיל, כי אמנם התחזית אותה פרסמה החברה היתה מטעה אך כתבות של אנליסטים שפורסמו באותה עת בעיתונות השלימו את הפרטים החסרים בהודעת החברה ותיקנו אותה. באופן דומה, אם כי ללא הסתמכות מפורשת על הנחת השוק היעיל, זיכתה השופטת ברכה אופיר את הנאשמים בת"פ 1679/93 מ"י נ' פולק (לא פורסם) מאחד האישומים, משום שהפרט אותו החסירו מהודעתם לבורסה פורסם באמצעי התקשורת ממקור אחר. ערכאת הערעור הפכה החלטה זו (ע"פ 152/95 מ"י נ' פולק (לא פורסם)).

37 לעיל הערה 27.

38 ראו צ' כהן בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותדפנות, (ת"א, לשכת עורכי הדין בישראל, ההוצאה לאור, תשנ"א-1990) ע' 452: "בהבדל מס"ק (1) המתייחס לקבוצה מצומצמת של גזוקים — מי שהונע למכור או לרכוש ניירות־ערך מן הנתבע — מתייחס ס"ק (2) לקבוצה רחבה יותר של גזוקים פוטנציאליים" (ההדגשה שלי — ע' י'). זוהי גם דעתו של פרופ' גרוס בספרו דיני ניירות ערך ובורסה, (המכון למחקר עסקים, אוניברסיטת תל־אביב, תשל"ג-1973), עמ' 226-227: "סעיף 54 מתייחס במפורש למקרה של הניע או ניסה להניע אדם לרכוש ניירות־ערך ומורה על קשר ישיר בין שני הצדדים לעסקה..." (ההדגשות במקור — ע' י'). דעה דומה הביע Barry Rider, בספרו *The Regulation of Insider Trading* (New York, 1979), בהתייחסו לפרשנות של סעיף 147(1) בגלגול הקודם:

בשוק המשיני. הספק השני נוגע למונח "אדם" ולאפשרות למתוח מונח זה כך שיחול גם על ציבור בלתי-מסוים. אין מדובר רק בקושי לשוני³⁹: כאשר פלוני מפרסם תשקיף שבו הוא מוזמין ציבור שלם של משקיעים לרכוש ממנו ניירות-ערך, הוא עשוי להניע את קהל הניצגים לבצע עמו עסקה. לעומת זאת, כאשר המפרסם אינו צד לעסקה, לא ייתכן מצב שבו הציבור כולו — הנמען של המצג — יונע לבצע אותה עסקה, שכן במקרה כזה לא יימצא מי שיעמוד מן הצד האחר של העסקה. ברור גם שלא ייתכן מצב שבו פרסום אחד יניע אנשים שונים לבצע עסקאות הפוכות. שוב: אין חולק על כך שהפרסום המטעה עשוי להשפיע על השער שבו הציבור יבצע עסקאות, אך קשה לראות כיצד פרסום כזה מניע את הציבור כולו לבצע אותה עסקה בניירות-ערך. חשוב להדגיש: ייתכנו מקרים שבהם המפרסם מעוניין להניע דווקא את פלוני לבצע עסקה והוא יודע שמידע מסוים יניע את פלוני לבצע עסקה בניירות-ערך, משום שלפלוני, להבדיל משאר המשקיעים בשוק, אינטרס מיוחד בחברה — למשל: רכישת שליטה בחברה. אמנם, במקרה כזה הפרסום מבוצע פיזית לציבור כולו, אך הוא ממוען על-ידי המפרסם לאדם ספציפי ועל-כן גם לשיטתי הוא עשוי להיות מכוסה על-ידי החלופה הראשונה של סעיף 54.

קושי נוסף בהחלתו של סעיף 54(א)(1) על פרסומים מטעים הוא שישנם סעיפים אחרים בחוק ניירות-ערך ובחוק העונשין העוסקים באופן מפורש בפרסומים כאלה, וקריאה רחבה כזו של סעיף 54 מותירה אותם חסרי-נפקות. כך, למשל, קשה לראות מתי יובא אדם לדין על-פי סעיף 53(א)(4), המטיל עונש של שלוש שנות-מאסר בלבד על מי שמסר לרשות לניירות-ערך או לבורסה דו"ח הכולל פרט מטעה ומחייב את התביעה להוכיח את כוונתו המיוחדת של הנאשם "להטעות משקיע סביר". כלומר: מדובר בעבירה אשר היסוד הנפשי הדרוש לכיסוסה גבוה מזה הנדרש בסעיף 54(א)(1), ואילו העונש בצדה נמוך יותר⁴⁰. כמרכז סעיף 424א(ג) לחוק העונשין מטיל עונש של עד

Although it is possible to devise arguments that would find a sufficient degree of inducement in stock exchange transactions the concept of inducement is more meaningful in direct personal transactions.

עם זאת נראה, שההתייחסות של פרופ' גרוס ושל Rider לסעיפים הללו היתה בהקשר לשאלה אם ניתן להחילם על מי שעושה שימוש במידע-פנים. לאחר-מכן, במאמרו "Policing the City" 1988, Current Legal Problems 47, 58, ביקר Rider נמרצות את פסק-הדין בעניין Tarling, לעיל הערה 21, כשהוא יוצא מנקודת-הנחה שסעיף 147(1) אכן חל על מצגים כלפי הציבור כולו.

39 כך השופטת ברכה אופיר, בעניין גיבור סבירנה, לעיל הערה 8, לא ראתה קושי לשוני בהרחבת המושג "אדם" כך שיכלול גם ציבור בלתי-מסוים. ספק בעיני אם הרחבה זו עולה בקנה אחד עם סעיף 4 לחוק הפרשנות, התשמ"א-1981.

40 למיטב ידיעתי, המקרה היחידי בו ביכרה התביעה להאשים אדם בעבירה על סעיף 53(א)(4) על פני סעיף 54(א)(1) היה מקרה פולק, לעיל הערה 36. אלא שהדבר נבע כנראה מהסח הדעת, שכן במהלך הדין ביקשה התביעה בכל זאת להרשיע את הנאשם גם לפי סעיף 54(א)(1). ייתכן שמפסק-דין זה

שלוש שנות-מאסר על נושא משרה בחברה ציבורית אשר הטעה בכוונה את ציבור המשקיעים על-ידי פרסום מטעה המתייחס לפרט מהותי ביותר כמו הסולבנטיות של החברה⁴¹. גם כאן התביעה מחויבת להוכיח כוונה מיוחדת להטעות את השוק, ובנוסף על כך שהמפרסם הינו נושא משרה בחברה ציבורית ושהפרסום המתייחס לפרט מהותי יותר מזה הנדרש בסעיף 54(א)(1). קשה לראות מצב שבו התביעה תעדיף להגיש כתב-אישום על-פי סעיף זה.

לסיכום: הפרשנות שאני מציע לסעיף 54 היא, שהחלופה הראשונה שלו חלה רק כאשר יוצר המצג מניע ניצגים ספציפיים לבצע עסקה אשר ליוצר המצג יש בקיומה אינטרס. יוצרי מצגים כאלה יורשעו גם אם פעלו רק בפזיונות וללא כל כוונה מיוחדת⁴².

ניתן ללמוד על שינוי דעתה של השופטת ברכה אופיר לגבי היקף התחולה של סעיף 54(א)(1). באותו מקרה הרשיעה השופטת אופיר את הנאשמים על כך שדיווחו לרשות לניירות-ערך על שיווק של מוצר חדש נגד איידס, מבלי שגילו את העובדה כי נתגלעה מחלוקת בין החברה ובין משרד-הבריאות לגבי סיווגו של המוצר ומשרד-הבריאות אינו מאשר את שיווקו. בניגוד לגישתה בעניין גיבור סבריינה, לעיל הערה 5, קבעה השופטת ברכה אופיר כי אין די בפרסום מטעה לציבור כדי לבסס את רכיב ההנעה הדרוש בסעיף 54(א)(1); ועל-כן ביססה את ההרשעה על סעיף 53(א)(4) ולא על סעיף 54(א)(1). ערכאת הערעור, לעיל הערה 36, דחתה את ערעור המדינה על הוכיח מסעיף 54(א)(1) על רקע פרוצדורלי – המנעות התביעה מלבקש את תיקון כתב האישום.

לעניין הרכיב הנפשי הדרוש בסעיף 53(א)(4) קבעו שתי הערכאות שדנו בעניין פולק כי אכן סעיף זה מחייב את התביעה להוכיח את כוונתו המיוחדת של הנאשם להטעות משקיע סביר, אך בבואו ליישם מרכיב זה של העבירה רוקנו אותו למעשה מתוכן: למרות ששתי הערכאות קבעו שהדיווח כוון לציבור הצרכנים של מוצרי החברה, הסתפקו שתי הערכאות בכך שהנאשמים היו מודעים להסתברות הגבוהה שהפרסום אכן עלול להטעות משקיע סביר. לגישתי, כפי שיובהר בפרק הרביעי של מאמר זה, אין להסתפק בעבירות אלה בחוקה המשווה בין ידיעה לכוונה ועל-כן לא היה מקום להרשיע את הנאשמים גם בעבירה זו. למקרים אלה, לגישתי, נוצרו העבירות המוחלטות של חוק ניירות ערך, כדוגמת סעיף 53(ג)(8).

41 סעיף 424א(ג) לחוק העונשין, התשל"ז-1977, קובע:

דירקטור או נושא משרה בכיר בתאגיד שלציבור עניין בו המפרסם, בכוונה לרמות, הודעה שיש בה מידע או פרט מהותי לא נכון בדבר יכולתו של התאגיד לקיים את התחייבויותיו או הודעה כאמור שיש בה הטעייה משמעותית בדבר מצבו העיסקי של התאגיד, דינו – מאסר שלוש שנים או קנס, אלא אם כן הוכיח שההודעה נמסרה שלא מיזמתו ובמטרה להגן על ענייניו של התאגיד או על ענייניהם של לקוחותיו, ולא היה בה כדי להטעות משקיע סביר.

42 ההסתפקות ב"פזיונות" במצבים אלה נראית מלאכותית במידה מסוימת, משום שבדרך-כלל, במקרים שבהם ליוצר המצג יש אינטרס בביצוע העסקה, תהיה לו גם כוונה בהטעיית המשקיע, שכן ההפסד של המונע הוא גם הרווח של המניע. עם זאת, ייתכנו מצבים שבהם לאדם אינטרס בעסקה והוא אדיש ל"אמיתות" המידע שמסר ובכל-זאת נמצא דופי מוסרי בהתנהגותו. כך, למשל, ברוקר המתווך בעסקה

החלופה הראשונה אינה חלה במקרים שבהם המצג, בין אם ורפלי ובין אם אחר, מתפרסם בציבור; מקרים אלה נשלטים על-ידי החלופה השנייה של הסעיף. מכאן שיוצרי מצגים כלפי השוק המשני יורשעו בתרמית אך ורק אם המצג המטעה שיצרו השפיע על השוק ורק אם היתה להם כוונה מיוחדת להשפיע על השוק באמצעות אותו מצג מטעה. בדרך-כלל כוונה כזו תתקיים רק במקום שבו הנאשם סחר בניירות-הערך בתקופת התרמית והפיק רווח ממסחר זה.

2. האחריות האזרחית

במישור האזרחי הוכרה כאנגליה עוולת התרמית בהיעדר חוזה בין הצדדים, כ־25 שנים לפני פרשת דה-ברנגר, בפסק-הדין בעניין *Pasley v. Freeman*⁴³. אך כמאה שנים לאחר-מכן, בשנת 1873, קבע בית-הלורדים בעניין *Peek v. Gurney*, כי למרות ההשתחררות מכבלי החוזה, התובע בתרמית צריך להוכיח כי הנתבע הפנה את התרמית ישירות כלפיו או כי ישנה זיקה כלשהי בין הנתבע לתובע⁴⁴. מכאן נובע הכלל של המשפט המקובל, שלפיו מי שמפרסם תשקיף ובו הזמנה לציבור לרכוש ניירות-ערך מן החברה, יחוב בתרמית כלפי מי שרכש ניירות-ערך בהנפקה, אך לא יחוב בתרמית כלפי מי שרכש ניירות-ערך בשוק המשני. הלכה זו הותירה סימן-שאלה על האפשרות להגיש תביעה בגין תרמית המכוונת כלפי השוק כולו, כאשר התרמית אינה מבוצעת באמצעות התשקיף. הלורד Cairns התייחס לאפשרות זו במפורש והטיל ספק בדבר האפשרות (ההיפותטית) של תביעה אזרחית נגד דה-ברנגר⁴⁵.

בין שני צדדים מעוניין בהשלמת העסקה כדי שיוכל לגבות את העמלה, ולשם כך הוא עשוי להעביר מסרים סותרים לשני הצדדים לעסקה. הברוקר אריש לשאלה אם אחד מן המצגים או שניהם שקריים או אמיתיים או למידת הרווחיות של העסקה עבור כל אחד מן הצדדים, ובכל-זאת התנהגותו בלתי-מוסרית. אכן, ייתכן שדווקא בשל ההנחה כי במקרים שבהם ליוצר המצג אינטרס בעסקה, המודעות לשקריות המצג היא (כמעט) תמיד חסרת-יגור וליוצר המצג (כמעט) תמיד מגיע פסול — פטר המחוקק את התביעה מן הצורך להוכיח רכיב זה של העבירה; אך ראו להלן הערה 136.

⁴³ *Pasley v. Freeman* (1789) 3 T.R. 51.

⁴⁴ *Peek v. Gurney* (1873) L.R. 6 H.L. 377, 399; דברי הלורד Chelmsford.

It appears to me that there must be something to connect the directors making the representation with the party complaining that he has been deceived and injured by it.

בכך הפך בית-הלורדים הלכה קודמת של ה-Court of Exchequer בעניין *Bedford v. Bagshaw* (1859) 4 H & N 538.

⁴⁵ *Peek v. Gurney*, שם.

למעשה עד היום לא ברורה עמדת המשפט האנגלי בסוגייה זו. אמנם, בשנת 1896 קבע בית־המשפט לערעורים באנגליה, בעניין *Andrews v. Mockford*, כי הלכת *Peek v. Gurney* אינה מונעת תביעה המבוססת על פרסום שקרי מכוון אשר לא צומצם למטרה של גיוס משקיעים להנפקה⁴⁶, אך זהו פסק־הדין היחיד המדבר ברוח זו. ה־Financial Services Act 1986, אשר התיימר "לעשות סדר" במשפט החל על שוק־ההון האנגלי, לא פיזר את הערפל סביב סוגייה זו⁴⁷. כמ־כן, כפי שאראה מיד, גם חוק ניירות־הערך הישראלי אינו מספק תשובה חד־משמעית לשאלה זו. תרמיות בשוק האמריקני נחלשות על־ידי כלל 10b-5. כלל זה — כפי שפורש בפסיקה — מקנה עילת תביעה לכל מי שסחר בניירות־ערך בהסתמך על מצג־שוא, אם יוכח שיוצר המצג פעל בפזיזות⁴⁸. האחריות בגין מצג־שוא רשלני, מחוץ לקונטקסט התחוי, היא יצירה בת־זמננו כמעט ומושתתת באנגליה על פסק־הדין המפורסם בעניין *Hedley Byrne*⁴⁹, ובישראל — על פסק־הדין בעניין וינשטין נ' קדימה⁵⁰. הלכת *Hedley Byrne* יצרה לכאורה פתח תקווה לתביעות המבוססות על מצג־שוא רשלניים בשוק המשיני⁵¹. תקווה זו של טובעים פוטנציאליים נכזבה בשנת 1990 בפסק־הדין בעניין *Caparo v. Dickman*⁵². בפסק־דין

46 בית־המשפט לערעורים קבע גם, כי דחיית האפשרות של תביעה כנגד "רמאים" מסוגו של דה־ברנר אינה חוסמת תביעות בגין תרמית המופנית לשוק כולו, אך המתייחסת לנייר־ערך ספציפי. ראו *Andrews v. Mockford* (1896) 1 Q.B. 373, שם מסביר הלורד Rigby:

What was done in the case before us was something totally different. The publication of the contents of the telegram was an invitation to members of the public who were thinking of investing money to buy shares of the Sutherland Reef Company... From this point of view *Rex v. De Berneger* has nothing to do with the present case.

47 לסיכום הסעיפים הדנים באחריות האזרחית לפי ה־Financial Services Act ראו L.C.B. Gower *Principles of Modern Company Law* (London, 5th ed., 1992) 342-347.

48 כלל זה קיבל עוצמה אדירה כאשר נקראה לתוכו תיאוריית "התרמית על השוק" (Fraud on the Market), המשחררת למעשה את התובע מהוכחת הסתמכותו על הפרסום המטעה. קב ת תיאוריה זו היא שפרצה את הסכר המרכזי החוסם בעד תובענות ייצוגיות בגין תרמית על השוק. ראו דיון בסוגיה זו בפרק החמישי של מאמר זה, להלן הערות 206-232 והטקסט הנלווה להן.

49 *Hedley Byrne & Co. Ltd. v. Heller & Partners Ltd.* [1964] A.C. 465.

50 המ' 106/54 וינשטין נ' קדימה אגודה שיתופית בע"מ, פ"ד ח 1317.

51 האחריות בגין מצג־שוא בשוק הראשוני הוכרה בחקיקה באנגליה כבר בשנת 1890 במסגרת *Directors Liability Act 1890*. אך חוק זה, כמו גם סעיף 67 ל־Companies Act 1985, שמר על הקבלה של *Peek v. Gurney*, שלפיה רק מי שרכש את ניירות־הערך בהנפקה עצמה זכאי להגיש את התביעה. מגבלה זו הוסרה באנגליה רק בשנת 1986. ראו דיון בעניין זה בפרק החמישי של מאמר זה, להלן הערות 194-197 והטקסט הנלווה להן.

52 *Caparo Industries PLC v. Dickman* [1990] 2 A.C. 605.

זה קבע בית-הלורדים, כשהוא מאמץ את הדין האמריקני החל על סוגייה זו⁵³, כי רואי-חשבון, העורכים דו"חות כספיים לחברה כדי שזו תציגם לציבור, אינם חבים חובת זהירות כלפי מי שביצע עסקה בניירות-ערך של החברה בהסתמך על הדו"חות הכספיים. פסקי-דין מאוחרים יותר הסיקו מפסק-דין זה, שגם יוצרי מצגים אחרים, כמו הדירקטורים של החברה, למשל, אינם כפופים לחובת זהירות כלפי הסוחרים בשוק המשני⁵⁴.

בית-הלורדים ביסס את החלטתו בראש-ובראשונה על היעדר "קרבה" בין התובעים לנתבעים. לגישתו, המפרסם מידע לציבור הרחב בוודאי צופה את האפשרות שמספר בלתי-מוגבל של אנשים יסתמך על המידע; ומכאן שאם נסתפק במבחן הצפיות, יהיה נתבע כזה חשוף לסכנה של תביעה "על סכום בלתי מוגבל, במשך זמן בלתי מוגבל ועל-ידי מספר בלתי מוגבל של אנשים"⁵⁵. על-כן לגישת בית-הלורדים, אלמנט חיוני של "יחסי קרבה" הוא שהנתבע ידע כי המידע מועבר לתובע הספציפי או לקבוצה מוגדרת ומזוהה של אנשים, המסתמכים על מידע זה⁵⁶. הסבר זה הינו מוקשה: מצד אחד, קשה להבין מדוע לא ניתן להגביל את קבוצת התובעים הפוטנציאלית, כמו בתביעות על-פי Rule 10b-5 האמריקני, לאלה אשר סחרו בניירות-הערך של החברה בתקופת התרמית. מצד שני, בניגוד להנחת המוצא של בית-הלורדים, דווקא מבחן הצפיות הטכנית היה חייב להביאו למסקנה שאין מקום להטיל אחריות על הנתבעים: אם אכן אנו מקבלים את הנחת השוק היעיל, או לפחות מוכנים לייחס לנתבעים פוטנציאליים הנחה זו, כי אז נתבעים כאלה אינם יכולים לצפות כי אדם סביר יסתור בניירות-ערך של החברה בהסתמך על מידע אשר התפרסם בציבור, שהרי מידע כזה כבר משתקף במחירו של נייר-הערך⁵⁷.

53 ראו *Ultramares Corp. v. Touch* (1931) 174 N.E. 441. הלכה זו מקובלת ברוב המדינות החברות בארצות-הברית. אמנם, המשפט הפדרלי מכיר בזכות התביעה של סוחרים בשוק המשני, אך רק בעילת התרמית על-פי Rule 10b-5.

54 *Al Nakib Investments v. Longcroft* [1990] 1 W.L.R. 1390. הרהבה זו, המוצרית לגישתי, זכתה לביקורת. ראו L.C.B. Gower *Principles of Modern Company Law* (London, 5th ed., 1992) 352, note 13. ראו גם צ' כהן בעלי מניות בחברה, לעיל הערה 38, עמ' 434.

55 *Ultramares*, לעיל הערה 53.

56 *Caparo v. Dickman*, לעיל הערה 52, בעמ' 621. כך, למשל, הנהלה של חברה המורעת לעובדה שמאן-דהו מעוניין להשתלט עליה וכי הוא מסתמך על המידע שהחברה מפיצה בציבור, חייבת כנראה

בוהירות כלפי אותו משתלט. ראו *Morgan Crucible v. Hill Samuel Bank* [1991] 1 All E.R. 148.

57 העובדה שפרסום מסוים לא הניע אדם לבצע עסקה אינה שוללת את האפשרות שמאן-דהו, אשר מבצע עסקה מטעמים אחרים, תימחר את העסקה בהסתמך על העסקה. מכאן שהטענה שאדם סביר לא יסתמך על מידע המתפרסם לציבור הינה חזקה יותר מן הטענה שאיש לא יונע לבצע עסקה בהסתמך על מידע כזה. הטענה שאדם סביר לא יסתמך על מידע ציבורי מניחה שוק יעיל הנוצר על-ידי

אך בית־הלורדים לא הסתפק במבחן ה"קרבה". בית־הלורדים קבע, כי השאלה אם יוצרי מצגים חבים חובת זהירות כלפי צד ג אינה מוכרעת רק על־פי שאלת הצפיות או ההסתמכות, אלא גם על־פי שיקולי מדיניות המיוחדים לקונטקסט של כל מקרה ומקרה.⁵⁸ הטיעון המרכזי שבית־הלורדים נסמך עליו הוא, שהדו"חות הכספיים שהחברה מפרסמת, והביקורת של רואי־החשבון על דו"חות אלו, נועדו להגן על החברה ולאפשר לבעלי־המניות כקולקטיב לפקח על ההנהלה, ולא כדי לעודד מסחר יעיל והוגן במניות החברה.⁵⁹ טיעון זה זכה לביקורת נחרצות⁶⁰: בית־הלורדים אינו תומך קביעה זו בשום אסמכתא היסטורית או משפטית אשר תתמוך בטענה זו.⁶¹ למעשה לא מדובר בנימוק או בשיקול מדיניות, אלא בהנחת־מוצא אקסיומטית הנשענת על תפישה ארכאית של התאגיד — תפישה שאינה מתיישבת עם התאגיד המודרני הפועל בשוק־ההון ואשר לו אינטרס בקיומו של שוק יעיל ונוזיל לניירות־הערך המונפקים על ידו.⁶²

בפרק הבא אעמוד על שיקולי המדיניות אשר לדעתי תומכים בתוצאה שבית־הלורדים הגיע אליה. לשיקולי מדיניות אלה חשיבות מיוחדת בישראל, וזאת בשל המגמה הרווחת במשפט הישראלי להחמיר את האחריות האזרחית הרובצת לפתחו של מי שמפרסם מידע לציבור הרחב. מוביל מגמה זו הוא פסק־הדין בעניין אילין נ'

נעלמה" ומתעלמת מן המגגנונים המניעים את אותה יד — אותם אנליסטים העוקבים אחר מידע ציבורי, מנתחים אותו, ומייעלים את השוק.

58 *Caparo v. Dickman*, לעיל הערה 52, בעמ' 617-618.

59 *Caparo v. Dickman*, לעיל הערה 52, בעמ' 653.

I can, however, see no ground for supposing that the legislature was intending to foster a market for the existing holders of shares or debentures by providing information for the purpose of enabling them to acquire such securities from other holders who might be minded to sell.

60 ראו, למשל, J.G. Fleming "The Negligent Auditor and Shareholders" 106 *L.Q.R.* (1990) 349, 351 ("All we are being told is that it would have been going too far to impose this burden on auditors, that parliament could not have intended the statutory audit to benefit investors. Why not indeed?")

61 ראו גם Gower, לעיל הערה 47, בעמ' 494.

... the speeches in *Caparo*... depend upon the view there taken on the purpose of the statutory provisions — a view which is certainly not self-evident from the present wording of those provisions.

62 ראו J. Suter *The Regulation of Insider Dealing in Britain* (London, 1989) 199; J. Goldring "Mandatory Disclosure of Corporate Projections and the Goal of Securities Regulation" 81 *Columbia Law Review* (1981) 1525-1529.

רוטנברג⁶³, שבו בחר כב' השופט קלינג לסטות מן הקו הנהוג במשפט האנגלו-אמריקני⁶⁴ ומגבולותיה של הלכת וינשטיין נ' קדימה⁶⁵, וקבע שרואי-חשבון ודירקטורים חייבים חובת זהירות כלפי הסוחרים בשוק המשני⁶⁶. הטיעון המרכזי שעליו

63 לעיל הערה 8.

64 מעניין לציין, כי בעניין אילין נ' רוטנברג ניתן היה כנראה להגיע לתוצאה דומה גם בלי לסטות מהקו של המשפט האנגלו-אמריקני: ראשית, על-פי מסכת העובדות שקבע השופט קלינג נראה שגם המשפט האנגלי היה מכיר בכך שיחסי "שכנות" שוררים בין הדירקטורים הנתבעים לבין התובעים: התובעים רכשו חלק מהמניות ישירות מן הדירקטורים והדירקטורים ידעו כי התובעים מתכוונים לרכוש כמות גדולה נוספת של ניירות-ערך בשוק, והכל בהסתמך על הדו"חות הכספיים שפרסמה החברה. אמנם, לפי גישה זו היו רואי-החשבון יוצאים כנראה "נקיים", אך ייתכן שהדירקטורים יכולים היו לחזור אליהם על דרך של הודעה לצד ג. שנית, על-פי קביעותיו העובדתיות של השופט קלינג, לא היה מדובר במקרה של רשלנות גרידא, אלא במקרה של תרמית ממש. ברי שהשופט קלינג היה מעוניין לא רק בתוצאה הספציפית, אלא בשינוי נורמטיבי.

65 אמנם, בעניין וינשטיין נ' קדימה, לעיל הערה 50, לא נדונה באופן ישיר אחריותם של רואי-חשבון כלפי הסוחרים בשוק המשני, אך השופט אגרנט דן שם בהרחבה בפסק-הדין בעניין *Ultramares* ואימץ את שיקולי המדיניות המוזכרים שם. כמדומני, שההלכה בעניין אילין נ' רוטנברג, עומדת גם בניגוד מסוים להלכה חדשה יותר של בית-המשפט העליון בע"א 915/91 מ"י נ' לוי ואח', פ"ד מח(3) 45 (להלן: לוי) או לפחות לרוחה של הלכה זו: כפי שחוזר ומדגיש כב' הנשיא שמגר בעניין לוי, חובת הזהירות אינה מותנית רק בצפיות הטכנית, אלא גם בצפיות הנורמטיבית, היינו: בקיומם של שיקולי המדיניות התומכים בהטלתה של חובת זהירות. במיוחד נכונים הדברים כאשר מדובר בנוק כלכלי (שם, בעמ' 66-67). אכן, פסק-הדין בעניין לוי שזור ניתוח מעמיק של שיקולי המדיניות המיוחדים לסוגייה הנדונה שם ואשר כפי שנראה בהמשך, יישומם לענייננו אינו תומך בהלכת אילין.

ניתוח כזה חיוני במיוחד כאשר מדובר בכלל אחריות חדש החורג מגבולותיה של הלכה קודמת של בית-המשפט העליון, העומד בניגוד לכללי האחריות של המשפט האנגלו-אמריקני והמוחל על שוק ניירות-הערך — שוק המוסדר באופן מפורט ביותר על-ידי המחוקק, אשר בחר להטיל אחריות פלילית ואזרחית על מערכות נסיבתיות מסוימות ונמנע מהטלת אחריות כזו על מערכות נסיבתיות אחרות.

66 פסק-הדין בעניין אילין נ' רוטנברג מבוסס גם על עילה חלופית של הפרת חובה חקוקה, אשר — לדעתי — חשופה לביקורת דומה לזו שהועלתה בהערה הקודמת. פסק-הדין גם אינו מצביע על זהותה של הוראת החוק המקנה לתובע עילת תביעה פרטית. אם, למשל, הכוונה של כבוד השופט קלינג היא שדי בהפרת ההוראה של סעיף 36 לחוק ניירות ערך כדי להקים עילת תביעה אזרחית, כי אז המדובר באחריות מוחלטת. לעומת זאת, אם הוראת החוק הרלבנטית היא סעיף 54(א)(1), למשל, כי אז על התובע להוכיח שהנתבע (לפחות) התרשל — לעיל הערה 16. לדעתי, כאמור, חוק ניירות ערך קובע את גבולות האחריות האזרחית והפלילית. האכיפה של חובות הדיווח התקופתיים והמיידיים, על-פי חוק ניירות-ערך, מסורה כולה לטיפול האדמיניסטרטיבי של הרשות לניירות-ערך (סעיפים 36(ה-ה), סעיף 36א', סעיף 38 ו-38א'). לכן — לדעתי — אין מקום להסיק מכללא על קיומן של עילות תביעה פרטיות, מעבר לאלה הקבועות במפורש בחוק זה. בכך אני מצטרף לעמדתו של כב' הנשיא (כתוארו

נסמך כב' השופט קלינג הפוך מזה של בית־הלורדים בעניין *Caparo*: לגישתו, הדו"ח הכספי, כמו כל דו"ח אחר שמפרסמת החברה, מזרים מידע לשוק ונועד לשכללו⁶⁷. גם אני סבור כך, אלא שמכאן לא נובע בהכרח כי למשקיע או סוחר בשוק צריכה לעמוד הזכות להגיש תביעה בגין מצג רשלני⁶⁸. אם שוק יעיל והוגן הוא המטרה, כי אז עלינו לבחון איזה משטר אחריות — זה של רשלנות או זה של תרמית — יביא לשוק יעיל והוגן יותר? על שאלות אלו אנסה לענות בפרק הבא.

ג. שיקולי מדיניות

הטיעון בפרק זה יתפתח לפי השלבים הבאים: בשלב הראשון אראה, כי הנזק המרכזי הכרוך בפרסומים מטעים לציבור אינו מתמקד בהפסדים שסופגים משקיעים המסתמכים על הפרסום המטעה. לטענתי, בניגוד למצגים מטעים המועברים בין שני צדדים לעסקה, פרסום מטעה כשלעצמו אינו גורם לסוחרים בשוק המשני הפסדים שהם יהיו מעוניינים למנוע. בשלב השני של הדיון אעסוק בנזקים אחרים שפרסום מטעה עלול לגרום להם, ובעיקר בהשפעה של פרסומים כאלה על היעילות של שוק ניירות הערך ועל ההוגנות של שוק זה; במסגרת זו אטען, כי הפחתת האחריות המשפטית בגין פרסומים מטעים דווקא מקדמת ערכים אלו. טיעונים אלה מספקים בסיס רציונלי מוצק להלכת *Caparo v. Dickman* והם תומכים בפרשנות המוצעת על־ידי לסעיף 54 לחוק ניירות־ערך ולסעיפים אחרים בחוק זה שבהם אדון בפרק החמישי.

1. הנזק הנגרם עקב מצגי־שוא כלפי השוק המשוני

אין חולק על כך, שהשוק יהיה משוכלל יותר ככל שהמידע המצוי בידי הציבור יהיה מהימן יותר. מידע מטעה המפורסם בציבור, בין אם הוא נוצר במכוון, ברשלנות או ללא כל אשם, גורם נזק בכך שהוא פוגע בשכלול השוק ובהקצאה היעילה של הון בין החברות השונות. כמו־כן, עצם הפוטנציאל לקיומו של מידע מטעה גורם למשקיעים לבזבז משאבים על אימות המידע.

אז) וינוגרד בת"א (ת"א) 1538/93 אבן נ' אבנר נפט וגז בע"מ (לא פורסם), ואשר לפיה אפילו סעיף 54(א)(1) אינו מקנה עילת תביעה פרטית.

67 לעיל הערה 8.

68 גם כאן ניתן להקיש מעניין לוי, לעיל הערה 65, בעמ' 89, שם מתייחס הנשיא שמגר להלכה אנגלית ואומר: "מטרת הפיקוח הוגדרו בחוק במפורש כהגנת ציבור המפקידים. על אף זאת קבע בית הלורדים שלא קיימת חובת זהירות בין המפקח לבין המשקיעים האינדיבידואליים".

בחלק זה של הטיעון לא אתמקד בנוק הנגרם לשוק כמנגנון ואף לא בעלויות איתור המידע או אימותו אלא בהפסדים הישירים הנגרמים למשקיעים הסוחרים בשוק המשני עקב הפרסום המטעה. ניתן להצביע על כמה אבחנות בסיסיות בין ההפסד הנגרם על-ידי מצג-שוא שאדם יוצר כלפי חברו, ובין זה הנגרם על-ידי מצג-שוא המפורסם בציבור כולו ומיועד לסוחרים בשוק המשני. מצג-שוא המתפרסם בציבור יגרום הפסד למשקיעים — הפסד אותו ישאפו משקיעים למנוע ואשר הפוטנציאל לקיומו ירחיע משקיעים מ"לשחק" בשוק המשני — רק בהתקיים שלושה תנאים: המצג השקרי צריך להשפיע על שער ניירות-הערך שהמצג מתייחס אליהם. יוצר המצג (או מקורביו) צריך ליטול חלק במסחר בניירות-הערך, ויוצר המצג צריך לדעת שהמצג שקרי.

(א) השפעה על מחיר נייר-הערך

שערם של ניירות-ערך הנסחרים בבורסה אינו נקבע במשא-ומתן בין סוחר אחד למשנהו, אלא על-פי מחיר השוק. לכן פרסום שקרי, אשר אינו משפיע על מחיר השוק, אינו יכול לגרום הפסד למשקיעים, אפילו לא לאלה אשר הפרסום השפיע על החלטתם לבצע עסקה בנייר-הערך. כל עוד המידע השקרי לא השפיע על השער של ניירות-הערך, הרי שהעסקאות בשוק מבוצעות במחיר אשר אינו משקף את המידע השקרי, ומכאן שלא נגרם למשקיעים הסוחרים כל הפסד כתוצאה מהמצג. לכל משקיע גם פתוחה הדרך לחזור בו ולבצע עסקה הפוכה בלי שיספוג הפסד. באופן דומה, הימנעות מפרסום עשויה לגרום נזק למאן-דהו רק אם המידע המוסתר, לו התפרסם, היה משפיע על מחיר השוק של נייר-הערך.

שונים הם פני הדברים כשמדובר במצג שאדם יוצר כלפי פלוני ומניע אותו להיכנס עמו או עם פלמוני לעסקה. כאן ברור שמצג-שוא עשוי שלא להשפיע על שער ניירות-הערך בשוק, בין מפני שלא קיים שוק כזה ובין מכיוון שהמידע לא מגיע לציבור, ועם זאת המצג יגרום לאדם לבצע עסקה ולספוג הפסד. למשל: ברוקר היודע על התפתחות שלילית צפויה בחברה ומניע לקוח שלו לרכוש נייר-ערך של אותה חברה באמצעות מסרים אופטימיים מטעים לגבי החברה — הגם שלא השפיע על שער המניות בשוק גרם הברוקר ללקוח להיכנס לעסקה נפסדת. הפעם, משמתגלית האמת על החברה ויורד שער המניות שלה בבורסה, אין באפשרות הלקוח להתחרט ולמכור את מניותיו מבלי שיספוג הפסד.

אבחנה זו מתיישבת יפה עם הפרשנות המוצעת לסעיף 54, שכן היא מסבירה את דרישת המחוקק בס"ק (2) — הסעיף החולש לגישתי על פרסום לציבור כולו — שתוכח השפעה על מחיר השוק של נייר-הערך נשוא הפרסום; ואת העדרה של דרישה כזו מהחלופה הראשונה של סעיף 54 — זו העוסקת, כמוצג במאמר זה, רק במצבים שבהם המידע אינו מתפרסם בציבור אלא מופנה לאדם או לקבוצה מוגדרת של אנשים.

(ב) השתתפות המפרסם במסחר

הנוק למשקיעים אינו חד־משמעי גם במקרים שבהם הפרסום המטעה השפיע על שער ניירות־הערך בשוק. נכון שמי שרכש נייר ערך — בעקבות פרסום מידע חיובי אך מטעה על חברה — יצא נפסד. אבל כנגדו הרוויח מי שמכר את המניות באותו מחיר גבוה. כמרכן, כנגד כל מי שהפסיד עקב מכירה של נייר־ערך במחיר שוק אשר דוכא על־ידי פרסום מטעה שלילי, עומד משקיע אחר אשר הרוויח מרכישת מניות אלו באותו מחיר נמוך⁶⁹. כלומר: אם מסתכלים על המשקיעים כקבוצה, ובהנחה שיוצר המצג אינו נוטל חלק במסחר או מפיק רווח בדרך אחרת מהשוני בשער, הרי שמצג מטעה אינו גורם להם כל הפסד, והפורטנציאל לקיומו של מצג כזה אינו פוגע בתוחלת הרווח שהמשקיעים מצפים לו.

אמת, כאשר עומדים המשקיעים לאחר קרות האירוע (*ex post*) כמה מהם יכולים להצביע על הפסד ממשי. אך לו פנינו לאותם משקיעים לפני קרות האירוע, כאשר הם עומדים מאחורי "מסך הבערות" ואינם יודעים אם יהיו הם המוכרים או הקונים, אם המידע המטעה יהיה שלילי או חיובי, אם יהיו הם אלה שירוויחו מן ההטעיה או יפסידו הימנה — היו הללו, לפחות משיקולי רווח והפסד הצפויים להם מן העסקה, אדישים לאמיתותו של המידע⁷⁰. למעשה באופן אבסורדי, בהינתן כלל המקנה להם עילת תביעה, יעדיפו אותם משקיעים שהמידע הנמסר להם יהיה תמיד מטעה: אם יפסידו תהיה להם זכות תביעה, ואם ירוויחו — מה טוב.

לכאורה מתבקשת כאן טענה, כי גם אם מצגים מטעים אינם פוגעים בתוחלת הרווח של המשקיעים, הם מגדילים את הסיכון הכרוך בהשקעה ואת התנודתיות של שערי ניירות־הערך בשוק. אפילו היתה טענה זו נכונה, ובכך ארון מיד, אין זה כלל ברור

69 המלומדים Easterbrook & Fischel מדגימים טיעון זה באופן הבא:

Consider a case in which a manager of a firm recklessly announces that the firm has made a fabulous invention that will be worth billions. The price of the firm's stock soars. Two days later the manager sheepishly announces that it was all a false alarm, and the price returns to the original level. Everyone who bought stock during these two days suffers a substantial loss; neither the manager nor the firm gets any gain. Those who violated the rule get no profit. There is, of course, a match between profit and loss; the buyers' loss is exactly offset by gains realized by those who sold stock during the two days (Easterbrook & Fischel "Optimal damages in Securities Cases" 52 U. Chi. L. Rev. (1985) 611, 675.

70 מובן, שייחבנו שיקולים אחרים העשויים להצדיק סנקציה בגין "תרמית על השוק". בשיקולים אלה ארון בהמשך.

שיש בתנודתיות זו כדי להשפיע מהותית על המשקיע האופייני בשוק ניירות-הערך. כל עוד המצגים מתייחסים לחברות ספציפיות⁷¹, אין זה סביר שתהיה קורלציה בין ההשפעות של מצגים כאלה על הביצועים של ניירות-ערך של חברות שונות, ומכאן שאין במצגים אלו כדי להגדיל את הסיכון בו נושא אדם המחזיק תיק-השקעות מגוון⁷². מעבר לכך, כלל לא ברור שמצגים מטעים בהכרח מגדילים את התנודתיות של שערי ניירות-הערך בשוק. לעתים דווקא מידע אמיתי הוא המגדיל את התנודתיות⁷³, ואילו המידע המטעה מקטין אותה. נדגים: חברת-תרופות מפרסמת ידיעה כי היא עומדת לייצר תרופה חדשה נגד שפעת, בשעה שהיא יודעת שהתרופה היא בגדר פריצת-דרך במאבק במחלת האידס. החברה גם יודעת, שהמידע על תרומתה של התרופה למלחמה באידס הוא מהותי ביותר ושלא תאושר התרופה על-ידי הרשויות, יוכפל שווי החברה. החברה בוחרת להטעות את הציבור משום שקיימת הסתברות גבוהה שהתרופה לא תאושר לשיווק. הטעיה זו, למעשה, חוסכת מן השוק תנודה ניכרת ביותר בשער המניות של החברה.

(ג) מודעות המפרסם לשקריות המצג

כאמור, הטענה שהמשקיעים אדישים לאמיתות המידע נכונה רק כל עוד יוצר המצג אינו נוטל חלק במסחר. כאשר המפרסם יודע שהאינפורמציה שהוא מוסר שקרית, הוא עלול לסחור בניגוד לכיוון המסחר המוצדק על-ידי המידע: המפרסם ירכוש מניות לאחר פרסום מטעה שלילי אשר מדכא את ערך המניה וימכור מניות לאחר פרסום מטעה חיובי הגורם לעלייה זמנית (עד שייחשף המידע הנכון) במחיר המניות. האיזון בין המשקיע המפסיד למשקיע המרוויח מופר אפוא כאשר מפרסם המידע נוטל חלק במסחר — ההפסד של סך כל המשקיעים שקול כנגד הרווח של המפרסם. במקרה כזה המשקיעים אינם אדישים יותר לאמיתות המידע: המשקיעים הקולטים את המידע יודעים, עוד מאחורי אותו "מסך בערות", שהם יצאו תמיד וידם על התחתונה.

שונים פני הדברים כאשר יוצר המצג אינו מודע לשקריות המידע. המפרסם הרשלן סבור שהמידע נכון, ועל-כן מסחר על-ידו יבוצע כמו על-ידי כל משקיע אחר: הוא לא

71 מכאן נובעת לכאורה מסקנה, שיש להתייחס באופן מחמיר יותר לתרומות המשפיעות על ביצועי השוק כולו — כמו תרומתו של דה-ברנגר, למשל — מאשר לתרומת המתייחסת לחברות ספציפיות (בניגוד לפסק-הדין בעניין *Andrews v. Mockford*, לעיל הערה 46). שאלה זו היא מחוץ לתחומי של מאמר זה, אך נעיר כי לשיקולים אחרים המועלים במאמר זה יש משקל חזק עוד יותר כשמדובר בפרסום המשפיע על השוק כולו.

72 Breaaley & Myers, לעיל הערה 23, בעמ' 136-139.

73 לטענה ברוח דומה ראו *J. Hirschleifer Time, Uncertainty and Information* (Oxford, 1989) Chapter 9.

בהכרח ייפטר מן המניות מיד לאחר שמחירן יעלה עקב מצגי-שווא חיובי והוא לא בהכרח ירכוש מניות מיד לאחר שמחירן ירד עקב פרסום מטעה שלילי על החברה. תוחלת הרווח של המפרסם הרשולן דומה, אם כן, לתוחלת הרווח של שאר הסוחרים בשוק. לכאורה, ניתן לטעון שגם אדם היוצר מצג רשלני כלפי חברו ואינו מודע לשקריות המצג, לעתים יפיק רווח מן ההטעיה ולעתים יפסיד מן המצג, ועל-כן אין סיבה להתייחס למקרה הפרסום לשוק הקניין באופן שונה. אלא שכאשר מדובר בעסקה בין אדם לחברו ניתן לעתים להסיק מעצם הטונקציה אותה מבצע יוצר המצג — טונקציה המנוגדת להמלצתו — על המודעות של יוצר המצג לשקריותו⁷⁴. עצם העובדה שפלוגי, המציג בפני פלמוני מצג כאילו נייר-ערך מסוים שווה יותר מכפי ערכו בשוק, מוצא לנכון למכור אותו נייר-ערך, מעוררת חשד שפלוגי אינו מאמין במצג; אחרת לא היה מוכר את הנייר, אלא רוכש אותו⁷⁵. מסקנה זו אינה נכונה כאשר מדובר בפרסום המופנה לשוק הקניין: אמנם, ניתן לצפות ממי שמודע לשקריות הפרסום שיסחור באופן מנוגד להמלצתו, אך מעצם העובדה שאדם סחר באופן מנוגד להמלצתו לא ניתן להסיק שהוא מודע לשקר; שהרי התנהגות כזו היא רציונלית לחלוטין גם כשמדובר באדם המפרסם מידע אמיתי: אדם כזה ישאף לרכוש את נייר-הערך לפני שהוא מפרסם מידע חיובי (או למכור אותם בחסר לפני שהוא מפרסם מידע שלילי). לאחר שמסר את המידע לשוק, והשוק הגיב למידע, אין עוד מבחינת המפרסם כל תועלת בהתזקה בניירות-הערך, והוא עשוי למכור את המניות ולממש את רווחיו כפי שעשוי לעשות כל משקיע אחר — אם הוא מעריך שהשוק הגיב לפרסום בעלייה גבוהה יותר מן הראוי. יותר מכך: מכיון שסביר להניח שהגביר את החזקותיו בנייר הרלבנטי לפני הפרסום, יהא זה אך סביר מבחינת המפרסם לממש את הרווח ולחזור לתיק מאוזן יותר. מכאן שרק לעתים רחוקות ניתן יהיה ללמוד על מצב התודעה של המפרסם בעת יצירת המצג מן העסקאות שביצע לפני הפרסום או אחריו.

74 ייתכן שבכך נעוצה הסיבה ליסוד הנפשי המופחת הדרוש בסעיף 54(א)(1): מכיון שסעיף זה עוסק במערכת-יחסים חזית, הרי שניתן להסיק בדרך-כלל מפזיזותו של יוצר המצג את כוונתו הפלילית ועל-כן "משחרר" המחוקק את התביעה מהנטל להוכיח כוונה זו.

75 ראו, למשל, בעניין ואקנין, לעיל הערה 16, שם לומד השופט ברק על המודעות של הנאשמים לשקריות המצג שלהם מעצם העובדה שבמקביל למצג, אשר כוון להניע את הניצגים לרכוש ניירות-ערך מסוימים, מכרו הנאשמים את ניירות-הערך אשר היו ברשותם. יודגש כי גם ממסקנה זו צריך להיזהר, שכן "חזקה" כזו, שלפיה כל מצג מטעה המועבר בין מי שמוכר נייר-ערך לרוכשו הוא ראיה למודעות ולכוונה פלילית, עלולה להטיל קושי בלתי-נסבל על יועצי השקעות ועל עסקאות מחוז לבורסה. ראו גם להלן הערה 136.

(ד) סיכום ביניים

ניתוח התנאים להיווצרותו של הפסד אותו ישאפו המשקיעים למנוע, מעמיד על בסיס מוצק את ההיגיון מאחורי הקביעה שמשקיעים הסוחרים בשוק המשני אינם יכולים לתבוע פיצויים ממי שיצר כלפי השוק מצג-שוא רשלני. אם מצג-שוא רשלני אינו מטיל נזק על המשקיעים כקבוצה, אין סיבה מיוחדת להניח שהמשקיעים יהיו מעוניינים לשאת בעלויות הכרוכות ב"ביטוח" שמקנה להם האחריות בגין מצג-שוא רשלני — עלויות המשולמות על-ידי החברות ובסופו של דבר, בעקיפין, נופלות על שכם המשקיעים. אדרבא: כפי שנראה בהמשך, ניתן להניח שהמשקיעים בשוק-ההון הם פחות שונאי סיכון מיוצרי המצגים ועל-כן יעיל וזול יותר להשאיר את הנזק אצלם. בכל מקרה, גם אם מכיר הדין בעילת תביעה כזו אין כל סיבה שהפיצויים בהם יחויבו הנתבעים יעלו על הרווח אותו הפיקו מן ההטעייה⁷⁶.

הניתוח מבהיר גם את ההיגיון העומד מאחורי הפרשנות המוצעת במאמר זה לשתי החלופות של סעיף 54: כאשר מדובר במצג-שוא שאדם יוצר כלפי חברו הנזק הנגרם לניצג ברור ועל-כן יש היגיון מסוים בהטלת אחריות גם כאשר יוצר המצג אדיש לגבי אמיתות המידע⁷⁷. לכן ס"ק (1), המסתפק ברשלנות או בפזיזות, הוא הסעיף המתאים יותר למצב זה. לעומת זאת, כאשר המצג מופנה לשוק-ההון כולו, יספוג ציבור המשקיעים נזק רק אם יוצר המצג התכוון להשפיע על השער על-ידי המצג השקרי, המצג השפיע על השער, והנאשם, או מאן-דהו אחר שלנאשם יש בו אינטרס, סחר בניירות-הערך שהמצג התייחס אליהם או הפיק תועלת בדרך אחרת מן השינוי בשער — אלו הדרישות של ס"ק (2)⁷⁸.

76 ראו Easterbrook & Fischel, לעיל הערה 69.

77 יודגש, כי האינטרס של יוצר המצג אינו חייב להתבטא דווקא בהיותו צד לעסקה, שאז ברור כי אינו אדיש למהימנות המידע, אלא גם במצבים שבהם יוצר המצג פשוט מעוניין בקיומה של העסקה משום שהוא מקבל עמלה בגינה או מכל סיבה אחרת (לעיל הערה 42).

78 אמנם האלמנט 'האחרון, הפקת רווח על-ידי הנאשם, אינו מוזכר במפורש בסעיף 54(א)(2), אך נראה שייקשה להוכיח כי המטרה של הנאשם היתה להשפיע על השער וכי פעל בחוסר-ידין או מתוך מגיע פסול, מבלי שהנאשם יטול חלק במסחר, בין בכורסה בין מחוצה לה, או יפיק תועלת בדרך אחרת מן השינוי בשער.

חשוב שוב להדגיש, כי המסחר על-ידי הנאשם אינו יכול בדרך-כלל לשמש ראיה לכך שהנאשם ידע כי המצג הוא מטעה. אך אם ישנה ראייה חיצונית לכך שהנאשם ידע כי המצג מטעה, כי אז המסחר על-ידו יוכל בדרך-כלל לספק את הבסיס הראייתי הדרוש כדי להוכיח שמטרתו של הנאשם היתה להשפיע על השער וכי פעל מתוך מגיע פסול.

2. מונע הנזק הזול

בפרק הקודם הצעתי, שמצגי־שוא המופנה לציבור כולו אינו גורם לציבור זה כל הפסד, משום שכנגד כל משקיע אשר יוצא נפסד מההטעיה עומד אחר אשר הפיק הימנה רווח. אלא שניתוח זה מתעלם מכך שכל משקיע לחדוד יודע מראש כי הוא עלול לצאת נפסד מהסתמכות או מאי־הסתמכות על מידע מסוים. ועל־כן, אם לא תעמוד מאחורי המידע אחריות משפטית, עלולים המשקיעים לבזבז משאבים מיותרים על חקר המידע המתפרסם כדי לעמוד על מהימנותו — מחקר אשר כל מטרתו להעביר רווחים מקבוצה אחת של משקיעים לאחרת ולא הגדלת העוגה החברתית כולה. ככל שהאחריות העומדת מאחורי המידע המגולה לציבור היא נמוכה יותר, כך המהימנות של אותו מידע נמוכה יותר וכך גם גדלה המוטיבציה של משקיעים לבזבז משאבים על אימות המידע. כלומר: הנזק הנובע ממצגי־שוא אינו מתבטא בהפסדים של המשקיעים מן העסקאות עצמן — הפסדים המתקזזים כנגד הרווחים של משקיעים אחרים — אלא במשאבים שמשקיעים מבזבזים על אימות מידע שנמסר להם⁷⁹. זאת בניגוד למצגי־שוא בשוק הראשוני אשר בנוסף גורמים גם להסתת הון מגורם יצרני יעיל יותר לגורם יעיל פחות⁸⁰.

הטלת אחריות בגין מצגי־שוא רשלני מגדילה את המוטיבציה של יוצרי מצגים לוודא את אמיתות המידע לפני פרסומו ובכך היא מגדילה את האמינות של המידע בעיני הציבור ומקטינה את המוטיבציה של המשקיעים לבזבז משאבים על אימות המידע⁸¹. המוטיבציה של המשקיעים להסתמך על המידע גדלה גם מעצם העובדה שהם יודעים כי אם יתברר שמוסר המידע התרשל, הם יזכו בפיצוי. הכפפת יוצרי מצגים כאלה לסטנדרט של תרמית בלבד, לעומת זאת, מדרבנת אמנם משקיעים לבזבז משאבים על אימות מידע, אך חוסכת ליוצרי מצגים את הצורך להשקיע משאבים באימות אותו מידע.

על מי עדיף להטיל את נטל אימות המידע — על יוצר המצג או על הניצג? התשובה לשאלה זו אינה יכולה להיות אחידה. הטלת הנזק על מי שקרוב יותר למידע תגרום לאותו אדם להפנים את העלות הכרוכה באיתור המידע ולבצע את החקירה הדרושה אם (ורק אם) עלותה נמוכה מן הנזק⁸². מבחן זה לקביעת האחריות המשפטית מכונה "מבחן

79 ראו P.G. Mahoney "Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets" 78 *Vir. L. Rev.* (1992) 623.

80 ראו דיון בפרק הרביעי במאמר זה.

81 בשלב זה של הדיון אני מתעלם מהטענה, שבה אדון בהמשך, כי האחריות המשפטית הגבוהה מרתיעה חברות מחשיפת אינפורמציה ובכך מגבירה את המוטיבציה של משקיעים לבזבז משאבים על איתור מידע הקיים במילא בידי החברה ואשר לולא האחריות המשפטית, היה מגולה לציבור.

82 ראו, למשל, מ"י נ' לרי, לעיל הערה 65, בעמ' 88.

המונע הזול", ועל-פיו יוטל הנזק על מי שיכול היה למונעו באופן הזול ביותר⁸³. בענייננו יש למבחן זה כוח משכנע, חזק יותר מהמקרה הרגיל שבו עוסקים דיני-הנזיקין, כיוון שבסופו של דבר העלויות שהחברות תישאנה בהן, אם המשפט יכפיפן לחובת זהירות כזו, תוטלנה על המחזיקים בניירות-הערך של חברות אלו.

השאלה, מיהו מונע הנזק הזול יותר — יוצר המצג או הסוחרים בשוק המשוני? היא שאלה אמפירית אשר אינני מתיימר לענות עליה כאן, אך רצוני להראות שישנן סיבות טובות להניח כי התשובה לשאלה זו שונה מהתשובה שתינתן במסגרת השוק הראשוני. לטענתי, בהשוואה לשוק הראשוני, לניצגים בשוק המשוני יתרון יחסי על יוצרי המצגים במניעת הטעות⁸⁴. לכן, גם מי שסבור, שיוצרי מצגים בשוק הראשוני הם מונעי נזק זולים יותר מהמשקיעים (ועל-כן יש להטיל על הראשונים חובת זהירות כלפי האחרונים), עשוי לסבור שבשוק המשוני דווקא המשקיעים הם מונעי הנזק הזולים יותר ומכאן יגיע למסקנה שיש לפטור יוצרי מצגים מאחריות כלפי שוק זה⁸⁵. בסיבות אלה אדון להלן:

כאשר בין שני צדי המתרס ניצבים מגייסי ההון מצד אחד, והמשקיעים מצד אחר, ניתן להניח שהראשונים הם מונעי הנזק הזולים יותר. בין אם מדובר בחברה המנפיקה, בבעל שליטה בה המבצע הצעת מכר לציבור, בחתם או בשאר החתומים על התשקיף — בדרך-כלל קרובים אלה למידע על החברה יותר מכל אחד מן המשקיעים. יותר מכך: כאשר מדובר בהצעת ניירות-ערך לציבור, הרי שההשקעה של כל אחד מן המשקיעים לחוד היא קטנה — יחסית לאמצעים הנדרשים לשם אימות המידע — ועל-כן עדיף שגוף אחד ישא באחריות הזו ויפזר את העלות בין המשקיעים כולם, שישאו בעלות זו יחסית להשקעתם⁸⁶.

83 ראו, למשל, R.A. Posner *Economic Analysis of Law* (Boston, 4th ed., 1992) 163-168; וכן M. Mautner "The Internal Triangles of the Law" — Toward a Theory of Priorities in Conflicts Involving Remote Parties" 90 *Michigan L. Rev.* (1991) 95, 106-109.

84 השימוש במונח "יתרון יחסי" ראוי להבהרה: אין הכוונה בהכרח שלניצגים בשוק המשוני יכולת טובה יותר למנוע את הנזק מיוצרי המצגים. ייתכן שגם בשוק המשוני ליוצרי המצגים יתרון מסוים, אך יתרונם זה קטן יותר בשוק המשוני מן היתרון שלהם בשוק הראשוני.

85 גם מי שסבור כי ליוצרי המצגים כלפי השוק המשוני יכולת למנוע נזקים באופן זול יותר, עשוי עדיין לסבור שהפער בין יוצרי המצגים לניצגים בשוק המשוני קטן ועל-כן, משיקולים אחרים המוזכרים במאמר זה, אין מקום להכיר בחובת זהירות כזו. בכל מקרה, עצם העובדה שלניצגים יתרון יחסי בשוק המשוני דיה כדי לשכנע שרמת הזהירות הנדרשת מיוצרי המצגים בשוק המשוני צריכה להיות גבוהה מזו הנדרשת מיוצרי מצגים כאלה בשוק הראשוני.

86 R.J. Gilson & R. H. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Vir. L. Rev.* 86 (1984) 549, 620.

לעומת זאת, כאשר אנו עוסקים במצגים המופנים לשוק המשוני, משני צדי המתרחש ניצבים שחקנים שונים לגמרי: אל מול יוצרי המצגים לא ניצב יותר אוסף של משקיעים יחידים, אלא ניצב השוק כמנגנון — מנגנון שהוא "an unpaid agent of investor"⁸⁷. הסיבה לכך שבמסגרת השוק המשוני אנו מתמקדים בזווית-המבט של השוק ומתעלמים מזווית-המבט של המשקיע היחיד ברורה: כאשר החברה מזמינה את הציבור להשקיע בחברה, כל אחד מן המוזמנים צריך לגבש לחוד את ההחלטה אם ליטול חלק בהנפקה אם לאו. לעומת זאת, המחיר של העסקה בשוק המשוני אינו נקבע על בסיס החלטת ההשקעה של כל משקיע בנפרד; מחיר השוק משקף סכימה (אגרגציה) של הערכות של משקיעים מתוחכמים לגבי המחיר הראוי לנייר-הערך⁸⁸. מכאן שהסיכון שמשקיע יטעה בהערכת שווי העסקה, כשמדובר בהשקעה בשוק הראשוני, גדול מהסיכון לטעות כזו בשוק המשוני.

נדגים: נניח שחברה מסוימת מוערכת בטעות על-ידי קבוצת-משקיעים כבעלת ערך גבוה, ואילו שאר המשקיעים בשוק יודעים כי ערכה האמיתי של החברה נמוך יותר. החברה, היוצאת בהנפקה ראשונה לציבור⁸⁹, מזמינה משקיעים מן הציבור לרכוש את מניותיה במחיר המשקף ערך גבוה — מחיר שהמשקיעים מן הקבוצה הראשונה מוכנים לשלם. בהנחה שקבוצת משקיעים זו גדולה דיה, ההנפקה תימכר כולה במחיר זה, מבלי שההערכות של המשקיעים האחרים יגיעו לידי ביטוי במחיר שההנפקה נסגרה בו. לעומת זאת, כאשר מדובר במסחר בשוק המשוני, ההערכות של המשקיעים האחרים תבואנה לידי ביטוי משום שאם מחיר המניה בשוק גבוה מן המחיר הראוי לה, יזרימו משקיעים אלה הצעים לשוק. כלומר: החלטת התמחר בשוק הראשוני מבוצעת על-ידי כל משקיע בנפרד, ואילו בשוק המשוני היא מבוצעת על-ידי מכלול ההערכות של המשקיעים לגבי ערך החברה.

הבחינה של זווית-המבט של השוק אינה רק נכונה יותר מבחינה תיאורטית, אלא היא גם כורך המציאות. נניח, למשל, שחברה מסוימת מדווחת כי היא מצפה שהדו"ח התקופתי הקרוב יצביע על גידול של ממש ברווחי החברה לעומת הדו"ח התקופתי הקודם. פלוני, בהסתמך על מידע זה, רכש בבורסה ניירות-ערך שהונפקו על-ידי החברה.

87 In re LTV Secs. Litig., 88 F.R.D. 134 (N.D. Tex., 1980).

88 הסיבה שהמשקיעים המתוחכמים הם הקובעים את שערי ניירות-הערך נובעת מכך, שהערכותיהם של המשקיעים הלא-מתוחכמים הן אקראיות ומבטלות האחת את רעותה; ואילו הערכותיהם של המשקיעים המתוחכמים הן קונסיסטנטיות יותר. לעניין זה ראו Gilson & Kraakman, לעיל הערה 86.

89 כאשר מדובר בהנפקה חוזרת של חברה אשר מגישה כבר נסחרות בבורסה, המשקיעים המזמינים בהנפקה יכולים לקבל אינדיקציה לגבי השווי של החברה מהשוק המשוני. לכן הטענה בטקסט מתייחסת בעיקר להבחנה בין מצגים המופצים על ידי חברות היוצאות בהנפקה ראשונה לציבור ובין מצגים המתייחסים לחברות אשר כבר נסחרות בבורסה.

פלוני לא ידע כי הגידול ברווחיה של אותה חברה הוא עונתי, היינו: שכל שנה, בעונה זו של השנה, חל גידול ברווחיה של החברה. פלוני גם לא ידע שמנכ"ל החברה הודיע לפני חודשים מספר על התפטרותו אשר תיכנס לתוקף בקרוב ועלולה להשפיע באופן שלילי על החברה בעתיד. הידיעה על הגידול הצפוי ברווחים הטעתה את פלוני, משום שהיא יצרה אצלו רושם חיובי על החברה והחסירה מידע שלילי חשוב על עתיד החברה. כדי שפלוני יוכל לשפוט נכונה את הידיעה על הגידול ברווחים, היה על החברה לגלות לו, במסגרת אותה ידיעה, גם את העובדות האחרות על החברה ולמעשה היה על החברה לצרף לכל ידיעה תשקיף המכיל מידע מלא על החברה. אם המשקיע מוזמן להשתתף בהנפקה, הוא אכן יקבל מידע מלא כזה בתשקיף. לעומת זאת, כאשר מדובר במסחר בשוק המשיני, מובן שלא ניתן בכל רגע נתון לפרסם תשקיף חדש, וברור כי גם אין כל צורך בכך. כשמדובר במידע הנמסר לשוק כולו, השאלה הרלבנטית אינה יכולה להיות מה יודע כל פרט בשוק, אלא מהו המידע הנגיש למנגנון המשווק והמשוכלל של השוק⁹⁰. די בכך שהמשקיעים המתוחכמים בשוק ידעו על העונתיות ברווחי החברה והתפטרותו של המנהל כדי שהשוק כמנגנון "ידע" ויתרגם מידע זה למחיר⁹¹. כאשר מניחים על כף אחת של מאזני "המונע הזול" את יוצרי המצגים, ועל האחרת — את מנגנון השוק, כלל לא ברור כי יוצרי המצגים הם בהכרח אלה היכולים למנוע את הנזק באופן זול יותר:

ראשית, יוצרי מצגים בשוק המשיני אינם בנויים מקשה אחת, ובניגוד לחתומים על התשקיף אינם תמיד קרובים יותר למידע ממשקיעים אחרים. למשל: אנליסט המדווח לשוק את ממצאיו אינו קרוב יותר למידע זה ממשקיעים (או אנליסטים) אחרים אשר יכולים היו לבצע מחקר דומה. כלומר: כאשר מדובר במצג של אנליסט ומעמידים מולו את השוק, קשה לומר כי תמיד יוצר המצג יכול למנוע את הטעות באופן זול יותר. אפילו מדובר במנהלי החברה עצמם, לא תמיד אלה קרובים למידע על החברה יותר מהשוק. לעתים קרובות דווקא השוק יודע על החברה יותר ממנהליה. למשל: היכולת להעריך את הכנסותיה העתידיות של החברה תלויה במידה רבה בהיכרות טובה עם מתחרותיה של החברה ועם השוק למוצרי החברה. נכון שגם לגבי מידע זה יש להניח כי מנהלי החברה יודעים להעריכו טוב יותר מחלק גדול מאוד מהמשקיעים ה"משחקים" בשוק, אך ספק רב אם מנהלים אלה יודעים להעריכו טוב יותר מן השוק כמנגנון הקובע שערים בהתאם לסכימה (אגרגציה) של המידע המצוי בידי המשקיעים המתוחכמים הפועלים בו⁹².

90 על בסיס זה, כאמור, מונח מבחן המהותיות אשר אומץ בארץ בעניין ברטוביץ, לעיל הערה 34.

91 ראו לעיל הערות 36-37 והסקסט הנלווה להן.

92 מסביר פרופ' Coffee:

בשלב זה מתבקשת השאלה, מדוע לא נטיל חובת זהירות על מפרסמי מידע מטעה רק במקרים שבהם הם קרובים יותר למידע ונימנע מהטלת חובת זהירות כזו במקרים שבהם ניתן לייחס לשוק גישה נוחה למידע? ייתכן ש"מבחן המונע הזול" מחייב קביעה של רמות אחריות שונות בהתאם לקרבה היחסית של החברות והשוק למידע, ומכאן שאינו בהכרח תומך בשחרור מוחלט של יוצרי המצגים מחובת זהירות. כך, למשל, קובע המשפט האמריקני הגנות מיוחדות בפני אחריות משפטית בגין תחזיות מטעות⁹³. יחד עם זאת, חשוב לחזור ולהזכיר לעצמנו כי הנזק בו אנו דנים במסגרת השוק המסני אינו ההפסד של המשקיעים מן העסקה. הנזק מתמצה במשאבים שמשקיעים עשויים לבזבזו על אימות המידע בשל הפוטנציאל לכך שהמידע אינו נכון. לכן מבחן המונע הזול רלבנטי רק במקרים שבהם יש חשש ממשי שמשקיעים חיצוניים לחברה יבזבזו משאבים על אימות המידע. חשש כזה אינו ריאלי כאשר מדובר במידע פנימי אשר למשקיעים החיצוניים אין כל גישה אליו. כלומר: ככל שהמידע יותר פנימי, כן פחותה הסכנה שמשקיעים חיצוניים יטרחו לבזבזו משאבים על אימותו של המידע, ומכאן שיש פחות צורך בהטלת אחריות על יוצר המצג. לעומת זאת, ככל שהמידע פחות פנימי ולאנליסטים גישה נוחה יותר אליו, כך מניעת הנזק על-ידי השוק הופכת זולה יותר, ויעיל יותר שלא להטיל את חובת הזהירות על יוצרי המצג.

הברל חשוב נוסף בין השוק המסני לזה הראשוני הוא ביכולתו של יוצר המצג לצפות את גובה הנזק. יכולת זו חיונית למבחן "המונע הזול". כפי שהוסבר, הרציונל העומד מאחורי מבחן זה הוא שהטלת הנזק על מי שיכול למונעו באופן יעיל וזול יותר תניע אותו אדם לפעול למניעת הנזק אם הלה גדול מהוצאות מניעתו. לעומת זאת, במצבים שבהם הנזק הצפוי נמוך מן ההוצאות הדרושות למניעתו, יעדיף אותו אדם שלא למנוע את הנזק ולפצות את הניזוק. הנחה מוסרית באותו מבחן היא, שמונע הנזק הזול

The work of the securities analyst can be subdivided into two basic functions. First, the analyst searches for information obtainable from non-issuer sources bearing on the value of a corporate security. Often, this information is critical because the issuer's performance may be substantially dependant on exogenous factors, e.g., interest rates, the behavior of competitors, government actions, consumer attitudes, and demographic trends — about which the issuer has no special knowledge or the analyst has superior access. Second, the analyst verifies, tests, and compares the issuer's disclosures, both to prevent deliberate fraud and to remove the unconscious bias that usually affects all forms of information transfer (J.C. Coffee "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System" 70 *Vir. L. Rev.* (1984) 717, 723-724).

93 ראו עו"ד אברמזון, לעיל הערה 9. כמו־כן, ראו להלן הערות 230-231.

ביותר גם יכול לצפות מראש את הנזק הצפוי כתוצאה מפעולתו. תובנה זו היא שהניעה את פרופסור קלברזי להגיע למסקנה שהשאלה המרכזית שעולה במסגרת מבחן "המונע הזול" היא מיהותו של "השוקל הטוב": רק אם יוצר המצג יכול לשקול באופן סביר את עלות מניעת הנזק מול עלות הנזק עצמו, ניתן לטעון שהטלת הנזק עליו תביא להתנהגות יעילה מצדו; אחרת יש תמיד סיכון שיוצר המצג ישקיע יותר או פחות מדי משאבים באימות המידע⁹⁴. החתומים על התשקיף יודעים בדיוק איזה סכום הם מתכוונים לגייס וכל שנותר להם להעריך הוא הסיכוי שהמידע המוצג יהיה מטעה וההשפעה של המידע המטעה על שער ניירות-הערך. כשמדובר במצג כלפי השוק המזני, לעומת זאת, ההפסד הצפוי למשקיעים תלוי בהיקף המסחר בשוק — ככל שהמסחר גדול יותר, כך סכום הכסף שמשקיעים מסוימים מפסידים גבוה יותר. כלומר: היכולת של יוצר המצג להעריך מראש את הנזק שהוא עשוי לשאת בו כרוכה בהערכת גורם נוסף: היקף המסחר בשוק. היכולת של יוצר המצג להעריך את היקף המסחר בשוק אינה גבוהה במיוחד ולכן ההנחה שיוצר המצג הינו "שוקל טוב" מוטלת בספק. קל וחומר שיוצרי המצגים אינם מסוגלים להעריך את סך המשאבים אותם מבזבזים הסוחרים בשוק על אימות המידע הנמסר להם. להיפך: דווקא המשקיעים הם שיוודעים טוב יותר כמה הם משקיעים באימות המידע ומהו היקף ההסתמכות שלהם על המצג — היינו: כמה הם קונים או מוכרים. לסוחרים בשוק, אם כן, יכולת טובה יותר לדעת מהו הנזק הצפוי להם במקרה שיתברר כי המידע מוטעה.

יש גם הבדל ניכר ביותר בין היכולת המעשית של החברה למנוע היווצרותו של פרט מטעה בתשקיף ובין יכולתה למנוע היווצרותו של פרט מטעה בדו"ח תקופתי או מידי שהחברה מפרסמת. לפני שהחברה מציעה ניירות-ערך לציבור היא נערכת לקראת אירוע זה — היא שוכרת חתמים, רואי-חשבון ועורכי-דין אשר תפקידם ומומחיותם בחקירה של עסקי החברה והצגתם על-גבי התשקיף באופן הראוי. אם הללו לא הספיקו להשלים את משימתם, יכולה החברה לעכב את ההנפקה ואת פרסום התשקיף עד השלמת המשימה. הכפפת החברות הרשומות למסחר בבורסה לחובת זהירות כלפי הסוחרים בשוק המזני טייל עליהן עלויות עצומות, שכן היא תחייב אותן לבחון את מצב עסקיהן באופן מתמשך ובלתי-פוסק. תוצאה זו בלתי-אפשרית מבחינה מעשית והיא כרוכה בעלויות עצומות אשר יפלו בסופו של דבר על כתפי המחזיקים בניירות-הערך. לבסוף, חשוב לזכור שבידי החתומים על התשקיף ניצבת האפשרות לפעול למניעת הנזק שלא על דרך חקר האמת ופרסומה, אלא באמצעי פשוט ולעתים זול יותר: במקרה שאינם בטוחים לגבי מערכת-עובדות מסוימת, הם יכולים להציג בתשקיף את ה"תסריט"

94 G. Calabresi *The Costs of Accidents* (1970) 148-149; G. Calabresi J.T. Hirschhoff "Toward a Test For Strict Liability in Tort" 81 *Yale L.J.* (1972) 1055, 1060

הגרוע ביותר או להציב מחיר הנפקה נמוך יותר⁹⁵ ובכך להגן על עצמם מפני תביעה פוטנציאלית. לעומת זאת, מי שמפרסם מידע לשוק המשיני אין בידו כל שליטה על השער שנייר-הערך של החברה נסחר בו, והצגת המקרה הגרוע ביותר בפני השוק המשיני אינה מחסנת אותו בפני תביעה, משום שסוחרים בשוק המשיני יכולים להגיש תביעה הן אם רכשו מניות וספגו הפסד עקב מצג מטעה אופטימי, הן אם מכרו מניות וספגו הפסד עקב מצג מטעה פסימי. כלומר: באותם מקרים שבהם הדרך הזולה ביותר למנוע את הנזק היא על-ידי הצגת התסריט הפסימי ביותר מבחינת החברה, ניתן לפעול רק בשוק הראשוני.

3. שנאת סיכון

אחת ההצדקות המרכזיות לקיומו של שוק ציבורי לניירות-ערך היא, ששוק זה מאפשר ליוזמים (המנהלים ו/או בעלי-השליטה) לחלק סיכונים עם ציבור רחב של משקיעים. מכיוון שהמשקיעים מגוונים את השקעותיהם, הסיכון הספציפי של משקיעים אלה מנוטרל כמעט לחלוטין ועל-כן הפרמיה שמשקיעים אלה דורשים עבור הסיכון הספציפי נמוכה⁹⁶. הטלת אחריות בגין מצג-שוא רשלני משבשת מטרה זו של שוק-ההון ומחזירה לשכמי היוזמים חלק מן הסיכון⁹⁷. לכאורה יכולים יוצרי המצגים להקטין את הסיכון הכרוך במצגיהם על-ידי התקשרות עם מבטח אשר גם הוא, כמו ציבור המשקיעים, דואג לפיזור הסיכון בין מספר גדול של מבוטחים; אך, מעבר לעלויות העסקה הכרוכות

95 אפשרות זו של הצבת מחיר הנפקה נמוך יותר אינה ישימה כיום בישראל בשל צו גירות-ערך (ביטול מחיר מירבי (הוראת שעה), התשנ"ה-1995). לדיון בתפקידו של מחיר המקסימום בהגבלת האחריות המשפטית ובהשלכות של ביטולו ראו ע' ירלין "חידת 'מחיר המקסימום' ופתרונה (הזמני)" עיוני משפט יט 91, 121-122. לדיון מקיף בסוגיה זו ראו S.M. Tinic "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock" 43 J. of Finance (1988) 789; J.C. Alexander "The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings Are Underpriced" 41 U.C.L.A. L. Rev. 17 (1993).

96 Brealey & Myers, לעיל הערה 23, בעמ' 136-139.

97 לשיקול דומה ראו מ"י ג' לוי, לעיל הערה 65, בעמ' 80:

הסיכון לסבול מנזקים אלו הוא שווה לגבי כל הפרטים החיים באותה חברה, ודומה

שלטוח ארוך הוא גם מתפזר בצורה שווה פחות או יותר על כלל האוכלוסייה.

ספק בעיני אם טיעון זה מוצדק היה בעניין לוי, שם היה מדובר במקרה בריוק הפוך מזה שאנו דנים בו: בענייננו מדובר במערכת-הייחסים בין היוזמים לבין המשקיעים — מערכת-יחסים אשר נקשרה בעיקר כדי להעביר את הסיכון מהיוזמים שונאי הסיכון למשקיעים האדישים לו ולכן יעיל יותר להשאיר את הסיכון אצל האחרונים; בעניין לוי מדובר היה בהתקשרות בין המבוטח לחברת-הביטוח, אשר כל מהותה היא העברת הסיכון מן המבוטח שונא הסיכון לחברת-הביטוח, וברור שהמדינה היא מבטחת יעילה יותר מן המבוטח.

בהתקשרות נוספת זו, ישנן סיבות טובות להניח שהשוק הוא מבטח זול יותר מחברת הביטוח:

בעיה מרכזית בכל חוזה-ביטוח היא פערי אינפורמציה בין המבטח למבוטח. פערי אינפורמציה אלה גורמים לתופעה המכונה Adverse Selection⁹⁸ — מפני שחברת הביטוח אינה יודעת להגדיר את הסיכון הנובע מכל אחד מן המבוטחים, היא קובעת פרמיה ממוצעת המשקפת סיכון ממוצע. המבוטחים יודעים טוב יותר מחברת הביטוח מהו הסיכון הכרוך במקרה הביטוח, ולכן המבוטחים בעלי הסיכון הנמוך יותר יסרבו לשלם את הפרמיה המוצעת; רק מבוטחים בעלי סיכון גבוה יותר יאותו להתקשר בחוזה הביטוח. חברת הביטוח הצופה תופעה זו מראש תעלה את הפרמיה עוד יותר ובכך תוחרף התופעה, וחוזר חלילה. ככל שפערי האינפורמציה גדולים יותר כך הפרמיות גבוהות יותר, ובמקרים הקיצוניים לא ניתן יהיה למצוא ביטוח לאירועים מסוימים. מכאן שככל שהמבטח מכיר טוב יותר את המבוטח ואת הסיכונים הכרוכים בפעילותו, כך תקטן הפרמיה שידרוש המבטח. אין כל סיבה להניח שחברת הביטוח מכירה את החברה וסיכונה טוב יותר מן השוק. להיפך: המשקיעים ממילא למדו את עסקי החברה כדי לגבש את החלטת ההשקעה שלהם ולכן ניתן להניח שהעלות השולית שהשוק יצטרך להשקיע כדי ללמוד את הסיכונים הנובעים ממצגי-שוא קטנה מן העלות שחברת הביטוח, אשר להן אין כל היכרות מוקדמת עם החברה ומנהליה, יצטרכו להשקיע. יתר על-כן, השוק, בניגוד לחברת הביטוח, "מבטח" את כל המאגר של החברות הבורסאיות וכך קטנה באופן משמעותי האפשרות של החברות המסוכנות פחות "להתחמק" מההתקשרות הביטוחית⁹⁹. מכיוון שבפרמיית הביטוח נושאת בסופו של דבר החברה, ובעקיפין — המשקיעים, יעדיפו האחרונים לספק את הביטוח בעצמם, היינו: לשחרר את המנהלים או רואי-החשבון מן האחריות כלפיהם.

הבעיה השנייה האופיינית לחוזה-ביטוח מכונה moral hazard¹⁰⁰: כל עוד יוצר המצג נושא באחריות בגין פרסום מטעה, הוא ישאף לפעול להקטנת הסיכון שייתבע. לאחר שנחתם חוזה הביטוח, ונקבעה הפרמיה בהתאם לרמת סיכון מסוימת, יעדיף המבוטח להגדיל את הסיכון ובכך "להוזיל" את חוזה הביטוח. ניגוד אינטרסים זה בין יוצר המצג לבין חברת הביטוח שוב מייקר מאוד את חוזה הביטוח¹⁰¹, שכן הוא מחייב את חברת

98 R.A. Epstein "Product Liability as an Insurance Market" 14 J. Legal Stud. (1985) 645, 653

99 גם בשוק ניירות-הערך עשויה להיווצר תופעת Adverse Selection: החברות הטובות יותר עלולות להדיר את רגליהן מהשוק.

100 S. Shavell "On Moral Hazard and Insurance" 93 Q. J. of Econ. (1979) 54 100

101 ייקור חוזה הביטוח יכול להתבצע הן על-ידי הגדלת הפרמיה הן על-ידי הגדלת ההשתתפות העצמית של המבוטח. ההשתתפות העצמית מקטינה את ניגוד האינטרסים ומדרבנת את המבוטח למנוע את הנזק. אלא שיש לזכור כי המשמעות של השתתפות עצמית כזו היא שבחלק מן הסיכון נושא מי שיותר

הביטוח לפקח באופן שוטף על החברה ולהגביל את פעילותה. ניגוד אינטרסים כזה אינו קיים בין בעלי־המניות המשקיעים בחברה ובין מנהליה: ראשית, כפי שהראינו לעיל, הסיכון שייזוּצרו מצגי־שוא אינו פוגע בתוחלת הרווח של המשקיעים ולכן גם המשקיעים יעדיפו שמנהלי־החברה לא יבזבזו את משאבי החברה על "due diligence" מתמיד של עסקי החברה¹⁰². שנית, יש יחס ישר בין הסיכון הכרוך בפרוייקטים שהחברה משקיעה בהם ובין הסכנה שמנהליה ייתבעו בגין הטעיה — ככל שהפעילות של החברה מסוכנת יותר, כך מצוי בידי המנהלים מידע פחות מדויק לגבי עתיד הפרוייקט ולכן הסיכוי שייצרו מצגים מטעים וייתבעו בגינם גבוה יותר. כמו־כן ככל שהסיכון הכרוך בפעילות החברה גבוה יותר, התנודתיות של שערי ניירות־הערך שלה גבוהה יותר ומכאן שהפיצויים שהמנהלים צפויים לשלם גבוהים יותר. בעוד שהמשקיעים מעוניינים שהחברה תשקיע בפרוייקטים בעלי סיכון גבוה, ובדרך זו להגדיל את תוחלת הרווח של החברה¹⁰³, מדרבנת האחריות בגין מצגי־שוא את מנהלי־החברה לערב את החברה בפרוייקטים מסוכנים פחות ובהכרח רווחיים פחות¹⁰⁴. העברת חלק מן הסיכון לחברות־הביטוח שהמנהלים מתקשרים עִמָּן לא תפתור את הבעיה ואולי אף תחריף אותה, משום שחברות־הביטוח עצמן יגבילו את הסיכונים שהחברה רשאית ליטול על עצמה. כאמור, הגבלות אלה על מידת הסיכון של הפרוייקטים

שונא־סיכון. למעשה, ככל שניגוד האינטרסים גדול יותר, כך ההשתתפות העצמית האופטימלית גדולה יותר עד למקרה הקיצוני שבו ההשתתפות העצמית היא של 100% — היינו: אין חוזה־ביטוח. 102 שיקול דומה העלה כב' הנשיא (כתוארו אז) בעניין מ"י נ' לוי, לעיל הערה 65, בעמ' 78: "בהסתכלות לטווח ארוך דומה העלה כב' הנשיא ששכרה של הטלת אחריות נזיקית על המדינה יצא בהפסדה... רשויות השלטון ייאלצו להשקיע משאבים רבים בבדיקת החלטותיהן... מראש... כדי לוודא שאלו לא יהיו בסיס לתביעה רשלנית". ובעמ' 76: "איזון זה כולל הכרעה בין הצורך למלא הוראה לבין חיסכון בהוצאות הגשמתה".

103 ככל שהסיכון הכרוך בפרוייקט גבוה יותר, כך הרווח הצפוי מן הפרוייקט גדול יותר. ראו ברילי ומיירס, לעיל הערה 23, בעמ' 161-162.

104 שיקול דומה העלה כב' הנשיא (כתוארו אז) בעניין מ"י נ' לוי, לעיל הערה 65, בעמ' 79: "החשש לתביעה אזרחית עשוי לגרום לעלויות גדולות לציבור שמקורן בחשש של נציגי השלטון מריכוזי תביעות כספיות. הדבר יביא למדיניות הסתנית ואיטית... אשר תטיל עלויות נוספות על הציבור".

דברים אלה יפים מקל וחומר לענייננו: בעניין לוי לא מדובר היה באחריות האישית של ממלא תפקיד מסוים, אלא באחריות המדינה, וניתן היה לטעון שהמדינה היא מפזרת הנזק או המבטחת היעילה ביותר. לעומת זאת, בענייננו, אם ניקח לדוגמא את פסק־הדין בעניין אילין נ' רוטנברג, לעיל הערה 8, מדובר בהטלת האחריות על מנהלי־החברה וראי־החשבון שלה.

שהחברה מעורבת בהם, פוגעות ברווחיות החברה ומנוגדות לאינטרס בעלי-המניות בחברה¹⁰⁵.

הטיעון שהשוק הוא מפזר הנזק הטוב ביותר נכון במידה רבה גם בשוק הראשוני. מכאן שאם מתמקדים בשיקולי פיזור הסיכון בלבד, ראוי שהמשקיעים ישאו בנזק הנובע ממצגים רשלניים הן בשוק הראשוני והן בזה המשני. אכן, מטעמים אלו מגביל הדין האנגלו-אמריקני גם את היקף האחריות בגין פרט מטעה בתשקיף¹⁰⁶. עם זאת, גם בעניין זה נבדל השוק הראשוני מזה המשני: ראשית, כבר עמדנו על כך שהיכולת של יוצרי מצגים בשוק המשני לצפות את היקף ההפסדים שייווצרו עקב המצג שלהם נמוכה מהיכולת של החתומים על התשקיף לצפות את היקף האחריות שלהם. היכולת הנמוכה יחסית להעריך את הנזק מגדילה באורח ניכר את חוסר-הוודאות שיוצרי מצגים בשוק המשני פועלים בה ומכאן שאפילו אם תוחלת התביעות שהם חשופים לה בשני השווקים היתה זהה, הסיכון (או השונות) של תביעות כאלה גדול יותר¹⁰⁷. שנית, חלק גדול מן הסיכון הברוך בתביעה אינו נובע מהחשש שהנתבע יידרש לפצות את התובעים, אלא מהוצאות הליטיגציה העצומות הכרוכות בתביעות מסוג זה, בייחוד מצד הנתבעים, ומהפגיעה במוניטין של יוצרי המצגים¹⁰⁸. מכאן שלעיתים קרובות יעדיפו יוצרי מצגים לוותר על חלק מהרווח שהם יכולים להפיק מן העסקה, ובלבד שלא יסתכנו בתביעה משפטית. כאמור, את התביעה בשוק הראשוני ניתן למנוע על-ידי פרסום התסריט הגרוע ביותר האפשרי לגבי החברה או על-ידי הצבת מחיר הנפקה נמוך יותר¹⁰⁹. קשה יותר למנוע בדרך זו את התביעה על-ידי סוחרים בשוק המשני.

4. אכיפה יעילה

הצורך בהתערבות המשפט על דרך של הטלת חובת זהירות הוא פחות במצבים שבהם ישנם גורמים אחרים המעודדים נקיטת אמצעי-זהירות. למפרסם מידע לציבור הרחב מוטיבציה גדולה יותר להיזהר מהטעיית הציבור מזו הקיימת בעסקה בין צדדים קרובים ועל-כן קיים פחות צורך בהרתעה משפטית. המוטיבציה המרכזית לפרסום אמת נובעת

105 ראו דיון בעניין טיבון ויל, להלן הערות 166-177 והטקסט הנלווה להן.

106 ראו ניתוח של היקף האחריות המשפטית בגין פרט מטעה בתשקיף בפרק החמישי, להלן הערות 192-205 והטקסט הנלווה להן.

107 הגדלת השונות של התביעות לא רק שמגדילה את הסיכון, אלא שלעיתים אף מונעת את האפשרות של ביטוח מסחרי. לעניין זה ראו G.L. Priest "The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law" 96 Yale L. J. (1987) 1521.

108 לעניין זה ראו J.C. Alexander "Do the Merits Matter — A Study of Settlement in Securities Class Actions" 43 Stanford L. Rev. (1991) 497.

109 לעיל הערה 95.

מהאינטרס של המפרסם במוניטין שלו¹¹⁰. מנהל היוצר מצג־שוא באופן רשלני לגבי החברה שלו ייתפש על־ידי הציבור כמנהל אשר אינו מכיר את החברה ואינו יודע להעריך את העתיד הצפון לה. מצג כזה יפגע במוניטין של המנהל ויסכן את משרתו. כך־גם אנליסט המפיץ בציבור את הערכותיו לגבי חברה מסוימת מנסה באמצעות הערכות אלו לגייס לקוחות. המוניטין של אנליסט אשר פרסומיו לציבור ייצאו כלא־אמינים ייפגע והוא ייאבד לקוחות.

מנהל המפרסם מידע מוטעה בתשקיף או ברוקר המוכר מניות ללקוח באמצעות מצג־שוא, מסכנים את המוניטין שלהם גם כן, אך כנגד הפגיעה במוניטין עומד הפיתוי להרוויח מן העסקה, ופיתוי זה עלול לדרבן את יוצר המצג לפזר הערכות אופטימיות ולקמץ בהערכות פסימיות על החברה. כלומר: במקרים שבהם יוצר המצג הוא צד מעוניין בעסקה, קשה יותר לסמוך על כך שהאינטרס שלו בשמירת המוניטין ידרבן אותו להציג מידע אמיתי ויש יותר צורך בהטלת אחריות משפטית¹¹¹.

אפילו יוצר המצג אינו צד מעוניין בעסקה, יש הבדל בין מצב שבו המידע מתפרסם לשוק כולו ובין מצב שבו המידע מוצג בפני מספר מוגבל של אנשים: ראשית, העובדה שברוקר מטעה לקוח אחד אינה בהכרח מגיעה לידיעת שאר לקוחותיו ולקוחותיו הפוטנציאליים של הברוקר, ומכאן שסנקציית השוק כנגד ברוקר כזה הרבה פחות יעילה מאשר במקרים שבהם המידע מתפרסם בציבור כולו¹¹². שנית, לעתים קרובות המצג

110 ראו א' פרוקציה דיני חברות חדשים לישראל (תשמ"ט-1989), עמ' 331.

111 הביקורת המרכזית על טענה זו היא שהנהלת־החברה עשויה להיות גנועה בניגוד עניינים גם כאשר מדובר בפרסום המופנה לשוק המשני. המקרה האופייני ביותר הוא זה שבו הנהלת־החברה מודעת לעובדה שגורם עוין להנהלת החברה מעוניין לרכוש שליטה בחברה. במקרים כאלה עשויה הנהלת־החברה להיות מעוניינת בהטעיית המשתלט או בהסתרת מידע ממנו, בין כדי להניא אותו מכוונת ההשתלטות בין כדי לגרום לו להעלות את מחירה. לעומת זאת, האינטרס של בעלי המניות של החברה הוא שהחברה תספק מידע למשתלט ושהמשתלט ידע שהוא יכול לסמוך על המידע הנמסר לו. ולכן, לגישתי, במקרה זה יש מקום להכיר בחובת הזהירות כלפי המשתלט. בכיוון זה הלכה הפסיקה באנגליה. ראו *Morgan Crucible v. Hill Samuel Bank* 1 All E.R. [1991] 148. ייתכן שמסיבות דומות — כפי שהבהרתי לעיל בהערה 64, ניתן גם להצדיק את התוצאה בעניין אילין נ' רוטנברג. יש גם לזכור, שכאשר מדובר בגורם הרוכש כמות גדולה של מניות בחברה כבר איננו עוסקים במשקיע המפזר את השקעותיו, אלא במשקיע הרגיש לסיכונים הספציפיים הנובעים מן ההשקעה בחברה ועל־כן גם טיעונים אחרים שהועלו כאן נגד הגברת סטנדרט הזהירות אינם בהכרח רלבנטיים במקרים שבהם המפרסם יודע על קיומו של משקיע כזה.

112 חשוב להבהיר שלא מספר הנמענים של המצג הוא הגורם הדומיננטי. אדם עשוי לנסות להניע את כל הפרטים שמהם מורכב הציבור באמצעות פנייה אישית, ואז הוא "פול" לגדר סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך. לעומת זאת, אם יפנה לכל הציבור בפרסום, הוא יהיה כפוף לסעיף 54(א)(2), משום שלא ניתן לייחס לו הנעה. כך, למשל, בע"פ 2910/94 יפת נ' מד"י (טרם פורסם) הורשעו הבנקאים בעבירה

מועבר ללקוח אחד כדי לשכנע אותו לבצע עסקה עם לקוח אחר. במקרה כזה הפגיעה במוניטין הברוקר בעיני לקוח אחד עשויה להתאזן על-ידי האדרת המוניטין של הברוקר בעיני הלקוח האחר, והברוקר עשוי להעדיף זאת אם הלקוח האחר הוא בעל אמצעים רבים יותר. לעומת זאת, כאשר מדובר באנשים המפצים מידע מטעה בציבור הם פוגעים במוניטין שלהם בעיני הציבור כולו.

המסקנה העולה מדברים אלה היא, כי במקרים שבהם המפרסם אינו נהנה אישית מן ההטעה, כמו במקרה של פרסום מטעה המופנה לסוחרים בשוק המשוני, סנקציית השוק מספקת תמריץ מספיק לפרסום אמת ואין צורך ממשי בסנקציה המשפטית — לא האזרחית ובוודאי שלא הפלילית. יש צורך בסנקציה משפטית כזו כאשר מדובר בתרמית ממש שהמפרסם מפיץ ממנה טובת הנאה. למקרים אלה נועד סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך¹¹³.

אחת הטענות המרכזיות המועלות בעד סנקציה משפטית נגד מצגים רשלניים היא, שהתרמית מבוססת על מצב נפשי של המפרסם שקשה לעמוד עליו, קל-זחומר — להוכיחו. על-פי גישה זו, האחריות בגין פרסום רשלני, בין הפלילית ובין האזרחית, היא אמצעי עקיף נגד תרמיות. אכן, כאשר אדם מניע את חברו לבצע עסקה מסוימת באמצעות מצג שקרי ובמקביל הוא מבצע עסקה הפוכה, יש בעצם עובדות נסיבות אלה כדי להוות ראיה לכאורה לכך שיוצר המצג היה מודע לשקריותו. במצבים אלה יש היגיון מסוים ב"פטור" שמעניק המחוקק לתובע מהבאת ראיות לגבי המודעות של יוצר המצג לשקריותו ולגבי כוונת התרמית שלו¹¹⁴. אבל במקרים שאנו עוסקים בהם, כאשר הפרסום מופנה לציבור כולו, קשה מאוד יהיה להצביע על נסיבות חיצוניות המעוררות חשד כזה. כפי שהראיתי קודם, אפילו העובדה שהמפרסם מכר ניירות ערך לאחר שהמליץ על קנייתן אינה יכולה בדרך-כלל לשמש אינדיקציה לתרמית.

על סעיף 54(א)(1) משום שהניעו את לקוחות הבנק לבצע עסקה ולא משום שפרסמו דיווחים מטעים לציבור.

דוגמא קלסית אשר מבחירה — לדעתי — את ההיגיון בהבחנה זו היא תרגיל ה"עוקץ" הבא: יועץ-ההשקעות שולח למספר גדול של אנשים מכתב אישי ובו תחזיתו על "פני השוק לאן". אלא שלמחצית הנמענים הוא שולח תחזית פסימית, ולמחצית האחרת — תחזית אופטימית. בדרך זו רוכש לעצמו היועץ מספר גדול של מעריצים (מחצית מן הנמענים), שאליהם הוא ישלח תחזית נוספת, וגם הפעם למחציתם התחזית אופטימית ולמחציתם פסימית. לאחר חמישה סיבוכים כאלה ייוותרו כ-3% (מן הנמענים הראשוניים) המשוכנעים שמדובר בגאון פיננסי אשר מסוגל לנבא במדויק את תנודתיות השוק — הראיה שצדק חמש פעמים רצופות. ברור שיועץ-ההשקעות לא יכול היה לנקוט טקטיקה זו לו פרסם את כל המלצותיו ברבים.

113 במקרים שבהם ההנאה האישית מופקת על-ידי איש-פנים תהיה בכך גם עבירה על סעיף 52 לחוק ניירות-ערך.

114 לעיל הערות 74-75 והטקסט הנלווה להן, ולהלן הערה 136.

חשוב מכך, לסנקציה בגין רשלנות עשוי להיות גם אפקט שלילי על היעילות של מערכת־האכיפה נגד תרמיות:

כל מערכת־אכיפה, בוודאי שזו הפלילית, מוגבלת בתקציב וכל משאב המבוזבז על אכיפה של מעשים רשלניים הוא משאב שנלקח ממערכת־האכיפה נגד תרמיות. ככל שהסנקציה הפלילית נגד מעשים רשלניים תהא קרובה יותר לסנקציה בגין המעשה המכוון, יעדיפו רשויות האכיפה להימנע מחיפוש אחר ראיות הקושרות את הנאשם בתרמית מכוונת. באופן דומה, כתביעה אזרחית, כאשר ניתנת לתובעים האפשרות לקבל סעד גם במקרים של רשלנות, הם יימנעו מהשקעת משאבים בחשיפת התרמית. לכאורה המשמעות היא רק שה"רמאים" יחשבו כ"רשלנים" ויש שיטענו שזה עדיף על מצב שבו ה"רמאים" יימצאו נקיים לגמרי. אך למעשה ברוכ המקרים לא הנתבע הרשלן נושא בנזק אלא חברת־הביטוח או החברה המשפה את נושא־המשרה בה. ביטוח או שיפוי אינם לגיטימיים במקרה של תרמית¹¹⁵. מכיוון שלשני הצדדים להתדיינות עדיף שהכיס העמוק של חברת־הביטוח או החברה המשפה יישא בנזק, יעדיפו שניהם לנהל את הדיון כך שבית־המשפט יגיע לממצא של רשלנות ולהימנע מהבאת ראיות אשר יאפשרו לבית המשפט לפסוק שהנתבע "רמאי"¹¹⁶. מכאן שהאפשרות הנוחה־יחסית של תביעה בגין רשלנות עשויה לשחרר את ה"רמאים" הן מאות־הקין המשפטי¹¹⁷ הן מן הצורך להפנים את העלות של התרמית.

נוסף על כך, במקרים בהם המעוול הראשי נגוע בתרמית, מופנית הסנקציה על מעשים רשלניים נגד אותם אנשים הממונים על חשיפת התרמיות — כמו הדירקטורים ורואי־החשבון, למשל — אנשים אלה, אם הצליחו לאתר תרמית, יודעים שהם מסתכנים בתביעה על כך שלא מנעו את התרמית מלכתחילה או שלא איתרו אותה קודם־לכן. התוצאה היא, שהסנקציה על רשלנות מעודדת את מי שמגלה תרמית לסייע בהסתרתה¹¹⁸.

המסקנה היא, שהסנקציה המשפטית בגין רשלנות לא רק יוצרת הרתעה כנגד תרמיות; יש לה גם אפקט המרכז את ההרתעה נגד תרמיות. סנקציית השוק "מטפלת" היטב ברשלנויות כאלה ואינה מספקת תשובה הולמת לתרמיות. משתי סיבות אלה, יחד

115 סעיף 26 לחוק חוזה הביטוח, תשמ"א-1981, וסעיף 96מד(2)-(3) לפקודת החברות [נוסח חדש], תשמ"ג-1983.

116 P.G. Mahoney, לעיל הערה 79. מנגד ניתן כמובן לטעון שלחברת הביטוח או לחברה המשפה יהא אינטרס להוכיח כי הנתבע נגוע בתרמית וכך להתנער מהחייבותה.

117 ראו גם להלן הערה 136.

J. Arlen "The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability" 23 J. Legal Stud. (1994) 833.

ולחוד, עדיף שהמשפט יטיל סנקציות על תרמיות וישאיר את המצגים הרשלניים לטיפול השוק.

5. שכלול השוק

אחת המטרות של חוקי ניירות-הערך, ואולי החשובה מכולן, היא שכלולו של שוק-ההון על-ידי הגדלת כמות ומהימנות המידע המצוי בו¹¹⁹. אמנם, הטלת אחריות משפטית בגין פרסום מטעה עשויה להגביר את אמינות המידע המתפרסם, ובכך לשכלל את השוק ולחסוך מן המשקיעים את הצורך להשקיע משאבים באימות המידע; אך לאחריות כזו יש גם אפקט הפוך: היא מרתיעה את מי שמחזיק במידע מסוים מלפרסמו¹²⁰. בכך פוגעת האחריות המשפטית בשכלול השוק ומדרבנת משקיעים לבזבז משאבים על איתור מידע אשר ממילא קיים בידי מאן-דהו אשר ביכולתו וברצונו לפרסמו. מכאן שהטלת אחריות משפטית חמורה יותר לא תביא בהכרח לשוק משוכלל יותר.

ההכרעה בין כלל משפטי המגביר את אמינות המידע ובין כלל המרחיב את בסיס המידע עשויה להיות שנויה במחלוקת. בהיעדר מידע אמפירי חזק התומך בטענה שהאפקט החיובי של האחריות המשפטית המוגברת על שכלול השוק (הנובע מהגדלת המהימנות של המידע הקיים) גדול מהאפקט השלילי שלה (עקב הקטנת כמות המידע) — עדיף להימנע מהטלת אחריות כזו, ולו מן הטעם של היסכון בעלויות התדיינות. יתר על כן: כפי שהראיתי קודם, מנגנון המוניטין מדרבן את אלה המפרסמים מידע לציבור לוודא שהמידע יהיה אמיתי. ההשפעה של מנגנון זה על עצם המוטיבציה לנדב מידע כזה מלכתחילה פחותה¹²¹: המנהל או האנליסט שונא-הסיכון יעדיפו לעתים לשמור על שתיקה ולא לחשוף מידע אשר אינם בטוחים במהימנותו, כדי להימנע מן הסיכון שטעותם תתגלה ברבים והמוניטין שלהם ייפגע.

בהינתן מצב שבו המשפט אינו יכול לתפוש את שתי הציפורים במכה אחת, עדיף שהמשפט יתמקד במשימה בה השוק אפקטיבי פחות — בהגדלת כמות המידע. טענה זו מתחזקת כמובן כשמצרפים אליה את הטענות האחרות שדנתי בהן: אדישות המשקיעים בשוק המשוני למידת המהימנות של המידע כל עוד לא פורסם בתרמית; העלויות העצומות הכרוכות בחיוב החברה לכצע due diligence תמידי ובלתי-פוסק; יעילותם של מנגנוני השוק המשוני כאיתור מידע ובעיכולו; הטענה שהשוק מפזר נזק טוב יותר

119 Suter, לעיל הערה 62.

R. Dennis "Mandatory Disclosure Theory and Management Projections — A Law and Economics Perspective" 46 *Maryland L. Rev.* (1987) 1197, 1217-1218.

121 B. Trueman "Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?" 8 *J. of Accounting and Economics* (1986) 53.

מיוצרי המצגים; והטענה, שאדון בה בהמשך, כי הפחתת האחריות המשפטית דווקא מגבירה את השוויון בין משקיעים.

כנגד הטענה שקיים יחס הפוך בין היקף האחריות לכמות המידע המוזרם לשוק, ניתן להעלות שתי התנגדויות מרכזיות: ראשית, טענה זו אינה ישימה במקרים כדוגמת *Caparo v. Dickman* או אילין נ' רוטנברג, בהם יוצר המצג מחויב בפרסום המידע. יוצרי מצגים הכפופים לחובת גילוי אינם "מנדבים" מידע ולכן הכפפתם לאחריות משפטית מוגברת לא תפגע בנכונותם לחשוף את המידע. לכאורה התנגדות זו מצדיקה אבחנה בין מצגי־שוא המתפרסמים במסגרת דיווח המחויב בחוק, לבין מצגי־שוא המתפרסמים באופן וולונטרי: האחריות על הראשונים יכולה להיות גבוהה יותר, משום שהמידע חייב להיות מגולה לציבור ואין צורך לעודד את גילוי, ואילו האחריות על האחרונים צריכה להיות קטנה יותר משום שאחרת מחזיק המידע יעדיף שלא לגלותו. אכן, לאבחנה זו יש גם תימוכין בדין הפוזיטיבי¹²². עם זאת, אין להתעלם מן האפקט השלילי של אחריות משפטית מוגברת על המועד שבו חברה תגלה מידע הנמצא ברשותה. אפילו החברה מחויבת לגלות את המידע, חובת הזהירות מחייבת את החברה להשהות את פרסום המידע עד שאמינותו תיבדק כנדרש. האחריות בגין רשלנות מאריכה את פרק הזמן העובר מהאירוע או מסיום התקופה עד שהחברה מפרסמת את הדו"ח המידי או התקופתי. מכאן שאפילו במקרים בהם ישנה חובת גילוי יש באחריות המשפטית כדי לפגוע בכמות המידע הקיימת בידי השוק ובעדכניותו¹²³.

שנית, החשש מפגיעה בנכונות של אנשים לנדב מידע קיים גם כשמדובר במצגים בין "שכנים". למשל: ניתן לטעון, שהטלת אחריות על בנק בגין מצג רשלני שיצר כלפי צד ג

122 חוקי ניירות־הערך בארצות־הברית אינם מחייבים חברות לפרסם תחזית רווחים, אך על מנת לעודד פרסום תחזיות יצרה הרשות לניירות־ערך האמריקנית הגנה מיוחדת למי ש"מנדב" תחזיות כאלה לציבור — להלן הערות 230-231 והטקסט הנלווה להן. גם המחוקק הישראלי "ניסה" ליצור הבחנה כזו כאשר קבע בסעיף 53 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, סנקציות פליליות מיוחדות כנגד מי שיצר מצגי־שוא בדו"ח אשר בפרסומו היה מחויב. כתי־המשפט סיכלו ניסיון זה של המחוקק: הפרשנות הרחבה של סעיף 54(א)(1), זו המחילה אותו גם על דיווחים מטעים רשלניים המיועדים לציבור הרחב, למעשה ייתרה את סעיף 53. על־פי פרשנות זו כפופים הן דיווחים בהם מחויבת החברה והן דיווחים אותם "מנדבת" החברה לאותו סטנדרט אחריות של סעיף 54(א)(1).

123 כמ־כן יש לזכור שהחברה יכולה לגלות רק מידע הנמצא ברשותה. למשל: דין הקובע שהחברה אשר הכינה תחזית רווחים חייבת בגילוייה ותחיה אחראית במקרה שהתחזית תימצא כמטעה, ידרבן אולי חברות אשר הכינו תחזית לבדוק אותן בקפידה לפני פרסומן, אך מלכתחילה עלול להרתיע חברות מלייצר תחזיות כאלה. ברור שמצב כזה רק יכביד עוד יותר על החברות, יקטין את היעילות שהחברות מתנהלות בה ובסופו של דבר יפגע בבעלי המניות של החברות יותר משיועיל להם. ראו, להלן בפרק הרביעי, דיון בהבחנה בין יעילות יצרנית ליעילות הקצאתית.

תרתיע בנקים מלמסור מידע כזה¹²⁴. אם כך הוא הדבר, הרי טיעון זה אינו תומך באבחנה המוצעת במאמר זה בין מצגים המכוונים לאדם מסוים ובין מצגים המופנים לציבור בלתי-מסוים. עם זאת, לפחות ככל שמדובר במצגים בשוק ניירות-הערך, למשפט יש אינטרס מיוחד בעידוד הפרסום של מידע לציבור כולו ובכך לשכלל את השוק ולהגביר את השוויון בין המשקיעים. האינטרס של המשפט בהעברת אינפורמציה בין פרטים הוא קטן יותר, משום שהעברת מידע כזה תורמת פחות לשכלול השוק ולעתים אף מגבירה את חוסר-השוויון בו. יתר-על-כן: קיים פחות צורך בעידוד העברתו של מידע בין פרטים. אנליסטים המוסרים מידע ללקוחותיהם, להבדיל מן הציבור, יכולים לגבות תשלום עבור שירות זה וממילא התשלום מעודד את העברת המידע. אנליסטים גם יכולים ליצור יחס מסוים בין התשלום ובין המידה שמקבל המידע מסתמך על התשלום¹²⁵. כמו-כן כל עוד הכלל המשפטי אינו קוגנטי, אדם יכול להתנות את מסירת המידע בויתורו של מקבל המידע על תביעה משפטית או לקבוע את מחיר השירות בהתאם לרמת האחריות שמוסר המידע מחויב בה על-פי ההסכם. כלומר: המידע והאחריות המשפטית בגין המידע המועבר בין פרטים הינם מוצרים הנסחרים בשוק וככל שאדם בטוח יותר במידע שהוא מוסר, כך הוא יהיה מוכן לספק למקבל המידע אחריות (warranty) חזקה יותר ובהתאם יגבה תשלום עבור המידע והאחריות. לעומת זאת, מידע המתפרסם בציבור הוא מצרך ציבורי (public good) אשר לא ניתן לקיים שוק לגביו¹²⁶ ועל-כן קשה יותר לצפות מאנשים שיפרסמו מידע אם יצטרכו

124 אכן, אחת הטענות המרכזיות כנגד הלכת *Hedley Byrne* היתה ברוח זו. ראו R. Stevens "Hedley Byrne v. Heller — Judicial Creativity and Doctrinal Possibility" 27 *Modern L. R.* (1964) 121, 152.

125 בחלק גדול מן המקרים נקבע השכר של יועץ-ההשקעות כעמלה על העסקאות שהלקוח מבצע באמצעות אותו יועץ, ומכאן שקיים יחס ישר בין היקף ההסתמכות על הייעוץ ובין שכרו של היועץ.

126 להגדרה של "מצרך ציבורי" ראו R. Cooter & T. Ulen *Law and Economics* (Glenview, 1988) 46. "מידע" מקיים את אחת התכונות האופייניות למצרך ציבורי והיא חוסר-האפשרות להגביל את השימוש בו (non-excludability): קשה למי שמעביר מידע לפלוני להגביל את השימוש אותו יעשה במידע. כך, למשל, ליועץ-ההשקעות קשה לאכוף על הלקוח הגבלה על מספר העסקאות שיבצע הלקוח על סמך המידע או למנוע את העברת המידע הלאה. לכן גם השוק להעברת מידע מאוזן לאוזן אינו יכול להיות יעיל באופן מושלם. על כך יש להוסיף את העובדה, שבניגוד למצרך ציבורי, כמו יצירת אמנות למשל (אשר השימוש האופייני בה אינו מקטין את ערכה), השימוש במידע בשוק-ההון מקטין את האפשרות להפיק ממנו תועלת. עצם השימוש במידע על-ידי מסחר או על-ידי הדלפתו מונע את האפשרות להפיק רווח ממנו. מכאן שיועץ-ההשקעות המעביר מידע ללקוחותיו יודע, שעם העברת המידע הוא מקטין באופן ניכר את היכולת שלו להפיק רווח מן המידע. גם רוכש המידע יודע שאפילו אם יועץ-ההשקעות יבטיח לו בלעדיות על המידע, ייקשה בידיו מאוד לאכוף התחייבות זו. לכן ברור, שגם השוק להעברת מידע "מפה לאוזן" לא יכול להיות יעיל. לכן לעתים הפתרון הטוב ביותר

לשאת באחריות בגין רשלנות. אפילו במקרים שבהם המפרסם גובה תשלום — כמו במקרה של רואי־החשבון למשל — הרי שאין קשר ישיר בין מי שמשלם עבור המידע ובין מי שמשלם בו: החברה היא המשלמת לרואי־החשבון, ועלות זו יורדת מהדיכידנדים המחולקים לבעלי־המניות ומכאן שמי שנושא בעלות רואי־החשבון הם בעלי־המניות יחסית להחזקותיהם. לעומת זאת, העושים שימוש במידע הנמסר על־ידי רואי־החשבון, והנהנים מן האחריות המשפטית העומדת מאחורי המידע, הם אותם משקיעים הסוחרים בניירות־הערך של החברה. מכיוון שמוסר המידע אינו יכול לדרוש תשלום מכל אחד מן המשקיעים בהתאם לאחריות המשפטית שהוא מעניק לו וביחס כלשהו לרמת ההסתמכות שלו, ברור שהשוק לאחריות משפטית כזו אינו יכול להיות יעיל¹²⁷. לכן יש להניח, שלו קבענו את האחריות בגין פרסום רשלני כבירת מחדל שניתן להתנות עליה¹²⁸, היינו מוצאים שרוב הדיווחים לציבור היו מלווים תניית שחרור מן האחריות.

6. שוויון בין משקיעים

לא פחות מהיעדר מידע בשוק, ואולי אף יותר, מטריד את המחוקק חוסר־שוויון במידע המוחזק על־ידי שחקנים שונים בשוק. על אבחנה זו בין חוסר־מידע לחוסר־שוויון במידע ראוי להרחיב: כאשר שני צדדים לעסקה פועלים על סמך מידע חסר, לכל אחד מן הצדדים סיכוי זהה להרוויח או להפסיד. אמנם, היעדר המידע מגדיל את הסיכון

למערכת־היחסים בין יועץ־ההשקעות ללקוח הוא, שלא יועבר ביניהם מידע, אלא שליועץ יינתן ייפוי־כוח מלא לבצע עסקאות עבור הלקוח (זהו "מנהל תיקי־ההשקעות") ובכך מתאפשר ליועץ — מייצר המידע — לשלוט על כך שהמידע לא יפורז ושלקוח לא יעשה בו שימוש מופרז המונע הנאה דומה מהיועץ (בשווקים שבהם מותר ליועץ לסחור עבור עצמו) או מלקוחותיו האחרים של היועץ. למרות הכשלים הללו, ברור עדיין שהשוק להעברת מידע מפה לאוזן יעיל יותר מהשוק למידע ציבורי, שכן ברגע שהמידע התפרסם לציבור אין יותר שום יכולת להפיק ממנו רווח. 127 ייתכן שלכך כיוון בית־הלורדים את דעתו כאשר טען בעניין *Caparo v. Dickman*, לעיל, הערה 52 בעמ' 621, כי:

It is also to confer on the world at large a quite unwarranted entitlement to appropriate for their own purposes the benefit of the expert knowledge or professional expertise attributed to the maker of the statement.

הבעיה איננה שהמשקיעים אינם משלמים או שרואי־החשבון אינם מפוצים על האחריות, אלא שהשוק לאחריות זו אינו יעיל.

128 ספק רב בעיני, אם התומכים בהטלת אחריות כזו יסכימו שהיא לא תהיה קוגנטית. מבחינה דוקטרינרית הם יטענו כמובן, כי מכיוון שאין חוזה בין המפרסם לציבור המשקיעים, לא ניתן לייחס למשקיעים הסכמה לוותר על האחריות.

הכרוך בעסקה, אך אינו פוגע בתוחלת הרווח שכל צד מצפה לה¹²⁹. לעומת זאת, כאשר צד לעסקה חושד שהצד האחר לעסקה אוזחז במידע רב יותר לגביה, יש חשש שהראשון יסרב להיכנס לעסקה מלכתחילה — כל מחיר שבעל המידע מסכים לו הוא בהכרח חשוד כמחיר המיטיב עמו — אחרת לא היה מסכים לעסקה. התוצאה היא קיפאון בשוק עד כדי חיסול¹³⁰. ההבדל בין אי-ודאות לבין אי-סימטריה הוא אקוטי במיוחד בשוק ניירות-הערך, שכן משקיע יכול להתגבר על אי-הודאות על-ידי פיזור השקעתו בין מספר גדול של חברות¹³¹. פיזור ההשקעות אינו פותר את אי-הסימטריה במידע.

מערכת-משפט המטילה אחריות משפטית בגין מצג-שוא רשלני מרתיעה אנשים מפני פרסום המידע ומדרבנת אותם לשמור את המידע לעצמם. אפילו במקרים שבהם חברה חייבת לגלות מידע מסוים, חובת הזהירות מחייבת אותה להשהות את שחרור המידע עד לביורור. לא ניתן לדרוש מחברה לפרסם מידע מיד עם הגיעו לידיה ובאותה נשימה לדרוש שתבחן בקפדנות כל מידע שהיא מפרסמת; אלו הן דרישות סותרות אשר לא ניתן לעמוד בשתייהן¹³². מכאן שהטלת אחריות בגין מצג רשלני מאריכה את פרק-הזמן שבו "אנשי-הפנים" אותזים במידע שאינו נחלת הציבור ומאפשרת להם להפיק רווח על חשבון הציבור¹³³. יתר על כן: הטלת אחריות בגין מצג-שוא רשלני המופנה

129 אמנס, העלאת רמת הסיכון אינה פוגעת בתוחלת תזרים המזומנים, אך בהנחה שהצדדים שונאי סיכון, היא מקטינה את תוחלת התועלת שהצדדים מפיקים מן הפרויקט. לדיון בהבחנה בין תוחלת רווח לתוחלת תועלת ראו, למשל, Cooter & Ulen, לעיל הערה 126, בעמ' 67-70.

130 G. Akerlof "The Market for 'Lemons' — Quality and the Market Mechanisms" 84 130 *Quarterly J. of Economics* (1970) 488.

131 Brealey & Myers, לעיל הערה 23, בעמ' 136-139.

132 הטלת חובת זהירות כזו בדין הישראלי היא בעייתית במיוחד, שכן לחובת הדיווח המידי בישראל אין אח ורע בעולם כולו — לא מבחינת המיידיות הנדרשת (סעיף 30(ב) לתקנות ניירות ערך (דיווחים תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970), ולא מבחינת היקף הגילוי הנדרש באופן מידי (סעיף 36 לתקנות ה"ג"). הכרה בחובת זהירות כזו מציבה את החברות בפני סד בלתי-אפשרי: מצד אחד, הן מחויבות לדווח מיד, ומצד אחר, הן מחויבות לבחון ב"זהירות סבירה" את המידע אותו הן חייבות לדווח. ראו גם דיון להלן בהערות 188, 233.

133 לכאורה ניתן לטעון שהאיסור על שימוש במידע פנים נועד להתמודד עם אי-השוויון. אך איסור זה אינו מספק משני טעמים מרכזיים: ראשית קיים קושי אינהרנטי באכיפת האיסור הזה, והדרך היעילה ביותר למנוע שימוש במידע פנים היא על-ידי הפיכת המידע לנחלת הציבור. שנית, לעתים קרובות המידע הרלבנטי, למרות שאינו נחלת הציבור, אינו נופל למסגרת ההגדרה של מידע פנים, והאנשים האוחזים במידע זה אינם נופלים למסגרת ההגדרה של אנשי-פנים. כך למשל, לעתים קרובות יש בידי חברה א' מידע אשר יש בו כדי להשפיע על חברה ב' המתחזה בה. העובדים של חברה א' אינם נחשבים אנשי-פנים של חברה ב' והם חופשיים לסחור בניירות-הערך של חברה ב'. באופן דומה, לעתים קרובות בידי אנליסט יש מידע על חברה אשר אינו ידוע לציבור והמבוסס על היכרותו את מתהריה של החברה ואת השוק למוצריה. על-פי חוק-ניירות ערך האגליסט ועובדיו אינם נופלים

לציבור עלולה לגרום לכך שחברות יעדיפו להפיץ מידע באמצעות צינורות עקיפים ופחות שוויוניים מן הפרסום לציבור כולו, אך פחות מסוכנים מבחינת האחריות המשפטית; כמו למשל, הדלפות לאנליסטים¹³⁴. התוצאה היא אפוא, כי לא רק שיש בידי הציבור פחות מידע, אלא שגם גדלים פערי המידע בין קבוצות שונות בשוק. גם כאן חשוב לחזור ולהצביע על הבדל עקרוני בין מצג המופנה לשוק הראשוני או בין אדם לחברו ובין זה המופנה לשוק המשיני: בשלב ההנפקה החברה יכולה לעכב את ה"יציאה לציבור" עד שתבצע את כל הבדיקות הדרושות לאימות המידע. כמורכב אדם יכול להימנע משירדול חברו להיכנס לעסקה לפני שטרם לבדוק באופן סביר את מהימנות המידע המוצג על-ידו. לעומת זאת, בשוק המשיני, מתבצע כל הזמן מסחר, וזה אינו ממתין עד שהחברה תבצע את בדיקותיה. לשוק הזה עדיף לקבל כל מידע אפילו אם אינו מאומת, ובלבד שזהו אותו מידע שכל השחקנים בשוק אווזים בו; אם כולם טועים, לכולם יש סיכוי שווה לזכות או להפסיד; ואילו אם רק אנשי-הפנים מכירים את העובדות, אזי הקוביות מוטות¹³⁵.

ד. יעילות הקצאתית, יעילות יצרנית והגדרתה של תרמית בניירות-ערך

אחת המחלוקות המרכזיות במשפט הפוזיטיבי הנוגע לתרמית בניירות-ערך היא, אם האחריות בגינה צריכה להיות מותנית ב"כוונה", ב"חוסר יושר" או במניע "לא כשר", או שמא די בכך שהנתבע היה "מודע" לכך כי המצג שיצר שקרי. הכרעה במחלוקת זו תלויה במידה רבה בהשקפת-עולם לגבי תפקידו המוסרי של המשפט הפלילי¹³⁶.

להגדרה של אנשי-פנים, והמידע שהם אווזים אינו מידע פנים כהגדרתו בחוק, ובכל-זאת הציבור לא תמיד שותף למידע זה. פרסום המידע על-ידי חברה א' או האנליסט יקטין את חוסר-השוויון בשוק. אחריות משפטית כבדה מדי עלולה למנוע פרסום כזה.

134 מנהלים המדליפים מידע לאנליסטים, ויודעים כי אלה עשויים לסחור על-פיו, מבצעים אמנם שימוש במידע פנים (כהגדרתו בסעיף 52(א)(2)) אך כל עוד הדלפת המידע לא נעשתה לשם הפקת רווח זכאי המנהל להגנה של סעיף 52(א)(4) לחוק. ראו מאמרי בעניין שימוש במידע פנים על-ידי אנליסטים, לעיל הערה 26.

135 לעיל הערה 130.

S.H. Kadish *Blame and Punishment: essays in Criminal Law* (New York, 1987), at p. 29 136 שיקולים מוסריים עשויים להוביל למסקנה שגם מצגים שבין אדם לחברו צדיקים להחשב "פליליים" רק אם נעשו בכוונה מיוחדת לרמות, בחוסר יושר או ממניע פסול. מקרה אופייני אשר עורר שאלה זו ואשר זכה להד ציבורי רחב הינו פסק הדין בענין יפת ואח' נ' מ"י, לעיל הערה 112, בו הורשעה כמעט כל צמרת הבנקאות בישראל בעבירות פליליות חמורות, לרבות תרמית בניירות ערך לפי סעיף

ובשיקולי המדיניות המיוחדים לעבירה הספציפית שבה מדובר¹³⁷. מן ההיבט הכלכלי ניתן להסתכל על מחלוקת זו כויכוח בין אלה הרואים את תכלית הדין בהשגת יעילות הקצאתית (Allocation Efficiency) בשוק, לבין אלה הרואים ביעילות היצרנית (Productive Efficiency) חזות הכול¹³⁸. יעילות הקצאתית בשוק ניירות-הערך מושגת כאשר מחיריהם של ניירות-הערך משקפים את כל האינפורמציה הקיימת על חברות, שכן אז מקורות ההון מוקצים באופן יעיל בין גורמי הייצור השונים. לעומת זאת, יעילות יצרנית מניחה את הקצאת מקורות ההון כנתון ומתמקדת באופן הפעולה של גורמי הייצור עצמם. יעילות יצרנית תושג אם גורמי הייצור יפעלו באופן יעיל.

שני הפנים הללו של היעילות באים בסופו של דבר לשרת מטרה אחת: מקסום התועלת החברתית. אך לעתים קרובות שאיפה להביא ליעילות הקצאתית תפגע ביעילות היצרנית, ולהיפך. למעשה, מבלי לומר זאת במפורש, חלק ניכר מהטיעונים אשר הועלו בפרק הקודם עסקו במושגים אלו ובמתח ביניהם: חלק אחד של הטיעונים עסק בשאלה, אם הטלת אחריות כבדה יותר בגין מצגי-שוא תגביר את היעילות ההקצאתית מפני שהיא תגביר את מהימנות המידע בשוק או תקטין אותה מפני שהיא תקטין את כמות המידע בשוק ואת המהירות שהמידע מגיע בה לשוק. חלק אחר של הטיעונים התייחס לעלויות הכרוכות בהטלת אחריות משפטית והשתמעה ממנו הטענה, שגם אם אחריות כזו תגביר את היעילות ההקצאתית ייתכן שהפגיעה ביעילות היצרנית של המשק תהא גבוהה מדי: אם כדי להשיג שוק משוכלל מעמים המשפט על החברות עלויות עצומות

54(א)1, וזאת למרות שבית המשפט לא מצא כי הנאשמים פעלו בחוסר יושר או מתוך שחיתות מוסרית. לפסיקה מעין זו השלכות חברתיות הראויות למחקר סוציולוגי אך במסגרת זו אסתפק בהערה המבוססת על תחושותי: קיים פער בין השדרים שמקבלת הקהילה העסקית מפסיקה מעין זו לבין השרר אותו מקבל הציבור הרחב. הקהילה העסקית, המודעת לנסיבות המיוחדות בהן בוצעו עבירות אלה, ולכך שהמורשעים אינם נגועים בשחיתות, לומדת מכך שהרשעה ב"תרמית" אינה בהכרח מהווה אינדיקציה לחוסר המוסריות של המורשע. ראו למשל, א' ציפורי "מערכת המשפט מענישה, המערכת החברתית מהללת" גלובס 10/7/95. הציבור הרחב, לעומת זאת, מייחס עדיין חשיבות לאות הקין של ה"תרמית" אותו הטביעה המערכת המשפטית. "עובדה זו, מצד אחד, גורמת עוול למורשעים; ומצד שני מותירה את הציבור הרחב מתוסכל מן העונשים ה"קלים" להם זוכים המורשעים והנובעים מן העובדה (לה הציבור אינו מודע), שמורשעים אלה לא היו נגועים בשחיתות.

137 יפים לעניין זה דבריו של הנשיא ברק בע"פ 677/83 בורוכוב נ' יפת, פ"ד לט(3) 205, 216:

הביטוי "כוונה" עשוי להשתרע, מבחינה לשונית, הן על מצב שבו קיים רצון להשיג תוצאה, והן על מצב שבו לא קיים רצון להשיג תוצאה, אם כי קיימת מודעות להסתברות הגבוהה כי התוצאה תושג. ההחלטה בכל סוגיה משפטית קונקרטית, איזו מבין משמעויות אלה היא התופסת, נעשית על-פי ההקשר החקיקתי בו מופיע הביטוי "כוונה".... כלומר, בהתחקות אחר התכלית החקיקתית.

138 ראו Cooter & Ulen, לעיל הערה 126, בעמ' 17-18.

הנדרשות לביצוע due diligence מתמיד; אם חלק ניכר מן המשאבים במשק מוקצים לגורמים תיווכיים, כמו ברוקרים, עורכי־דין, רואי־חשבון, חברות־ביטוח וכדו'; אם המשטר המשפטי גורם למשקיעים לבזבז משאבים על איסוף מידע אשר כבר קיים ממילא בידי החברות¹³⁹; ואם כל זה נעשה על חשבון השקעה בגורמים יצרניים, כמו בתי־חרושת, מחקר ופיתוח, מהנדסים וכדו' — כי אז ברור גם שבדרך להשגת יעילות הקצאתית פגענו כיעילות היצרנית של המשק.

השאלה שפרק זה עוסק בה מביאה לשיא את המתח בין יעילות הקצאתית ליצרנית: דין המטיל אחריות בגין מצג שקרי ביודעין ואינו מתחשב ב"מניע" של יוצר המצג הוא דין הלוקח בחשבון את היעילות ההקצאתית בלבד ומתעלם מהיעילות היצרנית. דין המחייב חברה המנהלת משא־ומתן לביצוע עסקה גדולה לגלות את קיומו של המשא־ומתן עוד בטרם השלמתו; או דין המחייב חברה המגלה מרבץ מחצבים לגלות את ממצאיה לציבור עוד בטרם רכשה את האדמה שהמחצבים נמצאים בה¹⁴⁰; או דין האוסר על חברות להטעות את הציבור במצבים הללו כדי למנוע דליפת מידע על המשא־ומתן או על הממצאים, הוא דין המקטין את הסיכוי שהמשא־ומתן יבשיל או שהחברה תוכל להפיק רווח של ממש מגילוי המרבצים; זהו דין אשר אינו מכיר בקניין של חברות ציבוריות במידע שהן אוספות ועל־כן מקטין את המוטיבציה של חברות כאלו לעסוק באיסוף יעיל של מידע כזה; ומכאן שזהו דין המעדיף כי מחיר ניירות־הערך בשוק ישקף את כל האינפורמציה הקיימת בידי החברה על־פני מצב שבו החברה אוספת מידע ומייצרת באופן יעיל¹⁴¹. מנגד, דין המתיר לחברות להסתיר מידע כזה ואף לשקר לגביו הוא דין המקריב את היעילות ההקצאתית על מזבח היעילות היצרנית. החברות ייצרו מידע באופן יעיל יותר, שכן הן יודעות מראש שיוכלו להפיק ממנו תועלת מירבית, אך השוק יקצה הון לחברות אלה באופן פחות יעיל, משום ששערי המניות בשוק משקפים פחות מידע.

ככל שמדובר בשוק הראשוני, כל מערכות־המשפט שאני מכיר נוקטות עמדה דומה המעדיפה את היעילות ההקצאתית על זו היצרנית ועל־כן מכפיפות יוצרי מצגים בשוק זה — אלה החתומים על התשקיף — לסטנדרט אחריות גבוה במיוחד. ההסבר לכך ברור: שלב גיוס ההון בהנפקה הוא השלב שבו מוקצה ההון לחברה ועל־כן הוא השלב הקריטי מבחינת היעילות ההקצאתית. אמנם, גם לשוק המשני תפקיד חשוב בהקצאה היעילה של מקורות ההון, ולו מן הטעם ששוק זה מתחרה בשוק הראשוני, אך מכאן

139 ראו Coffee, לעיל הערה 92, בעמ' 733.

140 שאלה דומה התעוררה בארצות־הברית ב-, In re Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833 (2nd Cir., 1968).

J.R. Macey & G.P. Miller "Good Finance, Bad Economics — An Analysis of the Fraud on 141 the Market Theory" 42 Stanford L. Rev. (1990) 1059, 1076-1092.

נובע שמבחינת הקצאת מקורות יעילה יש חשיבות ליעילות השוק המשני רק ברגע שבו מתבצעת פעילות גיוס הון בשוק הראשוני. כל עוד החברות אינן מגייסות הון ומתבצע מסחר בשוק המשני, ההון רק עובר בין המשקיעים השונים ואינו מוקצה לפרוייקטים יצרניים. כמורכב, ובנקודה זו כבר עסקתי קודם-לכן, חברה המעוניינת לגייס הון בשוק ניירות-הערך יכולה לכוון את העיתוי שבו תצא בהנפקה כך שהפגיעה ביעילותה היצרנית תתרחש באופן המינימלי. לעומת זאת, בשוק המשני המסחר מתמשך ואין בירי החברה אפשרות "לעצור את הזמן", וההתנגשות בין היעילות היצרנית להקצאתית היא בלתי-נמנעת. אין זה מפתיע אפוא, ששיטות-משפט רבות מחילות סטנדרט אחריות דומה וגבוהה על יוצרי מצגים בשוק הראשוני, ואילו סטנדרט האחריות בשוק המשני נמוך יותר מזה שבראשוני ושונה ממדינה למדינה.

ההשוואה בין המשפט הישראלי, האנגלי והאמריקני מדגימה יפה פערים אלה. בכל הנוגע לשוק הראשוני מכפיפות שלוש שיטות-משפט אלה את החתומים על התשקיף לחובת זהירות מוגברת דומה¹⁴². לעומת זאת, בכל הנוגע לשוק המשני נוקטת כל אחת מן השיטות גישה שונה לגמרי. הדינים הישראליים והאנגליים בסוגייה זו ממוקמים על שני קצות הסקלה: הדין הישראלי מחייב גילוי מיידי של משא-ומתן לביצוע עסקה שלא במהלך העסקים הרגיל או של כל אירוע שאירע שלא בדרך העסקים הרגילה ואשר עשוי להשפיע מהותית על רווחיות החברה¹⁴³. על פי הלכת אילין נ' רוטנברג מטיל הדין הישראלי על מנהלי-חברות חובת זהירות כלפי הסוחרים בשוק המשני ובכך מחייב את מנהלי-החברה לפעול לעתים בניגוד לטובת החברה שלה הם חייבים חובת אמון. מנהלי-חברות בישראל, הסבורים שטובת החברה מחייבת אותם שלא להשקיע משאבים גדולים מדי כדי להגיע לחקר האמת, או שטובת החברה מחייבת אותם להסתיר מידע מעין הציבור¹⁴⁴, מסתכנים לא רק באחריות אזרחית¹⁴⁵, אלא גם באחריות פלילית¹⁴⁶.

142 קיימים בכל זאת כמה הבדלים חשובים באחריות המשפטית בגין פרט מטעה בתשקיף בין שלוש שיטות משפט אלה. לדין חלקי בהבדלים אלה ראו להלן הערות 199-196 והטקסט הנלווה להן.
143 תקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. ס"ק (א) לתקנה זו מחייב דיווח מיידי על כל אירוע שאירע שלא במהלך העסקים הרגיל. אמנם, לפי סעיף 336 לחוק ניירות ערך, רשאית חברה לבקש מן הרשות פטור מגילוי מיידי, אך אפילו ניתן פטור כזה, חייבת החברה לפרסם דוח מיידי אשר בו נאמר כי קיבלה פטור מגילוי — דבר זה יעורר מיד את סקרנות המשקיעים. והסיכוי שהחברה תוכל לשמור "סוד" כזה אינו ריאלי. ס"ק (ב) מחייב את החברה לדווח מיידי לרשות לניירות-ערך על כל משא-ומתן לעסקה מהותית, והרשות רשאית לדרוש מן החברה לפרסם דוח מיידי על המשא-ומתן. כלומר, חברה בורסאית בישראל אינה יכולה להתחייב כלפי צד עימו היא מנהלת משא-ומתן שקיומו של המשא ומתן יישמר בסוד. עובדה זו מעמידה את החברה הבורסאית בישראל בעמדה נחותה יחסית לחברות פרטיות בישראל ויחסית לחברות בורסאיות הנסחרות בשוק האנגלי או האמריקני. ראו להלן הערה 233 והטקסט הנלווה לה.

144 ליישום שיקול זה בפסיקה הישראלית ראו מ"י נ' לוי, לעיל הערה 65, בעמ' 87.

מכאן שהדין הישראלי, כפי שעולה מן הפסיקה, מקריב את היעילות היצרנית על מזבח היעילות ההקצאתית.

לעומת זאת, באנגליה אין החוק מחייב דיווח מיידי על כל אירוע או משא-ומתן מהותיים¹⁴⁷. סעיף 47(2) ל-F.S.A., לפחות על-פי הפרשנות המוצעת כאן, מטיל אחריות פלילית בגין פרסום מטעה רק אם הוכח שהנאשם שם לו למטרה לגרום להטעיית השוק¹⁴⁸; מכאן שניתן להניח כי מנהל באנגליה הפועל למען אינטרס לגיטימי של החברה לא יועמד לדין¹⁴⁹. מאז פסק-הדין בעניין *Caparo v. Dickman* ברור כיום, שיוצרי מצגים בשוק האנגלי אינם כפופים לחובת זהירות כלפי הסוחרים בשוק זה, וספק רב אם קמה להם אחריות אזרחית אפילו בתרמית¹⁵⁰. מכאן שהדין האנגלי מעדיף באופן בולט את היעילות היצרנית על פני זו ההקצאתית¹⁵¹.

145 לעיל הערה 8.

146 לעיל הערה 8.

147 כללי ה-Stock Exchange הלונדוני מחייבים אמנם חברות לפעול לשחרור מיידי של כל מידע מהותי על החברה, אך ניתן לבקש פטור מגילוי מיידי כזה מוועדה מיוחדת של הבורסה הלונדונית והיא תעניק פטור כזה אם פרסום המידע עלול להזיק לחברה. ראו *Suter*, לעיל הערה 62, בעמ' 206-221. חשוב מכך, הסנקציות על הפרת חובה זו הן אדמיניסטרטיביות בלבד — למשל השעיית המסחר — ומסורות לשיקול הדעת של הבורסה.

148 המלומדים באנגליה חלוקים בעניין זה. חלקם סבורים, שאכן סעיף 47(2) מחייב כוונת תרמית. אחרים סבורים שעל מנת לבסס הרשעה על-פי סעיף זה די לה לתביעה שתוכיח כי הנאשם התכוון ליצור את המצג על מנת להשפיע על השוק ובאמצעות השפעה זו לגרום למאן-דהו לבצע עסקה, ואין היא חייבת להוכיח כי הנאשם התכוון ליצור מצג מטעה. תמיכה בעמדה הראשונה ניתן למצוא אצל *Chic Lee Market Manipulation in the US and UK (Part 2, 1993); The Company Lawyer*, Vol. XIV, No. 7, p. 124 ("the transaction must be undertaken for the purpose of creating a R.R. Pennington *The Law of the Investment* (false and misleading impression)". ראו גם *Markets (Oxford, 1990) 387; L.C.B. Gower Principles of Modern Company Law (London, 5th ed., 1992) 349-350*. תמיכה בעמדה השנייה, הנשענת בעיקר על סעיף 47(3) לאוחז חוק, ניתן למצוא אצל *F.B. Palmer Company Law*, Vol 2 (London, 25th ed., 1992) 11032 ("It seems that the words 'for the purpose of creating the impression' do not require an intention to create a false or misleading impression, just 'the impression'. Otherwise the defence in A. Whittaker *Financial Services Law and Practice*, subsection (3) would be otiose". ראו גם, Vol. I (London, 1993) 2-91.

149 ראו עניין *Tarling*, לעיל הערה 21.

150 לעיל הערה 46 והטקסט הנלווה לה.

151 ניתן להסיק זאת מכללא גם מדברי בית-הלורדים בעניין *Caparo*, לעיל הערה 59: לגישתם, הדו"חות התקופתיים נועדו אך ורק לצורך פיקוח על הנהלת החברה — היינו: קידום יעילות יצרנית — ואין להם שום תפקיד בשכלול השוק.

המשפט הפדרלי בארצות-הברית יוצר פשרה מעניינת: בכל הנוגע לחובת הגילוי של "מידע רך" קובע המשפט האמריקני, כי החברה אינה חייבת בגילוי מיידי של מידע מסוג זה, לא במסגרת דיווח מיידי ולא במסגרת דיווח תקופתי¹⁵². כלומר: חובת הגילוי בשוק האמריקני גמישה דיה כדי לאפשר למנהלים לשקול את טובת החברה ולא לגלות לציבור מידע אשר גילוי יפגע בחברה, ובסופו של דבר — במשקיעים כקבוצה. על-פי הדין האמריקני, אמנם, המנהלים רשאים לשתוק, אך אינם רשאים להטעות את הציבור, למשל: על-ידי הכחשת קיומו של משא-ומתן בעודו מתנהל¹⁵³. לכאורה כלל זה, האוסר על החברה להטעות, מעדיף את היעילות ההקצאתית על זו היצרנית¹⁵⁴, אך "תרמית" אשר מיועדת לטובת החברה נתקפת רק במישור האזרחי. המשפט הפלילי האמריקני נכנס לפעולה רק אם למרמה היתה כוונה לרמות ובדרך-כלל רק כאשר הנאשם הפיק תועלת אישית מן התרמית¹⁵⁵. היינו: חברה אשר הטעתה את הסוחרים בשוק המשני

152 *Basic v. Levinson*, לעיל הערה 35.

153 שם.

154 מטעם זה מבקרים Macey & Miller, לעיל הערה 141, את הלכת *Basic v. Levinson* וטוענים, שיש לאפשר למנהלים לפרסם מידע שקרי אשר מטרתו להיטיב את מצב החברה. לגישתם, כל עוד המנהלים לא הפור את חובת האמון שלהם לחברה, לא ניתן לייחס להם תרמית. גישתם של Macey & Miller מעדיפה במידה רבה את היעילות היצרנית על זו ההקצאתית. אך Macey & Miller מסייגים הצעתם זו רק למקרים כדוגמת *Texas Gulf Sulphur v. Basic* *Levinson*, שבהם ההטעיה דיכאה את שער ניירות-הערך של החברה. כלומר: לגישתם, במקרים שבהם ההטעיה יצרה רושם מוטעה חיובי על מצב החברה, אין בעובדה שהטעיה זו שיפרה את מצב החברה כדי לחסן את מנהלי-החברה מפני תביעה מצד הסוחרים בשוק המשני. לדעתו, ההצדקה לסייג זה אינה ברורה ותר-משמעית; שכן אם ההטעיה שירתה את טובת החברה, הרי שבעלי-המניות כקבוצה נהנו מן ההטעיה. אין זה אומר, שהטעיה לא יכולה לשמש בסיס לתביעה על-ידי אחרים, למשל: מי שהקצה אשראי לחברה על סמך המצג השקרי, כמו מי שהשקיע בחברה על סמך תשקיף מטעה, יוכל לחבוע את החברה במישור החוזי או את המנהלים במישור הנוזקי. הקנייתתה של עילת תביעה דווקא לסוחרים בשוק המשני, שאמנם ספגו הפסד, אבל משתייכים לקבוצת בעלי-המניות אשר דווקא הרוויחה מההטעיה, רק מרעה עוד יותר את מצבם של אלו שהקצו אשראי לחברה. לשיקול דומה ואף מרחיק-לכת יותר ראו עניין מ"י נ' לוי, לעיל הערה 65, בעמ' 87: "לא ברור אם פירסום ברבים של מצב החברה היה משיג את המטרה שאליה שאף המפקח, או שהיה מביא להתמוטטותה הוודאית על אתר". כלומר: הגם שחשיפת המצב של חברת-הביטוח על-ידי המפקח היה אולי משפר את מצבו של התובע באופן אישי, כיוון שהוא-עצמו לא היה רוכש אצלה פוליסה, חשיפה זו היתה פוגעת בחברת-הביטוח ובקבוצת המבוטחים שהתובע משתייך אליה, ועל-כן, גם משיקול זה התובע אינו זכאי לסעד.

155 מסקנה זו אינה מבוססת על דוקטרינה משפטית, אלא על הפרקטיקה שהתפתחה במשפט האמריקני. מבחינה דוקטרינרית, הגם שבית-המשפט העליון האמריקני קבע ב-*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976) כי דרישת ה-*Scienter* Rule 10b-5 פירושה, בהקשר הפלילי, "intent to

ביודעין, אך התרמית לא היתה נגועה בחוסר־יודע מצד החברה או מנהליה, אכן מסתכנת בתביעה אזרחית, אך לא מסתכנת באישום פלילי. היתרון של פיצול זה בין המישור הפלילי לאזרחי הוא, כי במקרים שבהם טובת המשקיעים כקבוצה מחייבת את הטעייתם¹⁵⁶, המשפט אינו אוסר באופן מוחלט על מנהלים לבצע הטעיה כזו¹⁵⁷.

התיאור הנ"ל של המשפט האמריקני מגלה טפח ומכסה טפחיים. על המשפט האמריקני ראוי ונכון להסתכל גם מנקודת־מבט שונה: הדיכוטומיה בין יעילות הקצאתית ליעילות יצרנית אינה מקובלת בארצות־הברית. הפילוסופיה הבסיסית שהשוק האמריקני נשען עליה, היא ששוק משוכלל הוא הערובה הטובה ביותר להבטחת יעילות

"deceive", רוב פסקי־הדין האמריקניים קבעו כי הרשעה בגין תרמית בניירות־ערך יכולה לקום גם במקרים שבהם הנאשם היה Reckless. ראו, למשל 711 (1974) 388 F. Supp. -U.S. v. Koeing, 712.

עם זאת, לא עלה בידי למצוא ולו מקרה אחד בארצות־הברית שבו הורשע אדם ב־Securities Fraud מבלי שהוא, או המקורבים לו, הפיקו תועלת אישית מהתרמית. שני המקרים האופייניים לעניין זה והמפורסמים ביותר במשפט האמריקני, הם *Basic v. Levinson*, לעיל הערה 35, ופרשת *Texas Gulf Sulphur*, לעיל הערה 140. בשני המקרים מדובר היה בתרמית אשר שירתה את טובת החברה, אלא שבמקרה הראשון לא הפיקו המנהלים כל טובת־הנאה מן התרמית ועל־כן נתבעו רק במישור האזרחי; ואילו במקרה השני הפיקו המנהלים טובת־הנאה אישית ועל־כן הוגש נגדם ונגד החברה הליך פלילי. ראו גם *S.P. Shapiro Wayward Capitalists: Target of the Securities and Exchange Commission* (New Haven, 1984) 160 (the S.E.C. declines to prosecute a case in which it finds that the 'offenders derived no benefit from their conduct' or that there is a 'difficulty of demonstrating intent').

156 המלים "טובת המשקיעים כקבוצה" הודגשו כדי להבחין בין טובתה של קבוצה זו ובין טובת החברה. חיזוק לכך שהדין האמריקני רואה לנגד עיניו את טובת המשקיעים מן הציבור ולא את זו של החברות ניתן למצוא בכך שבמקרים, כמו זה של *Texas Gulf Sulphur* שבהם מנהלי־החברה יודעים כי נעשה שימוש במידע פנים, עליהם לגלות את המידע אפילו אם הסתרתו משרתת את טובת החברה. כפי שאמרנו קודם־לכן, בדרך־כלל המשקיעים החיצוניים יעדיפו שלא יגולה להם דבר אשר יפגע בחברה ובעלי־המניות כקבוצה. אך כאשר מבוצע שימוש במידע פנים, הרי שגם אם טובת החברה מחייבת שתיקה, טובת המשקיעים החיצוניים עשויה לחייב גילוי. יחד עם זאת, ניתן להסתכל על אותו חריג גם מכיוון המדגיש יותר את טובת החברה ואת היעילות הפרודוקטיבית: כאשר אנשי־פנים בחברה עושים שימוש במידע פנים, לא ניתן יותר לסמוך על שיקול־הדעת העסקי של המנהלים המצויים בניגוד עניינים, ולכן מתעורר חשש שהיעילות היצרנית אינה מקודמת על־ידי השתיקה.

157 הביקורת של מייסי ומילר על הדין האמריקני, לעיל הערה 154, מתעלמת מן העובדה שהסנקציה האזרחית אינה אוסרת על ההטעיה, אלא רק מחייבת פיצוי במקרה שהטעיה כזו מתבצעת. כפי שמסביר Ian Ayres במאמר ביקורת על מייסי ומילר, Rule 10b-5 הוא כלל של אחריות (Liability Rule) ולא כלל של קניין (Property Rule) ראו *J. Ayres "Back to Basics: Regulating How (Property Rule) Corporations Speak to the Market" 77 Vir. L. Rev. (1991) 945*.

יצרנית. תפישה זו — ולצורך הדיון כאן אין כל חשיבות לתקפותה האמפירית — מבוססת על העובדה שהבעלות על רוב החברות האמריקניות הנסחרות בבורסה מפורזת¹⁵⁸. ציבור בעלי המניות מתקשה לפקח על ההנהלה ובהעדר בעל-שליטה מרכזי נותרת ההנהלה ללא כל גורם מפקח. התוצאה היא — כפי שכבר עמדו עליה Berle & Means לפני למעלה מ-60 שנה¹⁵⁹ — שההנהלה היא למעשה השליטה בחברה. על-פי ה"מיתוס" האמריקני, בהיעדר "בעלים", השוק משמש המפקח היעיל ביותר על ההנהלה: בעלי-מניות אשר אינם מרוצים מהניהול "יענישו" את החברה על-ידי יציאתם מהחברה ומכירת מניותיהם; השוק יעניש הנהלות של חברות אשר אינן פועלות למקסום התועלת של בעלי-המניות בכך שהוא יתמחר את מניותיהן בערך נמוך יותר; ערך נמוך של המניות הוא אינדיקציה לכך שהחברות אינן מנוהלות באופן אופטימלי — עובדה ה"מזמינה" השתלטות של גורם חיצוני על החברה אשר יחליף את ההנהלה הכושלת בהנהלה יעילה יותר¹⁶⁰. רק שוק משוכלל ונוזל יכול לשמש פקח יעיל על החברות, משום שרק שוק כזה ממהר "להעניש" ו"לתת פרס" על כל פעולה של ההנהלה. Rule 10b-5 נתפס בארצות-הברית כאחד הכלים החשובים להבטחת שוק משוכלל ונוזל כזה; הגם שעלותו לחברות ולבעלי-המניות גבוהה מניח המשפט האמריקני, או לפחות הניח בעבר, שתרומתו ליעילות היצרנית של החברות גבוהה יותר¹⁶¹.

למיתוס אמריקני זה אין שותפים רבים בעולם. אנגליה, אשר מבנה הבעלות של החברות הבורסאיות בה דומה לזה של ארצות-הברית, אינה שותפה למיתוס זה; וייתכן שבשל כך אין המשפט האנגלי מייחס חשיבות כה רבה ליעילות השוק המְשני ואינו מטיל סנקציות חמורות על חברות אשר אינן מוסרות מידע מלא ואמין לשוק המְשני¹⁶².

158 על תופעה זו והגורמים לה ראו M.J. Roe *Strong Managers, Weak Owners — The Political Roots of American Corporate Finance* (Princeton, 1994).

A.A. Berle & G.C. Means *The Modern Corporation & Private Property* (New York, 1932).

160 לתיאור המיתוס, אשר פרח בשנות השמונים ועל שברו היחסי בתחילת עשור זה ראו J.C. Coffee "Liquidity v. Control — The Institutional Investor as Corporate Monitor" 91 *Colum. L. Rev.* (1991) 1277.

161 לגבי התמורות המתחוללות בעניין זה בשוק ובמשפט האמריקניים ראו Coffee, שם.

162 לעומת זאת, האנגלים אווזים בעמדה מאד אנטגוניסטית לפעולות מגננה כנגד השתלטויות עוינות. הדין האנגלי מאפשר לחברות להתארגן מראש באופן המקשה על השתלטות, אך אוסר על פעולות של ההנהלה כנגד השתלטות ספציפית. לכן מותר למנהלים על-פי הדין האנגלי, בדומה לישראלי, להתקשר בחוזה-פרישה המעניקים להם הטבות מפליגות במקרה של השתלטות עוינת, אך אסור להנהלה להנפיק "גולות-רעל" כנגד השתלטות כזו. ראו Gower, לעיל הערה 47, בעמ' 712-713. לעומת זאת, דיני-החברות האמריקניים, הנחקקים על-ידי המדינות, נותנים להנהלות חופש-פעולה

המשפט האנגלי מייחס חשיבות רבה לשיתוף־הפעולה בין המשקיעים המוסדיים לבין החברות ולתרומה של המשקיעים המוסדיים לניהול היעיל של החברות¹⁶³. הכלל האנגלי של *Caparo v. Dickman* מדרבן שיתוף־פעולה כזה משום שהוא מעניק את היתרון של אחריות משפטית רק למשקיע אשר חושף בפני הנהלת החברה את כוונתו להסתמך על המידע. הכלל האמריקני, לעומת זאת, על־פיו כל משקיע זכאי לתבוע בגין פרט מטעה, מדרבן משקיעים לסחור בשוק ולא לשתף את החברה במידע על הסתמכותם או במידע אחר על החברה. למחלוקת בין שתי תפיסות עולם אלו, זו האמריקנית וזו האנגלית, אין רלבנטיות ממשית לשווקים בעלי מבנה בעלות שונה מזה של האנגלי והאמריקני¹⁶⁴. מבנה הבעלות על החברות הכורסאיות בישראל אינו דומה למבנה הבעלות בשוק האמריקני או האנגלי אלא דווקא לזה של השוק הגרמני¹⁶⁵. כמעט כל החברות הנסחרות בבורסה הישראלית נשלטות על־ידי מספר מצומצם של בעלי־שליטה המפקחים על ההנהלה; השתלטויות עוינות הן נדירות בשוק כזה, ולכן לשכלולו של השוק הקסני ולנויותו יש השפעה מועטה על היעילות היצרנית של חברות אלו. בכל מקרה ברור, שבין האחריות החלשה של המשפט האנגלי לזו הקשיתה יותר של המשפט האמריקני הגיוני היה למשפט הישראלי להתייבב דווקא קרוב יותר למשפט האנגלי. לכן תמוהה המגמה המשתקפת בפסיקה לאחרונה, שעליה הצבעתי במאמר זה, להכפיף מצגים המופנים לשוק הקסני לאחריות חמורה אפילו עוד יותר מזו של המשפט האמריקני. כפי שניסיתי להראות בפרק השני, וכפי שאראה בפרק הבא, מגמה זו אינה נחלתו של המחוקק הראשי בישראל.

רחב להתגונן בפני השתלטויות עוינות, ויש הסבורים שבכך הם שמים לאל את שאיפתו של המחוקק הפדרלי לייעל את שוק־השליטה.

B.S. Black & J.C. Coffee "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited 163 Regulation" 92 Mich. L. Rev. (1994) 1997

E. Bukspan *Types of Locked* ראו בשווקים שונים 164 *Control in Corporate Law* (S.J.D. dissertation, Harvard, 1995)

165 בשנת 1994 קבע המחוקק הגרמני לראשונה כי פרסום מטעה הנעשה בפזיזות מהווה עבירה פלילית והגביל את הסנקציה בגין פרסום כזה לקנס כספי של 3 מיליון מרק בלבד (סעיף 14 ל־1994 Securities Trading Act). החוק הגרמני החדש קובע במפורש שפרסום מטעה כזה אינו יכול לשמש כעילה לחביעה אזרחית (סעיף 15(2) ל־Securities Trading Act).

ה. תביעות אזרחיות על-פי חוק ניירות-ערך – ניתוח שלוש סוגיות פרשניות

בפרק זה ברצוני להדגים כיצד שיקולי המדיניות המוצעים במאמר זה עשויים להשפיע על שלוש סוגיות פרשניות בהן התלבטה הפסיקה ואשר, כמדומני, עדיין לא נאמרה בהן המלה האחרונה.

1. פרשנות המונח "מחזיק" בסעיף 52 לחוק ניירות-ערך

סעיף 52א(א) מקנה עילת תביעה ל"מחזיק" בנייר-ערך כלפי המנפיק של אותו נייר-ערך, לפיצוי על נזקים שנגרמו לו עקב הפרה של אחת מההוראות של חוק ניירות-ערך או התקנות על-פיו. על-פי סעיף 52א(ב), נושאים באחריות כלפי המחזיק גם הדיקטורים, המנכ"ל ובעל-השליטה במנפיק. מיהו אותו "מחזיק" שהחוק מעניק לו זכות תביעה כה נרחבת?

בעניין טיבון ויל¹⁶⁶ אימץ השופט טלגם גישה מרחיבה מאוד למונח זה — גישה אשר השלכותיה מרחיקות לכת אף יותר מאלה של פסק-הדין בעניין אילין נ' רוטנברג. באותו עניין מדובר בחברה אשר לטענת התובעים, הפרה את הוראות חוק ניירות-ערך בכך שלא פרסמה דיווח מידי על כך שהשקיעה סכום ניכר מהונה בניירות-ערך הנסחרים "מעבר לדלפק" בארצות-הברית. כחצי-שנה לאחר-מכן פרסמה החברה דו"ח מידי שבו גילתה כי ספגה הפסד ניכר עקב השקעה זו, ובתגובה "נפל" שער המניות של חברת טיבון ויל. השופט טלגם דחה את בקשת הנתבעים למחוק את התביעה על הסף בהיעדר עילה, וביסס את האחריות הפוטנציאלית של החברה, מנהליה ובעל-השליטה בה לא רק על חובת הזהירות כלפי הסוחרים בשוק המשוני, אלא גם על פרק ח'2 לחוק ניירות-ערך המטיל על החברה, מנהליה ובעל-השליטה בה אחריות "כלפי המחזיק בניירות-ערך שהנפיק לנזק שנגרם לו כתוצאה מכך שהמנפיק הפר הוראה של חוק זה או תקנות לפיו...". לפי השופט טלגם, אחריות זו חלה כלפי כל מי שהחזיק בניירות-הערך של החברה בעת שנודע לציבור אודות ההפסדים שנגרמו כתוצאה מן ההשקעה ונגרמה המפולת בשער המניות של טיבון ויל. מדובר אפוא בכלל אחריות עוד יותר רחב מזה שנקבע בעניין אילין נ' רוטנברג: מהלכת אילין נ' רוטנברג עולה; ש"רק" מי שרכש ניירות-ערך של החברה בתקופה שבה עלה שערם של ניירות-הערך (או מי שמכר בתקופה שבה דוכא שער ניירות-הערך) עקב ההטעיה רשאי לתבוע, ואילו מפסיקתו של

166 ת"א (ת"א) 417/94 המר' 3582/95 טיבון ויל אחזקות בע"מ נ' דיצר ואח' (טרם פורסם).

השופט טלגם נובע שרשאים גם לתבוע כל מי שהחזיקו בניירות־הערך של החברה ערב הריעות אשר תיקן את ההפרה¹⁶⁷.

כדי להבין טוב יותר את הבעייתיות בגישתו של השופט טלגם נבחין בין שני מצבים היפותטיים: אפשרות ראשונה היא, שלו פרסמה חברת טיבון ויל את השקעתה בחברה האמריקנית במועד הנדרש¹⁶⁸, היה שער מניותיה של החברה כבורסה יורד מיד. במקרה כזה היו המחזיקים במניות טיבון ויל ביום הפרסום סופגים את הנזק ממילא. מכאן ברור, שהנזק אשר נגרם למחזיקים אלו אינו נובע מהפרת החוק, אלא מעצם ההשקעה¹⁶⁹. האפשרות השנייה היא, שפרסום הידיעה במועד שבו בוצעה ההשקעה בפועל לא היה גורם לירידה בשער המניות של טיבון ויל. זוהי האפשרות הסבירה יותר, משום שטיבון ויל רכשה את מניות החברה האמריקנית במחיר השוק ואין כל סיבה להניח שמחיר שוק

167 הברל נוסף בין שני פסקי־הדין נוגע לדרישת ההסתמכות: מפסק־הדין בעניין אילין נ' דוטנברג עולה, שרק מי שהסתמך על ההטעיה יכול לתבוע את נזקו, ואילו מפסק־הדין של השופט טלגם עולה שאין כל צורך בהוכחת ההסתמכות. לעניין זה אשוב לדון להלן במסגרת הדיון כתובענות ייצוגיות, להלן הערות 210-211 והטקסט הנלווה להן.

168 אין זה כלל ברור אם חלה על טיבון ויל חובה לפרסם את דבר השקעתה בחברה האמריקנית. לטיבון ויל עשוי להיות אינטרס לגיימי לשמור את השקעתה בסוד. למשל: ייתכנו מצבים שבהם חברה ישראלית תהיה מעוניינת להשתלט על חברה אמריקנית על דרך של הצעת רכש. לפני ההכרזה על הצעת הרכש, החברה הישראלית תהיה מעוניינת לאסוף באופן דיסקרטי מניות של החברה האמריקנית. חיוב החברה הישראלית לפרסם את העובדה שהיא אוספת מניות של החברה האמריקנית, עוד לפני השלב שהחברה נדרשת לצאת בפרסום כזה על־פי החוק האמריקני, מציב את החברות הישראליות בנחיתות לעומת מתחרותיהן בשוק האמריקני.

169 למעשה אחת מטענות התובעים היא, שעצם ההשקעה היא פרט מטעה בתשקיף: לטענתם, הנתבעים יצרו רושם מוטעה בתשקיף בכך שתיארו את החברה כפעילה בתחום המזון, ואילו ההשקעה הנ"ל היתה מחוץ לקר־פעילות זה. השופט טלגם קובע שיש לתובעים, לפחות לכאורה, עילת תביעה לפי סעיף 31 לחוק ניירות־ערך. גם עילת תביעה זו אינה ברורה בעיני: התובעים לא טענו שבעת פרסום התשקיף עסקה החברה בפעילות שונה מזו שתוארה בתשקיף. הם גם לא טענו שמנהלי־החברה ידעו בעת שנתתם התשקיף כי החברה עומדת לבצע השקעה התורגמת מתחום המזון, וגם אם ידעו — ספק אם חובה הייתה עליהם לפרסם תחזית עסקית זו בתשקיף. נראה שכב' השופט טלגם פירש את "תיאור הפעילות" כ"התחייבות תשקיפית" שלא לחרוג מתחום עסקי המזון, אך התייחסות כזו מעוררת כמה תהיות: ראשית, התייחסות כזו לתשקיף מחזירה למשפט הישראלי בדלת האחורית גרסה מפקפקת של דוקטרינת ה"אולטרה וירס". שנית, התייחסות כזו לתשקיף מנוגדת לתפישה המקובלת בשוק לגבי תפקידו של התשקיף כמסמך המתאר מצב עובדתי נכון ליום פרסומו של התשקיף. שלישית, גם אם מדובר היה בהתחייבות תשקיפית, הרי שהפרתה אינה הופכת את ההתחייבות לפרט מטעה בתשקיף המקנה עילת תביעה לפי סעיף 31 לחוק ניירות־ערך (ת"א 1248/93 קוגלר נ' תעשיות רוגוזין [טרם פורסם] ואף אינה מהווה הפרה של הוראות חוק ניירות־ערך, כנדרש לשם הגשת תביעה לפי סעיף 32 לחוק זה.

זה היה מופקע. גם במקרה כזה הנזק לתובעים לא נגרם עקב הפרת הוראות החוק אלא מכך שההשקעה לא עלתה יפה. האחריות של המנהלים בגין השקעה לא-יוצלחת זו היא כלפי החברה, והנזק שנגרם עקב השקעה זו הוא נזקה של החברה ורק באופן עקיף של המחזיקים. לכן אחריותם של המנהלים בגין השקעה זו צריכה להיבחן לפי השאלה, אם הפרו את חובת הזהירות שלהם לחברה ואם חרגו מ"שיקול הדעת העסקי", ולא במסגרת של סעיף 52א¹⁷⁰.

הכוונת האחריות במקרים כדוגמת טיבון ויל לעבר המחזיקים בניירות-הערך של החברה, במקום לעבר החברה עצמה, יוצרת קושי נוסף: קבוצת-התובעים כוללת את ציבור בעלי-המניות בחברה (למעט בעלי-השליטה אשר היו נתבעים). כאשר בוחנים את טיב התלונה של התובעים, הרי שאלה מלינים על כך שהחברה הגדילה את הסיכונים מעבר לאלה שבהם עסקה בדרך-כלל מבלי לדווח על כך. ברור שניצבים *ex post*, לאחר שהגדלת הסיכון נכשלה, בעלי-המניות נפגעו מכך ומנסים להחזיר לעצמם את שהפסידו. אך *ex ante* עסקה זו משרתת בראש ובראשונה את האינטרס של בעלי-המניות מן הציבור, ופוגעת בבעלי-השליטה בחברה ובנושיה: הגדלת הסיכונים פוגעת בבעלי-השליטה בחברה, משום שאלה אינם מחזיקים תיק-השקעות מגוון, אלא מרכזים חלק ניכר מהונם בחברה; והנה דווקא בעלי-השליטה מצאו את עצמם כצד הנתבעים. נפגעים עוד יותר מהגדלת הסיכונים הם נושי החברה; וככל שיחס המינוף של החברה גבוה יותר, כך הגדלת סיכונים זו משפרת יותר את מצב בעלי-המניות על חשבון הנושים¹⁷¹. מתן זכות התביעה לבעלי-המניות יגרום לפגיעה נוספת בנושים: לא רק שהחברה הגדילה את סיכונה ולא רק שהחברה הפסידה כתוצאה מהגדלת סיכונים זו — אלא שעתה החברה תיאלץ לשלם סכומים נוספים לבעלי-המניות של החברה ובכך יגדל הסיכון של נושי החברה עוד יותר. ייחוד זכות התביעה לחברה הוא הדרך הסבירה ביותר לפתור קונפליקט זה בין בעלי-המניות ובין הנושים של החברה.

170 לגישה דומה ראו, למשל, ת"א (ת"א) 1149/93 מגן וקשת נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ (לא פורסם). למעשה, אם תאומין גישתו של השופט טלגם, יעדיפו תמיד בעלי מניות (או מחזיקים בניירות-הערך אחרים), להגיש תביעה אישית (או ייצוגית) על פני התביעה הנגזרת. ברוב המקרים בהם החברה נוהלה ברשלנות ניתן יהיה לאתר רגע מסוים בו מנהלי החברה לא דיווחו כראוי על התרשלנותם. התביעה האישית (והייצוגית) נוחה יותר לנתבע מן התביעה הנגזרת: מעבר ליתרונות הפרוצדוראליים, נטל ההוכחה בתביעה על הפרה של חובת הזהירות מוטל על התובע ולאור כלל "שיקול הדעת העסקי" מדובר בנטל כבד, ואילו בתביעה לפי סעיף 52א מוטל על שכם הנתבעים נטל כבד להוכיח כי לא התרשלו.

171 ראו, למשל, א' פרוקצ'יה "מימון דק, הרמת מסך והגבלת אחריות דיניי חברות" עיוני משפט ו (תשל"ח) 526.

לכאורה מי שמחזיק בניירות־הערך של החברה יכול לטעון, שלו גילתה החברה את השקעתה הספקולטיבית במועד, הרי שעל־אף שהדיווח לא היה משפיע על השער, הוא היה משפיע על החלטתו האישית למכור את ניירות־הערך של החברה. כלומר: מדובר שוב באותו משקיע בעל "טעם" מיוחד שבו דגתי לעיל¹⁷². למשל: ייתכן ש"טעם" של חלק מן התובעים מעדיף השקעות בתחום המזון, ולו ידעו שהחברה הרחיבה את פעילותה לענפים אחרים, היו מוכרים את החזקותיהם בחברה. ייתכן גם שאחדים מקבוצת התובעים אינם מחזיקים בתיק מגוון של ניירות־ערך, אלא מרכזים, כמו בעל־השליטה, חלק ניכר מהשקעתם בחברת טיבון ויל, ולו ידעו אלו שהחברה הגדילה את סיכונה היו מוכרים את ניירות־הערך של החברה. אך גם אם ישנם משקיעים "מיוחדים" כאלה¹⁷³, ספק אם ניתן להצדיק את ההחלטה בעניין טיבון ויל: ראשית, תביעה על בסיס כזה מחייבת הוכחה של התכונות המיוחדות של התובע ושל הסתמכותו של התובע על הפרסום המטעה וברור שתביעה כזו אינה יכולה להתברר במסגרת של תובענה ייצוגית¹⁷⁴. שנית, מכיוון שהפרסום הופנה לקהל אנונימי, ולמפרסם אין כל אפשרות לחזות את תגובותיו המיוחדות של משקיע בעל "טעם" חריג, אין מנוס מלהעמיד לנגד עיני המפרסם — או ליתר דיוק: לנגד עיני המשפט — את מודל המשקיע המחזיק תיק מגוון של השקעות¹⁷⁵. בניגוד לחובתו של יועץ־ההשקעות להתאים את תיק־ההשקעות של כל לקוח ל"טעמו"¹⁷⁶, החברה צריכה לשקול את טובת בעלי־המניות כקבוצה. המשימה לשקול את טובתו של בעל־מניות ספציפי בעל תכונות מיוחדות היא לא רק בלתי־אפשרית, אלא גם תפגע בהכרח בטובת בעלי־המניות כקבוצה. הטלת חובה כזו מכוח סעיף 52 לחוק ניירות־ערך, כמתבקש מההחלטה בעניין טיבון ויל, תביא לתוצאה חמורה במיוחד; שכן סטנדרט האחריות של סעיף זה דומה לסטנדרט של סעיף

172 לעיל הערה 27.

173 יש עוד מקרה חריג שבו מחזיק עשוי לטעון כי נגרם לו נזק כתוצאה מפרסום מטעה: זהו המחזיק הניתן ביכולת טובה מזו של השוק בפיענוח המשמעות של מידע המתפרסם בשוק. למשל: ניתן לדמיין "מחזיק" בניירות־ערך של טיבון ויל אשר יטען שלו דיווחה החברה על השקעתה במועד נדרש, הדבר אכן לא היה משפיע על שער ניירות־הערך בשוק, אך מכיוון שהוא מסוגל לפענח טוב יותר מן השוק את המידע הנ"ל, היה הוא יודע שהשקעה זו תרד לטמיון ועל־כן היה מוכר את אתזקותיו בחברה ומונע מעצמו הפסד. טענה זו עומדת כמובן בסתירה מוחלטת להנחת השוק היעיל (ובמקרה של טיבון ויל, מכיוון שההשקעה היתה בניירות־ערך של חברה אמריקנית, מדובר בסתירה של הנחת השוק היעיל לא רק לגבי השוק הישראלי, אלא גם לגבי זה האמריקני); וספק בעיני אם סעיף 52 נועד להגן דווקא על משקיע־על מסוג זה. בכל מקרה, גם טענה זו כפופה לביקורת הנ"ל על זכות התביעה של המשקיע בעל ה"טעם" המיוחד.

174 ראו להלן הערה 210 והטקסט הנלווה לה.

175 לעיל הערה 27.

176 סעיף 12 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

31 לחוק ניירות-ערך, ומכאן שהדבר יחייב כל מנפיק לבחון את מצב עסקיו באופן מתמשך בשקידה ראויה, כאילו בכל רגע נתון הוא יוצא בהצעה לכל ציבור המחזיקים בכל ניירות-הערך אשר הונפקו בעבר על-ידי החברה¹⁷⁷.

כאן מתבקשת השאלה: מיהו אפוא ה"מחזיק" אשר סעיף 52 איא מקנה לו זכות תביעה בגין הפרת הוראות החוק והתקנות שהותקנו על-פיו?

אפשרות אחת היא, ש"מחזיק" הוא מי שנייר-הערך נמצא ברשותו ביום הגשת התביעה. אפשרות זו נדחתה על-ידי בית-המשפט העליון, ובצדק, באופן קטיגורי¹⁷⁸. אימוץ דרך פרשנית זו היה גורם לכך ש"מחזיק" בעל זכות תביעה אינו יכול למכור את ניירות-הערך שברשותו מבלי לוותר על זכות התביעה, ולכך עלולות להיות השלכות קשות ומיותרות על הסחירות בשוק ניירות-הערך.

אפשרות שנייה היא, שה"מחזיק" על-פי סעיף 52 איא הוא מי שהפרת הוראות החוק גרמה לו הפסד בעסקה שביצע בנייר-ערך של החברה. חברה אשר פרסמה דו"ח תקופתי או מידי ובו פרט מטעה, או לא פרסמה דו"ח שחייבת היתה לפרסמו, ומעשה או מחדל זה גרמו לעלייה (או לירידה) בשער המניות של החברה — עשויה להיטבע על-ידי כל מי שרכש (או מכר) ניירות-ערך של החברה במחיר גבוה (או נמוך) מן המחיר שבו היה נסחר נייר-הערך לולא אותה הטעיה¹⁷⁹. על-פי גישה זו הופך סעיף 52 איא לגרסה ישראלית ומחמירה של Rule 10b-5 האמריקני. אלא שפרשנות זו גם היא אינה סבירה: מבחינה לשונית היא אינה מתקבלת על הדעת משום שהיא מתעלמת מן האבחנה אותה יצר המחוקק בין "מחזיק" בסעיף 52 לבין "מי שמכר או רכש" בסעיף 31 לחוק¹⁸⁰. פרשנות זו גם מייתרת כמעט לחלוטין את סעיף 31 לחוק, שכן האחריות על-פי סעיף

177 זאת בניגוד להלכה בעניין אילון נ' רוטנברג, לעיל הערה 8, אשר על-פיה כפופה החברה לחובת זהירות "רק" כלפי מי שרכש (או מכר) ניירות-ערך בתקופה שבה רומם (או דוכא) שער המניות של החברה על-ידי הפרסום המטעה, רק אם הלה הסתמך על הפרסום המטעה, וסטנדרט האחריות הוא "רק" זה של פקודת הנזיקין ולא של חוק ניירות ערך.

178 רע"א 1701/93 טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ ואח' נ' זת חברה ליעוץ כלכלי בע"מ ואח', פ"ד מז(5) 476.

179 אם תאומץ פרשנות זו, הרי שלפחות ככל שמדובר בנתבעים שבהם דן סעיף 52 איא לא יהיה יותר צורך בהלכת אילון נ' רוטנברג, משום שהאחריות שסעיף 52 איא קובע רחבה יותר מזו של נורמת הרשלנות של דיני הנזיקין.

180 על כך שהמחוקק ברר את מלותיו אלה בקפידה ושהוא יצר הבחנה ברורה בין "מחזיק" ל"מי שמכר או רכש", ניתן ללמוד גם מסעיף 38 לחוק ניירות-ערך, תשכ"ח-1968, הקובע כי בעל עניין אשר הפר את חובות הדיווח שהוא כפוף להן לפי סעיפים 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 121, 122, 123, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 139, 140, 141, 142, 143, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 157, 158, 159, 160, 161, 162, 163, 164, 165, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 189, 190, 191, 192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 219, 220, 221, 222, 223, 224, 225, 226, 227, 228, 229, 230, 231, 232, 233, 234, 235, 236, 237, 238, 239, 240, 241, 242, 243, 244, 245, 246, 247, 248, 249, 250, 251, 252, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 266, 267, 268, 269, 270, 271, 272, 273, 274, 275, 276, 277, 278, 279, 280, 281, 282, 283, 284, 285, 286, 287, 288, 289, 290, 291, 292, 293, 294, 295, 296, 297, 298, 299, 300, 301, 302, 303, 304, 305, 306, 307, 308, 309, 310, 311, 312, 313, 314, 315, 316, 317, 318, 319, 320, 321, 322, 323, 324, 325, 326, 327, 328, 329, 330, 331, 332, 333, 334, 335, 336, 337, 338, 339, 340, 341, 342, 343, 344, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 352, 353, 354, 355, 356, 357, 358, 359, 360, 361, 362, 363, 364, 365, 366, 367, 368, 369, 370, 371, 372, 373, 374, 375, 376, 377, 378, 379, 380, 381, 382, 383, 384, 385, 386, 387, 388, 389, 390, 391, 392, 393, 394, 395, 396, 397, 398, 399, 400, 401, 402, 403, 404, 405, 406, 407, 408, 409, 410, 411, 412, 413, 414, 415, 416, 417, 418, 419, 420, 421, 422, 423, 424, 425, 426, 427, 428, 429, 430, 431, 432, 433, 434, 435, 436, 437, 438, 439, 440, 441, 442, 443, 444, 445, 446, 447, 448, 449, 450, 451, 452, 453, 454, 455, 456, 457, 458, 459, 460, 461, 462, 463, 464, 465, 466, 467, 468, 469, 470, 471, 472, 473, 474, 475, 476, 477, 478, 479, 480, 481, 482, 483, 484, 485, 486, 487, 488, 489, 490, 491, 492, 493, 494, 495, 496, 497, 498, 499, 500, 501, 502, 503, 504, 505, 506, 507, 508, 509, 510, 511, 512, 513, 514, 515, 516, 517, 518, 519, 520, 521, 522, 523, 524, 525, 526, 527, 528, 529, 530, 531, 532, 533, 534, 535, 536, 537, 538, 539, 540, 541, 542, 543, 544, 545, 546, 547, 548, 549, 550, 551, 552, 553, 554, 555, 556, 557, 558, 559, 560, 561, 562, 563, 564, 565, 566, 567, 568, 569, 570, 571, 572, 573, 574, 575, 576, 577, 578, 579, 580, 581, 582, 583, 584, 585, 586, 587, 588, 589, 590, 591, 592, 593, 594, 595, 596, 597, 598, 599, 600, 601, 602, 603, 604, 605, 606, 607, 608, 609, 610, 611, 612, 613, 614, 615, 616, 617, 618, 619, 620, 621, 622, 623, 624, 625, 626, 627, 628, 629, 630, 631, 632, 633, 634, 635, 636, 637, 638, 639, 640, 641, 642, 643, 644, 645, 646, 647, 648, 649, 650, 651, 652, 653, 654, 655, 656, 657, 658, 659, 660, 661, 662, 663, 664, 665, 666, 667, 668, 669, 670, 671, 672, 673, 674, 675, 676, 677, 678, 679, 680, 681, 682, 683, 684, 685, 686, 687, 688, 689, 690, 691, 692, 693, 694, 695, 696, 697, 698, 699, 700, 701, 702, 703, 704, 705, 706, 707, 708, 709, 710, 711, 712, 713, 714, 715, 716, 717, 718, 719, 720, 721, 722, 723, 724, 725, 726, 727, 728, 729, 730, 731, 732, 733, 734, 735, 736, 737, 738, 739, 740, 741, 742, 743, 744, 745, 746, 747, 748, 749, 750, 751, 752, 753, 754, 755, 756, 757, 758, 759, 760, 761, 762, 763, 764, 765, 766, 767, 768, 769, 770, 771, 772, 773, 774, 775, 776, 777, 778, 779, 780, 781, 782, 783, 784, 785, 786, 787, 788, 789, 790, 791, 792, 793, 794, 795, 796, 797, 798, 799, 800, 801, 802, 803, 804, 805, 806, 807, 808, 809, 810, 811, 812, 813, 814, 815, 816, 817, 818, 819, 820, 821, 822, 823, 824, 825, 826, 827, 828, 829, 830, 831, 832, 833, 834, 835, 836, 837, 838, 839, 840, 841, 842, 843, 844, 845, 846, 847, 848, 849, 850, 851, 852, 853, 854, 855, 856, 857, 858, 859, 860, 861, 862, 863, 864, 865, 866, 867, 868, 869, 870, 871, 872, 873, 874, 875, 876, 877, 878, 879, 880, 881, 882, 883, 884, 885, 886, 887, 888, 889, 890, 891, 892, 893, 894, 895, 896, 897, 898, 899, 900, 901, 902, 903, 904, 905, 906, 907, 908, 909, 910, 911, 912, 913, 914, 915, 916, 917, 918, 919, 920, 921, 922, 923, 924, 925, 926, 927, 928, 929, 930, 931, 932, 933, 934, 935, 936, 937, 938, 939, 940, 941, 942, 943, 944, 945, 946, 947, 948, 949, 950, 951, 952, 953, 954, 955, 956, 957, 958, 959, 960, 961, 962, 963, 964, 965, 966, 967, 968, 969, 970, 971, 972, 973, 974, 975, 976, 977, 978, 979, 980, 981, 982, 983, 984, 985, 986, 987, 988, 989, 990, 991, 992, 993, 994, 995, 996, 997, 998, 999, 1000.

52יא מוגברת כמו זו של סעיף 31 לחוק¹⁸¹, ותחולתה על מישור הזמן רחבה אף יותר¹⁸². אינני מכיר אף שיטת־משפט המטילה אחריות כה חמורה בגין דיווחים מטעים לשוק המשני¹⁸³. מובן שפרשנות רחבה זו עומדת בניגוד גמור לכל שיקולי המדיניות שבהם דנתי במאמר זה.

הדרך המוצעת על־ידי לפרש את המונח "מחזיק" בסעיף 52יא היא, שהמונח מתייחס אך ורק למי שהנוק הנגרם לו נובע ממעמדו כ"מחזיק" ולא מכך שסחר בנייר־הערך¹⁸⁴. לפי גישתי, המבחן לתחולתו של סעיף 52יא הוא כדלקמן: לתובע זכות תביעה על־פי סעיף זה רק אם הנזק שהוא טוען לו היה נגרם גם לו החזיק בנייר־הערך לאורך כל התקופה שבה הופרו הוראות החוק על־ידי הנתבע ורק אם הנזק היה נמנע לולא הופרו הוראות החוק¹⁸⁵. מובן שמקרה טיבון ויל אינו עונה על מבחן זה, משום שעמידתה של טיבון ויל בהוראות החוק לא היתה מונעת את הנזק ממי שהחזיק בניירות־הערך במשך כל התקופה שבה הופרו הוראות החוק. הדוגמא הקלסית למקרה המקיים לכאורה מבחן זה היא פרשת טבע¹⁸⁶: התובעים הם קבוצת המחזיקים בכתיב־

181 האחריות לפי סעיף 52יא היא אחריות מוגברת כמו זו של סעיף 31 במובן זה שנטל ההוכחה על כך שלא היתה התרשלות מוטל על הנתבע. עם זאת, קיים שוני מסוים בהיקף ההגנה: לפי סעיף 52יא, קמה לנתבע הגנה בפני אחריות לפי סעיף 52יא אם נקט את כל האמצעים הנאותים כדי למנוע ההפרה. הגנה זו זהה להגנה שסעיף 33 מקנה בפני האחריות על־פי סעיף 31, ובהנחה שהגנה זו דומה להגנת השקידה הראויה (due diligence) המוכרת מסעיף 11 ל־Securities Act 1933 האמריקני, הרי שזו הגנה קשה מאוד לביסוס (ראו [S.D.N.Y. 1968] 643 F. Supp. 283 *Escott v. Bar Chris*). אך סעיף 52יא מקנה גם הגנה נוספת, אשר לא קיימת בתביעה לפי סעיף 31, אם הנתבע יוכיח שלא ידע, לא היה עליו לדעת ולא יכול היה לדעת על ההפרה. לא ברור מה טיבה של הגנה זו, אם היא מוסיפה דבר־מה על ההגנה הראשונה אם לאו.

182 תקופת ההתיישנות על תובענה לפי סעיף 52יא ארוכה מזו של סעיף 31.

183 כאמור, במשפט האמריקני קמה אחריות כזו רק בתרמית, ואילו באנגליה ספק אם מוכרת בכלל עילת תביעה כזו — לעיל הערות 46–52 והטקסט הנלווה להן.

184 הפרשנות המוצעת כאן מתיישבת היטב עם ההבחנה הלשונית בין סעיף זה, המקנה את עילת התביעה ל"מחזיק", ובין סעיף 31 אשר כמו כלל 5–10b האמריקני מקנה עילת תביעה למי שמבצע עסקה. גם סיפת הסעיף, המטילה על המנפיק אחריות כלפי המחזיקים באגרות־חוב בשל הפרה של "הוראות שטר הנאמנות", מלמדת שאין מדובר בהפרות הגורמות נזק רק למי שסחר בניירות־ערך, אלא בהפרות הפוגעות במחזיקים ככאלה.

185 כפי שיובהר להלן, אין מבחן זה מחייב שהתובע צריך להחזיק בפועל בנייר־הערך בכל אותה תקופה שבה הפרה החברה את ההוראות.

186 לעיל הערה 178. מובן שניתן לחשוב גם על דוגמאות נוספות למקרים שבהם ניתן לעשות שימוש בסעיף 52יא. למשל: ייתכן שבמקרה בו הנהלת חברה־מטרה פועלת נגד הצלחתה של הצעת רכש ועושה כן תוך הפרה של חוק ניירות־ערך והתקנות שהותקנו על־פיו, במיוחד תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התשנ"ד–1994 — יהיו המחזיקים בניירות־הערך רשאים לתבוע את החברה בגין הנזקים

אופציות אשר הונפקו על-ידי חברת טבע בע"מ, ולטענתם הפרה טבע את חובתה לפרסם דו"ח מידי על כך שקיבלה אישור לשיווק תרופה. לו פרסמה טבע את הדו"ח, היתה האופציה נכנסת "לתוך הכסף"¹⁸⁷ והם היו יכולים לממש את זכותם לרכוש מניות במחיר הקבוע בכתב האופציה. מכיוון שטבע השתתתה ופרסמה את הדו"ח כשלוש שעות לאחר פקיעת האופציות¹⁸⁸, הפכה האופציה חסרת כל ערך. הנזק הנטען כאן

שנגרמו להם עקב הפרה זו. כמובן ייתכן שתקום למחזיקים בניירות הערך של החברה עילת תביעה לפי סעיף 52 במקרה שבו הפרת החוק גורמת למחיקת ניירות הערך מן המסחר בבורסה. 187 אופציה היא "כתוך הכסף" (at the money) אם נייר-הערך אליו המירה האופציה נסחר במחיר גבוה מעלות המימוש של האופציה; זהו מצב שבו מימוש האופציה כדאי. אופציה היא "מחוז לכסף" אם מימוש האופציה כרוך בתשלום הגבוה משער נייר-הערך שהאופציה המירה אליו; זהו מצב בו המימוש אינו רווחי.

188 שאלה נפרדת, משיקה לתחומו של מאמר זה, היא אם השהיה זו של הדיווח, מהווה הפרה של החוק אם לאו. חקנות ניירות-ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, בנוסחן אז, חייבו את התאגיד להגיש דו"ח מידי "סמוך ככל האפשר לתאריך שבו התרחש האירוע או שבו נודע לחברה על התרחשותו, ולא יאוחר מאשר שבעה ימים מאותו תאריך...". ניסוח זה מעורר תמיהה: אם אפשר לפרסם לפני תום אותם שבעה ימים, הרי שהמגבלה של שבעה ימים נראית מיותרת; ואילו אם אין אפשרות לפרסם לפני שעברו אותם שבעה ימים, לא ברור כיצד ניתן לדרוש מן החברה לעשות את הבלתי-אפשרי. אפשרות אחת ליישוב הסתירה היא, שהסעיף מכיר בכך שלעתים דיווח חפזי מדי עלול להיות שגוי ועל-כן הוא מאפשר לחברה שהות של עד שבעה ימים לבדוק את מהימנות הדיווח. לפי גישה זו, על בית-המשפט לבחון אם החברה נקטה את כל האמצעים הנאותים, כפי שמחייב סעיף 52, לוודא את נכונות המידע ולפרסמו בהקדם האפשרי. לפי גישה זו, המשמעות של מגבלת "שבעה הימים" היא, שאפילו לא הצליחה החברה לוודא את נכונות המידע, היא חייבת לפרסמו לפני חלוף שבעה הימים.

דרך אחרת ליישוב הקושי היא לומר, שהסעיף מאפשר לחברה להשהות את הדיווח עד שבעה ימים במקרים שבהם "טובת החברה" מחייבת השהיה כזו. לפי גישה זו, מכירה התקנה בכך שלעתים פרסום המידע פוגע בחברה בכך שהוא שולל ממנה את האפשרות הלגיטימית להפיק תועלת מן המידע לפני פרסומו (ראו דיון לעיל, בפרק הרביעי של המאמר). סכנה זו מוחשית ביותר בהתחשב בעובדה שהתקנות מחייבות דיווח מידי גם על אירועים, כמו ניהול משא-ומתן לביצוע עסקה, אשר בארצות אחרות אין לגביהם כלל חובת דיווח — לא מיידית ולא תקופתית. אם תתקבל פרשנות זו, הרי שאז מקרה טבע מהווה הזדמנות עבור בית-המשפט העליון לגבש עמדה באשר למשמעות המושג "טובת החברה": אם הכוונה היא לטובתה של החברה כאישיות משפטית עצמאית או לטובתם של בעלי-המניות של טבע כקבוצה, הרי שהנהלת טבע פעלה כראוי, שכן היא מנעה מבעלי-האופציות לרכוש מניות מן החברה במחיר המימוש — מחיר הזול מן המחיר שטבע יכולה לקבלו בשוק. פרופ' א' פרוקצ'יה (במאמרו "הבעלות על הפירמה וסייגיה", משפטים כב (תשנ"ג) 301) מציע לראות בטובת החברה כ"מקסום התועלת של כלל בעלי האגטרסים בחברה" — לפי גישה זו, ההחלטה של טבע לעכב את שחרור המידע לא היתה מחויבת מחובת האמון שלהם כלפי החברה, שכן היא רק העבירה עושר מקבוצה אחת (מחזיקי האופציות) לקבוצה אחרת (בעלי-המניות) של בעלי-אגטרסים בחברה.

למחזיקים בכתבי־האופציות נובע מהחזקתם בניירות־הערך — הנזק היה מתרחש גם אם איש לא היה מבצע עסקה בניירות־הערך¹⁸⁹. בניגוד לפרסום המופנה לציבור הסוחרים בשוק המשוני, כאשר מסתכלים על כל המחזיקים בכתבי־האופציה כקבוצה, הרי שאלה ספגו נזק, ואילו המנפיק הוא זה שהפיק רווח מן ההטעיה.

למעשה בשלב מימוש האופציות, כמו בהצעת מניות לציבור, מתבצעת עסקה בין החברה ובין המשקיעים, בה מגייסת החברה הון. בשלב זה איננו עוסקים במסחר בשוק המשוני, אלא בשוק הראשוני, ולכן גם כל שיקולי המדיניות שבהם עסקנו ואשר קראו להפחתת האחריות בגין מצגי־שוא אינם רלבנטיים לנסיבות אלו. בניגוד לסוחרים בשוק המשוני, אשר עשויים להעדיף לעתים שהחברה תטעה אותם, המחזיקים בכתבי־האופציות תמיד "יסבלו" מהטעיות, משום שלחברה תמיד יהיה אינטרס מנוגד לזה שלהם: אם האופציות נמצאות "מחוץ לכסף", תשאף החברה להעלות את שערן באופן מלאכותי כדי להכניסן לתוך הכסף; ואם האופציות נמצאות "עמוק בתוך הכסף", תשאף החברה להוציאן מתחום שערים זה¹⁹⁰. על־פי גישתי, סעיף 52 נועד בעיקרו למנוע את האפשרות לגייס הון מן הציבור מבלי שהמציע יגלה לציבור מידע מהותי ומבלי שישא באחריות המשפטית בגין פרט מטעה. הנפקת אופציות היא אכן דרך קלסית לגייס הון תוך התחמקות מהחובה לפרסם תשיקיף ומהאחריות המשפטית של סעיף 31 לחוק ניירות־ערך; סעיף 52 נועד לסתום את הפרצה השנייה. ייחוד סעיף 52 למקרים דוגמת טבע ג' זה גם לא יעמיס על החברות עלויות גבוהות מדי, משום שתאריך הפקיעה של האופציות, כמו במקרה של הנפקה, ידוע ומוגדר מראש על־ידי החברה.

189 כדי להבין טוב יותר את הטענה, ניתן להסתכל על תובע ותובעת פוטנציאליים: האחד מכר את מגינת טבע שהיו ברשותו במהלך אותם שלושה ימים שבהם בחרה טבע שלא לדווח לציבור, והשנייה החזיקה בכתבי־אופציות של טבע ולא עשתה בהם שום עסקה. שניהם ספגו הפסדים בגלל ההפרה: הראשון ספג נזק משום של גילתה טבע את המידע בזמן היה הוא מוכר את המניה במחיר גבוה יותר. השנייה ספגה נזק משום של גילתה טבע את המידע במועד היתה התובעת יכולה לממש את הזכות המוקנית לה בכתבי־האופציה. אלא שיש הבדל עקרוני בין שני התובעים: הנזק שנגרם לתובע נובע מכך שמכר את החזקותיו בחברה, ולו המשיך להחזיק במגיות טבע במשך כל תקופת ההטעיה, לא היה נגרם לו כל נזק. לעומת זאת, הנזק הנגרם לתובעת אינו תלוי בעסקה כלשהי; הערך של כתב האופציה ירד עקב ההטעיה והמשך ההחזקה בו לא היה מרפא את הנזק משום שהאופציה פקעה.

190 בכל־זאת קיים תחום שערים מסוים שבו לא יהיה ניגוד אינטרסים בין החברה למחזיקים ביחידות האופציות — זהו התחום שבו אמנם האופציה נמצאת "בתוך הכסף", אך לחברה בכל־זאת כדאי כי האופציות תמומשנה, משום שעלויות העסקה הכרוכות בגייס הון (עלויות ההנפקה לציבור, למשל) גבוהות מן הפער בין מחיר מימוש האופציות לשער המניות בבורסה.

מכאן שהכרה בחובת זהירות מוגברת כזו אינה מחייבת את החברה בשקידה ראויה בלתי-פוסקת, אלא רק לקראת יום הפקיעה¹⁹¹.

2. פרשנות סעיף 31 לחוק ניירות-ערך

סעיף 31 לחוק ניירות-ערך קובע, כי "מי שחתם על תשקיף... 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 פרט מטעה". מבין המגוון הרחב של השאלות הפרשניות העולות מסעיף זה אחת רלבנטית לענייננו: למי מוקנית זכות התביעה על-פי סעיף זה? ברור שמי שרכש ניירות-ערך בהנפקה עצמה רשאי לתבוע בגין הפרט המטעה. ברור גם, כי מי שרכש ניירות-ערך בשוק המשני רשאי להגיש תביעה בגין נזקיו. לא ברור לאילו ניירות-ערך מכוונים הדברים. כאן ניתן להצביע על שלוש אפשרויות:

האחת, שהכוונה היא לכל ניירות-ערך של כל חברה. מידע המתפרסם בתשקיף של חברה פלונית עשוי להשליך על עסקיה של חברה פלמונית הקשורה בחוזה עם פלונית או המתחרה בה. אם התשקיף הטעה את המשקיעים לגבי תוכן החוזה ומשמעויותיו, הרי שעשויה להיות לכך גם השפעה על שערי ניירות-הערך של החברה האחרת ולגרום נזקים למשקיעים הסוחרים בניירות-ערך שהנפיקה החברה האחרת. לפי פרשנות זו יוכל כל מי שסחר בניירות-ערך בשוק, בין אלה של החברה המנפיקה ובין של חברות אחרות, לתבוע על-פי סעיף 31 פיצוי על נזק שנגרם לו כתוצאה מההטעה בתשקיף.

האפשרות השנייה היא, שכוונת הסעיף היא לכל ניירות-הערך של החברה אשר פרסמה את התשקיף. על-פי פרשנות זו, יוכל מי שסחר באגרות-חוב של החברה לתבוע נזקים שנגרמו עקב פרט מטעה הכלול בתשקיף אותו פרסמה החברה גם אם הציעה באמצעות תשקיף זה מניות. הפרשנות השנייה היא הפרשנות המקובלת¹⁹², הגם שמבחינה לשונית היא פחות מתיישבת עם לשון הסעיף. הסעיף אינו מגביל במפורש את המושג "ניירות-ערך" לניירות-ערך שהונפקו על-ידי החברה, ועל-כן אחת משתיים — או שהמושג מתייחס לכל ניירות-ערך של כל חברה, כמוצע על-ידי הפרשנות הראשונה, או שהמושג עניינו אותם ניירות-ערך אשר הוזכרו ברישא של הסעיף, היינו: ניירות-הערך

191 אמנם כתיב-האופציה בישראל ניתנים למימוש בכל עת עד פקיעתם, אך למעשה, בשוק יעיל, יוממשו האופציות, אם בכלל, רק זמן קצר לפני פקיעתם.

192 ראו צ' כהן, לעיל הערה 38, עמ' 397-398; בועז יפעת "כלפי מי אחראי תשקיף ההנפקה" גלובס 7.4.94 ("בעוד שהאחריות בשוק הראשוני חלה על רכישת ניירות-ערך מן המציע, ולפיכך מתייחסת לניירות-הערך המוצעים בתשקיף, לגבי פעולות בשוק המשני היא רחבה יותר. האחריות חלה כלפי כל ניירות-הערך של החברה המנפיקה בבורסה לפני פרסום התשקיף"). עו"ד אברמזון גם הוא יוצא מנקודת-הנחה שזהו הדין המצוי והוא מבקש אותו — ראו דו"ח מאור, לעיל הערה 9, בעמ' 68-69.

אשר הוצעו לציבור על סמך אותו תשקיף שבו נתגלה הפרט המטעה — כמוצע על-ידי הפרשנות השלישית.

על-פי הפרשנות השלישית, זכות התביעה מוגבלת לאלה שרכשו את ניירות-הערך בהנפקה או לאלה שרכשו בשוק המסני את אותם ניירות-ערך אשר הונפקו על-פי אותו תשקיף שבו התגלה הפרט המטעה¹⁹³. לדעתי, הפרשנות האחרונה והמצרה יותר גם מתיישבת טוב יותר עם ההיסטוריה החקיקתית של הסעיף:

עד תיקון מס' 9 לחוק ניירות-ערך, אשר נחקק בשנת 1988, הכיר סעיף 31 לחוק רק בזכות התביעה של מי שרכש ניירות-ערך ישירות מן המציע. מגבלה זו התבססה על התפישה של המשפט המקובל, כפי שזו התגבשה בפסק-הדין בעניין *Peek v. Gurney*¹⁹⁴,

193 הכוונה היא לאותם ניירות-ערך ממש ולא לניירות-ערך מאותו סוג. נדגים: חברת אבג בע"מ יוצאת לראשונה בהצעה לציבור של 1,000 מניות רגילות שמספרן הסידורי 1-1,000. כעבור זמן-מה יוצאת החברה בהצעה נוספת לציבור, והפעם של 500 מניות רגילות מאותו סוג ואשר מספרן הסידורי 1,001-1,500. לפי הפרשנות השלישית, רק מי שרכש מניות שמספרן הסידורי 1,001-1,500, בין אם רכשן בהנפקה ממש בין בשוק המסני, יוכל לתבוע את נזקיו על-פי סעיף 31. ברור שפרשנות זו עלולה ליצור קשיים פרוצדורליים במקרים שבהם חברה הנפיקה סוג אחד של ניירות-ערך בכמה הנפקות שונות; תובע שרכש מניות בשוק המסני לא יוכל להוכיח כי ניירות-הערך הונפקו, דווקא הוא, על סמך התשקיף הפגום. קושי טכני זה קיים גם בארצות-הברית ולעתים הוא מכשיל את האפשרות להגיש תביעה על-פי סעיף 11 ל-*Securities Act*, 1933. ראו, למשל, *Guenther v. Cooper Life Sciences, Inc.*, 759 F. Supp. 1437 (N.D. Cal., 1990).

ייתכן שהפתרון הראוי לבעיה זו בארץ הוא ההכרה במעין "זכאות קיבוצית": למשל, כל מי שרכש שלוש מניות רגילות של חברת אבג בע"מ יחזק כמי שרכש שתי מניות שהונפקו בהנפקה הראשונה, ומניה אחת שהונפקה בשנייה. אמנם גישה זו נדחתה בארצות-הברית (ראו, *Kirkwood v. Taylor*, 590 F. Supp. 1375 D. Minn., 1984), אך הסיבה לדחייה שם היא, שבארצות-הברית קיימת אפשרות תיאורטית לשייך בין משקיע לבין המספר הסידורי של ניירות-הערך אותו רכש. בישראל, לעומת זאת, בשל שיטת המסלוקה הקיימת בבורסה בתל-אביב, אין אפשרות, ולו תיאורטית, לשייך כזה. למעשה רכישת ניירות-הערך בבורסה אינה אלא רכישת של זכות בלתי-ספציפית ב"פול" של מניות המוחזקות על-ידי חברת הרישומים בנאמנות, ואך הגיוני שהשייך בין העסקה הרעיונית לניירות-הערך הפיזי יהיה פרופורציונלי. מטעמים אלה זהו מקרה קל יחסית להכרה ב"זכאות קיבוצית" (ראו א' פורת "אחריות קיבוצית בדיני נזיקין" משפטים כג (תשנ"ד) 311, 315). זכאות קיבוצית זו גם מונעת את השירותיות הקיימת בשיטה האמריקנית, בתביעות בגין פרט מטעה בתשקיף, לגבי זהות התובעים. הפסיקה האמריקנית מכירה בחלוקה פרופורציונלית כזו של נזקים כאשר מדובר בתביעה של סוחרים בשוק המסני נגד מי שעשה שימוש במידע פנים — במקרה זה אין כל אפשרות, ולו תיאורטית, לשייך בין תובע לבין ניירות-הערך בהן סחר איש הפנים, ועל כן זכאי כל מי שסחר בתקופה במקביל לשימוש במידע פנים לחלקו היחסי בריווחי איש הפנים. לעניין זה ראו, למשל, *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 173 (2nd Cir., 1980).

194 לעיל הערה 44.

שעל-פיה מפרסם התשקיף פונה לציבור המשקיעים כדי שזה ישקיע בחברה, והוא אינו פונה לציבור הסוחר בשוק המשיני בניירות-הערך¹⁹⁵. מגבלה זו עוררה הטעיות בתשקיפים; כל טרנוקציה בשוק המשיני במניות החברה הפחזתה את הסיכון של המנפיק שיתבע להשיב את הרווח שאותו הפיק מן ההטעיה. מגבלה זו גם הקשתה על הסחירות במניות החברה משום שהרוכש ניירות-ערך ממי שרכשן בהנפקה קיבל לידו זכות פחותה מזו בה אחז המוכר. מטעמים אלו ואחרים נקבע כבר בשנת 1933, בסעיף 11 ל-Securities Act 1933 האמריקני, שזכות התביעה בגין פרט מטעה בתשקיף מוענקת גם למי שרכש בשוק המשיני ובלבד שיוכיח כי רכש את אותם ניירות-הערך אשר הונפקו על סמך התשקיף שהפרט המטעה נכלל בו¹⁹⁶. באנגליה הורחבה האחריות האזרחית באופן דומה רק בשנת 1986; וכיום, על-פי סעיף 153 ל-Financial Services Act 1986, יכול לתבוע את נזקו גם מי שרכש בשוק המשיני את אותם ניירות-ערך אשר הונפקו על סמך התשקיף המטעה¹⁹⁷. זמן קצר לאחר-מכן, בשנת 1988, תוקן סעיף 31 לחוק הישראלי

195 למגבלה זו עדיין שריר בסעיף 35 לחוק ניירות-הערך הקובע, כי רק מי שרכש ניירות-ערך מן המציע, בהסתמך על פרט מטעה בתשקיף, רשאי לבטל את העסקה ולקבל חזרה את כספו. סנקציה זו דוקנית במיוחד, שכן היא מקנה למי שרכש ניירות-ערך מעין ביטוח נגד אירועים שבינם לבין ההטעיה אין דבר. למשל: חברה פרסמה תשקיף ובו פרט מטעה באשר להיקף המלאי המצוי במחסניה. כשנה לאחר ההנפקה מתרחשת רעידת-אדמה, והמפעל כולו נהרס לרבות כל המלאי של החברה, והחברה מגיעה לחדלות פרעון. עם פינוי ההריסות מתגלה שמלאי החברה היה קטן באחוז מסרים מכפי שגולה בתשקיף. כל מי שרכש את מניות החברה והחזיק בהן עד רעידת-האדמה, יכול עתה לדרוש את ביטול העסקה ולקבל חזרה את כל כספו. ודוק, האחריות לפי סעיף 35 היא אחריות מוחלטת; היינו היא קמה אפילו לא ניתן היה בשום אופן למנוע את ההטעיה. בשל החומרה שבסנקציה הציב המחוקק כמה מגבלות על תביעה זו: מגבלת היריבות הנ"ל, מגבלת השיהוי, מגבלת ההתיישנות ומגבלת ההסתמכות. עקב חומרת הסנקציה יש, לדעתי, גם לפרש את דרישת ההסתמכות באופן רחב מן המקובל, היינו: כי אין די בכך שהסתמכותו של התובע התבטאה בכך שהפרט המטעה השפיע על המחיר של העסקה, אלא עליו להראות שלולא הפרט המטעה לא היה רוכש כלל את ניירות-הערך. רק פרשנות דוקנית זו לדרישת ההסתמכות מספקת טעם מסוים לסעד מרחיק-הלכת של הסעיף — סעד העומד בניגוד להיגיון הבסיסי של העסקה ומחזיר חלק ניכר מן הסיכונים מכתפי המשקיעים לכתפי היוזמים.

196 לעיל הערה 192. סעיף 11 ל-Securities Act 1933 גם מגביל את סכום הפיצויים, לו זכאי מי שרכש את ניירות-הערך בשוק המשיני במחיר הגבוה ממחיר ההנפקה, לנזק שהיה נגרם לתובע לו רכש את המניות במחיר ההנפקה. על ההיגיון בהגבלה זו, אשר אינה מוכרת בישראל או באנגליה, ראו מאמרי בעניין "מחיר המקסימום" לעיל הערה 95.

197 לפני חודשים מספר קבע השופט Lightman, שופט ערכאה ראשונה, תוך סטייה כרוזה מפסק-הדין בעניין *Peek v. Gurney*, כי האחריות בגין פרט מטעה בתשקיף כלפי מי שרכש את אותם ניירות-ערך בשוק המשיני, אינה רק אחריות סטטוטורית, אלא גם נזיקית. ראו *Possfund Custodian Trustee Ltd. v. Diamond* [1996] 2 All E.R. 774.

וגם הוא הרחיב את זכות התביעה כדי להתמודד בדיוק עם הכעיה שתוארה לעיל¹⁹⁸. בהיעדר אינדיקציה ברורה אחרת, אין כל סיבה טובה להניח, שבהזדמנות זו שאף המחוקק הישראלי להרחיב את מעגל הזכאים לתבוע בגין פרט מטעה בתשקיף מעבר לאלה הזכאים על-פי החוק האנגלי או האמריקני. אינני מכיר אף שיטת-משפט אשר הרחיבה באופן כזה את האחריות בגין פרט מטעה בתשקיף¹⁹⁹.

מכשול נוסף הניצב בפני הפרשנות המקובלת לסעיף 31 הוא, שלשון הסעיף מרברת ברורות על כך שזכות התביעה מוקנית לא רק ל"מי שרכש", אלא גם ל"מי שמכר... ניירות-ערך תוך כדי המסחר". אם תתקבל הפרשנות הרחבה, שלפיה יכול לתבוע את נזקיו גם מי שמכר ניירות-ערך שהונפקו עובר להנפקה שבה פורסם הפרט המטעה, יביא הדבר לתוצאה האבסורדית שחברה אשר נוקטת זהירות ומתארת את עסקיה באופן

פסק־דין זה "מומלץ" למעוניינים בסקירה שיטתית של התפתחות הדין האנגלי בסוגייה זו.

198 בדברי ההסבר להצעת החוק נאמר כדלקמן:

לפי החוק, האחריות האזרחית כלפי משקיע שניזוק מחמת הטעיה בתשקיף, חלה רק אם המשקיע רכש את נייר הערך ישירות מן המציע, דהיינו, לפני שנייר הערך נסחר בבורסה, ואילו מי שרכש את נייר הערך בבורסה ונגרם לו נזק כאמור, אינו יכול לתבוע את נזקו מכח חוק זה. מוצע להרחיב את האחריות האזרחית גם כלפי משקיע שרכש את נייר הערך שלא במישרין מן המציע אלא בבורסה (ה"ח 1843).

עם זאת, הנוסח הסופי של סעיף 31 שונה מן הנוסח אשר פורסם בהצעת החוק.

199 פרופ' ציפורה כהן הציעה להרחיב את מעגל התובעים בגין פרט מטעה אף מעבר לפרשנות הרחבה הנ"ל. ראו צ' כהן לעיל הערה 38, עמ' 399. לגישתה של פרופ' כהן, סעיף 52 מוסיף למעגל התובעים על-פי סעיף 31 את מי שנמנע מלבצע עסקה עקב פרט מטעה בתשקיף. לגישתי, תביעה כזו בלתי-אפשרית, משום שפרט מטעה אינו יכול לגרום נזק למחזיק כזה: נניח שזמן-מה לאחר פרסום התשקיף מסתבר כי היה בו פרט מטעה ועקב כך צונח שער המניות של החברה ב-50%; לכאורה יכול כל מחזיק במניות החברה לטעון שלולא ההטעיה היה מוכר את מניות החברה, אך למעשה, לולא ההטעיה היה שער המניות מלכתחילה נמוך ב-50%, ולו מכר את מניותיו היה מקבל בדיוק אותו מחיר שיכול לקבל לאחר שנודעה האמת על החברה. הנזק נגרם למחזיק כתוצאה מגילוי האמת, ולא מן ההטעיה. למעשה באופן עקיף העשירה ההטעיה את המחזיק במניות החברה ערב ההנפקה משום שהיא העשירה את החברה, אשר גייסה הון במחיר גבוה יותר; רק אם החברה תיאלץ לפצות את הניזוקים האמיתיים מן ההטעיה (דהיינו: מי שרכש את ניירות-הערך שהונפקו על סמך התשקיף המטעה), ורק אם פיצוי מלא זה יושם כולו על כיס החברה (ולא על שאר התחומים על התשקיף) — יוחזר מצבו של אותו מחזיק לקדמותו ותמנע התעשרותו מן ההטעיה. ייתכן שפרופ' כהן התכוונה לייחד תביעה זו למשקיע בעל ה"טעם" המיוחד. ראו דיון בסוגייה זו לעיל בהערות 27 ו-173 ובטקסט הנלווה אליהן.

שמרני ופסימי עלולה להיות חשופה לתביעת ענק במקרה שלאחר פרסום התשקיף יסתבר כי האמת ורודה יותר מכפי שתואר בתשקיף²⁰⁰.

נכון שהתוספת "מי שמכר" יוצרת קושי, אולי אף מהותי יותר, גם לפרשנות המוצעת על-ידי לסעיף 31. עמדתי היא, כאמור, שניתן לתבוע בגין פרט מטעה בתשקיף רק אם אפשר לחברה לגייס הון במחיר גבוה יותר מן המחיר אותו יכולה היתה החברה לגייס לו דיווחה אמת. לכן לגישתי, מי שספג נזק מפני שמכר ניירות-ערך במחיר נמוך מן המחיר הראוי להן, אינו יכול להגיש תביעה על-פי סעיף זה. למעשה, מכיון שלגישתי מוגבל סעיף 31 לניירות הערך שהוצעו על פי התשקיף, הרי שרכישת נייר ערך זה נעשתה מלכתחילה במחיר אשר "דוכא" על ידי ההטעיה ועל כן פרט מטעה "פסימי" כזה אינו יכול לגרום נזק במכירה. כיצד בכל זאת ניתן ליישב בין לשונו המפורשת של סעיף 31 לעמדתי הפרשנית? ייתכן שכוונת המחוקק בתוספת "מי שמכר" היתה (ואני סבור שהוא ביטא אותה באופן שלומיאלי למדי) להבהיר את הברור מאליו, היינו: שמי שרכש את ניירות-הערך בהנפקה (או במהלך המסחר) יכול להגיש את התביעה אפילו אם מכר את המניות לפני הגשת התביעה, כלומר: למנוע אותו ספק אשר הועלה בהקשר לסעיף 52יא על-ידי חברת טבע לגבי המונח "מחזיק" ונפתר בהחלטת בית-המשפט העליון בעניין טבע ג' זת²⁰¹. כוונת המחוקק לא היתה, כי מי שספג נזק עקב המכירה עצמה יוכל

200 נדגים: חברת אבג בע"מ היא חברה בורסאית אשר מיליון מניותיה מוחזקות בידי ציבור המשקיעים ונסחרות בשער של 100 דולר למניה. עיקר עיסוקה של אבג בע"מ הוא מחקר רפואי. החברה מחליטה על גיוס של 10 מיליון דולר באמצעות הצעה לציבור של 100,000 מניות נוספות במחיר 100 דולר למניה. זמן קצר לאחר ההנפקה מודיעה החברה על מציאת תרופה חדשה נגד מחלת האיידס ועל כך שפנתה למשרד-הבריאות בבקשה לקבל אישור להפצת התרופה. בתגובה קופץ שער המניות של החברה ל-200 דולר למניה. אלא שמסתבר, שכבר בעת פרסום התשקיף ניתן היה לדעת כי פריצת-דרך כזו עשויה להתרחש ואם החברה היתה מגלה זאת בתשקיף היה שער המניות שלה עולה ל-150 דולר למניה. כלומר: אי-הגילוי בתשקיף גרם לחברה הפסד של חמישה מיליון דולר. ייתכן שהחברה העדיפה הפסד זה על-פני חשיפת התרופה למתחריה לפני הפנייה לרשויות. ייתכן שהחברה פשוט לא עמדה (אך בשקידה ראויה יכולה היתה לעמוד) על המשמעות של תוצאות הניסויים המתרחשים במעבדה, למשל: משום שעובדי מחלקת-המחקר לא דאגו לעדכן את המחלקה הפיננסית של החברה מיד עם התגלות הממצאים הראשוניים. וייתכן גם שהחברה, מטעמי זהירות, בשל דאגה למוניטין שלה או רצון למנוע תגודות חריפות מדי בשער מניותיה, לא רצתה לצאת בשלב מוקדם מדי עם הודעה על קיומה של אפשרות כזו כל עוד אינה בטוחה בה. תהיה אשר תהיה הסיבה — ברור שהחברה רק הפסידה מכך שלא כללה את המידע הספקולטיבי הזה בתשקיף. אלא שלפי סעיף 31, אם תאומץ הפרשנות המקובלת, החברה למעשה מסתכנת בתביעה משפטית: כל מי שמכר מניות של החברה במחיר 100 דולר לאחר פרסום התשקיף יכול לתבוע את החברה על נזקיו — 50 דולר עבור כל מניה שמכר. אם ניקח מקרה קיצוני שבו במהלך תקופה זו כל המניות המוחזקות בידי הציבור החליפו ידיים כבורסה, תהיה החברה חשופה לתביעות בשיעור של 55 מיליון דולר.

201 לעיל הערה 178.

להגיש תביעה כזו. חיזוק לטענתי זו ניתן למצוא בסעיף 33(2-4) לחוק ניירות ערך המקנה לנתבע הגנות בפני תביעה לפי סעיף 31, הגנות העומדות רק כלפי "מי שרכש" את נייר־הערך במועד בו התקיימו הנסיבות המקימות את ההגנה. אם סעיף 31 היה מקנה זכות תביעה למי שמכר ניירות־ערך במחיר אשר "הונחת" על־ידי פרט מטעה בתשקיף, היה סעיף 33 מקנה הגנות אלה גם כלפי מי שמכר את נייר־הערך²⁰².

הסיבה המרכזית לעדיפותה של הפרשנות המצרה את סעיף 31 היא, שפרשנות זו מתיישבת טוב יותר עם שיקולי המדיניות שבהם דנתי במאמר זה: מבחינת הסוחרים בשוק המשני אין כל הבדל בין פרט מטעה המתפרסם בתשקיף ובין פרט מטעה המתפרסם בדיווח תקופתי או מידי ועל־כן מי ששוכנע על־ידי מאמר זה שאין הצדקה להטלת אחריות על החברה כלפי הסוחרים בשוק המשני במקרה של מצג רשלני בדיווח תקופתי או מידי, יסכים כנראה גם שאין כל הצדקה להטלת אחריות כזו כשמדובר בהטעיה באמצעות התשקיף²⁰³, וודאי שלא אחריות חזקה כמו זו של סעיף 31 לחוק²⁰⁴. הפרשנות המקובלת לסעיף 31 עלולה לגרום למצבים אבסורדיים שבהם חברה, הרשומה למסחר בבורסה ומגייסת סכום זעום־יחסית לגודלה באמצעות הצעה לציבור, חשופה לתביעות בשיעור עצום ללא כל יחס לרווחים שהפיקה מן ההטעיה הרשלנית, ולפעמים אפילו במקרים שבהם היא הפסידה בגלל ההטעיה²⁰⁵.

202 כל קריאה אחרת של סעיף 31 וסעיף 33 מובילה לתוצאה האבסורדית על־פיה המחוקק העניק הגנה יתר חזקה למי שההטעיה שלו העלתה את שער המניות ואפשרה לו לגייס הון במחיר גבוה יותר, מאשר למי שההטעיה שלו דיכאה את שערי המניות וגרמה לו להפסד.

203 כאן ראוי להעמיד דברים על דיוקם. מבחינת המנפיק יש בכל זאת הבדל של ממש בין הטלת אחריות כלפי הסוחרים בשוק המשני בגין פרט מטעה בתשקיף ובין הטלת אחריות כזו בגין פרט מטעה בדיווח תקופתי או מידי: התשקיף הוא אירוע חד־פעמי אשר המנפיק נערך לקראתו ומגייס מומחים כדי שיציגו את עסקי החברה כראוי. הטלת אחריות דומה במקרה של דיווח תקופתי או מידי — כפי שמתבקש מההחלטה בעניין טיבך ויל — תחייב את המנפיק בעלויות עצומות של ביצוע due diligence בלתי־פוסק. לכן מי שטוען זה בלבד שכנע אותו לתמוך בעמדתו בעניין האחריות בגין פרסומים המופנים לסוחרים בשוק המשני, עשוי בכל־זאת לנקוט בעמדה ההפוכה משלי לגבי האחריות בגין פרט מטעה בתשקיף.

204 סעיפים 31 ו־32 מטילים על החתומים על התשקיף ועל מי שחזות־דעתו נכללה בתשקיף, סטנדרט אחריות גבוה מרשלנות: לנתבעים תקום הגנה רק אם יוכיחו כי נקטו את "כל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף" (סעיף 33(1)). ראו *Escott v. BarChris*, לעיל הערה 181.

205 לעיל הערה 200.

3. השלכות מאמר זה על התובענה הייצוגית

מכשיר התובענה הייצוגית בחוק ניירות ערך הוא חדש-יחסית במשפט הישראלי, בכלל, ובדיני ניירות-ערך, בפרט. למרות זאת הספיק מכשיר זה לזכות לפופולריות רבה בשל היתרונות הרבים שהוא מקנה לתובע על-פני תביעה אישית או תביעה נגזרת. כך, למשל, על-פי סעיף 154 לחוק ניירות ערך רשאי התובע הייצוגי לבקש מימון מן הרשות לניירות-ערך; ועל-פי סעיף 154ט רשאי בית-המשפט, במקרה שפסק לטובת התובע, להורות כי חלק מן הסכום המגיע לקבוצה שהתובע מייצג ילך לכיסו של התובע. מחלוקת התגלעה בפסיקה באשר להיקף המהותי של התובענה הייצוגית, היינו: אילו עילות תביעה עשויות לשמש בסיס לתובענה כזו. מאמר זה עשוי לשפוך אור נוסף על סוגייה זו.

למעשה הוויכוח מתנהל בשלושה מעגלים:

המעגל הראשון נסוב על הפרשנות המילולית של המונח "על פי דין" בסעיף 154א(א) לחוק ניירות-ערך. בעניין זה נסיונל²⁰⁶, קבעה השופטת פלפל, כי יש לקרוא מונח זה באופן צר כך שיכלול רק עילות תביעה הנובעות מחוק ניירות ערך. לעומת זאת, בעניין טיבון ויל²⁰⁷ חלק השופט טלגם על גישה מצמצמת זו וקבע שיש לפרש את הסעיף כפשוטו כך שכל עילת תביעה אישית של המחזיק בניירות-ערך יכולה לשמש בסיס לתובענה ייצוגית. להכרעה בוויכוח זה עשויות להיות כמה השלכות שאינן רלבנטיות למאמר זה. למשל: אם תתקבל גישתה של השופטת פלפל, לא ניתן יהיה להגיש תובענה ייצוגית בעילת הקיפוח של סעיף 235 לפקודת החברות, הגם שזוהי עילה אישית של חבר בחברה²⁰⁸. אך ההשלכה החשובה ביותר, זו הרלבנטית למאמר זה, היא על

206 ת"א (ת"א) 1365/95 לוי נ' לה נסיונל חברה לביטוח בע"מ (לא פורסם).

207 ת"א (ת"א) 417/94 המ' 3092/94 דיצר נ' טיבון ויל (לא פורסם).

208 תוצאה זו עולה גם מפסק-דינו של השופט אלוני בה"פ (ת"א) 275/84 ברקי פטה המפרים (ישראל) בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ, פ"מ תשמ"ז (א) 84. לפי גישתו של השופט אלוני משקיע מן הציבור בחברה בורסאית אינו רשאי להגיש תובענה אישית בטענת קיפוח, וברור מאליו שלא יוכל להגיש תובענה ייצוגית. השופט אלוני מבסס קביעה זו על הסעד העצמי העומד תמיד לרשות המשקיע בבורסה — מכירת אחזקותיו בחברה. פרופ' צ' כהן, לעיל הערה 38, עמ' 300-301, מבקרת טענה זו בכך שמכירת המניות במחיר נמוך (עקב הקיפוח) אינה מסירה את הקיפוח אלא דווקא מנציחה אותו. ייתכן שניתן לתמוך בגישתו של כב' השופט אלוני בשניים אלה: מן הבחינה המהותית, אם אכן התנהלה החברה באופן הפוגע בחברה עצמה כך ששווי מניותיה בשוק ירד, כי אז עומדת לתובע האלטרנטיבה של התביעה הנגזרת. לפי גישה זו מיועד סעד הקיפוח לאותם מקרים בהם הנזק שנגרם ל"חבר" אינו נובע, לפחות לא באופן בלעדי, מהנזק לחברה — אם הנזק נגרם לחברה הרי שמתן פיצוי לחברה ירפא גם את הקיפוח. הביקורת של פרופ' כהן נתקלת גם בקושי פרוצדוראלי הנובע מייחודה

האפשרות להגיש תובענה ייצוגית בגין העילות הנזיקיות של תרמית ומצג-שוא רשלני. מכיוון שחוק ניירות ערך מקנה עילת תביעה, ואפילו נוחה למדי מבחינת התובעים, במקרים שבהם ההטעה מכוונת לשוק הראשוני (סעיף 31 בשלב ההצעה לציבור וסעיף 52 ב"א בשלב מימוש האופציות), הרי שההשלכה המרכזית של המחלוקת הפרשנית הנ"ל היא על האפשרות שתובענה ייצוגית המתבססת על העילות הנזיקיות תוגש על-ידי סוחר בשוק המסני²⁰⁹.

המעגל השני הוא המעגל הדוקטרינרי: גם אם נניח שתובע יחיד הסוחר בשוק המסני יכול להגיש תובענה אישית המבוססת על מצג רשלני או תרמית, הרי שתובע כזה באופן רגיל חייב להוכיח את הסתמכותו על המצג המטעה. מכיוון ש"הסתמכות" היא מרכיב מרכזי בעוללות הנזיקיות, הרי שכל אחד מן החברים בקבוצה שהתובע הייצוגי מתיימר לייצג צריך להוכיח כי היה מודע למצג וכי המצג השפיע על החלטתו לבצע את העסקה שממנה יצא ניזוק. מכאן נובע, שעילות אלו אינן יכולות לשמש בסיס לתובענה ייצוגית²¹⁰. זאת בניגוד, למשל, לתביעה בגין פרט מטעה בתשקיף, אשר אינה מחייבת הוכחת הסתמכות²¹¹. המשפט האמריקני התגבר על מכשול ההסתמכות בשני שלבים רעיוניים: בשלב הראשון אימצו בתי-המשפט הפדרליים בארצות-הברית את "הגחת

של זכות התביעה על-פי סעיף 235 ל"חבר". לכאורה, כפי שמסבירה פרופ' כהן בעמ' 329-330 לספרה, יכול "מחזיק" כזה להפוך ל"חבר", אך עדיין נותר הקושי שהקיפוח נעשה בעודו "מחזיק". בכל מקרה, נראה שגם על-פי תפישתה של פרופ' כהן תובענה ייצוגית בגין קיפוח תוכל להיעשות אך ורק בשם אותם משקיעים אשר בחרו להפוך ל"חברים".

209 יודגש, כי גם כאן אין זו ההשלכה היחידה. למשל: במקרים שבהם תמה תקופת ההתיישנות הקבועה בסעיף 31(ב) לחוק ניירות ערך ייתכן שעדיין ניתן יהיה לתבוע על-פי העילות הנזיקיות (אם כי יש מקום גם לטענה, שסעיף 31 ממצה את עילות התביעה בגין פרט מטעה בתשקיף). במקרים אלו, אם תתקבל גישתו של השופט טלגם, עדיין ניתן יהיה להגיש תובענה ייצוגית בגין מצג-שוא רשלני. כמור-כן מעגל הנתבעים על-פי סעיפים 31 ו-52 אינו מצומצם-יחסית ואם תתאפשרנה תובענות ייצוגיות בגין עילות נזיקיות, יוכלו תובעים ייצוגיים להרחיב את מעגל הנתבעים.

210 ראו, למשל *Mirkin v. Wasserman*, 858 P.2d 568 (Cal., 1993).

211 שאלה מעניינת, מחוץ לתחומי של מאמר זה, היא אם התובע הייצוגי עצמו צריך להוכיח את הסתמכותו על הפרט המטעה בתשקיף. הגם שהעילה עצמה אינה דורשת הוכחת הסתמכות, עדיין התובע חייב להוכיח כי קיים קשר סיבתי בין ההטעה לנזק שנגרם לקבוצת-התובעים. כדי שיוכח קשר סיבתי כזה יש להוכיח כי השוק הסתמך על הפרט המטעה. מי שרואה בתובע הייצוגי כנציגו של השוק לעניין זה, ידרוש מן התובע הייצוגי להוכיח את הסתמכותו. לעומת זאת, תיתכן גם גישה המאפשרת לתובע הייצוגי להביא ראיות אחרות להוכחת הסתמכותו של השוק על הפרט המטעה. הגם שהגישה השנייה נראית סבירה יותר, היא מעוררת את השאלה מדוע בכלל דרש המחוקק שהתובע הייצוגי יהיה חבר בקבוצה התובעת. לדעתי, בין השאר מסיבות שבהן אדון להלן בהערה 222 והטקסט הנלווה לה, יש מקום לשקול דרישה זו מחדש; אך כל עוד דרישה זו ניצבת על תלה, ייתכן שמשמעותה היא כי התובע הייצוגי חייב להוכיח הסתמכות.

השוק היעיל", שעל-פיה מחירי ניירות-הערך משקפים בכל רגע נתון את כל בליל האינפורמציה הנגיש לציבור. אימוץ הנחה זו מאפשר לתובע להוכיח קיומו של קשר סיבתי בין התרמית ובין הנזק הנגרם לו²¹², אך לשם פתרון אלמנט ההסתמכות נדרש שלב נוסף, והוא החלפת ההסתמכות על המצג המטעה בהנחת ההסתמכות של התובעים על יעילות השוק והוגנותו. זוהי הפיקציה המשפטית המכונה "תרמית על השוק" (Fraud on the Market). על-פי פיקציה זו, אין צורך להוכיח את ההסתמכות האישית של כל אחד מן החברים בקבוצה, אלא מתמקדים בהסתמכותו של השוק על המצג המטעה. השאלה המרכזית במסגרת המעגל השני היא, אם ניתן לקרוא לתוך פקודת הנזיקין את הנחת השוק היעיל ואת תיאוריית "התרמית על השוק", ובכך לאפשר תובענות ייצוגיות המבוססות על עילת התרמית. תיאוריית "התרמית על השוק" אומצה בארצות-הברית רק בתביעות על-פי Rule 10b-5 והיא נדחתה במקרים שבהם התביעה התבססה על עילת התרמית הנזיקית; החובע הנזיקי חייב עדיין להוכיח את ההסתמכותו ולכן נדחו בארצות-הברית תובענות ייצוגיות המבוססות על עילה זו²¹³. בישראל נראה, שאין כל קושי באימוץ הנחת השוק היעיל כהנחה עובדתית אמפירית²¹⁴, אך קשה לראות כיצד ניתן לכופף את לשון סעיף 56 לפקודת הנזיקין ולקרוא לתוכו את "התרמית על השוק". תיאוריית התרמית על השוק אמנם מנוסחת באופן "מתחכם" כאילו היא רק מחליפה את ההסתמכות על המצג בהסתמכות על הוגנות השוק, אך החלפה כזו, אשר עולה אולי בקנה אחד עם Rule 10b-5²¹⁵ אינה מתיישבת עם הלשון המפורשת של סעיף 56 המחייב

212 אפילו בשוק יעיל לא תמיד יש קשר סיבתי בין התרמית ובין הנזק. למשל: בעניין *Basic v. Levinson*, לעיל הערה 35, קבע בית-המשפט, שמנהלי החברה הנתבעת רשאים היו לשמור על שתיקה, אך משבחרו לדבר-חובה היה עליהם לומר את האמת. התובעים, המייצגים את כל מי שמכר מניות של החברה הנתבעת בתקופת התרמית, טוענים כמובן, שלו דיווחה הנתבעת את האמת היה שער המניות של החברה עולה ואז היו מוכרים את המניות במחיר גבוה יותר. אך טענה זו נתקלת בשני קשיים: ראשית, כלל לא ברור שלו גילתה החברה הנתבעת כי אכן היא מנהלת משא-ומתן למיזוג היה שער המניות שלה עולה, שכן השמועות בשוק על קיומו של משא-ומתן כזה השפיעו על השער ממילא. כמו-כן, ייתכן שחשיפת המשא-ומתן היתה מכשילה אותו, ושער המניות היה דווקא יורד. שנית, הנתבעים יטענו כי מכיוון שרשאים היו לשתוק, הרי שיש לבחון את הנזק שנגרם לתובעים לא יחסית לאפשרות שהחברה היתה מרווחת את כל האמת על העסקה, אלא יחסית לאפשרות שהחברה היתה שותקת.

213 *Mirkin v. Wasserman* 213, לעיל הערה 210.

214 לעיל הערה 23.

215 Rule 10b-5 אינו מקנה במפורש עילת תביעה פרטית ועל-כן אינו מאזכר כלל את דרישת ההסתמכות. בתי-המשפט הפדראליים בארה"ב הם שפירשו את הכלל כאילו הוא מקנה מכללא עילת תביעה פרטית ועל-כן הם גם שקבעו את האלמנטים הדרושים לשם ביסוס התביעה. בית-משפט ישראלי אשר ירצה לאמץ בדווקנות את הדרך שבה הלכו בתי-המשפט האמריקניים יקבע שעבירה על סעיף 54 לחוק

הסתמכות על ההיצג. להיפך: אימוץ של הנחת השוק היעיל באופן דווקני לתוך המבנה המשפטי הנוכחי בישראל דווקא מקשה על הגשת תובענה בגין תרמית בניירות־ערך — אפילו במקרים שבהם התובע מוכיח כי הסתמך בפועל על המצג — משום שבשוק יעיל כזה, בהגדרה, לא תיתכן הסתמכות סבירה על מצגים המתפרסמים בציבור²¹⁶.

המעגל השלישי הוא מעגל שיקולי המדיניות: אם לא היה ספק בצורך בקיומן של תובענות ייצוגיות כאלה ובהצדקתן, הרי שיתכן שהיה מקום כי בית־המשפט "יכופף" את לשון החוק ויקרא לתוכו את אשר אין בו. אך כפי שהראיתי קודם־לכן, מבחינה תיאורטית יש ספק רב אם שיקולי מדיניות תומכים בעילת תביעה כזו כאשר היא מועלת על־ידי משקיע יחיד. ספקות אלה, כפי שאראה להלן, מתגברים כשמדובר בתובענה ייצוגית:

הכרה בתובענה הייצוגית בגין מצגי־שוא כרוכה בהכרח בויתור על דרישת ההסתמכות. כבר עסקתי בקושי הדוקטרינרי הנובע מ"ויתור" זה אך כאן ברצוני לעמוד על ההשלכה המהותית של צעד זה. טענתי היא, שהויתור על דרישת ההסתמכות מתגמל את המשקיעים הפסיביים על חשבון המשקיעים התורמים לשכלול השוק. כדי להבין טענה זו עלינו לעמוד על "פרדוקס השוק היעיל": הטענה ששוק ניירות־הערך הוא יעיל במובן החצי־חזק — היינו: שמחירי ניירות־הערך משקפים בכל רגע נתון את כל מכלול האינפורמציה הנגיש לציבור — נסמכת על כך שמחיר ניירות־הערך בשוק נקבע על־ידי משקיעים מתוחכמים המלקטים את המידע הנגיש לציבור, מנתחים אותו וסוחרים על־פיו. הקושי בהנחה זו הוא, שאם השוק אכן יעיל במובן החצי־חזק, אין כל אפשרות להפיק רווח על סמך מידע ציבורי ומכאן שלא ייתכן כי משקיעים מתוחכמים יטרחו בליקוט מידע כזה ובניתוחו. מכאן נובעות שתי מסקנות מרכזיות: האחת, שהשוק אף פעם אינו יעיל באופן מושלם; והשנייה, שהגמול על ליקוט מידע ציבורי וניתוחו הוא יחסית־קטן. הסתכלות על השחקנים הפועלים בשוק כאמצעות תובנה זו מלמדת אותנו, שישנם שני סוגים של משקיעים: אלה המבססים את החלטות ההשקעה שלהם על מידע שליקטו וניתחו, ובכך הם משכללים את השוק; ואותם "טפילים" (free riders) הנכנסים לשוק ויוצאים ממנו ללא שום מידע ומתוך הסתמכות מלאה על כך שהשוק משוכלל עקב מאמצייהם של הראשונים. הויתור על דרישת ההסתמכות "מעניש" את המשקיעים התורמים לשכלול השוק ומדרבן טפילות: בעולם בו קיימת דרישת הסתמכות, נושאים כל המשקיעים (באופן עקיף) בעלות של האחריות המשפטית; אך רק המשקיעים התורמים לשכלול השוק יכולים להגיש תביעה ובכך הם מקבלים פיצוי, ולו חלקי, על מאמצייהם. לעומת זאת, בעולם שבו לא קיימת דרישת הסתמכות, מסבסדים

ניירות ערך מקנה עילת תביעה פרטית, למשל: מכוח הפרתה של חובה חקוקה. השופט וינוגרד, בעניין

אבן ג' אבנר, לעיל הערה 66, סירב ללכת בדרך זו.

216 לעיל הערה 57 והטקסט הנלווה לה.

המשקיעים מן הקבוצה הראשונה (אלה אשר שכללו את השוק ובכך אפשרו את הוויתור על ההסתמכות) את אלה הטפילים²¹⁷.

הוויתור על דרישת ההסתמכות פוגע לא רק במשקיעים התורמים לשכלול השוק וליעילותו ההקצאתית, אלא גם במשקיעים התורמים ליעילותו היצרנית של השוק — אלה הפעילים בשוק השליטה. בדרך-כלל המשקיעים המסתמכים על מידע ציבורי הם אלה שיש להם עניין לרכוש עמדת שליטה או השפעה בחברה — עניין השונה מזה של "המשקיע הקטן". כלפי משקיעים כאלה, לפחות כאשר הנהלת-החברה מודעת לקיומם, מכיר הדין בחובת זהירות, ובצדק: ראשית, למנהלים עשוי להיות אינטרס אישי להטעות "משתלטים" כאלה, ועל-כן המשפט אינו יכול יותר לסמוך על האינטרס של המנהלים בשמירה על המוניטין שלהם²¹⁸. שנית, חובת זהירות כזו משרתת את טובת בעלי-המניות כקבוצה, משום שהיא מעלה את ההסתברות שמשתלט יופיע ואת המחיר שמשתלט כזה יהיה מוכן לשלם. שלישית, יש לזכור שבניגוד למשקיעים מן הציבור, אשר לעתים יוצאים נשכרים מן ה"תרמית" ולעתים נפסדים, המשתלטים תמיד יוצאים נפסדים. מערכת-משפט המעוניינת לדרבן את פעילותם של משתלטים כאלה חייבת לדאוג לתגמולם. שוב, גם כאן, בעלי המניות מן הציבור בעצם "לוקחים טרמפ" על מאמצי הייעול של אותם משתלטים²¹⁹. דרך אחת לתגמולם של משתלטים אלו היא על-ידי עמידה על דרישת ההסתמכות: בדרך זו נושאים כל המשקיעים בעלות של האחריות המשפטית, אך זכות התביעה מיוחדת לתובעים אשר מגלים ענין מיוחד בחברה ותורמים לריווחיותה.

הבעיה השנייה שמנגנון התובענה הייצוגית יוצר היא, שהוא מדרבן התנהגויות אופורטוניסטיות מצד משקיעים. האופורטוניזם עשוי להתבטא בכמה מישורים: ראשית, פוטנציאל התביעה בגין מצג-שוא המופנה לשוק המשני מדרבן משקיעים לנקוט אסטרטגיות אשר יציבו אותם בעמדה נוחה להגשת תביעה. האסטרטגיה היעילה ביותר היא ביצוע מסחר מלאכותי. למשל: מיד לאחר שחברה מפרסמת מידע מסוים

217 ראו Mahoney, לעיל הערה 79. באותו מאמר מחלק Mahoney את המשקיעים לשלוש קבוצות: על שתי הקבוצות המתוארות בטקסט הוא מוסיף את קבוצת-המשקיעים אשר אינם סומכים על הפרסום, אלא בודקים את אמיתותו. לטענתו, הוויתור על דרישת ההסתמכות מגדיל את המוטיבציה להשקיע משאבים באימות מידע ובכך הוא מחמיץ את המטרה המרכזית של האיטור על התרמית — דיכוי המוטיבציה להשקיע משאבים באימות מידע (ראו דיון בסוגייה זו מהיבט אחר בטקסט הנלווה להערה 79).

218 לעיל הערה 111.

219 ראו, למשל, מקרה ההשתלטות של מר מרדכי יונה על חברת רים תעשיות בע"מ, אשר עם פרסומה גרמה לעלייה של כ-20% בשער המניות של רים בבורסה. לתיאור המקרה ראו ת"פ 6802/94 מ"י נ' אפרים יונה (לא פורסם).

ימכור המשקיע האופורטוניסט את ניירות־הערך של החברה הרלבנטית לחשבון אחר הנמצא בבעלותו או בבעלות אדם המקורב לו. מסחר מלאכותי זה לא ישנה את הפוזיציה של הסוחר בשוק, אך יאפשר לו להגיש תביעה במקרה שהמצג יתבדה²²⁰. משקיע אופורטוניסטי מתוחכם יותר עשוי לבצע פעולות הפוכות בניירות־ערך שביניהם ישנה קורלציה שלילית, כך שעלייתה של חברה אחת גורמת לירידה של השנייה²²¹. ככל שהסעד המשפטי נוח יותר לתובע, כך גדלה הסכנה שיימצאו יותר משקיעים אופורטוניסטים כאלה, משום שסיכויי ההצלחה של התביעה גבוהים יותר. התובענה הייצוגית מגבירה עוד יותר את הסיכון להתרחשותן של התנהגויות כאלו: יהיו כאלה שיבצעו מסחר מלאכותי כזה מתוך תקווה שמאן־דהו אחר יגיש תובענה ייצוגית — במקרה כזה הם יידרשו רק להציג את החשבון שלהם ולא ניתן יהיה לחוקרם אישית על פעולותיהם; מכאן שהסכנה ש"ייתפשו" היא אפסית. יהיו כאלה שידורבנו לנקוט אסטרטגיות אלו כדי להגדיל את סיכוייהם להגיש תובענות ייצוגיות. התובע הייצוגי זוכה בפיוצי הגבוה מן הנזק הנגרם לו ועל־כן אסטרטגיה זו הופכת להיות משתלמת יותר. גם אפשרות זו אינה "מסוכנת" יתר על המידה, משום שבתי־המשפט, בצדק, אינם נוטים לאפשר לנתבעים "הצצה" בכל חשבונות התובע²²².

220 נניח, למשל, מקרה שבו חברה הנסחרת בבורסה לפי שער של 50 לירות למניה מפרסמת, כי חתמה על הסכם עקרוני למיזוג עם חברה אחרת. אם יתממש המיזוג, צפוי שער מניותיה של החברה לעלות ל-70 לירות למניה, ואם לא יתממש יחזור השער של מניות החברה לרמה של 50 לירות. השוק אינו מייחס לדיווח של החברה אמינות מלאה ומגיב לידיעה בעלייה לשער של 62. במצב זה כדאי לאדם למכור את מניותיו לבן־משפחה או למכור את מניותיו בחברה מחשבון אחד ובמקביל לרכוש את המניות של החברה, באותו מחיר, לחשבון שני: אם אכן יתממש המיזוג, ירוויח הסוחר המלאכותי 8 לירות למניה (כפי שהיה מרוויח לולא המסחר המלאכותי); לעומת זאת, אם המיזוג לא יתממש ושער המניות ירד חזרה ל-50 לירות, יהיה לסוחר המלאכותי, כמי שרכש מניות במחיר 62, פוטנציאל תביעה על סך 12 לירות על כל מניה שרכש. מובן שתוא לא יחשוף במשפט את העובדה כי במקביל הוא מכר את המניות באותו מחיר ושגין מכירה זו הוא הרוויח מן המצג בדיוק אותן 12 לירות למניה.

221 למשל, כאשר שתי חברות מתחרות על פטנט מסוים או על פלח־שוק מסוים, עלייתה של החברה האחת נעשית על חשבון השנייה.

222 רע"א 4556/94 טצת נ' זילברשץ ואח' (לא פורסם). הכסיס המוצהר עליירי הנתבעים לבקשת החשיפה היה שחשיפה כזו תאפשר לעמוד על תחומו או מקצועיותו של התובע. בית־המשפט העליון לא מצא כל פסול במשקיע המתוחכם ועל כן דחה את הבקשה. לטענתי, לא רק שהמשקיעה המתוחכמת ראויה לייצג את הקבוצה, אלא שכדרך־כלל היא תהיה ראויה לשמש פה למשקיעים בשוק ניירות־הערך יותר מן המשקיע ההדיוט, וההיגיון ברור: בשוק יעיל ומתוחכם כמו שוק ניירות־הערך אין כל רלבנטיות לחוסר־התחכום של משקיע פלמוני, שכן מחיר ניירות־הערך בשוק נקבע על־ידי המשקיעים המתוחכמים ועל־כן המשקיע המתוחכם הוא המייצג הטוב ביותר של השוק.

בית־המשפט העליון אמנם מצא פגם בתובע ה"מקצועי", אך הסתייג מן הדרישה הגורפת לחשוף את היסטוריית ההשקעות של התובע. לגישתו, יש מקום לחשיפה כזו רק במקרים שבהם החשש

התנהגות אופורטוניסטית מסוג אחר, אשר המכשיר המכונה "תובענה ייצוגית" מעורר, היא הגשתן של תביעות-סרק. הטענה שהקנייתה של עילת תביעה תביא לריבוי התדיינות ולבזבוז משאבים רבים על ליטיגציה היתה מאז ומעולם אחת מן הטענות המרכזיות נגד הרחבתה של עילת הרשלנות²²³. טיעון זה מקומם כשהוא מועלה במקרים שבהם יש הצדקה ממשית וחד-משמעית לקיומה של עילת תביעה. טיעון זה חזק יותר כאשר הוא מתלווה לטיעונים אחרים כבדי-משקל נגד הכרה בעילת תביעה מסוימת, וכזה הוא המקרה שמאמר זה עוסק בו. אלא שהטענה המרכזית שלי כאן אינה נוגעת רק לריבוי הליטיגציה, אלא לחשש שחלק גדול מן התביעות אשר יוגשו לבית-המשפט תהיינה תביעות-סרק אשר אינן מבוססות על עילת תביעה מוצקה. חשש זה קיים בכל עילת תביעה, אך הוא אופייני במיוחד לתביעות בשוק-ההון. החשש נובע בעיקר מחוסר-האזיון הבולט בין הסיכון הזעום שהתובע נוטל על עצמו במקרה של כשלון התביעה, ובין הנזק שנגרם לנתבעים מעצם הגשת התביעה וניהול המשפט, והסיכון העצום של הנתבע במקרה של כשלון ההגנה: עצם הגשת התביעה גורמת לעתים קרובות לפגיעה חמורה במוניטין של החברה ושל מנהליה; ניהול המשפט מחייב את החברה בחשיפה מלאה של האסטרטגיות העסקיות שלה ובכך עלול להיפגע כושר התחרות של החברה; קבלת התביעה מסכנת לעתים את עצם הקיום של החברה — סיכון זה מוחשי במיוחד כאשר מדובר בתביעה המוגשת על-ידי סוחרים בשוק המשוני, משום שהחברה לא הרוויחה מן ההטעה, והסכומים שהתובעים הפסידו הלכו לכיסם של משקיעים אחרים. לכאורה ניתן לטעון, שגם התובע נושא בסיכון מסוים, שכן עלויות הליטיגציה יפלו עליו במקרה של כשלון התביעה. אלא שגם בעניין עלויות ההתדיינות יש הבדל של ממש בין התובעים ובין הנתבעים: אחד המאפיינים של תביעה מסוג זה הוא, שרוב המידע לגבי הנעשה בחברה מצוי, או לפחות נתפש על-ידי בתי-המשפט כמצוי, בידי החברה הנתבעת. לכן אפילו במקרים שבהם החוק אינו מעביר את נטל ההוכחה

ל"מקצועיותו" של התובע הוא ממשי. לגישתי, גם החשש ל"מקצועיותו" של התובע אינו מוכן מאליו. ניתן לטעון שמקצועיותו של התובע דווקא מבטיחה ייצוג טוב יותר ודיון ענייני ויעיל יותר. לגישתי, הטענה היחידה אשר עשויה להצדיק חשיפה של היסטוריית ההשקעות של התובע היא שחשיפה כזו דרושה על מנת להפחית את המוטיבציה של סוחרים בשוק לנקוט אסטרטגיות מסחר אשר יקנו להם סיכוי גבוה יותר להגיש תביעה ייצוגית. למרות הפרוטנציאל לקיומה של התנהגות אופורטוניסטית כזו, אני נוטה להסכים עם עמדת בתי-המשפט בעניין זה, משום שחשיפת כל חשבונות התובע עלולה לפגוע באופן קשה בנכונותם של משקיעים — גם לא-אופורטוניסטים — להגיש תובענות ייצוגיות. ייתכן שעדיף להתמודד עם החשש להתנהגות אופורטוניסטית דווקא על-ידי "שחרור" התובע הייצוגי מן הצורך להצביע על נזק אישי או על חברותו בקבוצה שהוא שואף לייצג ובכך להכיר בריאליה שהכוח המניע מאחורי התביעה הייצוגית הוא עורך-הדין המייצג את התובע הייצוגי.

P.S. Atiyah *Accidents, Compensation and the Law* (London, 5th ed., 1993) 73-74 223

לנתבעים (כפי שנעשה במקרה של תביעה לפי סעיף 31 או סעיף 52 לחוק ניירות-ערך) מעשית החברה היא המתויבת להרים את נטל הראיה לכך שפעלה כראות. מכאן שהעלויות שהחברה נושאת בהן — בגין עורכי-דין, מומחים, זמן-עבודה מבוזבז של עובדי החברה ומנהליה — גדולות בהרבה מן העלויות שבהן נושא התובע²²⁴. חוסר-איזון זה גורם לכך שאפילו במקרים אשר בהם מדובר בתביעות-סרק אשר הסיכוי להצלחתן זעום ביותר, מעדיפות החברות הנתבעות להתפשר מאשר לנהל את המשפט עד חורמה. התוצאה היא שלא קיימת קורלציה ממשית בין מידת הרצינות של התביעה וסיכויי הצלחתה ובין גובה הפשרה²²⁵. עובדה זו מדרבנת כמובן את הגשתן של תביעות-סרק כאלה.

בארצות-הברית נשמעים הרהורי חרטה עזים על הדרך שבה הלך המשפט האמריקני בעניין זה²²⁶. ההכרה בעילת התביעה הפרטית²²⁷ על פי Rule 10b-5 וקריאתה של תיאוריית "התרמית על השוק" לתוך כלל זה הפכו את Rule 10b-5 למכשיר רבי-עוצמה המטיל תחתו על החברות הציבוריות בארצות-הברית ועל מנהליהן ומכביר על תפקוד החברות. הטענה המרכזית של המבקרים היא שתובענות ייצוגיות אלו מקנות לעורכי-הדין אמצעי סחיטה נגד החברות ומנהליהן — אמצעי המעשיר את עורכי-הדין ופוגע באפשרות של ההנהלה למלא את תפקידה: מקסום התועלת של בעלי-המניות כקבוצה. מסיבות אלה, עם השנים הטיל המשפט האמריקני מגבלות הולכות וגוברות על האפשרות להגיש תובענה ייצוגית על-פי Rule 10b-5: בתי-המשפט עומדים בקשיחות על כך, שכתבי-התביעה יפרטו את העובדות שטענת התרמית מבוססת עליהן, לרבות היסוד הנפשי שבעוולה, ונוטים לדחות על הסף תובענות ייצוגיות אשר אינן מפרטות את

224 אמנם, בישראל, בניגוד למצב בארצות-הברית, לכית-המשפט סמכות, במקרה של כשלון התביעה, לחייב את התובע בהוצאות המשפט של הנתבעים, אך בפועל הפיצוי תמיד חלקי, ויש לשער שכאשר מדובר בתובע ייצוגי הניצב מול חברות-ענק הנטייה של בתי-המשפט תהיה לפטור את התובע מתשלום זה. יתר-על-כן: בישראל, בניגוד לארצות-הברית, החוק מקנה לרשות לניירות-ערך סמכות לממן חלק מן ההוצאות של התובע הייצוגי.

225 לעיל הערה 108.

226 ראו, למשל, J.A. Grundfest "Disimplying Private Rights of Action under the Federal Securities Laws — The Commission's Authority" 107 *Harv. L. Rev.* (1994) 961; J.A. Grundfest "Why Disimply" 108 *Harv. L. Rev.* (1995) 727.

במאמרים אלה קורא פרופ' גרונדפסט, מי ששימש בעבר בתפקיד בכיר ברשות ניירות-הערך האמריקנית (S.E.C.), ל-S.E.C. להתקין תקנות אשר יגבילו את האפשרות להגיש תובענות ייצוגיות כאלה.

227 גם חוקי ניירות-הערך האמריקניים אינם מקנים באופן מפורש עילת תביעה לסוחרים בשוק המסני ובתי-המשפט הפדרליים הם שפירשו את Rule 10b-5 כאילו מכללא הוא מקנה עילת תביעה כזו. ראו *Superintendent of Insurance v. Bankers Life and Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1971).

העובדות התומכות בטענת התרמית²²⁸. תקופת ההתיישנות על תביעה לפי Rule 10b-5 פורשה באופן מצמצם והועמדה על שלוש שנים בלי כל אפשרות להארכת התקופה²²⁹. פרסומים המתייחסים למידע צופה פני עתיד זכו בפסיקה להגנה מיוחדת²³⁰. האנטגוניזם לתובענות הייצוגיות אף הביא את הקונגרס האמריקני לחקיקה מיוחדת, המאמצת בחוק את המגבלות הנ"ל ואף מחזקת אותן ומוסיפה מגבלות נוספות²³¹.

לסיכום: לאור השיקולים אשר מניתי כנגד ההכרה בזכות התביעה של סוחרים בשוק המשני, ובפרט כנגד ההכרה בתובענות ייצוגיות כאלה, ובשל הניסיון שנצבר בתחום זה בארצות-הברית — ספק רב בעיני אם שומה על המשפט הישראלי ללכת בעקבות המשפט האמריקני ולהכיר בתובענות ייצוגיות המתבססות על "תרמית על השוק". אם ישנה הצדקה לדוקטרינה האמריקנית, הרי שזו נעוצה בעיקרה בתרומה של השוק המשני המשוכלל ליעילותו של שוק-השליטה ולפיקוח של שוק זה על הניהול היעיל של החברות²³². שוק-שליטה מסוג זה אינו קיים כלל בארץ.

228 ראו, למשל *Kowal v. MCI Communications Corp.*, 16 F.3d 1271 (D.C. Cir., 1994).
 229 בעבר נטו בתי-המשפט בארצות-הברית להכפיף תביעות על-פי Rule 10b-5 לתקופת ההתיישנות המוכתבת בחוק המדינה החל על התביעה. פסיקה זו הכתיבה תקופות התיישנות ארוכות מאלה המוכתבות בעילות המפורשות בחוקי ניירות-הערך הפדרליים. בשנת 1991 הפך בית-המשפט העליון האמריקני הלכה זו והכפיף תביעות על-פי Rule 10b-5 לתקופת ההתיישנות של העילות המוכרות בחוקי ניירות-הערך הפדרליים: שלוש שנים מיום היווצרות העילה, בלי כל אפשרות להאריך את התקופה אפילו במקרים שבהם נטען כי הנתבע הוא שגרם לכך שלא ניתן יהיה לגלות את התרמית. ראו *Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow v. Gilbertson*, 111 S. Ct. 2773 (1991).
 230 זוהי הדוקטרינה המכונה *Bespeak Caution Doctrine* ליישום של דוקטרינה זו ראו *In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation*, 7 F.3d 357 (1993).
 ה-S.E.C. התקין את כלל 175 המעניק גם הוא הגנה למי שמפרסם מידע נושא פני עתיד אם עמד בדרישות הכלל.
 231 Private Securities Litigation Reform Act of 1995. על הרקע לחקיקה זו ועל המאפיינים המרכזיים שלה, ראו *The Long and Winding Road to the Private Securities Litigation Reform Act of 1995* 51 *The Business Lawyer* 335 (1996).
 232 לעיל הערות 158-161 והטקסט הנלווה להן.

1. סיכום

מאמר זה הצביע על מגמה חדשנית בפסיקה הישראלית, בשלב זה בפסיקה של בית-המשפט המחוזי ושל בתי-משפט השלום בתל-אביב, להכפפת פרסומים המופצים בשוק-ההון לסטנדרט אחריות גבוה יותר מזה אשר היה נוהג בשוק עד לפני שנים ספורות. המאמר הציע מודל פרשני אלטרנטיבי להוראות החוק הישראלי, מודל המבוסס על הגנת השוק היעיל. יישומו של מודל זה על חוק ניירות-הערך ופקודת הנזיקין מביא למסקנה שהחוק יוצר אבחנה ברורה בין פרסומים המופנים לשוק הראשוני הכפופים לסנקציות משפטיות אפילו נעשו ברשלנות, לבין אלה המופנים לשוק המשני והכפופים לסנקציות משפטיות רק אם נעשו בתרמית. המאמר גם עמד על שורה של שיקולי מדיניות התומכים בפרשנות זו. בניגוד לתפישה אותה מבטאת הפסיקה הישראלית הצביע מאמר זה על כך שהחמרה זו באחריות המשפטית חותרת תחת המטרות אותן ניסתה פסיקה זו לקדם: הוגנות השוק ושכלולו.

מאמר זה גם הצביע על כך שמגמת ההחמרה באחריות המשפטית אינה עולה בקנה אחד עם הנורמות החלות בשוקי-הון זרים. בדרך-כלל מאפשר המשפט ההשוואתי למשפטן ללמוד מן הניסיון של מערכות-משפט אחרות. הגלובליזציה של שוק-ההון מקנה למשפט ההשוואתי תפקיד נוסף בעל משנה חשיבות: בשוק-הון עם מגבלות נמוכות על מעבר הון משוק אחד למשנהו כפוף הגוף המסדיר את כללי המשחק בשוק המקומי לתנאי תחרות קשים. כפי שכל יצרן לומד את מוצרי יריביו ושואף לייצר מוצר טוב וזול יותר, כך מחויבות גם הרשויות המפקדות על שוק-ההון ללמוד את מבנה השווקים המתחרים בשוק הישראלי ואת הכללים המשפטיים השולטים בהם. אין בעובדה זו כדי לחייב את הרשות לניירות-הערך להצטרף ל"מרוץ לתחתית" (Race to the Bottom) ולהכתיב לחברות כללים משפטיים נוחים יותר מאלו הנהוגים במדינות אחרות. כללים משפטיים נוחים מדי לחברה או להנהלתה וקשים מדי למשקיעים ירתיעו משקיעים זרים מלהתקרב לשוק הישראלי, ויעודדו משקיעים ישראלים לרעות בשדות זרים; כתוצאה מכך ייפגעו כמובן החברות עצמן. באופן דומה, כללים משפטיים קשים מדי לחברות ידרכנו חברות לחפש השקעות בשווקים אחרים, ויקטינו את היעילות היצרנית של החברות המקומיות²³³. מכאן שגם כללים כאלה, בסופו של דבר, ירחיקו

233 למשל, על-פי החוק בישראל חברה המקיימת משא-ומתן למיזוג אינה יכולה להתחייב בשמירת סודיות, משום שהיא חשופה תמיד לאפשרות שהרשות לניירות-הערך תחייב אותה בדיווח מידי על המשא-ומתן — לעיל הערה 143. מכאן שצודים השוקלים כניסה לניהול משא-ומתן לביצוע עסקה מסוימת עשויים להעדיף חברות אמריקניות או חברות זרות אחרות על פני חברות ישראליות.

את המשקיעים מהשוק הישראלי. הכפר הגלובלי מכתיב אימוץ כללים יעילים המשיאים את התועלת המשותפת לחברות ולמשקיעים בהן. וכפי שהראיתי במאמר זה, שווקים בעלי מבנה שונה עשויים להכתיב כללי אחריות שונים לגבי "תרמית על השוק".