

## חישוב הנזק בתובענה ייצוגית בגין הטעיה בניירות-ערך<sup>§</sup>

מאת

שרון חנס\* ואלון קלמנט\*\*

### תקציר

אחת השאלות הקשות בתובענות ייצוגיות בגין הטעיה בניירות-ערך היא כיצד יש לחשב את גובה הנזק שנגרם לחברי הקבוצה המיוצגת. בפסק-הדין בעניין רייכרט נ' יורשי שמש קבע בית-המשפט העליון שתי שיטות חלופיות לחישוב הנזק – "שיטת חסרון-הכיס" ו"שיטת חסרון-הכיס המקורבת" – בהניחו כי שתי השיטות יובילו לתוצאות דומות. במאמר זה אנו מסבירים כי שתי השיטות הללו שונות, משום שהן בוחנות את הנזק שנגרם למשקיעים בנקודות זמן שונות: "שיטת חסרון-הכיס" קובעת את הנזק על-פי ערכו במועד שבו נעשתה ההטעיה (נזק אקס-אנטה), ואילו "שיטת חסרון-הכיס המקורבת" קובעת את הנזק על-פי ערכו במועד שבו התגלתה ההטעיה (נזק אקס-פוסט). אף שיש מקרים שבהם הערכת הנזק על-פי שתי השיטות תוביל לתוצאות דומות, יש מקרים (ועניין רייכרט הוא אחד מהם) שבהם יובילו שתי השיטות לתוצאות שונות בתכלית.

הטענה העיקרית במאמר היא שיש לחשב את הנזק למשקיעים על-פי ערכו במועד שבו התגלתה ההטעיה (אקס-פוסט). חישוב הנזק באופן זה מטיל על המשקיעים את הסיכונים הכרוכים בהשקעה בשוק ניירות-ערך אשר אינם קשורים סיבתית להטעיה שהוטעו. חישוב כזה גם תואם את המדיניות המשפטית המשתקפת בויתור על דרישת ההסתמכות בתביעות בגין הטעיה בניירות-ערך. לבסוף, חישוב כזה נהנה מיתרונות אדמיניסטרטיביים בשאלות הנוגעות בהגדרת הקבוצה המיוצגת ובחישוב הנזק הכולל בתובענה הייצוגית.

המאמר מציע גם שיטה חלופית ל"שיטת חסרון-הכיס המקורבת", אשר מתבססת כמות על השינוי שחל במחירו של נייר-הערך במועד גילויה של ההטעיה. בדומה ל"שיטת חסרון-

\* פרופסור, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב.

\*\* פרופסור, בית-הספר למשפטים על-שם רדזינר, המרכז הבינתחומי הרצליה. על שיחות והערות מועילות הכותבים מודים לאורן בריגיל, דיוויד גילה, עופר גרוסקופף, ארני ווינריב, אסף חמדני, אסף יעקב, אריאל פורת, ויובל פרוקצ'יה, וכן למשתתפי הסרנאות למשפט וכלכלה באוניברסיטת תל-אביב, באוניברסיטת בראיילן והסמינרים המחלקתיים בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב ובפקולטה למשפטים במרכז הבינתחומי בהרצליה, ולחברי מערכת עיוני משפט. תודות גם לאושר בן-עמי, טנה וילנר, עדי ברקו-פלנטר, דנה גולדשטיין ועמיר פינטוב על עזרתם המצוינת במחקר.

§ המאמר נכתב לכבודו של המשנה לנשיא בית-המשפט העליון (בדימוס) אליהו מצא, ועתיד להתפרסם גם בספר אליהו מצא (בהוצאת עיוני משפט ונבו).

הכיס המקורבת", השיטה המוצעת היא שיטת אקס-פוסט, אולם היא פשוטה בהרבה ליישום ומדויקת יותר במקרים רבים.

#### מבוא

- א. הקושי בחישוב הנזק לאורו של פסק-הדין בעניין רייכרט
  1. נקודת הזמן שבה יש לכמת את הנזק שנגרם עקב ההטעיה
  2. הגדרת הקבוצה המיוצגת, חישוב הנזק הכולל וחלוקתו בין חברי הקבוצה
  3. השיטות לחישוב הנזק במשפט האמריקני
- ב. הפתרון המוצע לחישוב הנזק וחלוקתו בין חברי הקבוצה
  1. ההסדר החקיקתי המיוחד לתביעה אזרחית בגין הטעיה בניירות-ערך
  2. ההבחנה בין הטעיה בעסקה רגילה לבין הטעיה בשוק ניירות-ערך
  3. השיטה המוצעת
  4. השיטה המוצעת לנוכח פסק-הדין בעניין רייכרט
  5. חישוב הפיצוי לפי השיטה המוצעת
  6. השלכותיה של השיטה המוצעת על הדיון באישור התובענה הייצוגית ובאישור פשרה בתובענה הייצוגית
    - (א) אישור התובענה הייצוגית
    - (ב) אישור הסדר פשרה בתובענה הייצוגית
- ג. הטעיה בנסיבות שבהן אין להשתמש בשיטה המוצעת
  1. דליפה של מידע על-אודות ההטעיה
  2. הטעיה המשונה באופן מהותי את פרופיל ההשקעה בנייר-הערך
  3. הסתרה של מידע חיובי

סיכום

#### מבוא

תובענות ייצוגיות לפיצוי בגין הטעיה בניירות-ערך הן חלק מרכזי ממערך האכיפה של דיני ניירות-הערך.<sup>1</sup> למרות זאת יש אי-בהירות לגבי הדרך שבה יש לחשב את הפיצוי, וכיצד יש להגדיר את הקבוצה המיוצגת ולחלק את הפיצוי בין חבריה. הקושי המשפטי הוא ללא ספק תולדה של המורכבות הגדולה של התחום. עם זאת, ניתן וראוי לגבש כללים מנחים

1 ראו: Andrei Shleifer & Daniel Wolfenzon, *Investor Protection and Equity Markets*, 66 J. FIN. ECON. 3 (2000); Stephen J. Choi & Adam C. Pritchard, *SEC Investigations and Securities Class Actions: An Empirical Comparison* (University of Michigan Law & Economics Research Paper No. 12-022, 2012), available at [ssrn.com/abstract=2109739](http://ssrn.com/abstract=2109739) כנגד זה ראו: Howell E. Jackson & Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, 93 J. FIN. ECON. 207, 207–238 (2009)

וישימים בנוגע לכללי כימות הנזק וחלוקתו, למצער לגבי המקרים הפשוטים של הטעיה בניירות-ערך. מאמר זה מציע כללים כאלה, ולאחר-מכן דן גם במקרים מורכבים יותר.

במקרה הפשוט החברה המנפיקה מוסרת בתשקיף או בדיווח אחר מידע חיובי שקרי או מסתירה מידע שלילי שהיה עליה למסור. המידע, במקרה הפשוט, מוצג כוודאי, אף שהחברה יודעת בוודאות שהוא שקרי, או שהחברה מסתירה אירוע שלילי אשר ידוע לה כי יתגשם בוודאות (או שהתגשם כבר בעבר). המידע האמיתי מתגלה לבסוף בדרך ברורה ומוגדרת בזמן, מבלי שהוא דלף קודם לכן לשוק. לגילוי מתלווה בהתאם גם ירידה במחיר המניה בבורסה. מעניין שגם במקרה פשוט כזה יש אי-ודאות בדין הישראלי לגבי תביעת הפיצוי מכוח דיני ניירות-ערך. אי-ודאות זו נותרה בעינה גם לאחר שניתן פסק-הדין המנחה של בית-המשפט העליון בנושא זה, בעניין רייכרט.<sup>2</sup> בפרשה זו הוגשה בקשה לאישור תובענה ייצוגית על-ידי מחזיקים בניירות-ערך בשל פרטים מטעים שהופיעו בתשקיף של חברת רייכרט תעשיות בע"מ, אשר בשנת 1993 גייסה כ-28.5 מיליון ש"ח בהנפקה ראשונית בבורסה בתל-אביב. שנה לאחר ההנפקה התגלתה ההטעיה, ותגלית זו תרמה לקריסת החברה. שווי מניותיה של החברה צנח עם הגילוי בכ-70%, ולאחר זמן-מה נמחקו מניות החברה מן המסחר בבורסה, והחברה התפרקה. בקשה לאישור תובענה ייצוגית הוגשה על-ידי מחזיק מניות מן הציבור אשר החזיק מניות בחברה בשווי של 60,000 ש"ח, ובית-המשפט המחוזי קיבל את הבקשה ואישר את התביעה כתובענה ייצוגית ביום 1.12.1996.<sup>3</sup> פסק-הדין בתובענה הייצוגית, שהכריע לטובת התובעים, ניתן ביום 27.11.2002.<sup>4</sup>

בערעור שהוגש לבית-המשפט העליון על פסק-הדין, קבע בית-המשפט את העקרונות לחישוב הנזק בגין פרט מטעה בתשקיף, הגדיר שתי שיטות אפשריות לחישוב הנזק, והחזיר את התיק לבית-המשפט המחוזי על-מנת שיכריע בעניין. אולם עיון בשיטות שעליהן הכריז בית-המשפט העליון כלגיטימיות לחישוב הנזק מגלה כי בית-המשפט לא הכריע למעשה בשאלת-יסוד העומדת על הפרק. שאלת-יסוד זו נוגעת בנקודת הזמן שתוגדר כמועד התהוותו של הנזק שנגרם כתוצאה מן ההטעיה ואשר אותו יש לחשב בפסק-הדין.

בית-המשפט העליון קבע כי יש לחשב את הנזק לפי שיטה שאותה כינה "שיטת חסרון-הכיס". עם זאת הותיר בית-המשפט אפשרות לעשות שימוש בשיטה חלופית, שאותה כינה "שיטת חסרון-הכיס המקורבת". שתי השיטות הללו מיישמות גישות שונות לגבי מועד התגבשותו של הנזק. על-פי הגישה האחת, המיושמת בשיטת חסרון-הכיס, הנזק מתהווה ביום הרכישה של נייר-הערך, כאשר ההטעיה משפיעה על מחיר הרכישה (גישת אקס-אנטה). על-פי הגישה האחרת, המיושמת בשיטת חסרון-הכיס המקורבת, הנזק מתהווה רק לאחר גילוי ההטעיה (גישת אקס-פוסט), ועד לגילוייה רוכש נייר-הערך חשוף לתנודות מחירים שבכוחן להשפיע על שיעור הנזק שנגרם לו. ההבדל המעשי והעקרוני בין שתי השיטות רב, ולעיתים הוא מוליך להפרש של עשרות ואף מאות אחוזים בפיצוי הניתן. כך, למשל, אם חברה בענף הנפט מטעה את הציבור באשר לכמות הנפט המצויה במאגריה, תנודות

2 ע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי שמש, פ"ד סב(2) 437 (2007) (להלן: עניין רייכרט).

3 ת"א (מחוזי ת"א) 1134/95 שמש נ' רייכרט, תק-מח 96(3) 1356 (1996) (להלן: אישור התובענה הייצוגית בפרשת רייכרט).

4 ת"א (מחוזי ת"א) 1134/95 שמש נ' רייכרט, תק-מח 2002(3) 9848 (2002).

במחירי הנפט עשויות להוביל לשוני עצום בין המשמעות הכלכלית של ההטעיה ביום רכישתו של נייר-הערך לבין המשמעות הכלכלית של ההטעיה ביום גילויה. יתרה מזו, הבחירה בין שתי השיטות משליכה גם על הגדרת הקבוצה הזכאית לפיצוי ועל הדרך שבה יש לחלק את הפיצוי בין חבריה.

הפיצוי בגין הטעיה בניירות-ערך המופיע בחוק הוא פיצוי נזיקי שנועד להעמיד את הניזוק במקום שבו היה ניצב אלמלא ההטעיה.<sup>5</sup> מעבר ליצירת הרתעה מפני הטעיות, התוצאה החשובה שהחוק מכונן אליה היא להגביר את היושרה (integrity) של שוק ההון, על-מנת שהמשקיעים יסחרו ללא חשש מהטעיה.<sup>6</sup> אם המשקיעים בשוק ידעו כי הטעיה אפשרית לא תשפיע (לאחר פיצוי) על השקעתם, יגבר אמונם בשוק ההון ובמחירי ניירות-הערך, והם יוכלו לסחור בהתעלם מהאפשרות שתהיה הטעיה.<sup>7</sup>

מכאן נובעת תשובתנו לשאלה העומדת על הפרק. לשיטתנו, בשוק ניירות-הערך יש להעדיף גישות לחישוב הנזק המניחות כי הנזק התהווה במועד שבו התגלתה ההטעיה, ולא במועד הרכישה. חישוב הנזק בדרך זו חושף את המשקיע בנייר-הערך לתנודות מחירים שאירעו לאחר הרכישה וההטעיה ולפני גילוי ההטעיה. לעומת זאת, חישוב הנזק כאילו התהווה ביום רכישתו של נייר-הערך על רקע ההטעיה מחסן את המשקיע מתנודות אלה ומונע ממנו הן הפסדים והן רווחים שנובעים מהן. תוצאה זו אינה ראויה, שכן המשקיע חפץ להעמיד את כספו בסיכון ובסיכוי האמורים. שמירה על ההוגנות והיושרה של שוק ההון דורשת שהמשקיע יהיה חשוף לסיכונים, וייהנה מהתשואות שראה לנגד עיניו.

תוצאה זו עולה בקנה אחד עם הנחות-היסוד העובדתיות העומדות בבסיסו של ההסדר המשפטי המצוי בחוק ניירות-ערך, אשר שונה מן ההסדר הנזיקי הרגיל.<sup>8</sup> במקרה הנזיקי

5 ס' 31-32 ו-33 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: חוק ניירות-ערך). חריג לאמור לעיל הוא ההסדר מכוח ס' 35 לחוק ניירות-ערך, אשר קובע סעד של השבה. זהו הסדר העולה בקנה אחד עם סעד חוזי בגין הטעיה, אולם הסעד על-פי הסעיף כפוף לתנאי-סף מכבידים ולתקופת התיישנות קצרה באופן יחסי. לדיון בס' 35 לחוק ניירות-ערך ראו מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידיים וניירות ערך** 352-353 (2006); רונן עדיני **דיני ניירות ערך** 814-817 (2004).

6 ראו: *Basic Incorporated v. Levinson*, 485 U.S. 224, 246 (1988) (להלן: *עניין Basic*); Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices*, 41 *Duke L.J.* 977, 979 (1992) ("...one principal goal of securities laws: to create stock markets in which the market price of a stock corresponds to its fundamental value") כן ראו ע"פ 4675/97 **רוזוב נ' מדינת ישראל**, פ"ד נג(4) 337, 352 (1999): "...בצד היבט זה של האיסור, היבט המוסר, שוכן לו צורך אחר - רבים יאמרו כי בו עיקר - הוא הצורך הכלכלי, הדואג לאמינותו וליעילותו של שוק ההון."

7 למען הדיוק, וכפי שנראה בהמשך, האינטרס המגן בצורה הטובה ביותר על היושרה של שוק ההון הוא דווקא אינטרס הקיום. המשקיעים בשוק ההון לא יירתעו מלבצע השקעות רק אם ידעו שההשקעות המוצגות לפנייהם יקנו להם את התשואה הצפויה מהשקעות כאלה תוך התעלמות מהחשש להטעיה. אולם, כפי שנראה בהמשך, פיצויי הסתמכות בשוק ניירות-הערך כוללים בחובם, באופן מובנה לשיטתנו, גם פיצויים בגין אובדן של עסקה חלופית, ופיצוי זה מקרב את פיצויי הסתמכות לפיצויי הקיום בהקשר זה.

8 ס' 35 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש], התשכ"ח-1968.

הרגיל התובע נדרש, בתביעה בגין מצג-שווא רשלני (או מכוזן), להראות כי הוא הסתמך על המידע המטעה. הסתמכותו נדרשת כדי ליצור קשר סיבתי בין מצג-השווא לבין הנזק שנגרם לו. בהסדר המצוי בחוק ניירות-ערך ויתר המחוקק במודע על דרישת ההסתמכות,<sup>9</sup> בהתבסס על ההבנה ששוק ההון נועד לאפשר למשקיעים פסיביים להשקיע את כספם בביטחון גם מבלי שיבדקו במישרין את הגילוי על-אודות ניירות-הערך שבהם הם משקיעים. הבנה זו של טיב ההשקעה בשוק ניירות-הערך, המשתקפת בהסדר החוקי המיוחד, צריכה להשפיע, לשיטתנו, גם על חישוב הנזק.

המקרה הרגיל שבגינו נוצר ההסדר המיוחד הוא מקרה שבו הרוכש בוחר להשקיע באופן פסיבי סכום מסוים בהשקעה עם פרופיל סיכון מסוים. אומנם, אלמלא מצג-השווא היה אותו רוכש משלם סכום נמוך יותר תמורת ניירות-הערך שאותם רכש בפועל. אולם אם מצג-השווא אינו משנה באופן דרמטי את פרופיל הסיכון של נייר-הערך שנרכש, ניתן להניח כי המשקיע היה בוחר להשקיע גם את ההפרש באותו נייר-הערך שבו בחר מלכתחילה.<sup>10</sup> כך, למשל, אם משקיע בחר להשקיע 10,000 ש"ח במניותיה של חברת תרופות גדולה אשר מסרה מידע מטעה לגבי אחת מתרופותיה, ניתן לשער שהוא היה משקיע אותו סכום באותה חברה אף אם החברה הייתה מגלה את האמת ומחירה של כל מניה יחידה היה נמוך יותר.<sup>11</sup> הנזקים שנגרמו למשקיע נובעים מתוצאותיה של אותה השקעה שהייתה נעשית בהעדר הטעיה. ירידות שערים היו שוחקות את ההפרש במחיר הנוכח לעיל (בין המחיר ששולם במקור בגין ניירות-הערך שנרכשו לבין ערכם ביום הרכישה), ואילו עליות שערים היו מעצימות אותו. מן הבחינה המשפטית נוצר לכן קשר סיבתי משפטי בין ההטעיה לבין משמעותה הכלכלית ביום גילוייה, ולא ביום הרכישה של נייר-הערך. באופן זה, פיצוי לפי הפרש הערך ביום הגילוי של ההטעיה (פיצוי אקס-פוסט) עולה בקנה אחד עם שיקולי המדיניות שלפיהם ראוי לאפשר למשקיעים לחשוף את עצמם לסיכון ולסיכוי שבו בחרו במלוא הסכום שאותו ביקשו להשקיע. לעומת זאת, פיצוי בגין הפרש הערך ביום ההטעיה (פיצוי אקס-אנטה) מבטח את המשקיעים לא לצורך מפני ירידות שערים, ומונע אותם מלהשיג את התשואה המגיעה להם במקרה של עליות שערים.

שיטת חסרון-הכיס המקורבת, שאותה קבע בית-המשפט כשיטה חלופית לחישוב הנזק, היא שיטת פיצוי אקס-פוסט, העולה בקנה אחד עם העקרונות האמורים לעיל. עם זאת, במקרה הפשוט של הטעיה אנחנו ממליצים לבית-המשפט לאמץ דרך ישימה ונוחה יותר.

9 ראו עניין *Basic*, לעיל ה"ש 6.

10 הנחה זו נובעת במישרין מן העמדה – אשר מקובלת בתורת המימון – שלפיה היקף ההשקעה במניה מסוימת נקבע כשיעור מסוים מסך הנכסים של המשקיע בהתאם לשיקולים שונים. שיעור זה מכתוב את סכום ההשקעה במניה, בעוד מספר המניות הנרכשות אינו רלוונטי (שהרי מחירה של מניה נקבע לפי מספר המניות שהנפיקה החברה, וכך יכולות להיות חברות זהות עם מניות בשווי שונה). ראו את ההפניות בה"ש 110 להלן.

11 כאשר ההטעיה משנה באופן משמעותי את אופיו של נייר-הערך, ניתן לשער שאת ההפרש הוא היה משקיע בשוק ההון בהשקעה עם פרופיל סיכון דומה לזה שבו בחר מלכתחילה. גם השערה זו מצדיקה את הגישה המבקשת לחשב את הנזק כפי שהתהווה ביום גילוי ההטעיה. עם זאת, וכפי שנראה בהמשך, טכניקת החישוב תהיה שונה כאשר ההטעיה שינתה את אופי הסיכון ופרופיל הסיכון של נייר-הערך המבוקש. ראו תת-פרק 2 להלן.

השיטה הפשוטה שאנו ממליצים עליה מתמקדת בנפילת המחירים בשוק עם גילוי התרמית. נפילה זו משקפת – אם כי באופן גס בלבד – את הנזק שנגרם כתוצאה מן ההטעיה במועד הגילוי. היא מפצה את המשקיע בגין הנזק שנגרם לו, אולם בהיבט אינה חוסכת ממנו את הסיכונים והסיכויים שבהם בחר.

נוסף על שיקולי המדיניות שפורטו לעיל התומכים בפיצוי אקס פוסט, לשיטה המוצעת יש גם יתרונות אדמיניסטרטיביים רבים, אשר יש לייחס להם חשיבות רבה במיוחד בהקשר של תובענות ייצוגיות בניירות-ערך.<sup>12</sup> יתרון אדמיניסטרטיבי אחד של השיטה המוצעת הוא בהגדרת הקבוצה המיוצגת ובחלוקת הנזק בין חבריה. הקבוצה המיוצגת תכלול על-פי שיטה זו את כל מי שמחזיק בנייר-הערך במועד הגילוי, ובלבד שרכש אותו לאחר ההטעיה, וחלוקת הנזק בין חברי הקבוצה תיעשה לפי החזקותיהם. הגדרת הקבוצה וחלוקת הנזק על-פי שיטה זו הינן ברורות ופשוטות. לעומת זאת, בשיטה הבוחנת את הנזק ביום ההטעיה יש לפצות את כל מי שרכשו ניירות-ערך לאחר ההטעיה, לרבות רוכשים שמכרו את ניירות-הערך לפני מועד הגילוי. חלוקת הנזק בין חברי הקבוצה מחייבת במקרה כזה לבחון לגבי כל אחד מחברי הקבוצה את הנזק שנגרם לו במועד הרכישה, ובמקרה שמכר את נייר-הערך, גם לקזז ממנו את הנזק שנחסך ממנו במועד המכירה. שיטה זו מחייבת למעשה מעקב אחר כל העסקות שנעשו בנייר-הערך בתקופה שבין מועד ההטעיה לבין מועד הגילוי. בשוק ניירות-ערך שבו נעשות אלפי עסקות מדי יום, מעקב כזה הינו מסובך ביותר.

יתרון אדמיניסטרטיבי נוסף בשיטה שאנו מציעים הוא יתרון ראיתי. הירידה במחירו של נייר-הערך שנגרמה עם גילוי ההטעיה היא ירידה שהתרחשה בפועל בשוק, ולכן קל לחשבה.<sup>13</sup> לעומת זאת, הנזק שגרמה ההטעיה ביום רכישתו של נייר-הערך הוא נזק שיש לשער ולחשבו מתוך הנפילה המאוחרת בערכו של נייר-הערך. חישובים אלה מסובכים, ואין הסכמה בספרות המשפטית והפיננסית כיצד יש לעשותם. אם נוסף על כך את הקושי באיתור רכישותיו ומכירותיו של כל חבר בקבוצה המיוצגת, ברי כי חישוב הנזק הכולל בשיטה זו מסובך וחשוף למניפולציות.

לבסוף, יש להדגיש כי מנקודת-מבטה של החברה המטעה במועד ההטעיה, תוחלת הפיצוי שהיא תשלם תהיה דומה בין שהפיצוי יחושב לפי מועד הרכישה של כל אחד מחברי הקבוצה ובין שהוא יחושב לפי מועד הגילוי. הזהות בין שתי השיטות במובן זה מוסכרת במאמר. משמעותה של זהות זו היא שהבחירה בין השיטות לא תשפיע על מידת ההרתעה של חברות מפני ביצוע הטעיה, אלא רק על אופן הפיצוי למשקיעים ועל העלויות האדמיניסטרטיביות הכרוכות בניהולן של תובענות ייצוגיות בגין הטעיה.<sup>14</sup>

12 ראו, למשל, את הדיון בה"ש 118 להלן בנוגע להסדר האמריקני הנוגע בפרט מטעה בתשקיף.

13 כפי שנראה בהמשך, ירידת ערך זו תשמש אותנו במקרה הרגיל במישרין לחישוב הנזק כפי שהתהווה ביום הגילוי.

14 כפי שנראה בהמשך, גישתנו אומצה על-ידי השופטת מיכל אגמון-גונן, אשר דנה בעניין בבית-המשפט המחוזי לאחר שהתיק הוחזר אליו מבית-המשפט העליון לצורך הכרעה. פסק-דינה של השופטת אגמון-גונן הסתמך, בין היתר, על טיוטה מוקדמת של מאמר זה. ראו ת"א (מחוזי ת"א) 1134/95 יורשי שמש נ' רייכרט, תק-מח 2505 (1)2010, פס' 2 לפסק-דינה של השופטת מיכל אגמון-גונן (2010) (להלן: הפסיקה המחוזית החוזרת בפרשת רייכרט). ערעור שהוגש על פסק-הדין הסתיים בפשרה, מבלי שבית-המשפט העליון נדרש שוב לטוגיית

כפי שנראה, לא תמיד ניתן לנקוט את הגישה שאנו מציעים, ולעיתים יהיה צורך לנקוט גישות חלופיות וסבוכות יותר. אולם לשיטתנו, ככל מקרה יש לכבד את העיקרון שעל-פיו יש לחשוף את המשקיע לתנודות המחירים שבהן חפץ מלכתחילה. לכן אף שיטות חישוב מסובכות יותר צריכות להיות שיטות אקס-פוסט, המודדות את הנזק שנגרם למשקיע במועד הגילוי, ולא במועד הרכישה וההטעיה. מכל מקום, היתרונות האדמיניסטרטיביים המכריעים של השיטה המוצעת אמורים להרתיע את בית-המשפט מלוותר בקלות על יישומה לטובת גישות חלופיות, וזאת כל עוד העיוות שנגרם אינו גדול מדי.

המאמר ממשיך כדלקמן: פרק א סוקר בקצרה את פסק-דינו של בית-המשפט העליון בעניין רייכרט, ומסביר את הבעייתיות בחישוב הנזק ובהגדרת הקבוצה המיוצגת לאור פסק-הדין. פרק ב מציג את השיטה המוצעת על-ידינו לחישוב הנזק, ומסביר את יישומה הן בשלב ההכרעה בתובענה והן בשלבים המוקדמים יותר של אישור התובענה הייצוגית ואישור הסדר פשרה בתובענה. פרק ג דן בכמה סיטואציות שבהן ראוי לחרוג, לשיטתנו, מן הפתרון המוצע. אנו מתווים עקרונות-יסוד לפתרון גם לגבי סיטואציות אלה, אם כי במאמר זה איננו מתיימרים להציע להן פתרון ממצה. סיכום תמציתי חותם את המאמר.

## א. הקושי בחישוב הנזק לאורו של פסק-הדין בעניין רייכרט

אנו בוחנים את השאלה העקרונית באשר לדרך הראויה לחישוב הנזק בתובענות ייצוגיות בגין הטעיה בניירות-ערך לאורו של פסק-הדין של בית-המשפט העליון בעניין רייכרט. פסק-דין זה מדגים היטב את הדילמה שהפרשן המשפטי ניצב בפניה בעוסקו בשאלה זו. מעבר לכך, יתרוננו של מקרה זה נעוץ בכך שמדובר במקרה פשוט באופן יחסי של הטעיה בניירות-ערך, אשר אינו מעלה שאלות סבוכות כגון אלה שנדון בהן בשלב מאוחר יותר במאמר. במקרים דוגמת זה שנידון בעניין רייכרט אנו ממליצים באופן חד-משמעי על פתרון ראוי, אשר יוסבר בפרק ב.

בעניין רייכרט קבע בית-המשפט העליון כי יש לחשב את הנזק לפי שיטה שאותה כינה "שיטת חסרון-הכיס", אולם הותיר אפשרות לעשות שימוש בשיטה חלופית, שאותה כינה "שיטת חסרון-הכיס המקורבת". פרק זה מסביר מדוע שתי השיטות הללו שונות באופן עקרוני ומהותי, ומוליכות במקרים רבים – ובכלל זה במקרה שנידון בעניין רייכרט – לתוצאות שונות. הפרק פותח בקושי בקביעת שיעור הנזק שנגרם עקב ההטעיה, ולאחר-מכן דן בקושי בהגדרת הקבוצה המיוצגת ובחלוקת הנזק בין חבריה.

### 1. נקודת הזמן שבה יש לכמת את הנזק שנגרם עקב ההטעיה

פרשת רייכרט מציגה מקרה פשוט יחסית של הטעיה מן הבחינה של חישוב הנזק וחלוקתו. מדובר בהסתרת מידע שלילי ודאי לגבי החברה,<sup>15</sup> כאשר עד למועד הגילוי לא

חישוב הנזק. ע"א 2046/10 עזבון שמש נ' רייכרט, תק-על 2011(1) 4298 (2011) (להלן: עניין פשרת רייכרט). יש לציין, עם זאת, כי השופטת ביניש קבעה, באמרת-אגב שלא נומקה, כי "בית המשפט המחוזי בפסק-הדין השני קבע את שיטת חישוב הנזק שלא בהתאם להנחיותיו של בית משפט זה".

15 ראו הפסיקה המחוזית החוזרת בפרשת רייכרט, שם, פס' 1 לפסק-דינה של השופטת אגמון-גונן.

הייתה, במישרין או בעקיפין, דליפה של מידע זה לשוק. גילוי ההטעיה הביא במקרה זה לידי ירידה משמעותית במחירי המניה.<sup>16</sup> כמו-כן, בין יום ההטעיה לבין יום גילוייה היו אומנם נפילות מחירים במניה הרלוונטית, אך הללו לא היו קשורות להטעיה.<sup>17</sup> ברשימה זו אנו עוסקים בפרשה רק מן ההיבט של חישוב הנזק.<sup>18</sup>

הדין בתיק ידע גלגולים לא-מעטים.<sup>19</sup> ההחלטה הראשונה לעניין חישוב גובה הנזק ניתנה על-ידי השופטת רות שטרנברג-אליעז, אשר דנה בתביעה המקורית בבית-המשפט המחוזי. מאחר שהתקשתה בקביעת שיעור הנזק, ובהעדר הלכה מוקדמת, החליטה השופטת לפסוק פיצוי בסך 3,400,000 ש"ח על-דרך האומדנה.<sup>20</sup>

הצדדים ערערו על פסק-הדין לבית-המשפט העליון, וההחלטה בשאלת כימות הנזק ניתנה על-ידי השופט עדיאל, שעומו הסכימו לעניין זה גם יתר שופטות ההרכב – הנשיאה ביניש והשופטת ארבל. בית-המשפט העליון קבע כי במקרים של הטעיה בניירות-ערך מן הראוי לקבוע פיצוי באופן פרטני, אשר ישקף את הנזק שנגרם לכל נפגע, ולהימנע מחישוב על-דרך האומדנה.<sup>21</sup> בית-המשפט קבע כי מדובר בפיצוי נזיקי שמטרתו להעמיד את הניזוק במקום שבו היה עומד אלמלא ההטעיה, ובחן שלוש שיטות אפשריות לכימות הנזק. בית-המשפט קבע כי ניתן להשתמש בשתיים מאותן שיטות, אולם לא פירט כיצד יש ליישם

16 ראו שם, פס' 2 לפסק-דינה של השופטת אגמון-גונן: "הראיות... מצביעות על כך שמחר מניית חברת רייכרט לא הושפע ממידע אודות התרמית לפני מועד הגילוי..."

17 ראו שם.

18 מעניין שפסק-הדין הראשון של בית-המשפט המחוזי בפרשה הוא פסק-הדין הראשון שניתן אי-פעם בישראל בתובענה ייצוגית כלשהי, ועד היום מדובר בפסק-הדין היחיד שניתן בישראל בתובענה ייצוגית בתחום של דיני ניירות-ערך.

19 ביום 9.7.1995 הוגשה לבית-המשפט המחוזי בבאר-שבע בקשה לפירוק החברה. ביום 16.7.1995 הוגשה בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד החברה ונתבעים אחרים. ב-15.10.1996 אושרה התובענה כייצוגית – ראו אישור התובענה הייצוגית בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 3. על החלטה זו הוגש ערעור לעליון, אשר נדחה ביום 12.7.2001 בפסק-דינה של השופטת שטרסברג-כהן – ראו רע"א 8268/96 שמש נ' רייכרט, פ"ד (נה) 276 (5) (2001) (להלן: פסק-הדין הראשון בבית-המשפט העליון בפרשת רייכרט). פסק-הדין של בית-המשפט המחוזי ניתן ביום 27.11.2002 על-ידי השופטת רות שטרנברג-אליעז – ראו ת"א (מחוזי ת"א) 1134/95 שמש נ' רייכרט, תק-מח 9848 (3) (2002). על פסק-דינה של השופטת שטרנברג-אליעז הוגש ערעור לעליון, אשר התקבל בחלקו ביום 7.6.2007 – ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2. התיק הוחזר לבית-המשפט המחוזי בתל-אביב לחישוב הנזק מחדש על-פי העקרונות שהתווה בית-המשפט העליון. שופטת בית-המשפט המחוזי, ד"ר מיכל אגמון-גונן, נתנה החלטת-ביניים ביום 21.9.2009 בנוגע לאופן חישוב הנזק – ראו ת"א (מחוזי ת"א) 1134/95 עזבון שמש נ' רייכרט (טרם פורסם, 21.9.2009) (להלן: החלטת-הביניים המחוזית בפרשת רייכרט). ביום 27.1.2010 ניתן פסק-דינו של בית-המשפט המחוזי המחשב את הנזק לתובעים – ראו הפסיקה המחוזית החוזרת בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 14. בערעור נוסף לבית-המשפט העליון (ע"א 2046/10) הושגה פשרה ביום ה' 28.3.2011 – ראו עניין פשרת רייכרט, לעיל ה"ש 14.

20 ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 4 לפסק-דינו של השופט עדיאל.

21 שם, פס' 72 לפסק-דינו של השופט עדיאל.



אותן, והשיב את התיק לבית-המשפט המחוזי לשם כך. בבית-המשפט המחוזי הגיע התיק לידי השופט מיכל אגמון-גונן, אשר פסקה לגבי שיעור הנזק וחלוקתו לאור הנחייתו של בית-המשפט העליון. ערעור שהוגש על פסק-הדין הסתיים בפשרה, מבלי שבית-המשפט העליון נדרש שוב לסוגיית חישוב הנזק.<sup>22</sup>

שלוש השיטות שאותן בחן בית-המשפט העליון נקראו בפיו "שיטת חסרון-הכיס", "שיטת פיצויי ההשבה" ו"שיטת חסרון-הכיס המקורבת".<sup>23</sup> לשם הנוחות ניצמד לכינויים אלה במאמר. בית-המשפט בחן שיטות אלה לאור השימוש שנעשה בהן בהקשרים שונים בארצות-הברית, אשר לה שוק הון מפותח וותיק, עם ניסיון רב בתביעות בניירות-ערך.<sup>24</sup> על-פי השיטה הראשונה – שיטת חסרון-הכיס<sup>25</sup> – יש לחזור אל יום הרכישה של נייר-הערך בתקופת ההטעיה. נכון ליום הרכישה יש לחשב את ההפרש בין המחיר ששילם הלקוח בעבור רכישת נייר-הערך לבין ערכו הריאלי של הנייר, בהתעלם מן המידע המטעה, במועד הרכישה. לדוגמה, נניח שאדם רכש מניה ביום ההטעיה כאשר מחיר המניה לאור המידע המטעה היה 100, בעוד שווייה האמיתי היה 80. לפי שיטה זו, הנזק מן ההטעיה הוא 20. בית-המשפט ציין כי אם היו ירידות בשוק לאחר ההטעיה (אם ערך המניה ירד, למשל, ב-10 נוספים), הן אינן מוסיפות על הפיצוי. זוהי תוצאה ראויה בעיני בית-המשפט, שכן בדרך זו, לשיטתו, אין מפצים על כל ירידת ערך אפשרית, אלא רק על הירידה שנגרמה כתוצאה מן ההטעיה. עוד קבע בית-המשפט כי יש לצייר באופן מטפורי שני קווים: קו המחיר (price line), המשקף את המחיר בפועל של נייר-הערך בכל יום בתקופה שבין יום ההטעיה לבין יום הגילוי ("תקופת ההטעיה"); וקו הערך (value line או but-for line), המשקף את המחיר הראוי לנייר-הערך בהעדר ההטעיה בכל יום באותה תקופה. לאחר שנקבעו קווים אלה, כל רוכש נייר-ערך בתקופת ההטעיה יהיה זכאי לפיצוי בגין ההפרש, נכון ליום הרכישה שלו, בין שני הקווים האמורים (ראו תרשים 1).

השיטה השנייה שבחן בית-המשפט הייתה שיטת פיצויי ההשבה או פיצויי הביטול (recessionary damages). לפי שיטה זו, יש לפצות את רוכש נייר-הערך כאילו ביטל את עסקת הרכישה בשל מצג-השווא. הפיצוי הניתן הוא הפער שבין מחיר הרכישה (המנופח בשל ההטעיה) לבין מחירו של נייר-הערך סמוך לאחר גילוי ההטעיה. פיצוי זה מתעצם כאשר יש ירידות מחירים בשוק שאינן קשורות להטעיה. כך, למשל, בהמשך לדוגמה

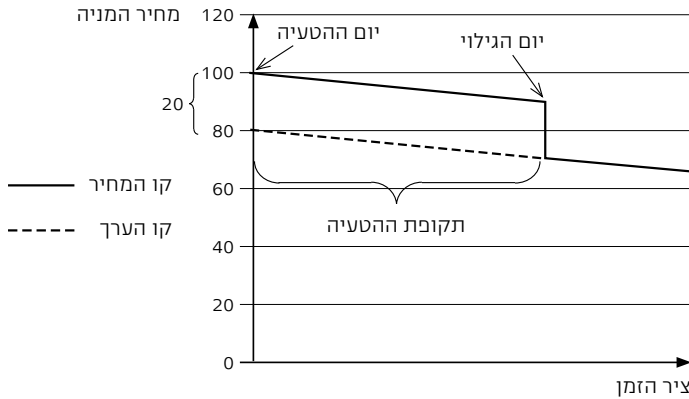
22 ראו עניין פשרת רייכרט, לעיל ה"ש 14.

23 ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 75 לפסק-דינו של השופט עדיאל.

24 שם.

25 על שיטת חסרון-הכיס ראו גם רע"א 378/96 וינבלט נ' משה בורנשטיין בע"מ, פ"ד נד(3) 247, 262-263, פס' 19 לפסק-דינה של השופטת שטרסברג-כהן (2000). בפסק-דין זה יש בלבול מסוים בשימוש במונח "חסרון-כיס", שכן השופטת שטרסברג-כהן משתמשת בו גם כדי לבחון את ההפרש בין מחיר המכירה לבין מחיר הרכישה של נייר-הערך, בקובעה כי "פירוק כל יחידה לרכיביה ובחינת נזקו של המערער ביחס לכל נייר ערך בנפרד לא נועדו אלא כדי ליצור את הרושם כי בשל מעשי המשיבים נגרם למערער 'חסרון כיס' והוא הפסיד כספים כתוצאה מרכישת היחידות בהנפקה, ולא היא. במהלך הדיון בבית-המשפט המחוזי נתברר, כי בפועל הרוויח המערער בהנפקה, ותמורת המכירה, שאותה קיבל בתוך פרק זמן קצר, עלתה על הסכום הכולל שהשקיע" (שם, פס' 11 לפסק-הדין, בעמ' 257-258).

תרשים 1: שיטת חסרון-הכיס



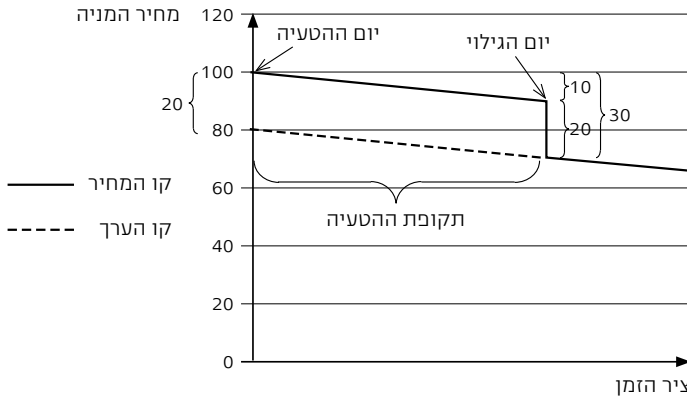
הקודמת, אם מניה נרכשה ב־100 בשל ההטעיה אף שהייתה שווה רק 80 ביום הרכישה, ולאחר-מכן היו ירידות מחירים בלתי-קשורות של 10, אזי הפיצוי בשיטה זו יעמוד על 30 (70-100). בית-המשפט קבע כי יש בכך סוג של פיצויים עונשיים, ועל-כן יש להשתמש בה רק במקרים חריגים של הטעיה בנסיבות מיוחדות.<sup>26</sup> לגישתו של בית-המשפט, יתרונה של השיטה הראשונה על השיטה השנייה הוא בכך שהשיטה הראשונה אינה מחייבת את הנתבע לשאת בירידות מחירים בשוק אשר לא הוא הגורם להן.

לכסוף, בית-המשפט בחן את שיטת חסרון-הכיס המקורבת (Modified or Expedient Out-of-Pocket Method). לפי שיטה שלישית זו, יש לחשב בשלב הראשון את ההפרש בין מחיר הרכישה לבין מחיר השוק לאחר גילוי ההטעיה, ובשלב השני לקזז מן ההפרש את הירידות בשוק שמקורן אינו בהטעיה.<sup>27</sup> לגישת בית-המשפט, שיטה זו שואפת לתוצאה דומה לזו המתקבלת בשיטה הראשונה, ומן הראוי לעשות בה שימוש כאשר נוח יותר לחשב

26 לפי בית-המשפט העליון, שיטת פיצויי ההשבה תופעל רק כאשר יש יחס חוזי או כאשר מתקיימים יחסי אמון מיוחדים בין האחראי לנזק לבין הניזוק (למשל, בין ברוקר ללקוחו), ואולי גם לנוכח מעשים חמורים במיוחד של הנתבע. ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 75 ו-83 לפסק-דין של השופט עדיאל. אכן, בפסק-דין מוקדם יותר, אשר דן בהטעיה שביצע ברוקר תוך הפרת חובת אמון כלפי לקוחותיו בכך שהשתמש בכספיהם לצורך השקעה בחברות כושלות שהיו באותה עת בשליטתו, השתמש בית-המשפט בשיטת פיצויי ההשבה. ראו ע"א 3654/97 קרטין נ' עתרת ניירות ערך (2000) בע"מ, פ"ד (נג) 385 (1999).

27 לעניין יישומה של שיטת חסרון-הכיס המקורבת בית-המשפט מפנה לפסק-הדין האמריקני בעניין *Miley*. ראו: *Miley v. Oppenheimer*, 637 F.2d 318, 328 (5th Cir. 1981). פסק-דין *Miley* עצמו מתאר בקצרה בלבד את הדרך ליישום השיטה, וקובע כי הוא מאמץ את הנוסחה שנקבעה בעניין *Rolf*. בעניין *Rolf* השיטה מתוארת בפירוט תוך הדגמה, ולפיכך לאורך כל המאמר נתייחס לשיטת חסרון-הכיס המקורבת בהתאם לאמור שם. ראו: *Rolf v. Blyth, Eastman, Dillon & Co.*, 637 F.2d 77, 84 (2d Cir. 1980). למעשה, בעניין *Miley* ההפניה היא להליך מוקדם יותר שהתקיים בפרשת *Rolf*, אולם בהליך שאליו הפנינו זה עתה חזר בית-המשפט והסביר את הדרך הנאותה לחישוב חסרון-הכיס המקורב.

תרשים 2: שיטת חסרון-הכיס המקורבת



את הפיצוי בדרך עקיפה זו. בדוגמה דלעיל אכן ניתן לכאורה להגיע בשיטה זו לאותו פיצוי שאליו הגענו בשיטה הראשונה. נניח כי מחיר הרכישה עומד על 100, וכי הערך בהעדר הטעיה ביום הרכישה עומד על 80. כמו-כן נניח כי היו ירידות מחירים של 10 בשוק שאינן קשורות להטעיה, כך שהמחיר לאחר גילוי ההטעיה נפל ל-70 כתוצאה מצטברת של הטעיה ושל ירידות המחירים בשוק. כפי שראינו, בשיטה הראשונה – שיטת חסרון-הכיס – מחשבים במישרין את ההפרש בין המחיר לבין הערך האמיתי ביום הרכישה, ומקבלים פיצוי של 20 (100-80). בשיטה השלישית – שיטת חסרון-הכיס המקורבת – נעשה חישוב עקיף: בשלב הראשון מחשבים את ההבדל בין מחיר הרכישה לבין המחיר שלאחר גילוי הטעיה, אשר עומד במקרה שלנו על 30 (100-70); ובשלב השני מקזזים מן ההפרש את ירידות המחירים שאינן קשורות להטעיה, ומקבלים את הפיצוי הנדרש, אשר במקרה שלנו עומד על 20 (30-10) (ראו תרשים 2). לכאורה, שיטת חסרון-הכיס ושיטת חסרון-הכיס המקורבת מוליכות לאותה תוצאה.

ההבדל בין שתי השיטות נחזה כהבדל יישומי גרידא, ולנוכח זאת ניתן להבין את ההנחה שנתן בית-המשפט העליון כאשר החזיר את התיק לחישוב הנזק בבית-המשפט המחוזי. בית-המשפט הורה על חישוב הנזק לפי שיטת חסרון-הכיס, אך התיר לבית-המשפט המחוזי לעשות שימוש בשיטת חסרון-הכיס המקורבת, לכאורה בהתאם לנוחות היישום של כל אחת מהשיטות בנסיבות המקרה שלפניו.<sup>28</sup>

אולם למעשה, ההבדל בין שתי השיטות הוא הבדל עקרוני, ולא הבדל יישומי גרידא. מדובר בהבדל שהדרגשנו בפתח הרשימה, אשר נובע מכך ששתי השיטות מייצגות שתי גישות שונות ביחס למועד התגבשותו של הנזק כתוצאה מן הטעיה. שיטת חסרון-הכיס דוגלת

28 ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 88 לפסק-דינו של השופט עדיאל: "הנזק יחושב לפי שיטת 'חסרון הכיס'. הדרך הראויה ליישומה של שיטת חסרון הכיס לא תוכל להיקבע בהליך זה, ועל בית המשפט קמא יהא לפסוק בדבר על-פי הראיות וטיעוני הצדדים. במסגרת זו, יוכל בית המשפט המחוזי לשקול גם אימוצן של שיטות המחשבות את 'חסרון הכיס' באופן מקורב..." (ההדרגשה שלנו).

בהתגבשות הנזק ביום רכישתו של נייר-הערך (גישת אקס-אנטה), בעוד שיטת חסרון-הכיס המקורבת דוגלת בהתגבשות הנזק רק לאחר גילוי ההטעיה (גישת אקס-פוסט).<sup>29</sup> הפער הגדול בין שתי השיטות נחשף בפרשת רייכרט כאשר הצדדים התבקשו על-ידי שופטת בית-המשפט המחוזי מיכל אגמון-גונן להגיש את חישוביהם בהתאם להנחיות העקרוניות של בית-המשפט העליון.<sup>30</sup> בעוד שהתובע בחר בשיטת חסרון-הכיס, הנתבע בחר בשיטת חסרון-הכיס המקורבת. התוצאות היו רחוקות מלהיות דומות, גם בהתעלם מהמחלוקת העובדתית בין הצדדים. כדי להקל את הבנת ההבדל בין השיטות, נדגים אותו באמצעות נתונים מספריים פשוטים יותר מאלה שהוצגו בפועל בפרשת רייכרט, אך מבלי לשנות את מהות הדברים. כאמור, בפרשה זו היו ירידות מחירים שנבעו מתנאי השוק ואשר לא היה להן קשר להטעיה. גילוי ההטעיה גרר ירידות מחירים נוספות. נניח כי מחיר המניה של החברה ביום רכישתה על-ידי בעל מניות כלשהו עמד על 100, וכי היו ירידות מחירים כלליות בשוק אשר גרעו 60% ממחיר השוק של החברה ללא קשר להטעיה, ועל-כן מחיר המניה ערב גילוי ההטעיה ירד ל-40. נניח עוד כי גילוי ההטעיה גרר ירידת מחירים חדה נוספת עד למחיר של 0 (במציאות החברה נמחקה מהמסחר וקרסה, אולם הדבר לא קרה באופן מיידי, ונפילת המחירים בשלב הראשון הייתה מתונה יותר).<sup>31</sup> כאמור, התובע בחר בחישוב הנזק לפי שיטת חסרון-הכיס. לפי גישתו המחמירה, במקרה שלפנינו מדובר בהטעיה משמעותית ביותר, אשר אילו נחשפה לפני הרכישה, הייתה מורידה מלכתחילה את ערך המניה ל-0. לפיכך הוא תבע את ההפרש המלא לפי שיטת חסרון-הכיס (100-0=100). הנתבע, לעומתו, בחר בשיטת חסרון-הכיס המקורבת. לפי שיטה זו, כפי שהוצגה על-ידי בית-המשפט העליון, יש לקזז מירידת הערך הכוללת של המניה את הירידות בשוק. בשלב הראשון יש לחשב את ההפרש בין המחיר ביום הרכישה לבין המחיר לאחר גילוי ההטעיה. פער זה עומד בדוגמה שלנו על 100, שכן לאחר הגילוי נפל המחיר ל-0. בשלב השני יש לקזז את ירידות המחירים בשוק שאין מקורן בהטעיה (60%), ומכאן שהפיצוי שיש לתת עומד על 40. התוצאה היא שישום שתי השיטות, שהיו אמורות להניב תוצאה דומה, מוביל להבדל תהומי אף בהנחה שלא הייתה כל מחלוקת עובדתית בין הצדדים. הסיבה לכך, כפי שכבר ציינו, נעוצה בהבדל העקרוני שבין שתי השיטות בהתייחסותן לשאלת מועד התגבשותו של הנזק. שיטת חסרון-הכיס המקורבת היא שיטת אקס-פוסט, שבמסגרתה ירידות מחירים בשוק מצמצמות את הנזק ואילו עליות מחירים בשוק מעצימות את הנזק. הדוגמה המספרית שהצגנו כאן חושפת את ההבדל שבין שתי השיטות, בעוד

29 הבדל נוסף בין שתי השיטות נובע מאופייה הכללי של שיטת חסרון-הכיס המקורבת לעומת אופייה הפרטני של שיטת חסרון-הכיס. שיטת חסרון-הכיס המקורבת מקזזת מהפיצוי ירידות מחירים כלליות בשוק שאינן קשורות להטעיה, אולם אינה מקזזת ירידות מחירים ספציפיות לחברה המדוברת שאין מקורן בהטעיה. כפי שנראה בהמשך, שיטת חישוב הנזק שאנו מציעים מתבססת על גישת האקס-פוסט להתגבשות הנזק, אך מתרכזת באופן פרטני בחברה הספציפית שבה בוצעה ההטעיה ובירידות שחלו במחיר המניה שלה.

30 ראו החלטת-הביניים המחוזית בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 19, העוסקת בשאלת אופן חישובו של הנזק שנגרם למשקיעים.

31 ראו הפסיקה המחוזית החוזרת בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 14, פס' 2 לפסק-דינה של השופטת אגמון-גונן.

שהדוגמה המספרית שבה השתמשנו כאשר הצגנו את השיטות השונות, כפי שבית-המשפט העליון חשב עליהן, מסתירה את ההבדל האמור. באותה דוגמה מספרית מוקדמת התייחסנו לירידות המחירים בשוק ולירידת המחיר בגין הטעיה כאל אירועים נפרדים ובלתי-תלויים. אילו אכן כך היה מצב הבררים, היו שתי השיטות מובילות לתוצאה דומה. תחת הנחה זו, שיטת חסרון-הכיס חושפת במישרין את ירידת המחיר בגין הטעיה, ואילו שיטת חסרון-הכיס המקורבת חושפת בעקיפין את ירידת המחיר בגין הטעיה, לאחר שהיא מקזזת את ירידות המחירים בשוק מן הירידה הכוללת במחירו של נייר-הערך.

אולם במציאות, ברוב המקרים, תנודות המחירים בשוק, גם כאשר אין להן שום קשר לטעיה, משליכות על משמעותה הכלכלית של הטעיה. אי-אפשר לומר כי הטעיה ותנודות המחירים בשוק הן שני אירועים בלתי-תלויים. תנודות המחירים בשוק מעצימות או מצמצמות את משמעותה הכלכלית של הטעיה, משום שהן משפיעות גם על התוספת במחיר ששולמה עקב אותה הטעיה.

כדי להבין את המקור להבדל, נשתמש בדוגמה קצרה נוספת, אשר תבהיר גם את עניין הקשר הסיבתי. נניח שחברה הסוחרת בזהב מטעה לגבי כמות הזהב שיש במרתפיה: היא מדווחת שיש לה 100 יחידות זהב, בעוד בפועל היא מחזיקה רק ב-50 יחידות. נניח עוד כי ביום שבו התובע רוכש את מניות החברה, לאחר הטעיה, מחיר הזהב ליחידה עומד על 1,000, וכי עד ערב גילוי התרמית המחיר יורד ל-500 ליחידת זהב, וזאת כתולדה של תנודות בשוק הזהב אשר אין להן כל קשר לתרמית.

נפעיל על דוגמה זו את שיטת חסרון-הכיס. סך ערך הזהב שבידי החברה ביום הרכישה עמד לפי טענות החברה על 100,000 (100 יחידות לפי שווי ליחידה של 1,000), ובהנחה שאין לחברה נכסים והתחייבויות נוספים, ניתן לומר שזהו גם הערך הכולל של החברה. ערכה האמיתי של החברה עמד במועד זה על 50,000 (50 יחידות זהב כפול 1,000). אם נניח עוד כי לחברה יש 1,000 מניות, אזי מחירה של כל מניה עומד על 100, בעוד ערכה של כל מניה (בהעדר הטעיה) עומד על 50. הפיצוי לפי שיטת חסרון-הכיס צריך לעמוד על 50 לכל מניה, כהפרש שבין המחיר לבין הערך האמיתי ביום הרכישה.

לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת התוצאה תהיה שונה. לאחר גילוי הטעיה החברה שווה 25,000 (50 יחידות זהב כפול מחיר השוק, העומד על 500), ולכן שווייה של כל מניה עומד על 25. בשלב הראשון יש לחשב את ההפרש בין מחיר הרכישה לבין המחיר שלאחר הגילוי, ומכאן שהפער הוא 75. מהפרש זה יש לקזז ירידות מחירים כלליות בשוק שאינן קשורות לטעיה. מהסתכלות על חברות דומות בשוק הזהב ניתן לגלות את ירידת הערך הכללית של השוק, אשר עמדה כזכור על 50%. מכיוון שהמחיר ההתחלתי עמד על 100, יש לקזז מהפיצוי 50. אי-לכך הפיצוי לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת הוא 25 לכל מניה. פיצוי זה עומד על מחצית הפיצוי שחישבנו לפי שיטת חסרון-הכיס, והוא משקף את ההתמקדות השונה ביום התהוות הנוק.<sup>32</sup> כשיטת חסרון-הכיס המקורבת ירידות המחירים

32 הדוגמה של חברת הזהב ייחודית בכך שקל להבחין מדוע ירידות בשוק הזהב גרמו לצמצום בנזקי הטעיה, שכן הטעיה נעשתה לגבי כמות הזהב שמחירו ירד. במקרה הרגיל (למשל, בפרשת רייכרט), ירידות מחירים שהתרחשו בשוק לפני גילוי התרמית מקוזזות מהנוק

בשוק הזהב צמצמו את משמעותה הכלכלית של ההטעיה, בדיוק כשם שעליות בשוק הזהב היו מעצימות אותה.

## 2. הגדרת הקבוצה המיוצגת, חישוב הנזק הכולל וחלוקתו בין חברי הקבוצה

עד כאן הראינו כי הבחירה בין שיטת חסרון-הכיס לבין שיטת חסרון-הכיס המקורבת – ובאופן כללי יותר הבחירה בין שיטת אקס-אנטה לבין שיטת אקס-פוסט – משפיעה על גובה הפיצוי שניתן לתובע אשר רכש את נייר-הערך מייד לאחר ההטעיה והחזיק בו עד למועד הגילוי. אולם יש להביא בחשבון גם שהתובענה הייצוגית מקבצת תחתיה רוכשים רבים, אשר מועדי הרכישה והמכירה שלהם שונים. הגדרתה של קבוצת התובעים, קביעת נזקו של כל תובע וקביעת הנזק הכולל יושפעו כולן מהשיטה שתיבחר לחישוב הנזק. בעניין רייכרט לא שינה בית-המשפט העליון את הגדרת הקבוצה המיוצגת שקבע בית-המשפט המחוזי בהליך האישור המקורי.<sup>33</sup> הקבוצה כללה את כל מי שהחזיק בנייר-ערך של החברה ביום גילוי ההטעיה, למעט הנתבעים. בית-המשפט העליון לא דן בהשפעתה של הבחירה בין השיטות השונות לחישוב הנזק על הדרך שבה ראוי להגדיר את הקבוצה המיוצגת ועל הפיצוי הכולל שייפסק נגד הנתבע. כפי שנראה, להבדל בין השיטות יש משמעות לא רק לעניין חישוב הנזק לרוכש היחיד, אלא גם לגבי הגדרתה של קבוצת התובעים, קביעת הנזק הכולל שייפסק להם וחלוקתו ביניהם. הגדרתה של הקבוצה המיוצגת בפרשת רייכרט מתאימה לשיטת חסרון-הכיס המקורבת (ולכל שיטת אקס-פוסט לחישוב הנזק), ואינה מתאימה לשיטת חסרון-הכיס.

לפי שיטת חסרון-הכיס, נזקו של תובע אשר החזיק את נייר-הערך עד למועד הגילוי שווה להפרש בין המחיר ששילם לבין שווי של נייר-הערך בהעדר הטעיה. מאחר ששווי של נייר-הערך משתנה מיום ההטעיה ליום הגילוי מסיבות שאינן קשורות להטעיה, ההפרש האמור יהיה תלוי במועד הרכישה של נייר-הערך.<sup>34</sup>

אם נחזור לדוגמת החברה הסוחרת בזהב, בכל יום בין מועד ההטעיה לבין מועד הגילוי שווייה האמיתי של המניה שווה לחצי ממחירה בשוק (כזכור, החברה דיווחה על כמות זהב כפולה מזו שהחזיקה בפועל). חסרון-הכיס של מי שרכש את המניה בתקופה זו במחיר 100 שווה ל-50, ואילו חסרון-הכיס של מי שרכש במחיר 80 שווה ל-40. לפיכך שיטת חסרון-הכיס מחייבת לבדוק לגבי כל תובע מהו המועד שבו רכש את נייר-הערך.

אולם החישוב נעשה מורכב יותר כאשר מביאים בחשבון את העובדה שיש רוכשים שרכשו את נייר-הערך לאחר ההטעיה ומכרו אותו לפני הגילוי. רוכשים אלה נכנסו ויצאו משוק נייר-הערך הרלוונטי בתקופה שבין ההטעיה לבין הגילוי, ולכן הם מכונים בארצות-

(במסגרת שיטת חסרון-הכיס המקורבת) מבלי שניתן לפענח בקלות את הזיקה בין ירידות המחיר לבין הנזק שגרמה ההטעיה.

33 ראו אישור התובענה הייצוגית בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 3. לא הוגש ערעור על הגדרת הקבוצה המיוצגת.

34 בית-המשפט העליון אכן קבע כי בשיטת חסרון-הכיס נזקו של כל אחד מחברי הקבוצה המיוצגת יחושב על-פי ההפרש בין קו המחיר לבין קו הערך במועד שבו רכש את ניירות-הערך. ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 87 לפסק-דינו של השופט עדיאל.

הברית In-and-Out (להלן: IO).<sup>35</sup> לפי שיטת חסרון-הכיס, לרוכש IO נגרם נזק במועד הרכישה בגובה ההפרש בין המחיר ששילם לבין שווי נייר-הערך שרכש. אולם מנזק זה יש לקזז את ההפרש שנותר ביום שבו מכר את נייר-הערך, משום שההפרש הזה "גולגל" לרוכש הבא.<sup>36</sup> זוהי השיטה המקובלת בארצות-הברית לחישוב נזקיהם של רוכשים IO לפי שיטת חסרון-הכיס, והיא מבוססת על פסק-הדין *Green v. Occidental Petroleum*,<sup>37</sup> שעליו הסתמך בית-המשפט העליון שלנו בקביעת שיטת חסרון-הכיס.<sup>38</sup>

לפי שיטה זו, אם רוכש אחד רכש את נייר-הערך לאחר ההטעיה ומכר אותו לרוכש שני לפני מועד הגילוי, והלה החזיק בו עד למועד הגילוי, סכום הפיצויים לרוכש הראשון ולרוכש השני גסייחד יהיה שווה לפיצוי שהיה ניתן אילו החזיק הרוכש הראשון בנייר-הערך עד למועד הגילוי. התוצאה, לכן, היא שהפיצוי הכולל שהנתבע חייב בו אינו תלוי במספר הרוכשים IO בין ההטעיה לבין הגילוי,<sup>39</sup> אולם כל אחד מהרוכשים הללו צריך להיכלל בקבוצה המיוצגת, וכל אחד מהם זכאי לפיצוי לפי ההפרש בחסרון-הכיס שלו בין יום הרכישה לבין יום המכירה שלו.

כדי להדגים זאת, נניח שלאחר ההטעיה רכש משקיע את נייר-הערך של החברה הסוחרת בזהב במחיר 100, ומכר אותו לפני הגילוי במחיר 60. המשקיע צריך להיות חבר בקבוצה המיוצגת, והפיצוי המגיע לו שווה להפרש בין חסרון-הכיס ביום הרכישה, שהוא 50, לבין חסרון-הכיס שנחסך ממנו ("גולגל" לרוכש הבא) ביום המכירה – 30. לכן משקיע כזה זכאי לפיצוי בסך 20. מי שרכש ממנו את נייר-הערך והחזיק בו עד למועד הגילוי חבר גם הוא

35 ראו: Michael Barclay & Frank C. Torchio, *A Comparison of Trading Models Used for Calculating Aggregate Damaged in Securities Litigation*, 64 L. & CONTEMP. PROBS. 105, 106–109 (2001); Dean Furbush & Jeffrey W. Smith, *Estimating the Number of Damaged Shares in Securities Fraud Litigation: An Introduction to Stock Trading Models*, 49 BUS. LAW. 527, 531 (1994).

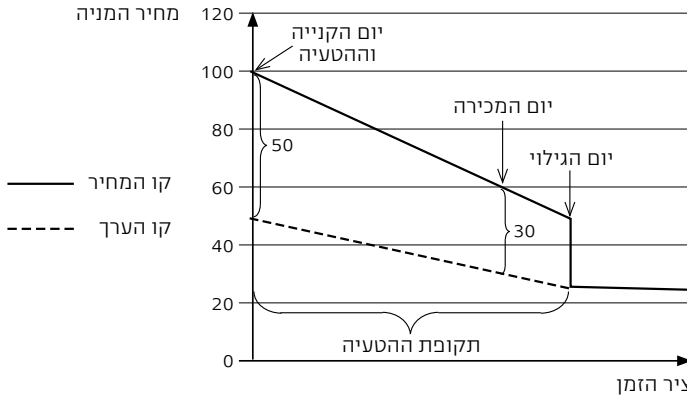
36 ניתן לראות גם שחישוב הנזק לרוכש שלא מכר עד ליום גילוי ההטעיה שווה לחסרון-הכיס שנגרם לו ביום הרכישה, משום שביום הגילוי ההפרש בין שווי נייר-הערך לבין מחירו מתאפס, ולכן חסרון-הכיס ביום זה שווה ל-0.

37 *Green v. Occidental*, 541 F.2d 1335, 1344–1346 (1976).

38 ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 87 לפסק-דינו של השופט עדיאל.

39 למעשה, ייתכן שהפיצוי הכולל יהיה בכל-זאת תלוי במספר העסקות שבוצעו בנייר-הערך בין יום הרכישה הראשון לבין יום הגילוי. זה יהיה המצב אם ההפרש בין קו המחיר לבין קו הערך אינו מצטמצם בעקביות לאורך כל התקופה. כך, למשל, אם ההפרש גדל במועד מסוים אחרי הרכישה הראשונה, ובאותו מועד בוצעה עסקה בנייר-הערך, הפיצוי הכולל יהיה שווה להפרש הגדול יותר באותו מועד. הסיבה לכך היא שהרוכש הראשון לא יקבל פיצוי כלל (כל חסרון-הכיס שלו "גולגל" לרוכש השני), ואילו הרוכש השני יקבל פיצוי המשקף את ההבדל המוגדל בין קו הערך לקו המחיר ביום הרכישה שלו. באופן כללי, בכל מצב שבו ההפרש בין קו המחיר לקו הערך במועד עסקה מסוים גדול מן ההפרש במועד עסקה קודמת, סך הפיצוי יגדל. אנו מתעלמים מסיבוך זה בדיון להלן, אולם ברור שהוא מביא לידי כך שחישוב הנזק הכולל לפי שיטת חסרון-הכיס מסובך אף יותר מזה המוצג בטקסט. סיבוך זה אינו משפיע על חישוב הנזק בשיטת האקס-פוסט שבה אנו תומכים, כמפורט בפרק ב להלן.

### תרשים 3: "גלגול" הנזק בין הרוכשים



בקבוצה המיוצגת, וזכאי לחסרון־הכיס שנגרם לו ביום הרכישה – 30. בסך־הכל הפיצוי לשני הרוכשים יחדיו מסתכם ב־50, שהוא בדיוק אותו פיצוי שהיה ניתן לרוכש הראשון אילו החזיק בנייר־הערך עד למועד הגילוי ולא יצא מהשוק לפני כן (ראו תרשים 3). אם כן, הקבוצה המיוצגת לפי שיטת חסרון־הכיס צריכה לכלול את כל מי שרכש ניירות־ערך לאחר ההטעיה, בין אם הוא מכר אותם לפני הגילוי ובין אם לאו. בפרשת רייכרט בוצעה ההטעיה במועד ההנפקה הראשונה לציבור, במסגרת התשקיף שליווה אותה. לכן כל מי שרכש נייר־ערך של החברה בהנפקה רכש אותו לאחר ההטעיה, ולפיכך היה צריך להיכלל בקבוצה המיוצגת, אף אם מכר את ניירות־הערך לפני מועד הגילוי.<sup>40</sup> הפיצוי הכולל שהיה על הנתבעים לשלם לפי שיטה זו היה צריך להיות שווה לחסרון־הכיס לכל נייר־הערך נכון למועד ההטעיה בתשקיף, מוכפל במספר ניירות־הערך של החברה שהונפקו בתשקיף.<sup>41</sup>

40 ההנחה היא שבעלי מניות שהחזיקו בהן לפני ההנפקה לא מכרו את מניותיהם לאחר ההנפקה. אילו מכרו, היה הפיצוי הכולל גדול יותר, כי אלה שרכשו מהם את המניות היו זכאים גם הם לפיצוי. יתר על כן, כאשר ההטעיה נעשית לאחר ההנפקה, במהלך המסחר בשוק המשני, יהיו במועד הגילוי מחזיקי ניירות־ערך שרכשו אותם לפני מועד ההטעיה ואשר אינם צריכים על־כן להיכלל בקבוצה המיוצגת. אנו דנים במורכבות זו בהערת־השוליים הבאה ובהמשך המאמר. כמו־כן, ההנחה היא שההפרש בין מחירו של נייר־הערך לבין ערכו האמיתי הלך והצטמצם לאורך תקופת ההטעיה. אם ההפרש גדל בתקופה מסוימת, ייתכן שהפיצוי הכולל שישולם לשני הרוכשים – זה שרכש את נייר־הערך סמוך לאחר ההטעיה וזה שרכש אותו ממנו בתקופה שבה גדל ההפרש – יהיה גדול מהפיצוי שהיה משולם אילו החזיק הרוכש הראשון בנייר־הערך עד לגילוי.

41 כאשר ההטעיה נעשית לאחר התשקיף של ההנפקה הראשונה לציבור – למשל, בדוח תקופתי – חישוב הנזק הכולל נעשה מסובך יותר, משום שהוא תלוי בשאלה אם מוכר נייר־הערך רכש אותו לפני ההטעיה או לאחריה. לדוגמה, אם במהלך תקופת ההטעיה בוצעו בסך־הכל שתי עסקות, ובכל אחת מהן נמכרו 100 מניות, הנזק הכולל יהיה שונה אם נניח שאותן 100 מניות החליפו ידיים פעמיים (ובמקרה כזה מדובר בגלגול הנזק) או שלמעשה מדובר ב־100 מניות



בפסק-הדין המקורי, שניתן בבית-המשפט המחוזי, כללה הקבוצה שהוגדרה את כל מי שהחזיק בנייר-ערך של החברה ביום גילוי הטעיה, למעט הנתבעים. בית-המשפט העליון לא שינה את הגדרתה של הקבוצה המיוצגת, אולם בכך יצר אי-התאמה בין הגדרת הקבוצה לבין שיטת חסרון-הכיס. רוכשי ניירות-ערך של החברה שמכרו אותם לפני מועד הגילוי לא נכללו בקבוצה המיוצגת, ולכן לא קיבלו פיצוי בגין הפרש חסרון-הכיס שנגרם להם בין יום הרכישה ליום המכירה. אילו יישם בית-המשפט המחוזי את שיטת חסרון-הכיס בצורה זו ופסק פיצוי לקבוצה שהוגדרה כאמור, הייתה מתקבלת תוצאה בעייתית. יישום כזה היה מפצה רק חלק ממי שנגרם לו נזק עקב הטעיה על-פי הגיונה של שיטת חסרון-הכיס, והיה מטיל על הנתבעים חבות נמוכה מדי מנקודת-מבטה של שיטה זו.

נשווה תוצאה זו לתוצאה לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת. בשיטת חסרון-הכיס המקורבת רוכש מסוג IO, שרכש את נייר-הערך לאחר ההטעיה ומכר אותו לפני הגילוי, אינו זכאי לפיצוי, בהנחה שבתקופה זו לא דלף לשוק כל מידע בדבר ההטעיה.<sup>42</sup> תחת הנחה זו, השינוי במחירו של נייר-הערך בין הרכישה למכירה לפני מועד הגילוי נובע כולו מתנודות השוק, ולא מן ההטעיה. אם כך, כאשר מנכים את תנודות השוק, לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת, הפיצוי שהתובע מן הסוג הזה זכאי לו שווה ל-0.<sup>43</sup>

כתוצאה מכך, הגדרת קבוצת התובעים המיוצגים בשיטת חסרון-הכיס המקורבת כוללת רק את מי שהחזיק בנייר-הערך ביום הגילוי ורכש אותו לאחר מועד ההטעיה, ואינה כוללת תובעים מסוג IO.<sup>44</sup> זוהי בדיוק הקבוצה שהוגדרה בהחלטתו המקורית של בית-המשפט

שוונות שנמכרו בכל עסקה (ובמקרה כזה בכל עסקה נגרם נזק חדש). להסבר מפורט ראו להלן חלק ב6(ב).

42 נראה שגם השופט עדיאל סבר כי רוכשים מסוג In-and-Out אינם זכאים לפיצוי. ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 70 לפסק-דינו של השופט עדיאל. עם זאת, השופט לא עמד על כך שרוכשים כאלה היו זכאים לפיצוי אילו חושב נזקם לפי שיטת חסרון-הכיס.

43 שונים פני הדברים במקרה המורכב יותר שבו המידע על ההטעיה דולף לשוק לפני הגילוי המלא. במקרה זה אנו דנים בהמשך.

44 לכאורה, יש קבוצה נוספת של רוכשי נייר-ערך שלא נפגעו מן ההטעיה. אלה רוכשים אשר בתקופת ההטעיה מכרו את נייר-הערך שאותו רכשו לפני ההטעיה, ולאחר-מכן רכשו נייר-ערך של אותה חברה והחזיקו בו עד למועד הגילוי. בספרות רוכשים אלה מכונים out-and-in. ראו: Daniel R. Fischel & David J. Ross, *The Use of Trading Models to Estimate Aggregate Damages in Securities Fraud Litigation: A Proposal for Change*, in 31 *SECURITIES CLASS ACTIONS: ABUSES AND REMEDIES* 131, 138 (1994). בהנחה שמחיר המכירה ומחיר הרכישה של נייר-הערך היו זהים, רוכשים אלה לא ניזוקו מן ההטעיה, ומצבם זהה לזה שהיה אילו לא ביצעו את המכירה והרכישה בתוך תקופת ההטעיה. למרות זאת הם זוכים בפיצוי, והרווח שהרוויחו ממכירה בתוך תקופת ההטעיה (כאשר ההטעיה ניפחה באופן מעוות את שווי של נייר-הערך שלהם) אינו מקוּוּז מהפסדם. למעשה, בעיה זו נובעת מכך שיש קבוצה רחבה עוד יותר של משקיעים שנהנים מן ההטעיה – כל אותם משקיעים שרכשו את נייר-הערך לפני ההטעיה ומכרו בתוך תקופת ההטעיה. הרווח של רוכשים אלה אינו מקוּוּז מהפיצוי שהנתבעים משלמים, וזו אחת הסיבות לכך שהפיצוי עלול להביא לידי הרתעת-יתר. ראו: Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *ARIZ. L. REV.* 639, 646–647 (1996); FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *The*

המחוזי, אשר בית־המשפט העליון חזר עליה. ההגדרה מתאימה אפוא לשיטת חסרון־הכיס המקורבת, שהיא שיטת אקס־פוסט להערכת הנזק.

נחזור לדוגמה שבה דנו למעלה. כדי לחשב את הנזק שנגרם לפי שיטת חסרון־הכיס המקורבת למי שרכש את נייר־הערך ב־100 ומכר אותו לפני הגילוי ב־60, יש להפחית תחילה את מחיר המכירה ממחיר הרכישה. אולם בשלב השני יש לקזז את ירידות המחירים בשוק הרלוונטי,<sup>45</sup> אשר שוות לירידת מחירו של נייר־הערך בדוגמה, משום שהשוק לא קיבל עדיין שום מידע לגבי ההטעיה. התוצאה היא שהנזק לרוכש כזה מסוג IO הוא 0. לעומת זאת, מי שרכש ממנו את נייר־הערך ב־60 והחזיק בו עד לאחר הגילוי – אותו מועד שבו נפל ערכו מ־50 ל־25 – זכאי לפיצוי שווה להפרש בין מחיר הרכישה לבין ערכו של נייר־הערך לאחר הגילוי (הפרש העומד על 35) בניכוי ירידת המחירים בשוק בתקופה שבין הרכישה למכירה. ירידת המחירים בשוק שווה להפרש בין 60 לבין 50 (המחיר רגע לפני הגילוי), דהיינו, ל־10. לכן הנזק שנגרם לאותו רוכש לפי שיטת חסרון־הכיס המקורבת שווה ל־25.

קל להיווכח כי פיצוי זה שווה לפיצוי שהיה ניתן אילו החזיק הרוכש הראשון בנייר־הערך עד למועד הגילוי. במקרה כזה ההפרש בין מחיר הרכישה, 100, למחיר המכירה, 25, היה 75. מהפרש זה היינו מקזזים את הירידה במחיר עקב הירידות בשוק, 50, ולכן הפיצוי היה שווה ל־25. המסקנה היא שהפיצוי הכולל שאמור להינתן בשיטת חסרון־הכיס המקורבת תלוי רק במספר ניירות־הערך אשר מוחזקים ביום הגילוי ונרכשו בתקופת ההטעיה.<sup>46</sup> בפרשת רייכרט כל מי שהחזיקו בנייר־הערך במועד הגילוי, למעט הנתבעים, רכשו אותו לאחר ההטעיה שהייתה בתשקיף,<sup>47</sup> ולכן לא היה צורך לבחון אם ניירות־הערך נרכשו בתקופת ההטעיה.<sup>48</sup>

Economic Structure of Corporate Law 315–355 (1991). כאמור זה איננו מתמודדים

עם בעייתיות זו, אשר אינה נובעת ישירות מהשיטה לחישוב הנזק ואינה תלויה בה.

45 כפי שהסביר השופט עדיאל בפס' 75 לפסק־דינו בעניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, ניתן לחשב את תנודות המחירים בשוק שאינן קשורות להטעיה לפי "המדד הכללי של שינוי ערך תיקי השקעה דומים בהרכבם לזה של הנפגע בתקופה הנדונה". למען הפשטות אנו מניחים כאן כי בדוגמה שלנו חישוב זה היה חושף במדויק את הירידה שהתרחשה במחירי המניה ללא קשר להטעיה.

46 כאמור, ההנחה בדיון זה, כמו־גם בעניין רייכרט, היא שהמידע האמיתי לא דלף לשוק. על השינוי בניתוח כאשר המידע דולף לשוק בתקופת ההטעיה, ראו דיון להלן בפרק ג.

47 כאמור לעיל, אילו היו בעלי מניות שהחזיקו במניותיהם לפני התשקיף ומכרו אותן לאחריו, היה צריך לכלול אותם בקבוצה המיוצגת ולפצותם בהתאם, ובלבד שהחזיקו במניותיהם עד ליום הגילוי.

48 כפי שנראה, השיטה שבה חישובה השופטת אגמון־גונן בבית־המשפט המחוזי את הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת הייתה במהותה שיטת אקס־פוסט. זוהי שיטה המחשבת את הנזק על־פי ערכו ביום גילוי ההטעיה. הגדרתה של הקבוצה המיוצגת לפי שיטה זו, כמו לפי שיטת חסרון־הכיס המקורבת, צריכה לכלול רק את מי שהחזיקו בניירות־הערך במועד הגילוי. פסיקת הנזק על־ידי בית־המשפט המחוזי בפרשה שבה עסקינן עומדת אם כן בקנה אחד עם הגדרת הקבוצה המיוצגת שניתנה על־ידי בית־המשפט העליון.

לסיכום, יש אי-התאמה בין הגדרת הקבוצה בעניין רייכרט לבין חישוב הנזק לפי שיטת חסרון-הכיס. הגדרת הקבוצה לא כללה רוכשים מסוג IO, אשר רכשו את נייר-הערך לאחר ההטעיה ומכרו אותו לפני גילוי ההטעיה. רוכשים כאלה זכאים לפיצוי לפי שיטת חסרון-הכיס. התוצאה היא שאילו חישב בית-המשפט המחוזי את הנזק לפי שיטת חסרון-הכיס (במובנה הפשוט), הפיצוי הכולל שהיה נקבע היה נמוך מהנזק שנגרם למעשה לפי שיטה זו. לעומת זאת, שיטת חסרון-הכיס המקורבת, כמו כל שיטת אקס-פוסט להערכת הנזק, אינה מפצה את הרוכשים מסוג IO, אשר מכרו את ניירות-הערך שלהם בטרם התגבש הנזק. נזקיהם של רוכשים אלה הם פרי תנודות בשוק שאין להן קשר להטעיה. לפיכך הגדרת הקבוצה בעניין רייכרט מתאימה רק לשיטת אקס-פוסט לחישוב הנזק, לרבות שיטת חסרון-הכיס המקורבת.

### 3. השיטות לחישוב הנזק במשפט האמריקני

בעניין רייכרט הנחה בית-המשפט העליון את בית-המשפט המחוזי לנקוט את שיטת חסרון-הכיס או לחלופין את שיטת חסרון-הכיס המקורבת, ואף הנחה אותו ליישם כל אחת מן השיטות כפי שנהוג לעשות בארצות-הברית.<sup>49</sup> אולם גם בארצות-הברית שאלת השיטה הראויה לחישוב הנזק עומדת במוקדו של ויכוח ער – הן בפסיקה והן בדיון האקדמי.<sup>50</sup> חלק מן השיטות שהתפתחו במשפט האמריקני הן שיטות אקס-פוסט, וחלק אחר הן שיטות אקס-אנטה, ובמסגרת כל אחת משיטות אלה יש שיטות-משנה שונות לחישוב הנזק. להלן נסקור בקצרה את ההתפתחות שחלה במשפט האמריקני בשאלת חישוב הנזק. שאלת חישוב הנזק במשפט האמריקני נידונה במסגרת הדרישה ל-*loss causation*. יש להבחין בין דרישה זו לבין הדרישה ל-*transaction causation*, שהיא דרישה להסתמכות בעת הרכישה – דרישה אשר מתמלאת במשפט האמריקני באופן אוטומטי באמצעות הנחת התרמית על השוק (*fraud on the market*). דרישת *loss causation* מחייבת את בית-המשפט בארצות-הברית למצוא כי מחיר המכירה של נייר-הערך היה נמוך ממחיר הרכישה, וכי הפרש

49 ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 76 לפסק-דינו של השופט עדיאל.

50 לרשימה התומכת בשיטת האקס-פוסט ראו: John C. Coffee, Jr., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, 60 Bus. L.J. 533, 533 (2005): "Any change in causation standards that permits a plaintiff to escape showing a decline in the security's stock market price attributable to the material misstatement or omission gives rise to perverse incentives, which would likely result in the award of phantom losses that may have been caused instead by other factors, such as a market bubble"

מן העבר האחר, לעמדה התומכת בשיטת האקס-אנטה ראו: Merritt B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 J. CORP. L. 829, 832 (2005–2006): "The defendant's misstatement injures the plaintiff not because it caused her to make a purchase that later, ex post, turned out to be a losing transaction. Rather, it injures her because, ex ante, it caused her to pay a purchase price that is higher than it would have been but for the misstatement"

המחיר נובע (בחלקו לפחות) מהמידע המוטעה.<sup>51</sup> השאלה מה על התובע להוכיח כדי לעמוד בדרישה זו היא שעמדה במוקד הדיון בפסק-הדין של בית-המשפט העליון האמריקני בעניין *Dura*.<sup>52</sup> סקירה של גישת המשפט האמריקני לשאלה זו ולשאלות הנובעות ממנה צריכה להבחין בין הפסיקה שקדמה לפסק-דין *Dura* לבין הפסיקה שניתנה לאחריו.<sup>53</sup> עד פסק-דין *Dura* השיטה המנחה לחישוב הנזק בארצות-הברית הייתה שיטת חסרון-הכיס, בהסתמך על פסק-דינו של השופט סניד (Sneed) בעניין *Green v. Occidental Petroleum*.<sup>54</sup> בתקופה זו נחלקו בתי-המשפט בארצות-הברית בשאלה מהן הדרישות שעל התובע לעמוד בהן כדי להוכיח loss causation – הן בשלב של כתבי הטענות והדיון באישור התובענה הייצוגית והן בשלב המאוחר של קביעת האחריות בפסק-הדין. חלק מבתי-המשפט סברו כי מספיק להוכיח שהמחיר ביום הרכישה של נייר-הערך היה גבוה מערכו האמיתי על-מנת להוכיח loss causation.<sup>55</sup> לעומת זאת, בתי-משפט אחרים סברו כי יש להוכיח קיומו של קשר סיבתי בין ההטעיה לבין ירידת ערך מאוחרת של נייר-הערך.<sup>56</sup>

51 ראו Fox, שם, בעמ' 831. חשוב לציין כי הדרישה במשפט האמריקני שיינתן פיצוי רק אם מחיר המכירה היה נמוך ממחיר הרכישה היא דרישה שמקורה בהוראת חוק מפורשת שאינה קיימת בארץ. מטרתה של הוראה זו לרסן את התביעות הייצוגיות. בחוק ניירות-ערך האמריקני – Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) – קיימת תקרת פיצוי לנזק בתובענות ייצוגיות בגין הטעיה בניירות-ערך. התקרה מגבילה את הפיצוי להפרש בין מחיר הרכישה של נייר-הערך לבין מחירו של נייר-הערך לאחר הגילוי (מחיר הנקבע על-פי ממוצע של 90 יום לאחר הגילוי). למעשה, על-פי ההגבלה, במקרים שבהם המחיר לאחר הנפילה גבוה ממחיר הרכישה אי-אפשר לקבל כל פיצוי. הגבלה זו סותרת אם כן את ההיגיון של כל הגישות להערכת הנזק, שכן עליות מחירים בשוק אינן מצביעות על העדר נזק כתוצאה מהגילוי אקס-פוסט או אקס-אנטה. הכלל האמריקני הוא למעשה מכשיר נגד ריבוי תביעות ייצוגיות. ראו: PSLRA, § 21D(e)(1).

52 ראו: *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*, 125 S. Ct. 1627 (2005) (להלן: עניין *Dura*).  
 53 יש לציין גם כי רוב הפסיקה בארצות-הברית ניתנה בשלב של אישור התובענה הייצוגית או בשלב של אישור הסדר פשרה בתובענה, שכן רובן המכריע של התובענות הייצוגיות בניירות-ערך אינן מגיעות לפסק-דין סופי. ראו, למשל: *Miller v. Asensio & Co.*, 364 F.3d 223, 228 (4th Cir. 2004) (“The treatises note the ‘relative paucity of decisions’ dealing with damages in Rule 10b-5 cases” (Quoting 2 THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION § 12.12 (4th ed. 2002)). לפיכך לא קל למצוא יישום של שיטות לחישוב הנזק בפסק-דין סופי בתובענה ייצוגית.

54 *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335 (9th Cir. 1976). על ההסתמכות על מקור זה ראו: *Bradford Cornell & R. Gregory Morgan, Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 UCLA L. REV. 883, 884–885 (1990).

55 זו הייתה, למשל, גישתם של בתי-המשפט 9th circuit. ראו: *Knap v. Ernst & Whinney*, 90 F.3d 1431, 1438 (9th Cir. 1996); *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824, 831 (8th Cir. 2003). זו גם הייתה גישתו של בית-המשפט הפדרלי לערעורים (9th Cir.) בפרשת *Dura*, וזו גם הייתה גישתו של בית-המשפט האזורי (9th Cir.) באותה פרשה.

56 ראו, למשל: *Robbins v. Koger Props., Inc.*, 116 F.3d 1441, 1448 (11th Cir. 1997);

יש להדגיש שגם בתי-המשפט שסברו כי יש להוכיח קשר סיבתי בין ההטעיה לבין ירידת ערך מאוחרת נחלקו ביניהם בשאלה אם הנזק נמדד ביום הרכישה או ביום הגילוי. בתי-משפט שסברו כי הנזק נמדד לפי חסרון-הכיס ביום הרכישה דרשו להוכיח ירידת ערך מאוחרת כדי להראות שתשלום-היתר (הקרוי על-ידיהם artificial inflation), כולו או חלקו, אכן אבד במועד המכירה.<sup>57</sup> דהיינו, בתי-משפט אלה שמרו על גישת אקס-אנטה לנזק, אולם דרשו להצביע על ירידת ערך מאוחרת הקשורה לתשלום-היתר ששולם. לעומתם, בתי-משפט אחרים דרשו הוכחה שהירידה המאוחרת לא נבעה מגורמים "מתערבים" הקשורים לאירועים שהשפיעו על המחירים בשוק ההון בכלל או של החברה בפרט.<sup>58</sup> גישתם של בתי-משפט אלה עולה בקנה אחד עם גישת אקס-פוסט לחישוב הנזק.

בשנת 2005, בפסק-הדין בעניין *Dura*, דן בית-המשפט העליון הפדרלי של ארצות-הברית בשאלה מהו הנטל המוטל על המבקש לאשר את תביעתו כתובענה ייצוגית בניירות-ערך כאשר לנזק שנגרם עקב ההטעיה שהוא טוען לה. בית-המשפט קבע כי אין זה מספיק להוכיח שמחיר הרכישה היה מופקע בגין ההטעיה, וכי יש להראות שמחיר המניה נפל עם גילוי התרמית.<sup>59</sup> בית-המשפט קבע כי במועד הרכישה טרם נגרם למשקיע נזק כלשהו, שכן כנגד המחיר הגבוה יש בידי מניה בערך זהה (בהסתמך על המידע המטעה).

אם המשקיע מצליח למכור את המניה סמוך לאחר הרכישה ולפני שהמידע המטעה החל להגיע לשוק, לא נגרם לו שום נזק. יתר על כן, לפי בית-המשפט הפדרלי העליון, גם אם המניה נמכרה במחיר נמוך ממחיר הרכישה לאחר שהמידע הגיע לשוק, אין זה אומר שהנזק נגרם עקב ההטעיה. ירידת הערך יכולה לנבוע משינויים כלכליים המשפיעים על שוק ההון, מציפיות שונות של משקיעים, מהתפתחויות בשוק הספציפי שהחברה פועלת בו, מאירועים שהתרחשו בחברה עצמה או מגורמים אחרים. ככל שהזמן שעובר בין הרכישה לבין המכירה ארוך יותר כן גדלה הסבירות שאותם גורמים "מתערבים" הם שגרמו לירידת הערך.<sup>60</sup>

"... require proof of a causal connection between the misrepresentation and the investment's subsequent decline in value"; Emergent Capital Mgmt., L.L.C. v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189 (2d Cir. 2003); Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165 (3d Cir. 2000); Bastian v. Petren Res. Corp., 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990)

ראו: Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165, 185 (3d Cir. 2000) 57

Emergent Capital Mgmt., L.L.C. v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189, 197 (2d Cir. 2003); Bastian v. Petren Res. Corp., 892 F.2d 680, 682 (7th Cir. 1990) 58

ראו עניין *Dura*, לעיל ה"ש 52, בעמ' 1631: "...an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss" 59

בשל חשיבות הדברים נביא אותם כלשונם. שם, בעמ' 1631-1632 (ההרגשה במקור): 60

"For one thing, as a matter of pure logic, at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss; the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that at that instant possesses equivalent value. Moreover, the logical link between the inflated share purchase price and any later economic loss is not invariably strong. Shares are normally purchased with an eye toward a later sale. But if, say, the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss. If the

לגישתנו, ניתן להסיק מדבריו של בית־המשפט כי הוא העדיף את שיטת האקס־פוסט, שבה גם אנו דוגלים.<sup>61</sup> דבריו של בית־המשפט מנוגדים להגינה של שיטת האקס־אנטה, אשר מתרכזת דווקא בפער שבין מחיר הרכישה של נייר־הערך לבין שווי בהעדר הטעיה באותו יום.<sup>62</sup> יתרה מזו, בשיטת אקס־אנטה הפיצוי לחלק מן התובעים דווקא גדל ככל שחולף זמן רב יותר ממועד ההטעיה והפער בין קו המחיר לקו הערך קטן.<sup>63</sup> רק בשיטת אקס־פוסט הפיצוי קטן בנסיבות אלה, כפי שקובע בית־המשפט.

---

purchaser sells later after the truth makes its way into the marketplace, an initially inflated purchase price *might* mean a later loss. But that is far from inevitably so. When the purchaser subsequently resells such shares, even at a lower price, that lower price may reflect, not the earlier misrepresentation, but changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions, or other events, which taken separately or together account for some or all of that lower price. (The same is true in respect to a claim that a share's higher price is lower than it would otherwise have been – a claim we do not consider here.) Other things being equal, the longer the time between purchase and sale, the more likely that this is so, *i.e.*, the more likely that other factors caused the loss.”

61 זו פרשנות מקובלת אחת לפסק־הדין הזה גם בארצות־הברית. ראו: Jill E. Fisch, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 IOWA L. REV. 811, 843, 847 (2009): “The *Dura* Court adopted (or at least strongly suggested) an alternative formulation of the plaintiff’s harm, concluding that an investor is harmed if and when the price of the purchased securities declines...”; James C. Spindler, *Why Shareholders Want Their CEOs to Lie More after Dura Pharmaceuticals*, 95 GEO. L.J. 653, 657 (2007): “*Dura* requires a plaintiff to show a market decline (*ex post* ‘economic loss’) in order to maintain a claim of securities fraud – what we might call an ‘*ex post* loss rule’”; David Tabak, *Inflation and Damages in a Post-Dura World* (National Economic Research Associates, Inc., 2007): “The Supreme Court’s decision in *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 125 S. Ct. 1627 principally addressed the question of whether a plaintiff can satisfy ‘a requirement – that courts call ‘loss causation’ – simply by alleging in the complaint and subsequently establishing that ‘the price’ of the security ‘*on the date of purchase* was inflated because of the misrepresentation.”  
The *Dura* court answered this question in the negative...”

62 כך פירש את פסק־הדין גם בית־המשפט המחוזי הפדרלי בעניין *Williams*, אשר לשיטתו לאחר פסק־דין *Dura* מן הראוי לפסול שיטות אקס־אנטה להערכת הנזק. ראו: *In re Williams Securities Litigation*, 496 F. Supp. 2d 1195 (N.D. Okla. 2007). (להלן: עניין *Williams*). בית־המשפט פוסל את “השיטה האחוזית”, שהיא אחת השיטות המקובלות להערכת הנזק אקס־אנטה, כפי שנראה בהמשך: “...the application of the constant percentage inflation approach would give the equity investor the ‘partial downside insurance policy’ which *Dura* counsels that the securities law should not provide” (שם, בעמ’ 1270).

63 כפי שהסברנו בתת־פרק הקודם, כאשר ההכרל בין קו הערך לקו המחיר מצטמצם, לפי שיטת

למרות זאת לא הכריע בית-המשפט מפורשות בסוגיית המועד הראוי לבחינת התגבשות הנזק, והגישות בארצות-הברית חלוקות באשר לתשובה הנכונה לשאלה זו לאחר פסק-הדין בעניין *Dura*.<sup>64</sup> לפיכך מוקדם עדיין לקבוע אם לאחר פסק-דין זה ינוע המשפט האמריקני כולו לכיוון של שיטות אקס-פוסט להערכת נזק בגין הטעיה בניירות-ערך, אך קיימות עדויות חד-משמעיות לכך שהמטוטלת אכן נעה לכיוון זה.<sup>65</sup>

לנוכח העדר ההכרעה המפורשת במשפט האמריקני בין גישת אקס-אנטה לגישת אקס-פוסט, יש תועלת בבחינת השיטות לחישוב נזק שהיו מקובלות בארצות-הברית לפני פסק-דין *Dura*, ואשר בחלקן נעשה שימוש גם כיום. כאשר בוחנים את השיטות הללו, מגלים כי ברובם המובהק של המקרים נקודת המוצא לחישוב היא נפילות המחירים של נייר-הערך בשוק סמוך לאחר גילוי ההטעיה או המחיר שאליו נפל נייר-הערך לאחר הגילוי.<sup>66</sup> כפי שנראה, עוגן זה של נפילות המחירים מהווה כשלעצמו סיבה מעשית להעדפת שיטת חישוב אקס-פוסט של הנזק, אשר חוסכת את הצורך להיעזר בהשערות ובהנחות שמידת נכונותן מוטלת בספק. אם כן, גם כאשר הפסיקה האמריקנית מחשבת את הנזק לפי שיטת חסרון-הכיס, היא עושה כן לעיתים קרובות מתוך הסתכלות, כנקודת מוצא, על נפילות המחיר כתוצאה מגילוי ההטעיה. מומחים שעיסוקם בשוק ההון מציגים לפני בית-המשפט, מטעם הצדדים, מודלים שונים שמטרתם לחלץ מנפילות מחירים אלה, בראייה לאחור (backcasting), את הפער בין קו הערך לקו המחיר בימי הרכישות של ניירות-הערך לשם יישומה של שיטת חסרון-הכיס.<sup>67</sup>

---

חסרון-הכיס מי שמכר את נייר-הערך תוך כדי תקופת ההטעיה "גלגל" חלק מן הנזק שלו לאדם שרכש ממנו את נייר-הערך. ככל שהמחיר יורד וההפרש בינו לבין קו הערך קטן, הנזק שהמוכר "מגלגל" קטן יותר, ואילו הנזק שלו עצמו, לפי שיטת חסרון-הכיס, גדל. בנסיבות אלה מגיע למוכר פיצוי גדול יותר ככל שמחיר השוק נמוך יותר, אף אם לירידה במחיר אין כל קשר להטעיה.

64 לפרשנות הגורסת כי אין הכרעה בשאלה זו גם לאחר *Dura* ראו, למשל, Fox, לעיל ה"ש 50, בעמ' 874.

65 ראו את הדיון להלן בה"ש 75.

66 ראו: Allen Ferrell & Atanu Saha, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes-of-Action: The Implication of Dura Pharmaceuticals v. Broudo*, 63 Bus. Law. 163, 187 (2007); John Finnerty & George Pushner, *An Improved Two-Trader Model for Measuring Damages in Securities Fraud Class Actions*, 8 STAN. J. L. BUS. & FIN. 213, 220 (2003).

67 במקרים רבים ההטעיה היא הסתרה של מידע שלילי, ואז במועד ההטעיה אין כל תזווה במחירי השוק. לעומת זאת, במקרים שבהם ההטעיה נעשתה בדרך של מסירת מידע חיובי שקרי ניתן לחזות בעלייה במחירו של נייר-הערך בתגובה על המידע השקרי. במקרים אלה היה מי שהציע לעשות שימוש בעליית המחיר כדי לשרטט את קו הערך לצורך יישומה של שיטת חסרון-הכיס. למיטב ידיעתנו, שיטה זו, המכונה Forward Casting, טרם באה לידי ביטוי בפסיקה. ראו Ferrell & Saha, לעיל ה"ש 66, בעמ' 185-186.

שיטה נפוצה אחת היא השיטה האחוזית הקבועה.<sup>68</sup> שיטה זו מניחה כי ניתן ללמוד משיעור הנפילה (באחוזים) של מחיר נייר־הערך בעת גילוי ההטעיה על ערכה של ההטעיה כפי שהייתה ביום רכישתו של נייר־הערך. בשיטה זו מניחים אפוא כי שיעור נפילת המחירים ביום גילוי ההטעיה באחוזים משקף את משקלה של ההטעיה ביום הרכישה. לדוגמה, אם ביום גילוי ההטעיה נפל מחיר המניה מ־60 ל־30, כלומר נפילה של 50%, השיטה האחוזית משתמשת בערך זה לצורך מדידת הנזק ביום רכישתה של המניה. לפיכך הפיצוי לקונה שרכש את המניה במחיר 100 צריך להיות 50, שהם 50% מ־100, ולרוכש שקנה מאוחר יותר, לדוגמה במחיר 80, יינתן פיצוי של 40 (50% מ־80) (ראו תרשים 4). שיטה זו היא שיטת אקס־אנטה כמובן זה שהיא מנסה להתחקות אחר הנזק שנגרם ביום הרכישה, ולא ביום גילוי ההטעיה. עם זאת, גם כשיטת אקס־אנטה ניתן לפקפק בהנחת־המוצא שלפיה משקלה היחסי של ההטעיה ביום הגילוי מלמד בהכרח על ערכה ביום הרכישה ביחס לשווי השוק של נייר־הערך באותו יום.<sup>69</sup> קיימים סוגים מגוונים של הטעיות בניירות־ערך וסיבות מגוונות לשינוי בשווי השוק. הטעיות אופייניות הן הטעיות בנוגע לנכסי החברה, בנוגע להוצאות ולהכנסות או ביחס להזדמנויות ההשקעה, ואילו השינוי בשווי השוק יכול לנבוע מגורמים פנימיים לחברה או מגורמים חיצוניים. גיוון האפשרויות שולל את ההנחה שקיימת זיקה ישירה וכללית בין שיעור נפילת המחיר באחוזים ממחיר השוק ביום גילוי ההטעיה לבין "ערכה" של אותה הטעיה ביום הרכישה כאחוז ממחירו של נייר־הערך באותו יום.

שיטה אחרת שמטרתה לשחזר את שווי הנזק ביום הרכישה (שיטת אקס־אנטה) בהתבסס על המחיר ביום הגילוי היא שיטת המדד (index).<sup>70</sup> שיטת המדד מניחה כי המניה שלגביה נעשתה ההטעיה אמורה להתנהג באופן זהה למדד כלשהו, דוגמת מדד מניות ה־S&P500, לאורך כל תקופת ההטעיה.<sup>71</sup> ניטול, לדוגמה, מניה שביום ההטעיה עמד מחירה על 100 בשל ההטעיה. נניח שערב גילוי התרמית עמד מחירה על 60 (עקב הידרדרות במחיר שאינה פרי ההטעיה), ושלאחר הגילוי נפל מחירה ל־30. במקביל נניח שהמדד הרלוונטי ירד ב־10%

68 לתיאור השיטה ראו, למשל, Tabak, לעיל ה"ש 61.

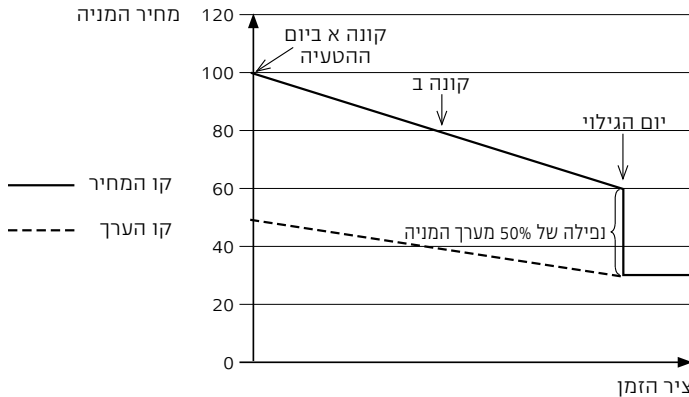
69 בדוגמה הפשטנית של חברת הזהב שלנו הנחה זו דווקא משקפת היטב את מצב הדברים, ככל שיש באמת עניין בחשיפת הנזק כפי שהיה אקס־אנטה במועד הרכישה. ראו לעיל ה"ש 32 והטקסט שמעליה. הנפילה במחירו של נייר־הערך (25) הייתה בשיעור של 50%. משיעור זה ניתן לשחזר את ערכה הכלכלי של ההטעיה נכון ליום הרכישה. ביום זה עמד שווי של נייר־הערך על 100, והפיצוי הנגזר הוא 50. פיצוי זה אכן שווה לערכו האמיתי של הנזק כפי שהתגבש ביום ההטעיה, שכן החברה הפריזה בכמות הזהב שלה ב־50 יחידות, כאשר מחירי הזהב עמדו על 1,000 ליחידה, ולחברה היו 1,000 מניות (1,000\*50 חלקי 1,000). מכל מקום, התגדרותו לשיטה זו אינה מתמקדת בטענה שההנחה שגויה, אלא בעצם העיקרון שלפיו אין זה ראוי לחשב את הנזק נכון ליום הרכישה, מכל הטעמים העקרוניים שבהם נדון בפרק ב.

70 להרחבה בנוגע לשיטת המדד ראו: Rolf v. Blyth, Eastern Dillon & Co. Inc., 570 F.2d 38, 49 (2d Cir. 1978).

71 מדד ה־S&P500 הוא מדד המניות המוביל בארצות־הברית, והוא כולל את 500 המניות בעלות שווי השוק הגדול ביותר בבורסות בארצות־הברית, המשקפות את כלל הפעילות במשק האמריקני. להסבר נוסף ראו [www.standardandpoors.com/indices/sp-500/en/](http://www.standardandpoors.com/indices/sp-500/en/) או [www.spglobal.com/sp500/indexId=spusa-500-usduf-p-us-l--](http://www.spglobal.com/sp500/indexId=spusa-500-usduf-p-us-l--)



תרשים 4: פיצוי אקס-אנטה על-פי השיטה האחוזית הקבועה



בתקופת ההטעיה. שיטת המדד תקבע במקרה זה כי הנזק של מי שרכש את המניה מייד לאחר ההטעיה (כלומר, ב־100) יעמוד על 67. הסיבה לכך היא שמניחים בשיטה זו כי המחיר שנחשף לאחר הגילוי (30 בדוגמה שלנו) מאפשר ללמוד על הערך האמיתי של המניה ביום הרכישה בהינתן תנודות המדד. מאחר שהמדד ירד בכל תקופת ההטעיה ב־10%, השיטה מניחה כי ערכה האמיתי של המניה ביום הרכישה עמד על כ־33 דולר (כ־10% יותר מערכה לאחר הגילוי). מאחר שהמניה נרכשה בהשפעת ההטעיה במחיר 100, הפיצוי בשיטה זו עומד על 67. יש לשים לב כי בשיטה זו אין כל חשיבות ישירה לשיעור הנפילה במחיר ביום הגילוי, אלא רק למחיר המוחלט שאליו הגיע נייר-הערך לאחר הגילוי. ממחיר זה מחשבים לאחור, בהתאם לתנודות המדד, את קו הערך. לפנינו, אם כן, שיטת חישוב נזק אקס-אנטה נוספת שמנסה לחלץ בהסתכלות לאחור (מהמחיר שאליו נפל נייר-הערך לאחר ההטעיה) את שווייה של ההטעיה במועד הרכישה.

התוצאה שהתקבלה בחישוב הנזק בשיטת המדד בדוגמה שהבאנו שונה מהתוצאה שחושבה בשיטה הקודמת שתיארנו (השיטה האחוזית הקבועה), אף ששתיהן שיטות אקס-אנטה המנסות לעמוד על חסרון-הכיס ביום ההטעיה. בעוד הנזק לפי שיטת המדד הוא 67, הנזק לפי השיטה האחוזית הוא רק 50. הפרשים אלה מלמדים אותנו כי למעשה קשה מאוד לחשב את ערכו של הנזק אקס-אנטה מתוך הנזק כפי שהוא מתגלה אקס-פוסט לאחר גילוי ההטעיה. ההתחקות אחר ערך המניה האמיתי ביום ההטעיה היא משימה חמקמקה, המחייבת אותנו להניח הנחות שונות שיש ספק לגבי מידת תקפותן. קשיים יישומיים אלה מוסיפים על הטיעון העקרוני שלנו שלפיו בשוק ההון שיטת הפיצוי הראויה היא שיטת אקס-פוסט, ולא שיטת אקס-אנטה.

שיטה נפוצה נוספת בארצות-הברית היא שיטת הנפילה הקבועה במחיר (Constant Dollar Method). לפי שיטה זו, הפיצוי נקבע על-פי שווייה של הנפילה במחיר עם גילוי ההטעיה.<sup>72</sup> בניגוד לשתי השיטות הקודמות שתיארנו – שיטת האחוזים ושיטת המדד – שיטה

72 הצגה זו של השיטה היא הפשטה שלה, שכן במקרה הרגיל אין מאמצים באופן אוטומטי את נפילת המחיר בערכה המספרי הפשוט. ברגיל ימנה בית-המשפט מומחה פיננסי, אשר יקבע

זו מסתפקת בנזק כפי שנחשף במועד הגילוי. לעיתים השיטה מופעלת בארצות־הברית תוך שימוש במינוח של שיטת חסרון־הכיס, כאילו מדובר בחשיפת ההפרש בין מחירו של נייר־הערך לבין ערכו האמיתי בעת הרכישה, בהנחה שהפרש זה נותר קבוע לאורך כל תקופת ההטעיה.<sup>73</sup>

כדי להדגים את פעולתה של שיטה פשוטה זו, נחזור על אותה דוגמה מספרית ששימשה אותנו עד כה. נניח כי המניה נרכשה ב־100 בהשפעת ההטעיה, כי המחיר הידרדר ללא קשר להטעיה ל־60, וכי סמוך לאחר גילוי ההטעיה הוא נפל ל־30. נפילת המחיר, העומדת בדוגמה זו על 30, משקפת את שווי ההטעיה אקס־פוסט נכון ליום הגילוי, וזאת מאחר שלפני גילוי ההטעיה כבר התאים השוק את מחירי המניה לכל המידע הפומבי שאין לו קשר להטעיה. על־פי שיטת הנפילה הקבועה במחיר, כל ניזוק שאחזו במניות במועד גילוי הנזק מקבל אותו פיצוי בגין כל מניה, וזאת בערכה של הנפילה במחיר (30 בדוגמה שלנו). אין זה משנה, לפי שיטה זו, אם הניזוק רכש את המניה במחיר 100 או בכל מחיר אחר עד למחיר של 60 שבו עמדה המניה לפני הגילוי. הפיצוי הוא פיצוי אחיד של 30 למניה.

ניתן לסבור, בטעות לגישתנו, כי שיטה זו היא למעשה מקרה פרטי של גישת האקס־אנטה המתאימה רק לנסיבות שבהן הפיצוי אקס־אנטה שקול לפיצוי אקס־פוסט. סברה זו מתחזקת כאשר מתברר כי בתי־המשפט בארצות־הברית משתמשים לעיתים בשיטה זו במסגרת שיטת חסרון־הכיס, בהשליכם לאחור מירידות המחירים על ערכה של ההטעיה ביום הרכישה. אומנם, יש מקרים שבהם נזקה של ההטעיה הוא נזק קבוע שאינו תלוי בשינויים שחלו במחירי השוק.<sup>74</sup> כך, לדוגמה, אם נגנב סכום כסף מסוים מקופת החברה, ייתכן שניתן לקבוע, בכפוף להנחות מסוימות, כי ההטעיה במקרה זה (כלומר, הסתרת הגנבה) היא הטעיה שערכה הדולרי נשמר למרות השינויים השונים שחלו בשוק (וזאת להבדיל מהמקרה ההפוך שבא לידי ביטוי בדוגמה של חברת הזהב). אולם ראייה מפוכחת יותר של שיטת הנפילה הקבועה במחיר מבחינה ביתרונה כשיטה כללית לחישוב הנזק כערכו ביום גילוי ההטעיה, כלומר, כשיטת אקס־פוסט.<sup>75</sup> למעשה, מאמר ערכני בנושא, אשר בכתבתו שותף מלומד

---

את חלון־הזמן שבו יש לבחון את ירידות המחיר, וינכה מירידות המחיר את תנודות השוק הרגילות באותו חלון־זמן, תוך הכפלתן ברגישותם של מחירי המניה הספציפית לתנודות השוק הכלליות. המטרה של מהלך זה, המכונה Event Study, היא לחשב את תנודות המחיר שמעל הנורמה (abnormal returns). ראו הסבר להלן בה"ש 127 ובטקסט שמעליה. ראו גם Tabak, לעיל ה"ש 61, בעמ' 16.

73 ראו: Anjan v. Thakor et al., *The Economic Reality of Securities Class Action Litigation* (U.S. Chamber Institute for Legal Reform, Oct. 2005), available at [www.instituteforlegalreform.com/doc/the-economic-reality-of-securities-class-action-litigation](http://www.instituteforlegalreform.com/doc/the-economic-reality-of-securities-class-action-litigation). הנזק שנקבע על פי שיטה זו זהה לנזק שנקבע על פי השיטה המוצעת על ידנו בהמשך המאמר. ההבדל היחיד הוא שמועד הנזק (החשוב, למשל, לצורך הצמדה וריבית עד יום התשלום) נקבע למועד ההטעיה ולא למועד הגילוי.

74 ראו Fox, לעיל ה"ש 50, בעמ' 872–874, אשר מסתמך על הנחה זו לשם הפשטה, אך טוען כי היא גם תקפה לעיתים קרובות במציאות.

75 בעניין Williams, אשר ניתן לאחר פסק־הדין המנחה בעניין Dura, אימץ בית־המשפט את שיטת הנפילה הקבועה במחיר כשיטה כללית. במקביל דחה בית־המשפט את השיטה האחוזית,

בכיר בתחום מאוניברסיטת הרווארד, מדווח כי המשפט האמריקני עובר בשנים האחרונות לשימוש בשיטת הנפילה הקבועה במחיר.<sup>76</sup>

## ב. הפתרון המוצע לחישוב הנזק ולחלוקתו בין חברי הקבוצה

בפרק הקודם הסברנו את הקושי בחישוב הנזק לאור פסק-דינו של בית-המשפט העליון בעניין רייכרט. קושי זה נובע מכך שבית-המשפט הותיר בחירה בין שתי שיטות לחישוב הנזק – שיטת חסרון-הכיס ושיטת חסרון-הכיס המקורבת – בהניחו שהן מובילות לתוצאה דומה. אולם כפי שהראינו, שתי השיטות מבוססות על תפיסות עקרוניות מנוגדות לגבי מועד גיבוש הנזק. שיטת חסרון-הכיס מבוססת על תפיסה שלפיה הנזק מתגבש במועד ההטעיה, אקס-אנטה, ואילו שיטת חסרון-הכיס המקורבת מבוססת על תפיסה שלפיה הנזק מתגבש במועד הגילוי, אקס-פוסט.<sup>77</sup> כפי שהדגמנו, הבדל עקרוני זה יכול להוביל לתוצאות שונות לחלוטין באשר לגובה הנזק שייפסק, לאופן שבו תוגדר הקבוצה המיוצגת בתובענה הייצוגית ולדרך שבה יחולק הפיצוי בין חבריה.

אף שפסק-דינו של בית-המשפט העליון בעניין רייכרט מאפשר לכאורה לעשות שימוש בשתי שיטות, השיטה שאותה הוא מציג כ"דרך-המלך" היא שיטת חסרון-הכיס, שהיא כאמור שיטת אקס-אנטה לפי לשונה הפשוטה. לגישתנו, השיטה הראויה לחישוב הנזק בתובענה ייצוגית בגין הטעיה בשוק ניירות-ערך צריכה להיות שיטת אקס-פוסט. פרק זה מסביר תחילה מדוע זו הגישה הראויה, ולכן יש להעדיף את שיטת חסרון-הכיס המקורבת על שיטת חסרון-הכיס. לאחר-מכן אנו מציעים דרך פשוטה אף יותר לחישוב הנזק בהתבסס על ירידת מחירו של נייר-הערך סמוך לאחר גילוי ההטעיה.

יש לפחות שלוש סיבות טובות לחשב את הנזק בגין הטעיה בניירות-ערך נכון למועד גילוי ההטעיה, ולא למועד רכישתו של נייר-הערך. ראשית, מן הבחינה הכלכלית פיצוי

בקובעו כי לאחר פסק-דין *Dura* נהפך השימוש בה ללא-לגיטימי באופן כללי. הטעם שניתן לדחיית השיטה האחוזית היה שמדובר בשיטת אקס-אנטה, ומכאן שהטעם לבחירתה של שיטת הנפילה הקבועה במחיר הוא היותה שיטת אקס-פוסט. לפי בית-המשפט, אין לאמץ את השיטה האחוזית משום שפסק-הדין בעניין *Dura* ביקש למנוע את הפיכת דיני ניירות-הערך לביטוח מפני נפילות מחיר בשוק שאינן נובעות מן ההטעיה. השיטה האחוזית, המתחקה כפי שהסברנו אחר ערכה של ההטעיה ביום הרכישה, מחסנת למעשה את המשקיע מפני ירידות מחיר שאינן נובעות מן ההטעיה, ובה-בעת מונעת ממנו את האפשרות ליהנות מעליות המחירים בשוק. ראו עניין *Williams*, לעיל ה"ש 62, בעמ' 1270: "...the application of the constant percentage inflation approach would give the equity investor the 'partial downside insurance policy' which *Dura* counsels that the securities law should not provide". פסק-הדין אושר על-ידי ערכאת הערעור מבלי לדון במישרין בנקודה זו. ראו: *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130 (2009).

76 ראו: Allen Ferrell & Atanu Saha, *Forward-Casting 10b-5 Damages: A Comparison to Other Methods*, 37 J. CORP. L. 365, 371 (2011–2012).

77 כפי שנראה בפרק ג, שיטת חסרון-הכיס המקורבת מתאימה, לשיטתנו, גם למקרים של דליפת מידע ללא מועד ברור של חשיפת המידע לשוק.

אקס־אנטה מבטח את המשקיע מפני תנודות מחירים שליליות בשוק שאין מקורן בהטעיה, ומן העבר האחר שולל ממנו את הזכות ליהנות במלואן מתנודות המחירים החיוביות בשוק.<sup>78</sup> חישוב אקס־פוסט, לעומת זאת, חושף את המשקיע לתנודות המחירים שבהן חפץ מלכתחילה ולתשואה האופיינית לנייר־הערך שבו היה המשקיע מעוניין. שנית, שיטה זו, כפי שנראה, תואמת טוב יותר את ההנחות העובדתיות המשמשות בסיס לעקרון התרמית על השוק, הפוטר את התובע מהוכחת הסתמכות בתובענה ייצוגית בתחום ניירות־ערך.<sup>79</sup> מסיבה זו הגישה המוצעת גם הולמת טוב יותר את כללי הקשר הסיבתי המשפטי בתנאים של השקעה סטנדרטית בניירות־ערך. לבסוף, לשיטה המוצעת יש יתרונות אדמיניסטרטיביים מכריעים. חישוב הנזק נכון ליום רכישתם של ניירות־הערך הוא חישוב סבון, אשר מצריך בדרך־כלל ספקולציות רבות. לעומת זאת, חישוב הנזק נכון ליום גילוי ההטעיה קל יותר במקרה הרגיל, ונשען במישרין על ירידות המחירים בשוק עם גילוי ההטעיה. כפי שנראה, הן חישוב הנזק והן חלוקתו בין חברי הקבוצה המיוצגת פשוטים בהרבה בשיטת אקס־פוסט.

לאחר שנסביר מדוע יש להעדיף את גישת האקס־פוסט על גישת האקס־אנטה, נציע שיטה פשוטה לחישוב הנזק במקרים שבהם מתקיימות ההנחות שעל בסיסן נידון עניין רייכרט. כזכור, לפי הנחות אלה מדובר בהסתרת מידע שלילי ודאי לגבי החברה, ועד למועד הגילוי לא הייתה, במישרין או בעקיפין, דליפה של מידע זה לשוק. כמו־כן אנו מניחים כי המידע שהוסתר אינו משנה במידה ניכרת את רמת הסיכון בהשקעה בנייר־הערך או את מהות ההשקעה. בתנאים אלה השיטה שאנו מציעים מבוססת על ירידת מחירו של נייר־הערך סמוך לאחר מועד הגילוי. אף ששיטה זו אינה אחת משלוש השיטות שהציג בית־המשפט העליון בעניין רייכרט באופן מפורש, היא מהווה תחליף פשוט לשיטת חסרון־הכיס המקורבת, ומבוססת כמוה על העיקרון של התגבשות הנזק במועד הגילוי.

יש להדגיש כי מן הבחינה ההרתעתית אין הברל בין שיטת אקס־אנטה לשיטת אקס־פוסט בגיבוש הנזק. תנודות המחירים בשוק בין יום הרכישה ליום הגילוי יכולות להעצים

78 בשיטת אקס־אנטה יש להוסיף על הפיצוי כפי שהתגבש ביום הרכישה גם ריבית והצמדה, לפי חוק פסיקת ריבית והצמדה, התשכ"א-1961, אולם אין בכך כדי להבטיח לנפגע את התשואה שהוא ציפה לקבל בשוק ההון. למען הפשטות לא דנו ברשימה זו בשאלת הריבית וההצמדה שיש להעניק בכל אחת מן השיטות המוצעות, אולם שאלה זו כרוכה במועד גיבוש הנזק. ראו לעניין זה גם את ה"ש 117 להלן.

79 ראו להלן ה"ש 96. לשם השוואה, בתחום הצרכני סירב בית־המשפט העליון לוותר על הוכחת הסתמכות על־ידי כל תובע באופן יחידני בתביעה בגין הטעיה, וזאת גם כאשר מדובר בתובענה ייצוגית. ראו דנ"א 5712/01 ברזני נ' בזק, פ"ד (6) 922 (2002) (להלן: דנ"א ברזני). כתוצאה מכך האפשרות לאישור תובענה ייצוגית בגין הטעיה צרכנית נהפכה למצומצמת מאוד. ראו בש"א (מחוזי ת"א) 13928/02 שפירא נ' בזק חברה הישראלית בע"מ, פס' 17 לפסק־דינה של השופטת רות רונן (פורסם בנבו, 10.10.2005); בש"א (מחוזי ת"א) 26685/06 כהן נ' רדיוס שידורים בע"מ, פס' 7 לפסק־דינה של השופטת רות רונן (פורסם בנבו, 21.5.2009); בש"א (מחוזי ת"א) 24655/06 פרחן נ' מולטילוק בע"מ, פס' 26 לפסק־דינו של השופט ד"ר עמירם בנימיני (פורסם בנבו, 9.2.2009).

את הנזק שגרמה ההטעיה או לצמצמו.<sup>80</sup> כשם שהמחירים בשוק עלולים לרדת ולצמצם את הנזק המחושב כיום גילוי ההטעיה, כך הם עשויים גם לעלות ולהגדיל את הנזק. בדיעבד, במועד הגילוי, הנתבע יעדיף את שיטת החישוב אקס-פוסט במקרים שבהם ערך המניה ירד לפני הגילוי, ואילו התובע יעדיף שיטה זו כאשר ערך המניה עלה לפני הגילוי.<sup>81</sup> אולם במועד ההטעיה, שהוא המועד הרלוונטי מן הבחינה ההרתעית, מתקיימת זהות בין הערך הצפוי של הפיצוי לפי שיטת אקס-פוסט לבין הפיצוי לפי שיטת אקס-אנטה.<sup>82</sup> זהות זו נובעת מכך שמחירו של נייר-הערך בשוק בכל נקודת זמן מגלם את כל המידע (לרבות המידע המטעה) שקיים באותה עת. לפיכך במועד ההטעיה מחירו של נייר-הערך מגלם את האפשרויות שמחיר המניה יעלה או ירד מכל אותן סיבות שאינן קשורות להטעיה. ההפרש בין מחיר זה לבין ערכו של נייר-הערך בהעדר הטעיה שווה לפיכך לתוחלת ההפרשים שיהיו במועד הגילוי. במילים אחרות, תוחלת הפיצוי אקס-אנטה שווה לתוחלת הפיצוי אקס-פוסט. מכך נובע שמנקודת-מבטו של הנתבע במועד ההטעיה, לא נצמח שום יתרון או חיסרון מכך שהפיצוי מחושב רק בנקודת הזמן שבה התגלתה ההטעיה.<sup>83</sup>

## 1. ההסדר החקיקתי המיוחד לתביעה אזרחית בגין הטעיה בניירות-ערך

מאמר זה עוסק בהטעיה הנגרמת למשקיעים בשוק ההון מכך שהחברה המנפיקה או צד שלישי מוסרים בתשקיף או בדיווח אחר מידע שקרי או מסתירים מידע שהיה עליהם

80 ניתן אפוא לומר כי תוחלת הנזק בשיטת האקס-פוסט שווה לתוחלת הנזק בשיטת האקס-אנטה, וזאת כל עוד הנתבע אינו מתכנן את מועד גילוי ההטעיה. לנקודה זו עוד נחזור בהמשך. התנודות במחירי השוק אינן בשליטת הנתבע, ועל-כן אין כל סיבה לחשוב שהתמקרות ביום הגילוי יטיב עם הנתבע יותר מאשר חישוב הנזק ביום הרכישה של נייר-הערך. כשם שהמחירים יכולים לרדת ולצמצם את הפיצוי, כך הם יכולים גם לעלות ולהעצים את הנזק.

81 לשם הדיוק יש להתמקד בהשפעת שינוי התנאים בשוק על שווי ההטעיה, ולא בכיוון התנודות במחירי המניות לפני גילוי ההטעיה. מסיבה זו ייתכנו מקרים שבהם אף-על-פי שהתרחשה עלייה במחירי המניות בשוק יעדיף התובע דווקא את שיטת האקס-פוסט, ולהפך. כך, למשל, בדוגמה של חברת הזהב ניתן לדמיין מצב שבו למרות ירידה במחירי הזהב בשוקי העולם, מחיר המניה של חברת הזהב דווקא עלה, משום שהחברה גילתה מצבורי זהב רבים נוספים. במקרה זה, עם גילוי ההטעיה, יעדיף התובע דווקא את שיטת האקס-אנטה, למרות העלייה במחירי המניה, וזאת משום שאקס-אנטה ערך ההטעיה היה גבוה יותר מאשר אקס-פוסט, כאשר מחירי הזהב נמוכים יותר.

82 לטיעון כללי יותר באשר לזהות בהרתעה כאשר יש זהות בתוחלת הפיצוי תחת משטרים חלופיים ראו: Louis Kaplow & Steven Shavell, *Accuracy in the Assessment of Damages*, 39 J. L. & Econ. 191 (1996).

83 כפרשת רייכרט בחר הנתבע בדרך זו משום שערך המניה בשוק ירד עוד לפני הגילוי. מאחר שהנתבע יכול לשלוט לעיתים בדרך החשיפה של המידע המטעה ובמועדה, ניתן לסבור כי שיטת האקס-פוסט מקנה יתרון של ממש לנתבע. בפועל, כפי שראינו, גם בשיטת האקס-אנטה שיעור הפיצוי מחושב בעקיפין באמצעות תגובת מחיר השוק של המניה על גילוי ההטעיה. ראו לעיל תת-פרק א3. מכאן שלשיטת האקס-פוסט אין בהכרח נחיתות מעשית בהקשר זה.

למסור.<sup>84</sup> הטעיה זו פוגעת באופן פוטנציאלי בציבור משקיעים רחב, ומעלה על-כן גם את שאלת התובענה הייצוגית. שיטת המשפט האמריקנית מבחינה בין תביעות בגין פרט מטעה בתשקיף המתלווה להנפקה לציבור לבין כל הטעיה אחרת בניירות-ערך, דוגמת הטעיה בדוח תקופתי שהגיש התאגיד. לגבי תשקיף החוק האמריקני קובע אחריות ללא אשם.<sup>85</sup> לגבי הטעיות אחרות התובע נדרש להוכיח לכל-הפחות מודעות של הנתבע להטעיה.<sup>86</sup> גישה זו של המשפט האמריקני משקפת עמדה שלפיה לצורכי הרתעה מן הראוי לשים דגש רב בהנפקה לציבור, כלומר, בהטעיה של השוק הראשוני. כאשר המנפיק מסתיר מידע שלילי או מספק מידע חיובי שקרי בשלב ההנפקה, הוא זוכה בתקבול שהוא אינו זכאי לו. הנזק במקרה זה נגרם לכל מי שרוכש את ניירות-הערך מהמנפיק או שהוא "מתגלגל" לצד שלישי שרוכש את הנייר מאותו רוכש ראשוני כל עוד לא התגלתה ההטעיה. שונה הדבר כאשר מדובר בהטעיה שאינה בתשקיף.<sup>87</sup> במקרה זה החברה אינה מרוויחה במישרין מן ההטעיה, ומכאן שהתמריץ שלה להטעות קטן יותר. מי שמרוויח מן ההטעיה (אם אכן מדובר בהסתרה של מידע שלילי או במסירת מידע חיובי לא-נכון) הוא מחזיק אחר שמכר את ניירות-הערך לאחר ההטעיה ולפני שהיא נחשפה. הרווחים וההפסדים מן ההטעיה נגרמים אפוא למחזיקי נייר-הערך באופן אקראי למדי, והרווח אינו נופל במישרין לידי החברה המטעה. בנסיבות אלה המשפט האמריקני גורס כי אין להחמיר עם המנפיקים יתר על המידה. הטעיות וטעויות יכולות ליפול בדיווחים גם בתום-לב, ויש להיזהר מהרתעת-יתר של המנפיקים, שעלולה אף למנוע חלק מהם מלפנות לשוק ההון מלכתחילה.

המשפט הישראלי אינו מבחין, לפחות לא באופן מפורש, בין הטעיה של השוק הראשוני (הטעיה בתשקיף) לבין הטעיה של השוק המשני. ההסדרים המשפטיים המרכזיים לתביעה אזרחית בשל הטעיה זהים בשני המצבים על-פי לשון החוק. סעיף 31 לחוק ניירות-ערך, שכותרתו "אחריות לנזק בשל פרט מטעה בתשקיף", קובע אחריות של המנפיק, ושל

84 על-מנת למקד את הדיון לא נדון ברשימה זו במישרין בסוגי הטעיות אחרות בניירות-ערך, דוגמת הטעיה "פרטית" שבה ברוקר מטעה את הלקוח שלו לגבי טיבו של נייר-הערך שאותו הוא רוכש. דוגמה להטעיה מעין זו מצויה אולי בפסק-דין קרטין, העוסק במקרה של ברוקר אשר מטעמים של ניגוד עניינים בחר בהשקעות מסוימות בעבור לקוחותיו תוך הפרת חובת האמון כלפיהם. ראו עניין קרטין, לעיל ה"ש 26.

85 ראו: Securities Act of 1933, § 11, 15 U.S.C. ראו גם: THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 209 (2005).

86 ראו: Securities Exchange Act of 1934, ch. 404, § 10(b), 48 Stat. 881, 891 (codified as amended at 15 U.S.C. § 78j(b) (2000)); 17 C.F.R. § 240.10b-5, HAZEN ראו גם, לעיל ה"ש 85, בעמ' 146-232.

87 לשם הדיוק יש לשים לב כי הטעיית השוק המשני כוללת גם מקרים שבהם ההטעיה נגרמת בשל תשקיף אולם הנפגעים הם אנשים אשר לאחר ההטעיה רכשו את ניירות-הערך ממחזיקים אשר רכשו אותם בהנפקה מוקדמת יותר. במקרים כאלה המשפט האמריקני מבדיל בין בעלי המניות, ואת הרוכשים שרכשו ממי שרכש בהנפקה מוקדמת יותר הוא מפצה בהתאם לסטנדרט המקל יותר עם המנפיק, כבכל הטעיה אחרת של השוק המשני. באשר לפרשנות זו של התיבות "these securities" בס' 11 לחוק האמריקני משנת 1934 ראו HAZEN, לעיל ה"ש 85, בעמ' 65-105.

צדדים נוספים,<sup>88</sup> כלפי מי שרכש או מכר ניירות-ערך ונגרם לו נזק מחמת פרט מטעה שהיה בתשקיף. אחריות זו היא אחריות מוגברת, והסייגים לה מעטים. הוראה דומה קיימת לגבי הטעיות שאינן בתשקיף.<sup>89</sup>

מכאן ניתן ללמוד כי להבדיל מהמצב החוקי בשוק האמריקני, המחוקק הישראלי אינו מייחס חשיבות רבה להבחנה בין הטעיה בתשקיף לבין הטעיה בדיווח אחר הפוגעת רק בשוק המשני מבלי שהתאגיד מתעשר במישרין על-חשבון ציבור הרוכשים של ניירות-הערך. אף שניתן לחלוק על הגיונה של גישה זו, בעיקר בשל החשש שהיא עלולה להוביל למקרים של הרתעת-יתר בנוגע להטעיה של השוק המשני,<sup>90</sup> ברשימה זו אנו מתייחסים אליה כנתונה. ניתן להתרשם כי המחוקק הישראלי ראה לנגד עיניו בעיקר את הנפגע מן הטעיה בניירות-ערך. אם הנפגע יקבל פיצוי בכל מקרה של הטעיה, בין שמקורה בתשקיף ובין שמקורה בדיווח כלשהו של מגפיק, הוא יוכל לפעול ביתר חופשיות בשוק ההון וללא חשש מהטעיות. על-פי הגיונה של גישה זו, בכך תגבר היושרה של שוק ההון, והוא ישמש מוקד משיכה למשקיעים רבים.<sup>91</sup>

גישתו של המחוקק הישראלי, כמו זו של בתי-המשפט שפירשו את החוק, היא אפוא כי הפיצוי בגין הטעיה בניירות-ערך אמור להשיב את הניזוק למצב שבו היה נמצא בהעדר הטעיה.<sup>92</sup> זהו פיצוי נזיקי, להבדיל מסעד חוזי המאפשר ביטול של עסקה לרכישת ניירות-ערך בשל הטעיה.<sup>93</sup> עם זאת, דיני ניירות-ערך מקילים עם התובע בהשוואה לתביעה נזיקית

88 צדדים אלה הם החתם, בעל השליטה, הדירקטורים של המנפיק והמנכ"ל שלו. ראו ס' 31(א) (2) לחוק ניירות-ערך.

89 ס' 338 לחוק ניירות-ערך.

90 לביקורת ראו, למשל, עמרי ירלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי-שווא בשוק המשני" משפטים כז 249 (1996), המסביר כי ההבחנה חשובה על-מנת למנוע הרתעת-יתר.

91 זהו עקרון-יסוד גם בעיני המשפט האמריקני. ראו, למשל: Schlanger v. Four-Phase Systems Inc., 555 F. Supp. 535, 538 (S.D.N.Y. 1982).

92 ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 80 לפסק-דינו של השופט עדיאל.

93 למעשה, קיים הסדר מיוחד בחוק ניירות-ערך אשר מעניק דווקא סעד חוזי, וזאת מכוח הוראתו של ס' 35 לחוק ניירות-ערך. אולם מדובר בחריג המעיד על הכלל. ס' 35 לחוק ניירות-ערך קובע הסדר מצומצם ביותר לעומת הסדרי הפיצוי הנזיקיים שהחוק מציע. כך, למשל, ס' 35 לחוק מקנה סעד רק למי "שרכש מן המציע ניירות ערך בהתאם לתשקיף ועשה זאת בהסתמך על פרט מטעה שבו". אלא שניירות-ערך סחירים, מעצם טבעם, עוברים מיד ליד. מאחר שס' 35 לחוק מקנה סעד רק למי שרכש מן המנפיק, אי-אפשר עוד לדרוש סעד זה כאשר ניירות-הערך החליפו ידיים בשוק המשני. צמצום ניכר נוסף נעוץ במילים "ועשה זאת בהסתמך על פרט מטעה שבו". מילים אלה אינן נזכרות לגבי הסעד הנזיקי מכוח ס' 31 או 338 לחוק ניירות-ערך, ולא בכדי, שהרי שם לא נדרש להוכיח הסתמכות. צמצום נוסף נובע מהתיישנותה המהירה של העילה מכוח ס' 35 לחוק ניירות-ערך. ראו לעניין זה את לשונו של ס' 35 לחוק, הקובעת את התנאי הבא למי שמעוניין לתבוע מכוחו "ובלבד שעשה זאת תוך זמן סביר לאחר שנודע לו שהפרט היה מטעה או לאחר שפורסם דו"ח מיירי כאמור בסעיף 36(ג) שבו תוקן הפרט המטעה ולא יאוחר משנתיים לאחר הרכישה".

רגילה בגין הטעיה, והוא אינו צריך להוכיח שהוא הסתמך על המידע המטעה בעסקה שביצע.<sup>94</sup>

הסיבה להבדל היא שבמקרה הרגיל הנזק שנגרם לרוכש נייר-ערך בשל הטעיה נגרם גם בהעדר הסתמכות, לפחות במובן הרגיל של מושג זה. הרוכש הטיפוסי של ניירות-ערך מן הציבור הוא רוכש פסיבי המשקיע סכום כסף שאותו ייחד למטרה זו, ואין לו כוונה לגלות מעורבות פעילה בעסק שבו הוא משקיע. מעבר לכך, רוכשי ניירות-ערך נוהגים לרכוש את הסחורה שברשותם גם מבלי לקרוא לעומק (או מבלי לקרוא כלל) את הדיווחים שהמנפיק מספק. הם סומכים בתחום זה על מנגנוני השוק, ובכלל זה על חתמים, אנליסטים ושחקנים מתוחכמים אחרים, אשר אמורים להיות אלה שניתחו לעומק את הדיווחים של המנפיק.<sup>95</sup> בלשונו של בית-המשפט האמריקני ניתן לומר כי הרוכשים השכיחים בשוק ההון סומכים על היושרה של השוק, וכי המנפיק (אשר הטעה) רימה למעשה את השוק, ובעקיפין את הרוכשים, אף שהם לא הסתמכו כלל במישרין על המצג המטעה.<sup>96</sup>

94 לניתוח הדין הראוי לבחינת הקשר הסיבתי בתובענות ייצוגיות בעילות של הטעיה מחוץ לדיני ניירות-ערך ראו יובל פרוקצ'יה ואלון קלמנט "הסתמכות, קשר סיבתי ונזק בתובענות ייצוגיות בגין הטעיה צרכנית" (הוגש לפרסום בעיוני משפט, 2013). טיוטה עדכנית ניתן למצוא, נכון למועד כתיבתן של שורות אלה, בכתובת [law.huji.ac.il/upload/yp211012.pdf](http://law.huji.ac.il/upload/yp211012.pdf).

95 בהתאם לכך, יש כאלה הרואים בהספקת מידע לגורמים אלה את ההנעה המרכזית לדיני ניירות-ערך. ראו גרעון פרחמובסקי וזוהר גושן "תפקידים המרכזי של דיני ניירות-ערך" קרית המשפט ו 3 (2006); Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of* (2006) *Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711 (2006).

96 זוהי התיאוריה של ה-"fraud on the market", שמקורה בפסק-הדין הידוע של בית-המשפט העליון הפדרלי בעניין *Basic*, לעיל ה"ש 6, בעמ' 241:

"The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business... Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements... The causal connection between the defendants' fraud and the plaintiffs' purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations."

ראו גם פסק-הדין הראשון בבית-המשפט העליון בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 8, פס' 31 לפסק-דינה של השופטת שטרסברג-כהן, בעמ' 319-320:

"התאוריה מבוססת על 'היפותזת השוק היעיל', ולפיה, בשוק יעיל משקף מחירו של נייר הערך את כל המידע הציבורי הידוע עליו לשוק, בכל רגע נתון (על הגירסאות השונות של 'היפותזת השוק היעיל' בהתאם להיקף המידע המגולם במחירי ניירות הערך...). לפי ההיפותזה, מידע הכולל פרטים מטעים, או החסר פרטים מהותיים, ישפיע גם הוא על מחיר נייר הערך ויביא לעיוותו ביחס לשווי האמיתי. בבסיס התאוריה עומדת התפיסה כי המשקיע רשאי להניח שהמידע שעל בסיסו נקבע מחירו של נייר הערך הוא מידע מלא, מהימן ומדויק. אם מתגלה מעשה של תרמית בנייר הערך, הרי שלפי אותה הנחה הייתה לו השפעה על מחירו של נייר הערך."



לפיכך אין להתפלא שגם סעיף 31 לחוק ניירות-ערך אינו דורש "הסתמכות" כתנאי לפיצוי, אלא מסתפק בכך שנגרם נזק כתוצאה מן הפרט המטעה.<sup>97</sup> כלומר, די שקיים קשר סיבתי בין ההטעיה לבין הנזק שנגרם בעטייה, ואין צורך להראות שהרוכשים היו מודעים במישרין להטעיה, לא כל שכן שהסתמכו עליה.<sup>98</sup> זוהי תוצאה ראויה, שכן היא מושכת אנשים להשקיע בשוק ההון גם אם סכום הכסף שהם משקיעים אינו מצדיק בדיקה אישית של ערכו של נייר-הערך, וגם אם מידת מומחיותם אינה מאפשרת כלל בדיקה כזו.<sup>99</sup> המסקנה היא שהסעד המרכזי שניתן לבקש בהקשר של הטעיה בתשקיף או בדיווח של המנפיק הוא סעד נזיקי מיוחד, אשר נועד לשמור על יושרתו של שוק ההון ולאפשר לציבור, ככל האפשר, להשקיע בשוק את כספו כאילו אין בו הטעיות. מסקנה זו לגבי הגיונו ומטרתו של ההסדר החוקי הנזיקי של חוק ניירות-ערך אמורה להדריך את הפרשן המשפטי בבואו ליישם את ההסדר. להבדיל מהמקרה הנזיקי הרגיל, העוסק במצג-שווא רשלני ברכישת נכס, חוק ניירות-ערך מבסס הסדר נזיקי מיוחד למשקיעים פסיביים בשוק ההון, שאינם באים לרכוש נכס מסוים, אלא להשקיע סכום כסף מסוים בפרופיל השקעה נתון. מסקנה זו תכוון אפוא את המשך הדיון.

## 2. ההבחנה בין הטעיה בעסקה רגילה לבין הטעיה בשוק ניירות-ערך

נקודת המוצא של החוק הישראלי לחישוב הפיצוי בגין הטעיה היא שמטרתו של הפיצוי היא להשיב את המצב לקדמותו.<sup>100</sup> האינטרס המוגן הוא אינטרס ההסתמכות, ולא אינטרס הקיום, דהיינו, כאשר רוכש של נכס הוטעה לגבי שוויו, בין במעשה ובין במחדל, הפיצוי הנזיקי אינו מיועד להעמידו במקום שבו היה עומד אילו המידע שניתן לו היה אמיתי, אלא במקום שבו היה נתון אילו לא הוטעה.<sup>101</sup> בהתאם לכך, פיצויי ההסתמכות במקרה הרגיל

97 להלן נוסחו של ס' 31(א) לחוק ניירות-ערך: "מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך במסגרת המכירה על פי התשקיף, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה."

98 בית-המשפט העליון פסק כי בתובענה ייצוגית צרכנית על התובע המייצג להראות שהוא אכן נחשף למידע המטעה. ראו ע"א 1977/97 ברזני נ' בזק בינלאומי, פ"ד נה(4) 584; דנ"א ברזני, לעיל ה"ש 79. לביקורת על פסקי-הדין הללו, שלפיה גם לתובע מייצג שלא נחשף למידע המטעה עלול להיגרם נזק עקב שינוי מחיר המוצר, ראו פרוקצ'יה וקלמנט, לעיל ה"ש 94.

99 לשונו של ס' 35 לחוק בולטת אפוא בכך שהיא דווקא דורשת "הסתמכות" כתנאי למתן הסעד החוזי. לדין באופיו המצומצם של הסעד מכוח ס' 35 ראו בהרחבה ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 352-353; עדיני, לעיל ה"ש 5, בעמ' 814-817.

100 ראו ע"א 5610/93 זלסקי נ' הוועדה המקומית לתכנון ובנייה ראשון לציון, פ"ד נא(1) 68 (1997) (להלן: עניין זלסקי) (שבו נקבעה ההלכה כי הפיצויים בהטעיה הם פיצויי הסתמכות ואין מקום לפיצויי ציפייה); יובל פרוקצ'יה "סעדים בגין מצגי שווא: ניתוח כלכלי" משפטים מג 251, 268-269 (2012). אך קיימים גם חריגים – ראו ע"א 666/09 בנק דיסקונט לישראל בע"מ נ' מעריב – הוצאת מודיעין בע"מ ואח' (טרם פורסם, 19.7.2011).

101 ראו, למשל, ת"א (מחוזי ת"א) 2253/99 נחום נ' עיריית יבנה, פס' 11-13 לפסקי-הדין (פורסם כנבו, 4.3.2010) (נדחתה דרישת התובעת לקבל פיצויים לפי הערך שהיה לקרקע אילו היה

שווים להפרש בין המחיר ששולם על-ידי הרוכש לבין המחיר שהוא היה משלם אילולא הוטעה.<sup>102</sup> אינטרס ההסתמכות כולל גם את זכותו של הרוכש לפיצוי בגין הפסדים שנגרמו לו עקב הימנעותו מלהתקשר בעסקה חלופית עקב ההטעה.<sup>103</sup> אולם במקרה הרגיל הוכחתם של הפסדים אלה קשה, ולפיכך על הרוכש להסתפק בהפרש המחיר, כאמור לעיל.<sup>104</sup> במוקד גישתנו, המעדיפה פיצוי אקס-פוסט על פיצוי אקס-אנטה בתובענה ייצוגית בגין הטעה בשוק ניירות-ערך, עומדת ההבחנה בין רכישה אופיינית של נכס לבין השקעה אופיינית בשוק ההון. כדי להמחיש את הדבר, נשווה בין רכישה של נכס מקרקעין לבין השקעה בניירות-ערך של חברת הזהב מן הדוגמה שבפרק הקודם. נניח כי אדם רוכש מגרש תוך הסתמכות על מצג כוזב ביחס לזכויות הבנייה. גילוי הטעה מתרחש רק כעבור זמן, לאחר שהשוק רושם ירידות מחירים קשות השוחקות את ההבדל בשווי בין המגרש עם

המצג נכון, ונפסק כי היא זכאית רק לפיצויי הסתמכות. הפיצוי נפסק על-פי הערכה של שווי השכירות בנכס ללא הטעה בהפחתת שווי השכירות בנכס (לאחר הטעה); ע"א 153/04 רובינוביץ' נ' רזנוביץ' עמ' 10 (לא פורסם, 6.2.2006). (נדחתה דרישה לפיצויים בגין ההפרש בין המס ששולם בפועל לבין המס שאותו צפתה התובעת בגלל הטעה, מאחר שפיצוי כזה היה מעשיר את התובעת, ולא רק משיב אותה למצב אלמלא הטעה, שכן המס הגבוה לא נגבה בשל הטעה, אלא היה תולדה של החוק; לנוכח זאת נפסקו לטובת התובעת רק פיצויים בגין נזק לא-ממוני שנגרם לה); ת"א (מחוזי חי') 980/00 שרטל נכסים בניין והשקעות עכו (1996) בע"מ נ' עיריית עכו, פס' 50-55 (טרם פורסם, 20.3.2007). (נדחתה דרישת התובעת לקבל פיצויים בגין הסכום שצד ג היה מוכן לשלם על הקרקע אילו הייתה הטעה נכונה, ונפסקו לטובת התובעת רק פיצויים בגין ההפרש בין שווי הקרקע בפועל לבין השווי ששולם בעקבות הטעה).

102 כאשר בתי-המשפט המחוזיים יישמו מבחן זה, הם ניסו למצוא מהו המחיר שהיה הרוכש משלם אלמלא הטעה. מחיר זה נגזר, בין היתר, מכוח המיקוח של הצדדים וממהלך המשא-ומתן שהיה מתרחש ביניהם. ראו, למשל, ע"א (מחוזי חי') 2146/04 ברנס נ' עיריית חדרה, פס' 9 לפסקי-הדין (פורסם בנבו, 28.4.2005); בקשת רשות ערעור לבית-המשפט העליון נדחתה – ראו רע"א 5459/05 עיריית חדרה נ' ברנס (פורסם בנבו, 6.9.2005).

103 איננו מכירים מקרים שבהם פיצויי הסתמכות בגין אובדן הזדמנויות חלופיות נפסקו בפועל במסגרת פיצוי נזיקי בגין הטעה, אך במקרים אחדים התייחס בית-המשפט לפיצויים אלה כאל פיצויים אפשריים. ראו, למשל, עניין רובינוביץ', לעיל ה"ש 101 (השופט רובינשטיין גרס, בדעת מיעוט, כי יש לתת לניזוקה פיצוי בגין הפסד הזדמנויות חלופיות, אך דעת הרוב סברה כי התובעת לא הוכיחה שהייתה בוחרת באפשרות חלופית אלמלא הטעה); ת"א (מחוזי ת"א) 1161/01 פלוח'ניק נ' דור אנרגיה 1998 בע"מ (פורסם בנבו, 10.2.2006) (נבחנה האפשרות למתן פיצויים על אובדן הזדמנות חלופית בגין עוולת התרמית, אך נקבע כי במקרה הנתון לא הוכח שהתובעת הייתה בוחרת באפשרות חלופית בהעדר הטעה).

104 ראו עניין זלסקי, לעיל ה"ש 100, פס' 9 (שם דן בית-המשפט בדמיון בין מתן פיצוי בגין אובדן הזדמנויות חלופיות בנוזיקין לבין פיצויי קיום; בית-המשפט לא נדרש לסוגיה זו בפועל במקרה שהובא לפניו, שכן לא נטען לאובדן הזדמנויות חלופיות); עניין רובינוביץ', לעיל ה"ש 101, פס' 7-9 (דעת הרוב, מפי השופטת נאור, קבעה כי גם אילו קיבלה את הטעה שנגרם נזק בגין אובדן הזדמנויות חלופיות, לא היה אפשר לקבוע נזק כזה בצורה של אומדן, כפי שעשה השופט רובינשטיין, והיה על התובעת להוכיח את שיעור הנזק).

הזכויות בפועל לבין המגרש עם הזכויות שהוצגו בעת ההטעיה. כתנאי מוקדם לקבלת הפיצוי יהיה על התובע להוכיח שכאשר הסכים לתנאיה של עסקת הרכישה, לרבות המחיר, הוא הסתמך על המידע המוטעה שניתן לו לגבי זכויות הבנייה, שאם לא כן הרי לא היה מתקבל כל חיסכון במועד הרכישה.<sup>105</sup> בהנחה שהתובע הוכיח הסתמכות, עולה השאלה מהו הפיצוי שהוא יהיה זכאי לקבל.

קשה לשער מה היה אותו רוכש עושה אילו נמנע המוכר מלהטעותו, אולם אפשרות סבירה היא שהוא היה רוכש אותו מגרש בסכום נמוך יותר.<sup>106</sup> בהתקיים הנחה זו, שאלה קשה נוספת היא מה הרוכש היה עושה בהפרש שהיה נחסך בהעדר הטעיה. ספק רב אם ניתן להניח על פני הדברים (בכפוף לנסיבות הפרטיות של אותו מקרה) כי החיסכון היה מושקע דווקא בהשקעה דומה לזו שנבחרה מלכתחילה. לנוכח זאת מן הראוי להשיב לו את הסכום שהיה נחסך בהעדר הטעיה, דהיינו, את ההפרש בין המחיר ששולם לבין שווי המקרקעין שרכש בצירוף ריבית והצמדה. זהו הקירוב הטוב ביותר להעמדת הניזוק במקום שבו היה מצוי אלמלא ההטעיה.

תנודות המחירים בשוק המקרקעין הרלוונטי אינן משנות את הפיצוי האמור. כדי להבין מדוע, יש להפריד בין המחיר שהיה משולם אלמלא ההטעיה לבין ההפרש בין מחיר זה למחיר ששולם ביתר. באשר למחיר שהיה משולם אלמלא ההטעיה, המשפט מניח כי סכום זה היה מושקע גם ללא ההטעיה במקרקעין ששוויים היה משתנה בהתאם לתנודות בשוק. מכאן שאין קשר סיבתי בין שינויים אלה לבין ההטעיה, ועל הרוכש לשאת בהם בהתאם להשקעתו בפועל. לעומת זאת, באשר להפרש המחיר ששולם ביתר, אין כאמור סיבה להניח שהוא היה מושקע בשוק המקרקעין. לפיכך אין מקום להצמיד את ההפרש לשוק זה, ויש להשיבו כערכו ביום הרכישה (בתוספת ריבית כחוק). יוצא שהסיכונים והסיכויים בשוק המקרקעין אינם מובאים בחשבון לצורך חישוב הפיצוי. השיטה הראויה לחישוב הפיצוי בעסקות רגילות היא אפוא שיטה הבוחנת את שווי הנזק כפי שהתגבש בעת רכישת הנכס (שווי אקס-אנטה), ולא שיטה המבוססת על הערכים בעת גילוי ההטעיה (שווי אקס-פוסט). יש להדגיש כי בנסיבות שבהן חל שינוי משמעותי במחירים בשוק המקרקעין יהיה הברדל בין פיצויי הסתמכות, שמטרתם להעמיד את הרוכש במצב שבו היה נמצא אילו הוצגו לפניו זכויות הבנייה שהיו למעשה בנכס, לבין פיצויי קיום, שמטרתם להעמיד את

105 שיטה זו אכן עולה בקנה אחד עם הדין הקיים. ראו עניין זלסקי, לעיל ה"ש 100, בעמ' 68.

106 קיימת גם האפשרות שהניזוק היה מוותר על הרכישה כולה. ויתור כזה עשוי להעצים עד-מאוד את הפיצוי המגיע לכאורה לניזוק במקרה שבו שוק המקרקעין רושם ירידות מחירים משמעותיות. הפיצוי במקרה זה שקול לפיצוי השבה או לפיצויי ביטול (אשר מקובלים במקרה של הטעיה לפי דיני החוזים – ראו ס' 15 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973). אולם דיני הניזוק עשויים לשלול את הפיצוי הזה גם בהתקיים ההנחה דלעיל. כך, למשל, ניתן לטעון להעדר צפיות מצד המטעה, כלומר, שהמטעה אינו אמור לצפות שכתוצאה מההטעיה שלו ייגרמו לניזוק הנזקים הכבדים הנובעים מירידות המחירים בשוק. לניתוח כזה ראו, למשל: *Movits v. First National Bank of Chicago*, 148 F.3d 760, 761 (7th Cir. 1998). הדין בנקודה זו חורג מגבולותיה של רשימה זו.

הרוכש במצב שבו היה נמצא אילו המצג שהוצג לו היה מצג אמיתי.<sup>107</sup> אילו זכויות הבנייה היו כפי שהוצג לרוכש, ערכו של הנכס שרכש היה אומנם גבוה מזה שקיבל למעשה, אולם כל תנודת מחירים שהייתה מתרחשת לאחר מועד הרכישה הייתה משפיעה על ערך זה, ואיתו על הפיצוי שהרוכש היה זכאי לקבל. לכן פיצויי הקיום, בניגוד לפיצויי ההסתמכות, מושפעים מתנודות המחירים בשוק המקרקעין.

הדברים שונים לגבי הטעיה בניירות-ערך. בתת-הפרק הקודם הראינו כי המחוקק בחר ליצור הסדר נזיקי מיוחד לניירות-ערך שבמסגרתו לא נדרשת הוכחת הסתמכות כדי לקבל פיצוי.<sup>108</sup> הסדר מיוחד זה מעיד על השוני בין שוק ההשקעות במקרקעין או בנכס ספציפי אחר, כפי שתואר לעיל, לבין שוק ההון. במקרה הרגיל המשקיע מן הציבור המבקש פיצוי בגין הטעיה בשוק ניירות-ערך לא בחן את הנכס שמצוי בזיקה לניירות-הערך, וממילא לא הסתמך במישרין על ההטעיה בעת הרכישה. לפיכך התובע אינו נדרש להוכיח שהוא הסתמך על המידע המוטעה בהחלטתו להשקיע בניירות-הערך, וההנחה היא שהוא הסתמך על כך שמחיר השוק שיקף את המידע שמסר המנפיק (בהסתמך על יושרתו של השוק). מכך נובע גם ההבדל המשמעותי לעניין חישובו של הנזק שנגרם לו.

הרוכש הרגיל בשוק ניירות-הערך אינו מבקש לרכוש נכס מסוים, אלא להשקיע את כספו בהשקעה פסיבית בפעילות עסקית מסוימת שאין הוא שותף לניהולה (או בפלח שוק מסוים). המשקיע מקווה להשיג תשואה, תוך היחשפות לסיכון ולסיכוי, ודיני ההטעיה בניירות-הערך נועדו לאפשר לו להמשיך לעשות כן, ככל האפשר, כאילו אין הוא חשוף להטעיות. בדרך זו מקדמים את ההגינות בשוק ההון, והשוק מצליח למשוך משקיעים רבים שיעמידו את הונם לרשות המנפיקים ולטובת הפיתוח הכלכלי של המשק כולו.<sup>109</sup> טבעו של שוק זה מוביל למסקנה כי פיצויי ההסתמכות המתאימים במקרה זה יהיו תלויים בתנודות המחירים שהתרחשו לאחר ההטעיה, וכי פיצוי זה יהיה גם קרוב במידה ניכרת לפיצויי קיום. כאשר ההטעיה מביאה לידי כך שהמשקיע ישלם סכום עודף תמורת ניירות-הערך שאותם רכש, בית-המשפט יכול להניח כי הסכום שהיה נחסך בהעדר ההטעיה היה מושקע בהשקעה בעלת מאפיינים דומים. כאשר ההטעיה אינה הטעיה המשנה באופן משמעותי את טיבו של ניירות-הערך, ניתן אף להניח כי המשקיע היה בוחר להשקיע את הסכום המקורי כולו באותו ניירות-ערך.<sup>110</sup> מאחר שבהעדר ההטעיה הייתה כל יחידה של אותו ניירות-ערך נמכרת במחיר נמוך יותר, היה המשקיע רוכש מספר גדול יותר של ניירות-ערך, אולם השקעתו כולה הייתה

107 על-פירוב פיצויי הסתמכות יהיו קטנים מפיצויי קיום, אלא אם כן מדובר בפיצוי על חוזה הפסד. לפירוט בדבר ההבחנה בין האינטרסים ראו הניאל פרידמן ונילי כהן חוזים כרך א 621-640 (1991); גבריאלה שלו ויהודה אדר דיני חוזים – התרופות, לקראת קודיפיקציה של המשפט האזרחי 51 (2009).

108 ראו תת-פרק ב1.

109 ראו Goshen & Parchomovsky, לעיל ה"ש 95, בעמ' 741-743.

110 כפי שכבר הסברנו לעיל בה"ש 10, הנחה זו נובעת במישרין מן העמדה – אשר מקובלת בתורת המימון – שלפיה היקף ההשקעה במניה מסוימת נקבע כשיעור מסוים מסך הנכסים של המשקיע. ראו, למשל: Harry M. Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 J. FIN. 77-91 (1952); William F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, 19 J. FIN. 425-442 (1964); John Lintner, *The Valuation of*

צמודה לערכה של החברה שבה השקיע. זו התוצאה של כוונתם הטיפוסית של משקיעים בשוק זה להשקיע סכום כסף מסוים בהשקעה מסוימת, להבדיל מרכישת נתח מוגדר של חברה מסוימת. מסיבה זו פיצויי הסתמכות (שמטרתם להחזיר את הנפגע למצב שבו היה נתון אלמלא ההטעיה) מחייבים התחשבות גם בתנודות המחירים שאירעו בשוק לאחר ההטעיה. בדוגמה של חברת הזהב, המשקיעים בניירות-הערך שלה ביקשו למעשה להיחשף באופן עקיף לשוק הזהב (בצירוף אולי לכישורי ההנהלה של החברה המנפיקה). הם בחרו להשקיע תוך נטילת סיכון שמחירי הזהב ירדו, במקביל לסיכוי שהמחירים יעלו. חישוב הפיצוי כאילו התגבש ביום הרכישה יחבל בכוונת המשקיעים. חישוב כזה מניח שרק חלק מן הכסף היה מושקע בשוק הזהב בהעדר ההטעיה, אולם הנחה זו אינה סבירה. ההנחה הסבירה היא שהכסף היה מושקע באותו פרופיל סיכון שבו חפץ המשקיע, קרי, בניירות-ערך של חברה המשקיעה בשוק הזהב. המסקנה היא אפוא שגם בהעדר הטעיה היה המשקיע נחשף לתנודות במחירי הזהב לגבי סך השקעתו כולה.

פיצוי המחושב לפי ערך המניה ביום הרכישה מעניק למשקיע ביטוח חלקי מפני ירידות מחירים בשוק, אף שהוא ביקש מלכתחילה לסכן את כל הכסף שהושקע. ההפרש בין המחיר ששילם לבין המחיר שהיה משלם אלמלא ההטעיה מחוסן מהסיכון בשוק הרלוונטי. כאשר מחירי השוק הרלוונטי יורדים, פיצוי כזה מיטיב לכאורה עם הניזוק, אולם יש לזכור שמחירי השוק היו עשויים גם לעלות. במקרה כזה קל לראות את העיוות שבחישוב הנזק כאילו התגבש ביום הרכישה, ולא ביום גילוי ההטעיה. הרוכש סיכן את כספו בשוק ההון מתוך תקווה לעליות מחירים, והנה נשללת ממנו חלק מהעלייה כפי שהתממשה רק משום שנפל קורבן להטעיה. מטרתם של דיני ניירות-הערך היא לאפשר לניזוק להשקיע ללא חשש מהטעיה, ולתוצאה זו ניתן להגיע רק אם יזכה הניזוק בפיצוי במלוא שיעור התשואה המגיעה לו במקרה זה.

מסקנה דומה תתקבל גם מניתוח המתמקד בדרישה לקשר סיבתי בין הנזק שהמשקיע מפוצה בניגון לבין ההטעיה שאליה נחשף. כאשר המחירים בשוק הזהב ירדו, חלק מן ההפרש בין המחיר ששילם המשקיע לבין המחיר שהיה משלם אלמלא ההטעיה היה נמחק ממילא, משום שהוא היה מושקע באותו נייר-ערך. פיצוי בגין חלק זה הוא אם כן פיצוי ביתר בגין נזקים שאין קשר סיבתי בינם לבין ההטעיה. לעומת זאת, כאשר המחירים בשוק הזהב עלו, ההטעיה גרמה לכך שהמשקיע איבד חלק מהרווח שהיה מקבל אילו לא הוטעה. פיצוי המוגבל להפרש המקורי במחיר מונע ממנו רווח זה אף שאובדנו קשור בקשר סיבתי להטעיה.<sup>111</sup>

*Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, 47 REV. ECON. STAT. 13–27 (1965)

ההנחה הזו נזכרת לעיתים גם בפסיקה האמריקנית. ראו, למשל: *In re Clearly Canadian*: למשל: Sec. Litig., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P90, 664, 13 (N.D. Cal. Sept. 3, 1999) פסק-הדין מציין כי ההנחה העומדת בבסיסה של שיטת האקס-פוסט היא ההנחה המציאותית יותר, אולם יש קבוצות של משקיעים שאינן נוהגות לפיה. לשיטתנו, גם אם יש קבוצות מצומצמות כאלה, מן הראוי לאפשר את התביעה הייצוגית על-פי התנהגותו של המשקיע האופייני מן הציבור. בפרק ג' להלן נקדיש דיון מיוחד למקרה שבו ההטעיה משנה באופן מהותי את אופיו של נייר-הערך או את פרופיל הסיכון הטמון בו.

111 ניתן אפוא לטעון, לכאורה לפחות, כי גם יום גילוי ההטעיה הוא מועד מוקדם מדי לחישוב

טבעו של שוק ניירות-הערך מוליך לא רק לעדיפותו של פיצוי אקס-פוסט, התלוי בתנודות מחירים שהתרחשו לאחר ההטעיה, אלא גם להתקרבות בין אינטרס ההסתמכות לבין אינטרס הקיום של המשקיע. מסקנה זו נובעת מן ההנחה שההטעיה לא הגדילה את החשיפה הכספית של המשקיע להשקעה המבוקשת. שווי השקעתו בהעדר ההטעיה (שהוא אמת-המידה לפיצויי ההסתמכות) יהיה זהה לעיתים קרובות לשווי שהיה מתקבל אילו מצג-השווא היה מצג-אמת (שהוא אמת-המידה לפיצויי קיום).<sup>112</sup>

פיצויי ההסתמכות שווים, לפיכך, לשוויים של ניירות-הערך הנוספים שהיה המשקיע רוכש בהעדר הטעיה, לפי ערכם במועד הגילוי. פיצויי הקיום, שמטרתם להביא את הניזוק למצב שבו היה נתון אילו השקר שהוצג לו היה אמת, עשויים להעמיד את המשקיע בדיוק באותו מקום, משום שגם לפיהם סכום ההשקעה של המשקיע מוצמד לערכם של ניירות-הערך של החברה.

לדוגמה, נניח שהמשקיע רכש 100 מניות ב-10,000 ש"ח, לפי ערך של 100 ש"ח למניה, אולם ערכה האמיתי של כל מניה היה 80 ש"ח. כעבור חודש ירד ערך המניה ב-50%, ל-50 ש"ח, וסמוך לאחר-מכן התגלתה ההטעיה וערכה של המניה נפל ב-20% נוספים, ל-40 ש"ח. בהעדר ההטעיה אנו מניחים שהמשקיע היה בוחר להשקיע אותו סכום – 10,000 ש"ח – במניותיה של אותה חברה, אולם הוא היה יכול לרכוש מניות רבות יותר בסכום המושקע, שכן כל מניה הייתה עולה פחות. מניות נוספות אלה הן למעשה השקעה חלופית שנמנעה מן המשקיע.<sup>113</sup> פיצויי ההסתמכות נותנים למשקיע את תוצאות ההשקעה החלופית

הנזק, שכן הרוכש ביקש להמשיך להחזיק במלוא ההשקעה, וליהנות מהסיכוי הטמון בה, גם לאחר יום הגילוי. אולם בהינתן הגילוי שוב אין חשיבות מיוחדת לכך שהמשפט ימשיך להצמיד את מלוא סכום ההשקעה המקורי לביצועיו של ניירות-הערך שנבחר. עם הגילוי ונפילות המחירים המתלוות אליו נחשף רוכש ניירות-הערך לעובדה שסכום קטן יותר מהונו מושקע בשוק האמור. ביכולתו, אם רצונו בכך, לשוב ולהתאים את סכום ההשקעה המקורי בניירות-הערך. את ההתאמה הזו אי-אפשר לעשות בטרם התגלתה ההטעיה.

112 אף שאנו סבורים כי ההנחה שהנחנו – שלפיה השקעה טיפוסית בניירות-ערך היא השקעה שבה הסכום המושקע הוא סכום קבוע – היא הנחה מוצקה, איננו שוללים את זכותו של משקיע כלשהו לטעון ולהוכיח מתכונת אחרת של השקעה. לדוגמה, נניח שחברה העוסקת בחיפוש נפט מטעה לגבי הסיכוי למציאת נפט במאגר מסוים, תוך פרסום אגרסיבי של ההטעיה בעיתונות. באופן כללי אנו סבורים כי המשקיעים בחברה זו צריכים להיות מפוצים בגין ההטעיה, ולא בגין ירידות במחירי הנפט בעולם שאין להן קשר להטעיה. אולם אם משקיע כלשהו יצליח לשכנע את בית-המשפט כי הוא לא היה מעוניין כלל להשקיע בשוק הנפט אך הפרסומים פיתו אותו להיכנס להשקעה בתחום, ייתכן שהוא אכן יהיה זכאי לפיצוי שיעמיד אותו במקום שבו היה אילו לא נכנס כלל לשוק זה. אולם במסגרת תביעה כזאת יצטרך המשקיע להוכיח, בין היתר, הסתמכות ממשית על הפרסום המטעה. כזכור, הוכחת הסתמכות נחסכת מהתובע הרגיל בגין הטעיה בניירות-ערך, ומכל מקום קיים ספק רב אם ניתן לקיים תובענה ייצוגית כאשר כל אחד מחברי הקבוצה יצטרך בסופו של דבר להוכיח את הסתמכותו.

113 כפי שכבר ציינו, גם מחוץ לשוק ניירות-הערך מי שניזוק ממצג-שווא רשלני או תרמיתי זכאי לדרוש את הנזק שנגרם לו מאובדן ההשקעה החלופית, בכפוף לעמידה בנטל ראיתי שאכן

שהיה משקיע ב־2,000 ש"ח (20%\*10,000) שהיו נותרים בידי אילו נמכרה המניה בערכה האמיתי. בנתוני הדוגמה שלעיל היה סכום זה מקנה למשקיע 25 מניות נוספות של אותה חברה. שוויין של מניות אלה במועד שבו התגלתה ההטעיה הוא 1,000 ש"ח (25\*40). זה הסכום העודף שהיה בידי אלמלא ההטעיה, ולכן זה הסכום שראוי שהוא יקבל כפיצוי.

פיצויי הקיום היו מעמידים את המשקיע במצב שבו היה עומד אילו המידע שקיבל היה נכון. בידי המשקיע היו במקרה כזה 100 מניות ששווי כל אחת מהן 50 ש"ח, ובסך-הכל 5,000 ש"ח. מאחר שלאחר גילוי המידע יש בידי מניות ששוויין 4,000 ש"ח, פיצויי הקיום יעמדו על ההפרש שבין שני הסכומים, כלומר, 1,000 ש"ח. כפי שניתן לראות, בדוגמה זו הפיצוי בשתי השיטות זהה. הסיבה לזהות זו היא שבשוק ניירות-הערך ניתן להניח כי המשקיע היה מגיב על העדר ההטעיה בעסקה חלופית – רכישת מניות נוספות של החברה עד שהשקעתו הכוללת בחברה הייתה ללא שינוי. ההפסד או הרווח שהיו נוצרים באותה עסקה חלופית הובילו לזהות בין פיצויי הקיום לבין פיצויי ההסתכמות בדוגמה שלנו.

משקיע הבחור להשקיע במניותיה של חברת תרופות גדולה, למשל, היה משקיע באותה חברה גם אילו מחיר המניה שלה היה שונה. מידע מוטעה שהחברה הייתה מוסרת בנוגע לאחת מתרופותיה היה מוביל לעלייה במחירה של כל מניה, אך המשקיע האופייני לא היה משנה את החלטת ההשקעה שלו עקב כך. למעשה, יש להניח כי הוא לא היה מבחין כלל במישרין בהבדל. השוני הוא שבהעדר ההטעיה סכום הכסף שאותו בחר להשקיע היה מקנה לו מספר מניות רב יותר של החברה. זו בדיוק הסיבה שהדין בניירות-ערך קובע חריג לדיני הנזיקין הכלליים ופותר את המשקיע מלהוכיח כי הסתמך על ההטעיה בבואו לדרוש את נזקו. הדין מניח כי המשקיע האופייני אינו מתעמק כלל בפרטים שהחברה בוחרת לגלות, אלא מסתפק באמונה שמנגנוני השוק ידאגו לתמחור הולם של נייר-הערך. מאותה סיבה בדיוק ניתן להניח שהטעיה (אשר אינה יורדת לשורשו של עניין ואינה משנה את אופי ההשקעה) לא הייתה מרתיעה את המשקיע מהשקעה של מלוא הסכום המקורי במניותיה של אותה חברה.<sup>114</sup>

כפי שעוד נראה, כאשר ההטעיה משנה את אופיו של נייר-הערך או את האופן שבו ערכו של נייר-הערך מגיב על שינויים בשוק ובחברה הנסחרת, נוצר פער בין פיצויי ההסתמכות, אשר מציבים את הרוכש במצב שבו היה אלמלא המידע המוטעה, לבין פיצויי הקיום, המציבים אותו במקום שבו היה אילו המידע שנמסר היה אמיתי. מעניין שבמקרים אלה דווקא פיצויי הקיום הם פיצויים בגין נזק שאינו ספקולטיבי, שכן מחירו של נייר-הערך

היה אובדן כזה. ייחודו של שוק ניירות-הערך הוא שההשקעה החלופית ותוצאותיה מוכנות במידה רבה כחלק מן ההשקעה הטיפוסית בשוק זה.

114 המצב עלול להיות שונה אם מדובר בהטעיה המשנה את אופייה של חברת התרופות ואת הסיכון הגלום בהשקעה בה. למשל, אם מתברר שחברת התרופות השקיעה חלק משמעותי מנכסיה בהשקעות אחרות שהסיכון בהן גדול מאוד, אין סיבה להניח שהמשקיע היה מחליט להשקיע את כספו בחברה זו. יש להתייחס להטעיה מעין זו באופן שונה מזה שבו מתייחסים להטעיה שלא שינתה את אופי ההשקעה. במקרה כזה יש לפצות את המשקיע גם בגין סיכונים שהתמשו ואשר הוא לא רצה ליטול אותם על עצמו. כפי שאנו מסבירים בפרק ג להלן, המשמעות היא שבמקרה כזה יש לבחור בשיטת חסרון-הכיס המקורבת, ולא בשיטה המוצעת. עם זאת, העיקרון של פיצויי אקס-פוסט נשמר גם במקרים אלה.

עד למועד הגילוי גילם את המידע המטעה, ואין צורך לנחש דבר כדי לחשב את הפיצוי.<sup>115</sup> פיצויי ההסתמכות, לעומת זאת, הם שמחייבים במקרים אלה לבחון איזו תשואה הייתה נובעת מן ההשקעה המשווערת שהייתה נעשית אלמלא המידע המטעה. אנו עומדים על קשיים אלה בהמשך, אולם חשוב לציין שבין שהחשוב הוא חישוב של פיצויי קיום ובין שהוא חישוב של פיצויי הסתמכות, עקרון-היסוד שלפיו הנזק צריך להימדד אקס-פוסט עומד בעינו. חישוב אקס-אנטה, המנטרל את המשקיע מהסיכויים ומהסיכונים שרצה ליטול על עצמו, אינו חישוב המתאים בעינינו לשוק ניירות-הערך.

לסיכום, אם מדובר בהטעיה שאינה משנה באופן משמעותי ביותר את טיבו של נייר-הערך המדובר, יש לקדם פתרון המבוסס על ההנחה שהמשקיע היה ממשיך להשקיע את הסכום המתוכנן בניירות-הערך של אותה חברה. זהו המקרה הפשוט ביותר, וחישוב הנזק בו, כפי שנראה מייד, הוא נוח והוגן. משמעותה של הנחה מרכזית זו היא שאין להתמקד בהפרש שבין מחיר הרכישה של נייר-הערך לבין ערכו האמיתי, בהעדר ההטעיה, כיום הרכישה. כימות הנזק בשיעורו של הפרש זה מניח כי ההפרש האמור היה נחסך בהעדר ההטעיה ועל-כן יש להשיבו לרוכש. אולם משקיע אשר בחר לייחד להשקעה סכום מסוים היה נחשף לתנודות המחירים שאינן קשורות להטעיה גם לאחר יום הרכישה. עליות מחירים היו מניבות לו רווח, ואילו ירידות מחירים היו גורמות לו להפסד. קיבוע נזקו של המשקיע על יום הרכישה שולל ממנו אפוא את מלוא הרווח שהוא זכאי לו במקרה של עליות מחירים, ומבטח אותו לא לצורך מפני ירידות מחירים שאינן קשורות להטעיה. המצדדים בחשיבותה של ההגינות בשוק ההון מדגישים את הצורך לאפשר למשקיעים להשקיע בשוק כאילו אין הם חשופים להטעיה, וקיבוע הנזק נכון ליום רכישתו של נייר-הערך חותר תחת עיקרון זה.<sup>116</sup>

### 3. השיטה המוצעת

רגע גילוי ההטעיה הוא ההזדמנות הראשונה של המשקיע לגלות כי חל שיבוש בתוכנית ההשקעה שלו. לגילוי ההטעיה מתלוות באופן אופייני ירידות מחירים חדות, וגם משקיע שאינו עוקב במישרין אחר הדיווחים על-אודות החברה יכול לחזות בנפילת המחירים. נפילת מחירים זו, של יום גילוי ההטעיה, מהווה הזדמנות נאותה לבית-המשפט, בסיוע הצדדים, לשער את השפעתה של ההטעיה על המשקיע, ולהשיב את המצב לקדמותו, דהיינו, למצב כפי שהיה אמור להיות בהעדר הטעיה. כאשר הדין מקבע את חישוב הנזק ליום גילוי של ההטעיה, תוך שהוא נעזר לצורך החישוב בירידות המחירים שנגרמו כתוצאה מהגילוי, הוא מאפשר למשקיעים להיצמד לתוכנית ההשקעה המקורית שלהם. עד ליום הגילוי הם זוכים בתשואה שבה היו זוכים גם בהעדר ההטעיה, והחל ברגע ההטעיה, ולאחר ירידות המחירים, הם יכולים לכוונן מחדש את סכום ההשקעה שלהם אם יבחרו בכך, תוך הסתמכות על הפיצוי שיקבלו עם פסק-הדין.

השיטה שאנו ממליצים עליה היא שיטה הקובעת את הפיצוי בהתאם לירידה שחלה במחירו של נייר-הערך ביום ההטעיה. קבוצת הניזוקים לפי שיטה זו היא הקבוצה שרכשה את נייר-הערך לאחר ההטעיה והחזיקה בו במועד הגילוי. לפי הגיונה של שיטה זו, כל הרוכשים

115 זאת, בניגוד למשתמע מעניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 78 לפסק-דינו של השופט עדיאל.

116 לדיון בעקרון ההגינות של שוק ההון ראו לעיל ה"ש 96 והטקסט שמעליה.



שמכרו את ניירות-הערך לפני הגילוי זכו בתשואה שבה היו זוכים גם בהעדר ההטעיה, ולכן הם אינם זכאים לפיצוי כלשהו. שיעור הנזק בעבור כל מניה (או נייר-ערך אחר) בשיטה זו הוא הסכום שבו נפל מחיר המניה בשוק סמוך לאחר גילוי ההטעיה.

הפיצוי לפי השיטה המוצעת צריך להינתן ללא תלות בשאלה אם מחירו של נייר-הערך לאחר יום הגילוי גבוה או נמוך ממחירו ביום הרכישה. אם מחירו של נייר-הערך עלה מיום ההטעיה ליום הגילוי, עלייה זו נבעה מגורמים שתלויים בשוק ובחברה ואשר אינם קשורים להטעיה. אין בהם כדי למנוע מהמשקיע את זכותו לפיצוי. לא זו אף זו, ייתכן שעליית המחירים בשוק הגדילה למעשה את נזקו של המשקיע, אשר השקיע את כספו בנייר-הערך כדי שיוכל ליהנות מהסיכויים לעליית ערכו. מאחר שהוא היה משקיע גם את הפרש המחיר ביום ההטעיה באותו נייר-ערך, יש לאפשר לו לקבל הפרש זה תוך שהוא נהנה מאותם סיכויים שהתמשו.

השיטה המוצעת היא שיטת אקס-פוסט המתמקדת ביום גילוי ההטעיה. בכל אותם מקרים שבהם לא שינה המידע המטעה את האופן שבו הגיב מחיר המניה על אירועים בשוק (או על אירועים ספציפיים בחברה), השיטה המוצעת שומרת על אינטרס ההסתמכות, ומחזירה את המשקיע למצב שבו היה עומד אלמלא ההטעיה, תוך שהיא עוקבת אחר התשואות שהוא היה משיג במצב זה.<sup>117</sup> לשיטתנו, הנחות-היסוד בנוגע להשקעה בשוק ההון אשר הנחו את המחוקק בעיצוב ההסדר הנוזקי המיוחד לדיני ניירות-הערך מצדיקות את התוצאה האמורה. הטעמים הכלכליים והמשפטיים שכבר הזכרנו מצביעים על כך ששיטה זו היא השיטה הראויה לחישוב הנזק בתביעות בניירות-ערך.

לשיקולים אלה יש לצרף גם טעמים אדמיניסטרטיביים בעלי משקל מכריע. שיקולים אדמיניסטרטיביים בדבר נוחות חישוב הנזק ממלאים תפקיד חשוב בדיני ניירות-ערך,<sup>118</sup> וחשיבותם עולה שבעתיים בהקשר של תובענה ייצוגית בניירות-ערך.<sup>119</sup> שיטת הנפילה

117 השיטה אינה מבטיחה בכל מקרה חזרה מדויקת למצב הדברים שהיה נוצר בהעדר ההטעיה. כך, למשל, בדוגמה מהתת-פרק הקודם של חברת התרופות אשר הטעתה בנוגע לאחת מתרופותיה, אנו מניחים כי הניזוק היה משקיע אותו סכום כסף באותה חברה גם בהעדר ההטעיה, ומכאן שהוא היה נחשף לתנודות המחירים שלה בכל מקרה. עם זאת, אי-אפשר לשלול מקרה שבו היו תנודות מחירים ספציפיות שמקורן בתרופה שלגביה הטעתה החברה. במקרה זה ייתכן שבהעדר הטעיה הייתה החשיפה של המשקיע לאותן תנודות שונה. מכאן שהשיטה המוצעת אינה מבטיחה זהות בין מצבו של הניזוק המפוצה לבין המצב שבו היה בהעדר ההטעיה. מכל מקום, מדובר בעיוות שאינו משפיע באופן מגמתי כלשהו, ועל-כן ניתן לדעתנו להתעלם ממנו ביישום השיטה.

118 כך, למשל, ההסדר החוקי האמריקני המרכזי לפיצוי בגין פרט מטעה בתשקיף כולל נוסחה ברורה ופשטנית לחישוב הפיצוי. נוסחה זו גורסת, באופן כללי, כי הפיצוי יעמוד על ההבדל בין מחירו של נייר-הערך ביום הרכישה לבין מחירו ביום הגילוי, אלא אם כן הוכיח הנתבע כי הירידות נבעו מסיבה שאינה קשורה להטעיה. כל שיקול אחר לגבי גובהו של הנזק לא יישמע במסגרת הליך כזה. ראו לעיל ה"ש 85.

119 ראו, למשל, הוראות ס' 20(א)(3) ו-20(ג) לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006, המאפשרות לבית-המשפט לפסוק סעד כספי בסכום כולל לקבוצה, ואף להורות על מתן סעד אחר לטובת הציבור, כאשר פיצוי כספי פרטני לכל חבר בקבוצה אינו מעשי בנסיבות העניין.

הקבועה במחיר היא דרך פשוטה באופן יחסי לחישוב הנזק, אשר מסתמכת על ראיות שקל לצדדים להציג. השיטה חוסכת מהצדדים ומבית-המשפט חישובים רבים, ומבטלת את הצורך בספקולציות הנדרשות לשחזור הנזק כפי שהיה בעת הרכישה. ספקולציות אלה היו מנת-חלקו של המשפט האמריקני במשך זמן רב, כפי שראינו בפרק הקודם. גם הגדרת הקבוצה המיוצגת על-פי שיטה זו היא הגדרה פשוטה. כל רוכש שאוחז בנייר-הערך ביום גילוי ההטעיה ואשר רכש את נייר-הערך לאחר ההטעיה זכאי לפיצוי בשווי קבוע על-פי ירידות המחירים עם גילוי ההטעיה. רוכשים מסוג In-and-Out, אשר רכשו את נייר-הערך לאחר ההטעיה אולם מכרו אותו לפני הגילוי, אינם זכאים לפיצוי, ולפיכך אינם נמנים עם הקבוצה המיוצגת. מאחר שהנזק לכל אחד מחברי הקבוצה הוא אותו נזק, חלוקת הפיצוי הכולל ביניהם היא חלוקה פשוטה. ממכלול סיבות אלה שיטה זו היא השיטה הראויה, לגישתנו, לחישוב הנזק במקרה הפשוט שבו דנו עד כה.

#### 4. השיטה המוצעת לנוכח פסק-הדין בעניין רייכרט

לשיטתנו, ההכשר שנתן בית-המשפט העליון לשיטת חסרון-הכיס המקורבת, שהיא שיטת אקס-פוסט, מכשיר גם את השימוש בשיטה שהצענו בנסיבות המקרה שנידון שם, וזאת אף-על-פי שאנו מודעים לכך שבית-המשפט לא עמד על מלוא תכונותיה של שיטה זו.<sup>120</sup> במקרים שבהם שווי ההטעיה אינו מושפע מתנודות במחירו של נייר-הערך, בין שהן נבעו מתנודות בשוק ובין שהן נבעו משינויים ספציפיים בחברה המנפיקה, התוצאה מהשיטה המוצעת זהה לזו המתקבלת לפי שיטת חסרון-הכיס ושיטת חסרון-הכיס המקורבת. אולם זהות זו אינה מתקיימת בדרך-כלל. יש הבדלים בין השיטה המוצעת לבין כל אחת משתי השיטות, ולהלן נעמוד על הבדלים אלה ועל סוגי המקרים שבהם יובילו השיטות השונות לתוצאות שונות.

כאמור, שיטת חסרון-הכיס והשיטה המוצעת יובילו לתוצאות זהות במקרים שבהם התנודות בשוק אינן משפיעות על הנזק שנגרם עקב ההטעיה, ולתוצאות שונות במקרים שבהם התנודות בשוק משפיעות על הנזק שגרמה ההטעיה. ההסבר לכך הוא אותו הסבר שנתנו לעיל בהשוואה בין שיטת חסרון-הכיס לבין שיטת חסרון-הכיס המקורבת. באשר להשוואה בין השיטה המוצעת לבין שיטת חסרון-הכיס המקורבת, אף ששתיהן שיטות אקס-פוסט, קיים בכל-זאת הבדל ביניהן. לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת, המשקיע בנייר-הערך נושא בסיכונים ובסיכויים הנובעים מתנודות בשוק, אולם הפיצוי שיקבל יהיה תלוי בתנודות במחירו של נייר-הערך שנבעו מאירועים ספציפיים בחברה, גם אם אירועים אלה אינם קשורים להטעיה. לעומת זאת, כפי שנראה מייד, השיטה המוצעת חושפת את המשקיע לסיכויים ולסיכונים הכרוכים בהשקעתו – הן אלה שנובעים מתנודות בשוק והן אלה הספציפיים לחברה המנפיקה.

120 כמורכב, ניתן לעשות שימוש בשיטה זו גם במינוח של שיטת חסרון-הכיס, כל עוד המשתמש מודע לכך שלמעשה הוא מנכה משיעור הנזק במועד הרכישה את ירידות המחירים בשוק שאינן נובעות מן ההטעיה. באופן דומה, במקרה של עליות שיעורים השיטה מוסיפה על שיעור הנזק במועד הרכישה. בדרך זו שיטת חסרון-הכיס נהפכת לשיטה החושפת את חסרון-הכיס הנותר ביום גילוי ההטעיה.

נחזור לדוגמה של חברת הזהב. כזכור, מחיר המניה ביום ההטעיה היה 100, בעוד ערכה האמיתי היה 50. בין יום ההטעיה ליום הגילוי ירד מחיר הזהב בשוק ב-50%, ולכן מחיר המניה סמוך לפני הגילוי עמד על 50, ומייד לאחר גילוי ההטעיה ירד ערך המניה ל-25. כפי שהסברנו, הנזק שייפסק לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת שווה להפרש בין מחיר המניה ביום ההטעיה, 100, לבין מחיר המניה ביום הגילוי, 25, בניכוי הירידות בשוק, 50. נזק זה הוא 25, והוא שווה לירידת מחיר המניה ביום הגילוי, שהוא הפיצוי שיינתן לפי השיטה המוצעת. אולם נניח כעת שבין מועד ההטעיה לבין מועד הגילוי ניהלה החברה את נכסיה באופן שהביא לידי כך שאף-על-פי שאצל שאר חברות הזהב בשוק נרשמו ירידות מחירים של 50%, ערך החברה ירד ב-60%, ל-40. עם גילוי ההטעיה בדבר כמות הזהב בחברה ירד ערך החברה בחצי, ל-20. לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת, הפיצוי שווה להפרש בין מחיר המניה ביום ההטעיה, 100, לבין מחיר המניה ביום הגילוי, 20, בניכוי הירידות הכלליות בשוק, 50. לכן הפיצוי לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת יהיה 30. לעומת זאת, לפי השיטה המוצעת, הפיצוי שווה לירידה במחיר המניה ביום הגילוי, 20. השיטה המוצעת מטילה אפוא על המשקיע את הסיכון הספציפי שהתממש בחברה והוריד את ערכם של ניירות-הערך שלה ב-10% מעבר לירידות בשוק. שיטת חסרון-הכיס המקורבת מפצה את המשקיע בגין סיכון זה, אף שהוא אינו קשור להטעיה. תוצאה זו נובעת מכך ששיטת חסרון-הכיס המקורבת מניחה לשם הפשטות שתנודות המחירים הכלליות של ניירות-ערך דומים בשוק משקפות את תנודות המחירים של החברה הנבחנת בהעדר ההטעיה. התרחשויות ספציפיות לחברה הנבחנת שאינן קשורות להטעיה אינן מובאות בחשבון.

ניתן לראות שבמקרה ההפוך, שבו ערך החברה ירד רק ב-40% לפני הגילוי עקב נתונים המיוחדים לחברה, שיטת חסרון-הכיס המקורבת מקזזת מהפיצוי למשקיע את הסיכון הספציפי שהתממש בחברה, אף שהוא אינו קשור להטעיה. השיטה המוצעת, לעומת זאת, מותירה בידי המשקיע את הרווח האמור, שהוא היה זוכה בו גם בהעדר ההטעיה. בדוגמה המספרית לעיל, ערך החברה ירד ל-60 לפני הגילוי, ולאחר הגילוי הוא ירד ל-30. שיטת חסרון-הכיס המקורבת נותנת למשקיע פיצוי בסך 20. פיצוי זה שווה להפרש בין מחיר הרכישה, 100, לבין המחיר ביום הגילוי, 30, בניכוי הירידה בשוק, 50. השיטה המוצעת נותנת למשקיע פיצוי בשווי הירידה במחיר לאחר הגילוי, בסך 30. השיטה המוצעת משקפת אפוא את הנזק אקס-פוסט בצורה מדויקת יותר, שכן היקפו של הנזק נקבע בהתחשב בכיצועיה של החברה הספציפית.

השיטה שאנו ממליצים עליה היא גם השיטה שאומצה לבסוף על-ידי השופטת אגמון גונן-אגמון בבית-המשפט המחוזי בעניין רייכרט,<sup>121</sup> בין היתר בהסתמך על טיוטה מוקדמת של מאמר זה. בית-המשפט המחוזי קבע כי "יש לחשב את חסרון הכיס בהתבסס על נתונים אודות מחירי המניות לאחר חשיפת מעשי המרמה ובתגובה לגילוי. דרך שהוכרה בפסיקה האמריקנית לחישוב מסוג זה מחשבת את הנזק על ידי 'השלכה לאחור' (Backcasting) – חישוב הנזק על ידי חישוב ההפרש בין מחיר המניות לאחר חשיפת המרמה לבין מחיר

121 ראו הפסיקה המחוזית החוזרת בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 14, פס' 1 לפסק-דינה של השופטת אגמון-גונן. כאמור, בערעור שהוגש על פסק-הדין הגיעו הצדדים לפשרה – ראו עניין פשרת רייכרט, לעיל ה"ש 14.

המניה בסמוך לפני הגילוי.<sup>122</sup> אף שבית-המשפט עשה שימוש בשיטה המוצעת במסגרת חישוב של שיטת חסרון-הכיס כביכול, הוא היה מודע לכך שהשיטה המוצעת היא למעשה שיטת אקס-פוסט. בדומה לגישתנו, בית-המשפט הסביר כי בדרך זו המשקיע נחשף לסיכון ולסיכוי שבהם חפץ מלכתחילה, וכי דיני ניירות-הערך אינם מהווים ביטוח מפני ירידות במחיר שאין להן קשר להטעיה.<sup>123</sup> הכשר נוסף לשימוש בשיטה זו מצא בית-המשפט המחוזי בכך שבית-המשפט העליון התיר לו את האפשרות לבחור בשיטת חסרון-הכיס המקורבת, שהיא כאמור שיטת אקס-פוסט.<sup>124</sup> לבסוף, דרך זו התיישבה גם עם הגדרת הקבוצה המיוצגת בעניין רייכרט, אשר כללה רק את מי שהחזיק בנייר-הערך של החברה ביום הגילוי.<sup>125</sup>

## 5. חישוב הפיצוי לפי השיטה המוצעת

במקרה הפשוט הירידה במחירו של נייר-הערך סמוך לאחר הגילוי תשקף את השווי שהשוק מייחס למידע המתקן, ולכן תהווה בסיס לחישוב הפיצוי לקבוצה המיוצגת. ההנחה היא שהמידע האמיתי לא דלף לשוק בין מועד ההטעיה לבין מועד הגילוי, ולכן תגובת השוק על המידע המתקן מתקנת באופן מלא את הברדלי המחיר של נייר-הערך עקב ההטעיה. כפי שנסביר בסעיף הבא, לצורך הדיון באישורה של התובענה הייצוגית די בירידה זו לשמש ראיה לכאורה לקיומו של נזק ולכך שנזק זה נגרם עקב ההטעיה.<sup>126</sup> בשלבים מאוחרים יותר של התביעה יידרש בית-המשפט לקבוע במדויק את הנזק שנגרם על-ידי ההטעיה. תחילה יש לוודא שהירידה במחירו של נייר-הערך נבעה מגילוי המידע האמיתי, ואינה מקרית. שאלה זו נבחנת בכלים אקונומטריים על-ידי מומחים מתחום המימון. הדרך לבחון זאת היא באמצעות שיטה מוכרת בתחום המימון הקרויה Event Study. שיטה זו מיועדת להפריד בין אותו חלק בירידת המחיר שנבע מהמידע שהתגלה לבין השפעותיהם של גורמים אחרים בשוק, והיא בודקת את המובהקות הסטטיסטית של ההשערה (או במילים אחרות את מידת הביטחון בהערכה) שהירידה במחיר אינה מקרית.<sup>127</sup> יתר על כן, לעיתים נכרכים זה בזה גילויים של שתי הטעיות שונות או יותר, ועל בית-המשפט לזהות בנפרד את השפעותיה של כל הטעיה. כך, למשל, חברה המטעה לגבי היקף הנפט המצוי במאגר בשתי נקודות זמן שונות. בנקודת הזמן הראשונה היא ניפחה

122 הפסיקה המחוזית החוזרת בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 14, פס' 2 לפסק-דינה של השופטת אגמון-גונן.

123 שם.

124 שם.

125 ראיה לכך שבית המשפט המחוזי ראה בשיטה זו שיטת אקס פוסט היא שהצמיד את סכומי הנזק שקבע ממועד הגילוי ולא ממועד ההטעיה. ראו הפסיקה המחוזית החוזרת בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 14, פס' 6 לפסק-דינה של השופטת אגמון-גונן.

126 הנתבע יכול, כמובן, להביא ראיה לטור, על-מנת לשכנע את בית-המשפט שהירידה במחירו של נייר-הערך לא נבעה מהגילוי. ראו, למשל: Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 131 S. Ct. 2179 (2011).

127 ראו: STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & JEFFREY F. JAFFE, CORPORATE FINANCE 228–230 (5th ed., 1999). כדוגמה לשימוש בשיטה של Event Study ראו, למשל, את חוות-דעתו של ד"ר Nye בפסק-הדין בעניין Williams, לעיל ה"ש 62.

באופן מלאכותי את הדיווח על כמות הנפט שיש במאגר בשיעור מסוים, ובתאריך מאוחר יותר היא הגזימה אף יותר בדיווח החיובי השקרי. לאחר-מכן התגלתה ההטעיה בשלמותה כאשר נחשפה כמות הנפט האמיתית. במקרה זה הירידה במחיר משקפת את נזקיהן של שתי הטעיות נפרדות. כדי להתמודד עם מקרה כזה, בשלב הראשון על בית-המשפט לייחס חלק מהירידה לכל אחת מן הטעיות. בדוגמה שלנו ההפרדה אפשרית אולי על-פי כמות הנפט היחסית שהטעו לגביה בכל הטעיה. במקרים אחרים ההפרדה תהיה קשה יותר, אך חייבים בכל-זאת לעשותה, ולו על-דרך אומדן כלשהו. לאחר-מכן יש לפצל את אוכלוסיות הניזוקים לשתיים. כך, למשל, אם בית-המשפט מייחס להטעיה הראשונה נזק של 10 ולהטעיה השנייה נזק נוסף של 20, אזי למי שרכש בתקופת הטעיה לפני הטעיה השנייה, ואחז במניה עד ליום הגילוי (המאוחר), יגיע פיצוי של 10 לכל מניה. לעומתו, מי שרכש את המניה לאחר הטעיה השנייה ואחז בה עד ליום הגילוי יהיה זכאי לפיצוי המלא של 30. כל רוכש אחר בתקופת הטעיה שמכר את מנייתו לפני הגילוי לא יהיה זכאי לכל פיצוי, כמו במקרה הרגיל. לאחר שבדיקה כזו נערכה, על בית-המשפט להיות מודע לכך שגורמים מסוימים עלולים להביא לידי כך שירידת המחיר תהווה הערכת-יתר של הנזק שנגרם עקב הטעיה, ולעומתם גורמים אחרים עלולים להביא לידי כך שירידת המחיר תהווה הערכת-חסר של נזק זה. נתחיל בסקירת הגורמים המובילים להערכת-יתר של הנזק.

ראשית, לעיתים יש לצפות שתגובת השוק על גילוי הטעיה תשקף תגובת-יתר מוגזמת ביחס לנזק הישיר שגרמה ההטעיה. גילוי הטעיה מעורר לפעמים חשדנות-יתר של השוק כלפי החברה, ובתוך זמן קצר עלול להיווצר לחץ מחירים שלילי משמעותי על נייר-הערך, מעל ומעבר לתגובה רציונלית ומדודה על המידע עצמו.<sup>128</sup> תגובות-יתר נוטות להתפוגג עם הזמן, ואז נצפית התאוששות במחירי נייר-הערך. לעיתים גם בולט לעין חוסר הפרופורציה

128 לדיון בספרות בתגובת-יתר של השוק ראו Ferrell & Saha, לעיל ה"ש 66, בעמ' 167-168; Baruch Lev & Meiring de Villiers, *Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 STAN. L. REV. 7 (1994); Bradford Cornell & James C. Ruten, *Market Efficiency, Crashes, and Securities Litigation*, 81 TUL. L. REV. 443, 450 (2006).

אחד המקרים המתועדים של תגובת-יתר, לפחות לכאורה, הוא מקרה של חברה אשר דיווחה על גילוי טעות בדוחות הכספיים שלה. ראו: Amended Class Action Complaint at 23, 157, Ohio Pub. Employees Ret. Sys. v. Freddie Mac, Civil No. C2-03-711 (S.D. Ohio Jan. 15, 2004). ייחורו של מקרה זה הוא שהמשמעות של תיקון הטעות בדוחות הכספיים הייתה שרווחי החברה עודכנו לרווח נוסף של 4.5 מיליארד דולר. אם כך, להבדיל מהטעויות מן הסוג השכיח, במקרה זה הבהירה החברה כי מדובר בטעות שתקונה דווקא יגדיל את הדיווח המוקדם על רווחי החברה במיליארדי דולרים. ראו Ferrell & Saha, לעיל ה"ש 66, בעמ' 183. על-אף הגילוי החיובי כביכול, נפלו מחירי המניות של החברה עם הגילוי בשיעור תלול. במקרה מעין זה ניתן להסיק בקלות יחסית כי מדובר בתגובת-יתר, ובפועל אכן היה אפשר לראות כעבור זמן התאוששות ברורה במחירי מנייתה של החברה. באותו מקרה ייתכן שהירידה נבעה גם מנזק משני, שכן הנפילה החדה, בשיעור של 16% משווי המניות, אירעה ביום שבו גם הודיעה החברה, אגבית לגילוי הטעיה, כי היא מפטרת שלושה מנהלים בכירים. ראו שם.

בין המידע לבין התגובה. אחת הדרכים להתמודד עם התופעה היא הארכת חלון־הזמן שבו נבחנת תגובת המניה על המידע שתיקן את ההטעיה.<sup>129</sup> אולם מאחר שקיים חשש שהארכת חלון־הזמן תביא לידי כך שהמחיר יושפע מגורמים שאינם קשורים להטעיה, יש להיזהר בפעולה זו ולעשותה רק כאשר יש חשש ממשי לתגובת־יתר משמעותית של השוק על המידע המתקן.<sup>130</sup>

שנית, לעיתים הירידה במחירו של נייר־הערך תנבע לא רק מהמידע המתקן, אלא גם מהתרחשותו של נזק משני, ואין מדובר בתגובת־יתר לא־רציונלית. המונח "נזק משני" (collateral damage) מתייחס למידע שהשוק מסיק מעצם העובדה שנפלה טעות בדיווח. כך, טעות מכוונת מעידה על חוסר היושר של ההנהלה, ואילו טעות רשלנית מעידה למצער על כשל של בקרות הפנים והדיווח של הארגון. השאלה אם ראוי לפצות גם על נזק משני אינה שאלה פשוטה, ואין בכוננתנו לפתור אותה כאן.<sup>131</sup> בין כך ובין אחרת, אין סיבה להניח על פני הדברים כי הנזק המשני הוא נזק משמעותי, ולכן בהעדר ראיה לסתור יש להניח שירידת הערך אינה נובעת מנזק משני כזה, אלא מחשיפת המידע המתקן.

129 כחלק מהתמודדות עם התופעה של ירידות מחיר מוגזמות המתפוגגות בחלוף הזמן, קבע המחוקק האמריקני כי הפיצוי לא יעלה על זה שהיה נגזר כתוצאה מהסתכלות על המחיר הממוצע של נייר־הערך בתקופה של 90 הימים שלאחר הגילוי – ראו לעיל ה"ש 51.

130 שאלת דינו של משקיע שמכר את נייר־הערך שלו לאחר גילוי ההטעיה ובטרם נסגר חלון־הזמן שבו בחר בית־המשפט כדי לברר את שיעור הנזק היא שאלה סבוכה, ובכל מקרה אין כוונה לשלול ממשקיע כזה פיצוי כלשהו. עם זאת, ספק אם ראוי לפצות את המוכר בגין ירידת מחיר שאירעה לאחר שמכר את החזקותיו, ובמקביל ספק אם ראוי לקזז מהפיצוי המגיע לו את עליית המחיר שאירעה אחרי נקודת הזמן שבה בחר למכור. עם זאת, לשם הפשטות, אין אנו פוסלים פתרון שיראה במשקיע כזה חלק מהקבוצה לכל דבר ועניין. יש לזכור עוד שהארכת חלון־הזמן מעצימה גם את אי־הוודאות של המשקיעים הזכאים לפיצוי.

131 לגישה הגורסת כי אין לפצות על נזק משני ראו Ferrell & Saha, לעיל ה"ש 66, בעמ' 183-181:

"If the original fraudulent accounting statement only contained information, albeit false, about corporate holdings then there was no statement, let alone a misstatement, about the quality of the firm's management or its internal controls. And it is only the actionable fraudulent statement that gives rise to potential Rule 10b-5 liability, i.e., the misstatement of corporate holdings, and only if that statement caused the stock price to be artificially inflated. There is no general duty to disclose, for instance, that the management of a firm or the quality of the firm's internal controls are not the same as those expected by the market."

נוסף על כך ראו: Bradford Cornell & James C. Rutten, *Collateral Damage and Securities Litigation*, 2009 UTAH L. REV. 717, 717: "We conclude that while collateral damage can have a material impact on securities prices, declines associated with collateral damage are not, and should not be, recoverable under section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934"

שלישית, חלק מירידת הערך עלול לנבוע מתגובת השוק על הציפייה שכספי הפיצוי ישולמו מכיס החברה.<sup>132</sup> דיני ניירות-ערך מטילים לעיתים את החובה לפצות בגין הטעיה על גורמים שונים, כגון בעל השליטה, הדירקטורים, חתמים או מומחים שונים.<sup>133</sup> אולם בראש הרשימה עומדת החברה, אשר לעיתים גם מחויבת בשיפוי כלפי החייבים האחרים. הציפייה לכך שהחברה היא שתישא בנטל הפיצוי ובהוצאות ההתדיינות המשפטית עלולה להעמיק את תגובת השוק על גילוי הטעיה. ככל שהמסחר בניירות-הערך של החברה המטעה רב יותר, העיוות גדל, וזאת משום שככל שיש יותר מסחר, מספר הרוכשים הנפגעים גדל, והפיצוי הכולל האמור לצאת מכיס החברה גדל בהתאם. עם זאת, כאשר נפח המסחר מתון, העיוות אינו גדול.<sup>134</sup>

לכסוף, יש מקרים שבהם הטעיה אינה לגבי מידע ודאי, אלא לגבי סיכויי התרחשותו של אירוע עתידי. נניח, לדוגמה, שחברה העוסקת בחיפוי נפט מסתירה מן הציבור שיש סימנים לכך שהסיכויים לגילוי נפט באחד הקידוחים שלה הם קלושים. מאוחר יותר אכן מתברר שהקידוח יבש, ויחד עם הגילוי הזה מתברר גם שהחברה הסתירה את הסימנים המוקדמים לכך. עם הגילוי ערכה של המניה נופל. הבעיה היא שנפילת הערך של המניה במועד הגילוי משקפת לא רק את המידע לגבי הסימנים המוקדמים לכך שהסיכויים לגילוי נפט קלושים, אלא גם את התממשותו של הסיכון – שהיה קיים בכל מקרה – שלא יגלו נפט בקידוח. במילים אחרות, הנפילה בערך המניה משקפת את צניחתו של הסיכוי לגילוי הנפט ל-0, ולא רק את הטעיה לגבי הסיכוי על-פי המידע המוקדם שהיה בידי החברה. פיצוי בגין מלוא נפילת הערך יוביל לפיכך לפיצוי ביתר.<sup>135</sup>

132 בניגוד לנזקים הישיר והמשני, נזק זה אינו נובע מהמידע המטעה, אלא מעצם הפיצוי. אף שההתייחסות לנזק זה ברין האמריקני היא כאל "collateral damage", אנו סבורים כי יש להבחין בין נזק משני לבין ראש-נזק זה. מכל מקום, הדיון בהבחנה זו חורג ממסגרת המאמר.

133 ראו ס' 31-34 ו-338 לחוק ניירות-ערך.

134 העיוות נוצר משום שבית-המשפט מבסס את הפיצוי על תגובת השוק, ואם זו מושפעת מהציפייה לפיצוי, נוצרת תגובה מעגלית. נניח כי החברה הטעתה וכי משמעות התיקון ביום ההטעיה היא שהחברה שווה 300 מיליון ש"ח פחות. בהעדר חובה לפצות, השווי המצרפי של הירידה בערך מנייתיה של החברה ביום הגילוי יעמוד על סכום זה. לעומת זאת, אם נניח שהחברה היא המפצה היחידה, ירידת הערך תהיה גדולה יותר ואף מוגזמת. ניתן להראות, למשל, שאם 20% ממניות החברה מזכות בפיצוי, אזי ירידת המחיר תעמוד על 375 מיליון ש"ח, וזאת אף ש-20% מ-300 מיליון הם רק 60 מיליון. הסיבה היא שמחיר השוק משקף גם את הציפייה לפיצוי, ובתגובה על ירידת המחיר הגדולה יותר יגביר גם בית-המשפט את הפיצוי. התוצאה הסופית של תהליך זה, בנתוני הדוגמה שלעיל, היא פיצוי מוגדל של 75 מיליון ש"ח, שהם 20% מתוך 375 מיליון ש"ח. מאחר שהשוק צופה את הפיצוי, ירידת המחיר הכוללת תעמוד על 375 מיליון ש"ח (300 מיליון ש"ח של ירידת שווי בגין הטעיה בתוספת 75 מיליון ש"ח של הפיצוי). בית-המשפט, מצידו, יגזור את הפיצוי (20%) מאותה ירידת מחירים כפי שהשוק צפה מלכתחילה. באופן כללי וגם ניתן להראות שירידת המחיר תהיה שווה לערכו האמיתי של המידע המתקן מחולק ב-(1-r), כאשר r הוא אחוז המניות שבגינן ישולם פיצוי.

135 כפי שמוסבר בהמשך, הפיצוי הוא פיצוי ביתר אף-על-פי שסביר להניח שהתביעה תוגש רק כאשר הסיכון יתממש, ולא במקרים שבהם יתגלה נפט בקידוח. באופן פורמלי, כאשר הסיכוי

נדגים זאת בדוגמה מספרית. נניח שלחברה יש קידוח נפט אחד בלבד, שאם יצליח יהיה שווה 100, ואשר הסיכוי ההתחלתי למצוא בו נפט הוא 0.5. שווי המניה, בהסתמך על סיכוי זה, הוא 50. נניח שמתברר לחברה כי הסיכוי למציאת נפט הוא למעשה 0.1, אולם היא אינה מגלה זאת לציבור. לאחר כחצי שנה מתברר שהקידוח אכן יבש, וערכה של המניה צונח ל-0. יחד עם המידע הזה מתברר גם שלחברה היה מידע מוקדם על כך שהסיכוי היה 0.1 בלבד, ושהיא נמנעה מלגלותו בניגוד לחובה המוטלת עליה בדין. לשם הפשטות נניח שלא היו תנודות בשוק הנפט או בערכה של המניה הספציפית עד לגילוי זה.

הנפילה בערך המניה, מ-50 ל-0, משקפת את ההפרש בין ערכה כאשר יש לחברה קידוח שהסיכוי להצלחתו הוא 0.5 לבין ערכה כאשר הקידוח מתברר כלא-מוצלח ולכן הסיכוי להצלחתו הוא 0. מאחר שנפילה זו מתרחשת בסיכוי של 0.9 (הסיכוי שהקידוח יבש), הפיצוי הממוצע הוא 45 (90% פיצוי של 50, ו-10% בלי פיצוי). פיצוי זה גבוה מן ההפרש בין 0.5 ל-0.1 (המבטא את ההטעיה לגבי הסיכוי למציאת נפט) כשהוא מוכפל בשווי הקידוח – 100.<sup>136</sup> לפיכך הפיצוי בגין מלוא נפילת הערך הוא פיצויייתר. זהו פיצויייתר המובנה בשיטה המוצעת כאשר מדובר בסיטואציות של סיכון העלול להתמש.<sup>137</sup>

אל מול כל הגורמים העלולים לגרום לכך שירידת המחיר תוביל להערכת-יתר של הנזק, יש גורם משמעותי שבגיניו ייתכן שירידת המחיר מעריכה את הנזק כחסר. החברה ונתבעים- בכוח אחרים עלולים לנקוט אסטרטגיה של כריכה (bundling) של מידע, כדי להשפיע על ירידת המחיר.<sup>138</sup> עד כה הנחנו שכאשר יש גילוי של מידע ניתן לזהות בקלות יחסית את ירידות המחירים הנובעות מאותו גילוי. אולם לעיתים המידע המתקן משתלב או נבלע בתוך גילוי אחר שאינו קשור להטעיה, ובפרט בגילוי של מידע חיובי. אילו דובר בתופעה אקראית, אזי המשמעות המרכזית הייתה העדר דיוק בפיצוי ותו לא. אולם למעשה חברות נתבעות- בכוח עלולות להשתמש באפשרות זו באופן אסטרטגי. כך, למשל, חברה יכולה לתזמן במכוון תיקון של דיווח מטעה לאותה הזדמנות שבה היא מפרסמת דוחות כספיים חיוביים או מידע חיובי אחר. בתי-המשפט צריכים להיות חשדניים במיוחד לאפשרות זו כאשר המקור לגילוי ההטעיה הוא בחברה.

מבלי למצות את הדיון בפתרונות האפשריים, ניתן, לפחות בחלק מן המקרים, לנפות את השפעתו של המידע הרלוונטי מתוך המידע שבו הוא נטמע. לפעמים ניתן לעשות זאת במישרין מתוך נתוני הגילוי שנחשפו, ולפעמים בעזרת השוואה לחברות דומות. דוגמה פשוטה למקרה הראשון היא דיווח של חברת נפט על מציאת מאגר נפט חדש תוך תיקון בו-זמני של דיווח קודם שבו הטענה לגבי גילוי של מאגר אחר. אם, לשם הדגמה, מאגר הנפט

האמיתי למציאת נפט הוא  $p$ , ואילו החברה מדווחת על סיכוי גבוה יותר  $q > p$ , הפיצוי הצפוי לכל שקל בערך הקידוח שווה ל- $q(1-p) - p$  פיצוי אשר גדול מן ההפרש המטעה  $q-p$ .

136 לפי שיטת אקס-אנטה, הפיצוי שיינתן יהיה דווקא פיצוי כחסר, משום שהפיצוי בסך 40 יינתן רק במקרים שבהם הקידוח יתברר כלא-מוצלח, דהיינו, בסיכוי 0.9. במקרים שבהם הקידוח יצליח באיתור נפט יש סבירות נמוכה שההטעיה תתגלה, ומכאן שלא תהיה תביעה כלל.

137 ראו Spindler, לעיל ה"ש 61, בעמ' 674-685; Elizabeth Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 Md. L. Rev. 348 (2007).

138 לדיון ב-bundling בספרות האמריקנית ראו, למשל, Spindler, לעיל ה"ש 61, בעמ' 674-685.



החדש גדול פי שלושה מהמאגר שעליו דווח בעבר, אזי ניתן באופן גס לשער כי התגובה החיובית של השוק על הדיווח החדש והמאוחד גדולה פי שניים מהנזק שגרמה ההטעיה.<sup>139</sup> מובן שמדובר בחישוב גס בלבד, משום שהשווי הכלכלי של כל מאגר מושפע מפרמטרים רבים, ולא רק מכמות הנפט המשווערת שבו, אולם לעיתים לא יהיה מנוס מספקולציות מסוג זה. דוגמה למקרה השני היא אימוץ תגובת השוק כאחוזים על דיווח שתיקן הטעיה מסוג דומה בחברה דומה אחרת שבה לא הייתה כריכה של מידע בעת הגילוי. במקרה זה ניתן, במידה של זהירות, לאמץ את שיעור התגובה על גילוי ההטעיה בחברה המקבילה.<sup>140</sup> מכל מקום, כשם שתגובת-יתר עלולה להחמיר עם הנתבע ולהוביל לפיצוי-יתר, כך האפשרות ל-"bundling" מטה את הכף לכיוון האחר. במקרה הרגיל אנו מציעים אפוא להיצמד לשיטה המוצעת ברשימה ולקבוע את הנזק בהסתמך על ירידת המחיר בשוק, תוך מודעות לכך שמדובר רק באומדן מקורב של הנזק, וזאת במקום להיקלע לספקולציות רבות אשר יסבכו את ההתדיינות המשפטית ויאריכו אותה ללא כל הבטחה להשגת דיוק רב יותר. היתרון הראייתי בשיטה המוצעת נובע מכך שהיא מסתמכת על תגובתו של השוק על המידע. הסתמכות זו מוצדקת במסגרת תביעות בגין הטעיה בניירות-ערך, שכן הללו מניחות, כפי שהסברנו, את יעילותו האינפורמטיבית של השוק במסגרת הנחת "התרמית על השוק" הטבועה בדבר החקיקה הרלוונטי.

מעבר לכך, יש להרגיש שכל הגורמים המשפיעים על חישוב הנזק בשיטה המוצעת ישפיעו גם על חישובו בשיטות האחרות. למעשה, כמעט כל השיטות המקובלות להערכת נזק – בין שהן שיטות אקס-פוסט הדוגלות בזווית-הראייה של יום הגילוי ובין שהן שיטות אקס-אנטה הדוגלות בזווית-הראייה של יום ההטעיה – מתחילות את הברור מירידות המחיר של יום הגילוי.<sup>141</sup> ההבדל הוא שבשיטת אקס-פוסט הנפילה במחיר מגלמת בעצמה את הנזק, ואילו בשיטות אקס-אנטה, דוגמת השיטה האחוזית או שיטת המדרד,<sup>142</sup> הנפילה במחיר של יום גילוי ההטעיה (או המחיר לאחר הנפילה) מהווה אך בסיס לחישוב סבוך יותר – המבוסס על הנחות שונות – שלפיו קובעים את "קו הערך" לאורך תקופת ההטעיה.

139 לכן, למשל, אם מחיריה של המניה זינקו ב-6 ש"ח כתוצאה מן הדיווח, ניתן לשער שללא ההטעיה (המבטלת שליש מהיקף הנפט המשווער של המאגר החדש) היו עליות המחירים עומדות על 9 ש"ח, ומכאן שנוזקי ההטעיה עומדים על 3 ש"ח.

140 לחלופין ניתן להשוות לעיתים בין שיעור התגובה על המידע שבו נכרך גילוי ההטעיה לבין שיעור התגובה על מידע דומה שדווח בנפרד על-ידי חברה דומה. כך, למשל, אם בחברה שבה נכרך גילוי הטעיה במידע חיובי הייתה תגובה חיובית של השוק בשיעור של 5%, ואילו בחברה דומה שדיווחה על מידע חיובי דומה (ללא גילוי הטעיה) נצפתה תגובה חיובית של 9%, אזי ניתן לשער שההבדל מבטא את משמעותה של ההטעיה. ניתן גם לפנות לאירועים היסטוריים דומים בחייה של החברה הנבחנת.

141 יוצאת-דופן היא שיטת החיזוי לפנים (Forward Casting), אשר מסתמכת על עליית המחיר ביום ההטעיה במקרים שבהם ההטעיה הייתה בדרך של מסירת מידע חיובי שאינו נכון. ראו דיון בשיטה זו לעיל בה"ש 67. אולם גם במקרים אלה אין מקום להניח שעליית המחיר משקפת במדויק את המידע החיובי, וחלק מהגורמים שבהם דנו בפרק זה לגבי ירידת המחיר ביום הגילוי יפעלו באופן הפוך לגבי עליית המחיר במועד ההטעיה.

142 לניתוח מפורט יותר של השיטה האחוזית הקבועה ושיטת המדרד ראו לעיל תת-פרק 3א.

הערכה בחסר או ביתר של הנזק שהתממש ביום הגילוי לפי ירידת המחיר בשוק משפיעה לפיכך על השיטות השונות ללא תלות בזווית-הראייה שלהן לגבי מועד התגבשותו של הנזק. מסיבה זו יש לדחות גם טענה שלפיה בשיטה המוצעת (שיטת אקס-פוסט) ניתן תמריץ למנהלים להדליף מידע לשוק בקשר להטעיה לפני הגילוי המלא. בדרך זו, כך על-פי הטענה, הם יכולים לקרב את מחיר השוק לערך האמיתי של נייר-הערך ולצמצם את הנפילה במחיר ביום הגילוי ואת הפיצוי שיינתן בעקבותיה. אולם אם אכן מדובר בחשש משמעותי, אזי הוא חל באותה מידה גם לגבי שיטת אקס-אנטה, שכן חישוב הנזק אקס-אנטה מחולץ כאמור אף הוא מנפילת המחיר ביום הגילוי.

## 6. השלכותיה של השיטה המוצעת על הדיון באישור התובענה הייצוגית ובאישור פשרה בתובענה הייצוגית

שאלות בקשר לחישוב הנזק בגין הטעיה בניירות-ערך עשויות לעלות בשלושה שלבים שונים במהלך ניהול התובענה הייצוגית: בשלב הדיון בבקשה לאישור תובענה ייצוגית; בשלב הדיון בבקשה לאישור הסדר פשרה; ובשלב ההוכחות בתובענה הייצוגית. לפיכך הבחירה העקרונית בין שיטת אקס-אנטה לשיטת אקס-פוסט לחישוב הנזק משליכה לא רק על הנזק שייפסק אם התביעה תוכרע בפסק-דין, כפי שקרה בפרשת רייכרט, אלא גם על ההכרעה אם התביעה עומדת בתנאים הקבועים בחוק תובענות ייצוגיות לאישור תובענה ייצוגית ובתנאים הנדרשים לאישורו של הסדר פשרה.<sup>143</sup> בארצות-הברית, שם נידונה שאלת חישוב הנזק פעמים אין-ספור בעבר, דנו בה בתי-המשפט בעיקר בשלבים של אישור התובענה הייצוגית או של אישור הפשרה.<sup>144</sup> תת-פרק זה מסביר כיצד יש ליישם את השיטה המוצעת בשלבים אלה במקרה שבו המידע האמיתי לא דלף לשוק בין מועד ההטעיה לבין מועד הגילוי. נדון אפוא בכל אחד משני השלבים בנפרד.

### (א) אישור התובענה הייצוגית

כאשר מוגשת בקשה לאישור תובענה ייצוגית, על בית-המשפט לבדוק אם היא עומדת בתנאים הקבועים בחוק תובענות ייצוגיות. התובע המבקש לייצג צריך להראות כי עומדת

143 למעשה, רוב התובענות הייצוגיות אינן מגיעות לפסק-דין. ראו אלון קלמנט "פשרה והסתלקות בתובענה הייצוגית" משפטים מא 777 (2011) (חלק גדול מהבקשות לאישור תובענה ייצוגית אינן מאושרות, ורובן מסתיימות בהסדר פשרה, בין לפני אישור התובענה הייצוגית ובין לאחריו).

144 כך, לדוגמה, פסק-הדין המנחה בעניין *Dura*, לעיל ה"ש 52, עסק בתנאים לאישור התובענה הייצוגית בשלב האישור. ראו גם, למשל: *Hochstadt v. Boston Sci. Corp.*, 2010 U.S. Dist. LEXIS 41007 (D. Mass. Apr. 27, 2010) (אישור הסכם פשרה שבו נידונה בהרחבה שאלת חישוב הנזק ואף אומץ מנגנון לחישובו בדמות נוסחה מתמטית – שם, בעמ' 19-13); *Sirota v. Solitron Devices, Inc.*, 673 F.2d 566 (2d Cir. N.Y. 1982) (ערעור, שהתקבל בחלקו, על אופן חישוב הנזקים בערכאה שקדמה – שם, בעמ' 13-10); *Jaffe v. Bosco*, 1997 U.S. Dist. LEXIS 23094 (N.D. Tex. Aug. 28, 1997) (קבלת בקשה ל-*summary judgment* וקביעת שיעור הנזק לפי שיטת חסרון-הכיס – שם, בעמ' 14-16).

לו עילת תביעה לפי התוספת השנייה לחוק, וכי נגרם לו לכאורה נזק;<sup>145</sup> עליו להגדיר את הקבוצה שהוא מבקש לייצג, ולהראות כי יש אפשרות סבירה ששאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לחברי הקבוצה יוכרעו בתובענה לטובתה;<sup>146</sup> ועליו לשכנע את בית-המשפט שהתובענה הייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכריע במחלוקת בנסיבות העניין.<sup>147</sup> השיטה לחישוב הנזק בתובענה בגין הטעיה בניירות-ערך משפיעה על התקיימותם של תנאים אלה.

כפי שהסברנו לעיל,<sup>148</sup> הברדל אחד בין שיטת חסרון-הכיס לבין השיטה המוצעת על-ידינו הוא בהגדרת הקבוצה המיוצגת. לפי שיטת חסרון-הכיס, הקבוצה המיוצגת תכלול את כל מי שרכש את נייר-הערך בין מועד ההטעיה למועד הגילוי, בין אם הוא מכר אותו בתקופה הזו ובין אם לאו. הגדרה זו כוללת גם משקיעים מסוג In-and-Out (IO), אשר רכשו את נייר-הערך לאחר ההטעיה ומכרו אותו בטרם התגלתה ההטעיה. בשיטה המוצעת, לעומת זאת, הקבוצה המיוצגת כוללת רק את מי שרכש את נייר-הערך לאחר ההטעיה והחזיק בו עד מועד הגילוי, ואינה כוללת משקיעים מסוג IO. מכך נובע באופן מידי הברדל בדרישות מהתובע המייצג. משקיע מסוג IO יכול להיות תובע מייצג לפי שיטת חסרון-הכיס, בעוד לפי השיטה המוצעת הוא פסול משום שלא נגרם לו שום נזק.

הברדל נוסף בין השיטות נוגע בראיות שהמבקש צריך להביא כדי לשכנע את בית-המשפט כי לכאורה נגרם לו נזק,<sup>149</sup> וכי קיימת אפשרות סבירה שהוא יצליח להוכיח בתובענה שקיים קשר סיבתי בין ההטעיה לבין הנזק. יש לזכור כי הביורר בשלב אישור התובענה הייצוגית אינו בירור ראיתי מלא שמוכרע על-פי מאזן ההסתברויות, אלא בירור לכאורי בלבד.<sup>150</sup> בחינה לכאורית כזו פשוטה יותר בשיטה המוצעת מאשר בשיטת חסרון-הכיס, כמוסבר להלן. בשיטה המוצעת הדרישה הראייתית מהמבקש ברורה: עליו להראות שהיה שינוי במחירו של נייר-הערך סמוך לאחר גילוי ההטעיה. מאחר שהבחינה היא לכאורית, בית-המשפט עשוי להסתפק בכך שהמבקש הצביע על שינוי משמעותי במחירו של נייר-הערך במועד

145 ס' 4(א)(1) ו-4(ב)(1) לחוק תובענות ייצוגיות.

146 ס' 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות.

147 ס' 8(א)(2) לחוק תובענות ייצוגיות.

148 ראו את הדיון בנוגע לרוכשי In-and-Out לעיל בתת-פרק 2.

149 יש לשים לב שס' 4(ב)(1) לחוק תובענות ייצוגיות דורש שהמבקש יראה רק "כי לכאורה נגרם לו נזק". דהיינו, הנטל הוא לכאורי בלבד, והוא מתייחס רק לנזקו של התובע.

150 כך נפסק בפסק-הדין הראשון בבית-המשפט העליון בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 19, בעמ' 295. כן ראו ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ, פ"ד נא(2) 312, 329 (1997) (נטל ההוכחה המוטל על התובע הייצוגי בשלב אישור התובענה הייצוגית הוא שכנוע בית-המשפט באופן לכאורי בעובדות הנטענות); ע"א 6343/95 אבנר נפט וגז בע"מ נ' אבן, פ"ד נג(1) 115, 118 (1999) (כדי לאשר תובענה ייצוגית, על בית-המשפט להשתכנע, לפחות באופן לכאורי, בקיום העובדות); רע"א 2701/97 מדינת ישראל נ' צ'רטוק, פ"ד נו(2) 876, 882 (2002) (הנטל המוטל על תובע המבקש רשות להגיש תובענה ייצוגית הוא להוכיח לכאורה את העובדות הנטענות על-ידיו בכתב התביעה). לאחרונה קבע בית-המשפט העליון האמריקני כי אין צורך להוכיח את ה-loss causation בשלב אישור התביעה כתובענה ייצוגית. ראו: Erica P. John Fund v. Halliburton Co., 131 S. Ct. 380 (2010).

הגילוי.<sup>151</sup> אם המבקש עמד בנטל והצביע על שינוי במחירו של נייר-הערך במועד הגילוי, הנתבע יכול לנסות להביא ראיות לכך שהשינוי במחירו של נייר-הערך לא נבע מהגילוי, אלא מגורמים אחרים בשוק ההון או בחברה, ולשכנע את בית-המשפט שלא התקיים קשר סיבתי בין ההטעיה לבין הנזק. מאידך גיסא, במקרה שבו במועד הגילוי לא היה שינוי במחירו של נייר-הערך, המבקש יכול להביא ראיות לכך שהערך השינוי נובע מגורמים שאינם קשורים להטעיה, אשר "קיוזו" את השינוי המחיר שהיה מתרחש אילו הגורם היחיד שהשפיע באותו מועד היה גילוי האמת, כך שלמעשה נגרם לו נזק. בשני המקרים יהיה צורך במקרה הרגיל בחוות-דעת של מומחים בתחום המימון כדי להצביע על ההבדל בין השינוי שנגרם למעשה במחירו של נייר-הערך סמוך לאחר הגילוי לבין השינוי שהיה צפוי אילו גילוי האמת היה הגורם המשפיע היחיד. אולם גם אם בית-המשפט יאפשר הבאת חוות-דעת כאלה כבר בשלב הבחינה של אישור התובענה כייצוגית, עליו לבחון רק את השינוי במחיר במועד הגילוי ואת הגורמים לשינוי זה.

לעומת זאת, בשיטת אקס-אנטה על בית-המשפט להשתכנע שאכן היה הבדל בין ערכו האמיתי של נייר-הערך לבין מחירו במועד שבו רכש התובע את נייר-הערך, וכי הבדל זה נבע מן ההטעיה. על בית-המשפט לנסות אפוא לבדוק, כבר בשלב המוקדם של אישור התובענה הייצוגית, כיצד הושפע מחירו של נייר-הערך מן ההטעיה במועד הרכישה, ולא רק במועד הגילוי.

בית-המשפט העליון כבר עמד על כך ששלב אישור התובענה הייצוגית אינו מיועד להחליף את בירור התובענה לגופה.<sup>152</sup> אימוץ שיטת אקס-אנטה מחייב בירור מסובך ובחינה של חוות-דעת מומחים בשאלות הנוגעות בערכו של נייר-הערך לפני מועד הגילוי. שיטה כזו מובילה לסרבול רב בשלב המוקדם של אישור התובענה הייצוגית. סרבול זה נמנע בשיטה שאנו מציעים, אשר מתמקדת בתגובת השוק על גילוי ההטעיה במועד הגילוי.

לבסוף, יש לזכור שתנאי נוסף לאישור התובענה הייצוגית הוא שבית-המשפט ישתכנע שזו הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין. המבחן להתקיימותו של תנאי זה מחייב את בית-המשפט להשוות בין התובענה הייצוגית לבין דרכים חלופיות

151 מעניין שבפרשת רייכרט, בשלב אישורה של התובענה הייצוגית, לא דן כלל בית-המשפט המחוזי בשאלה אם נגרם לתובע נזק, אף שהדרישה לכך הייתה קיימת בס' 454א(ב) לחוק ניירות-ערך כנוסחו אז. גם בית-המשפט העליון לא דן כלל בשאלה זו במסגרת הבקשה לרשות ערעור שהוגשה על החלטת האישור. בית-המשפט הניח שאכן נגרם לתובע נזק, ככל הנראה כתוצאה מכך שהשקעתו אבדה ("במקרה שלפנינו השקיע התובע סכום ניכר במניות החברה ונגרם לו נזק ממשי משירדה השקעתו לטמיון"). ראו פסק-הדין הראשון בבית-המשפט העליון בפרשת רייכרט, לעיל ה"ש 19, בעמ' 304. מכל מקום, בית-המשפט לא בחן את נזקו של התובע במועד ההטעיה.

152 ראו, למשל, רע"א 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מט(5) 774, 787 (1997); רע"א 729/04 מדינת ישראל נ' קו מחשבה בע"מ, תק-על 2010(2) 1177, פס' 10 לפסק-הדין (2010); ע"א 1509/04 דנוש נ' Chrysler Corporation, פס' 14 לפסק-הדין (פורסם בנבו, 22.11.2007); רע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' עמוסי, תק-על 2012(3) 268, פס' 12-15 לפסק-דינו של השופט ריבלין (2012); ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ, פס' 19 לפסק-דינה של השופטת ביניש (פורסם בנבו, 28.5.2012).

להכרעה במחלוקת.<sup>153</sup> בנסיבות שנידונות בדרך-כלל בתביעה בגין הטעיה בניירות-ערך שווי התביעה בגין כל נייר-ערך הוא נמוך, ולפיכך רוב המשקיעים שנפגעו מן ההטעיה לא יתבעו את נזקם בתביעות אינדיווידואליות. בנסיבות אלה התובענה הייצוגית הינה הדרך היחידה לפתרון המחלוקת, ולפיכך התנאי האמור מתקיים. עם זאת, בדיקת יעילותו של מכשיר התובענה הייצוגית צריכה להתחשב גם ביעילותו האדמיניסטרטיבית וביחס בין העלויות הנדרשות לבירור השאלות האינדיווידואליות לבין בירורן של השאלות המשותפות. יעילותה של השיטה המוצעת בחישוב הנזק האינדיווידואלי בשלב אישור התובענה הייצוגית, כמו-גם בחישוב הנזק הכולל בשלב ההוכחות ובפסק-הדין,<sup>154</sup> מאפשרת ניהול יעיל יותר של התובענה הייצוגית.

### (ב) אישור הסדר פשרה בתובענה ייצוגית

התנאי לאישורו של הסדר פשרה בתובענה ייצוגית הוא שהסדר ראוי, הוגן וסביר בהתחשב בעניינם של חברי הקבוצה.<sup>155</sup> על בית-המשפט להשוות בין הסעד המוצע בפשרה לבין הסעד שהקבוצה הייתה זוכה בו בתובענה, בהתחשב בסיכונים ובסיכויים שבהמשך ניהולה.<sup>156</sup> במקרה הרגיל של תובענה ייצוגית בגין הטעיה בניירות-ערך הצדדים מסכימים על סכום פשרה כולל שיחולק בין חברי הקבוצה, אשר אינם מזוהים עדיין בשלב זה. רק לאחר אישור הסדר הפשרה על-ידי בית-המשפט יזוהו חברי הקבוצה ויתבקשו להגיש את דרישות הפיצוי שלהם לפי ההסדר.<sup>157</sup> לכן, כדי להעריך אם סכום הפשרה אכן ראוי, הוגן וסביר, על בית-המשפט להעריך מהו הפיצוי הכולל שהיה משולם לחברי הקבוצה אילו זכו בתובענה הייצוגית, וזאת מבלי לזהות תחילה מיהם חברי הקבוצה.

כזכור, שיטת אקס-אנטה שואפת לזיהוי הנזק שנוצר ביום שבו נרכש כל נייר-ערך בתוך תקופת ההטעיה, ואילו שיטת אקס-פוסט שואפת לזיהוי הנזק שנגרם לאלה שהחזיקו בנייר במועד גילוי הטעיה, בתנאי שרכשו אותו בתוך תקופת ההטעיה. אף שהערכת הנזק

153 ראו אלון קלמנט "קווים מנחים לפרשנות חוק התובענות הייצוגיות, התשס"ו-2006 הפרקליט מט 131, 145 (2006). ראו גם, למשל, ע"א 3126/00 מדינת ישראל נ' א.ש.ת. ניהול פרויקטים וכוח אדם בע"מ, פ"ד נז(3) 220, 277 (2003) (שם נקבע כי ייתכן שתובענה ייצוגית נגד המדינה לא תהיה הדרך היעילה וההוגנת כאשר קיימים מנגנוני תביעה חלופיים).

154 ראו את הדיון להלן בחישוב הנזק הכולל בפשרה.

155 ס' 19(א) לחוק תובענות ייצוגיות. כאשר ההסדר מאושר לפני שהתובענה הייצוגית אושרה, בית-המשפט צריך למצוא גם כי קיימות, לכאורה, שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה, וכי סיום ההליך בהסדר פשרה הוא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין. לניתוחם של תנאים אלה, כמו-גם של יתר התנאים לאישורו של הסדר פשרה בתובענה ייצוגית, ראו קלמנט, לעיל ה"ש 143.

156 ס' 19(ג)(2) לחוק תובענות ייצוגיות.

157 בית-המשפט בעניין רייכרט עמד על האפשרות לפסוק נזק כולל גם בפסק-הדין. ראו עניין רייכרט, לעיל ה"ש 2, פס' 61-64 לפסק-דינו של השופט עדיאל. בית-המשפט לא עמד על ההבחנות בין פסיקת נזק כולל בתביעה בניירות-ערך לבין פסיקה דומה בתביעות אחרות, וכן בין פסק-דין המאשר הסדר פשרה לבין פסק-דין בתובענה גופה.

הכולל אינה קלה בשתי השיטות, הקושי גדול יותר בשיטת חסרון-הכיס לעומת השיטה המוצעת במאמר זה.

כפי שהסברנו לעיל, הנזק הכולל שנגרם מכל העסקות שנעשו באותו נייר-ערך לפי שיטת חסרון-הכיס שווה לחסרון-הכיס במועד העסקה הראשונה שנעשתה באותו נייר-ערך בתקופת ההטעיה.<sup>158</sup> לכן בשיטה זו יש לעקוב אחר כל נייר-ערך מן הסוג שהושפע מן ההטעיה, ולאתר את העסקה הראשונה שנעשתה בו בתוך תקופת ההטעיה. לעומת זאת, בשיטה המוצעת ברשימה זו יש רק להעריך את מספר ניירות-הערך שנרכשו בתוך תקופת ההטעיה, להבדיל מניירות-ערך שנרכשו לפני ההטעיה, ולהכפיל מספר זה בנפילה במחיר שאירעה עם גילוי ההטעיה. במילים אחרות, ותוך שימוש במינוח שכבר הסברנו, כל שצריך לעשות הוא לנכות מסך כל העסקות שנעשו בתקופת ההטעיה את אחוז העסקות שנעשו על-ידי רוכשי IO (אשר קנו את ניירות-הערך בתקופת ההטעיה ומכרו אותם לפני הגילוי). את מספר העסקות שנותר יש להכפיל בנזק לכל נייר-ערך במועד הגילוי, כפי שנחשף באמצעות ירידות המחירים בעת הגילוי.

מכאן שהפרמטר היחיד שיש לאמוד בשיטת אקס-פוסט מן הסוג המוצע ברשימה זו הוא אחוז המסחר על-ידי משקיעי IO (אשר קנו את ניירות-הערך בתקופת ההטעיה ומכרו אותם לפני הגילוי) במהלך תקופת ההטעיה. לעומת זאת, בשיטת אקס-אנטה יש לאמוד את שיעורם של ניירות-הערך הנרכשים לראשונה בתקופת ההטעיה מקרב כלל ניירות-הערך הנסחרים בכל יום ויום בתוך התקופה. כדי לאמוד שיעור זה, יש לנכות מהעסקות הימיות את ניירות-הערך שכבר נרכשו קודם לכן בתוך תקופת ההטעיה. זהו חישוב מסובך הרבה יותר, ומכאן שההערכה לפי השיטה המוצעת ברשימה זו פשוטה יותר, ומרווח הטעות בינה לבין הנזק שנגרם בפועל קטן ממרווח הטעות לפי שיטת חסרון-הכיס.<sup>159</sup>

יתרונה של השיטה המוצעת ברור לעין במקרה ההיפותטי שבו כל ניירות-הערך של החברה המוחזקים בידי הציבור החליפו ידיים במהלך תקופת ההטעיה. במקרה כזה כל מי שמחזיק בנייר-הערך במועד הגילוי (למעט הנתבעים) זכאי לפיצוי לפי השיטה המוצעת, ולכן הנזק הכולל לפיה שווה למספר ניירות-הערך של החברה כשהוא מוכפל בירידת הערך במועד הגילוי. לעומת זאת, בשיטת חסרון-הכיס יש לזהות את המועד הראשון שבו נסחר כל נייר-ערך במהלך תקופת ההטעיה, לקבוע את הנזק שנגרם באותו מועד, ולסכם את הסכומים. חישוב הנזק הכולל נותר אפוא מסובך.

ההבדל בין השיטות נותר משמעותי גם כאשר רק חלק מניירות-הערך של החברה נסחרו במהלך תקופת ההטעיה. נדגים זאת בדוגמה פשוטה, תוך שימוש במודל ה-Proportional

158 כאמור לעיל, הדבר נכון בהנחה שהפרש בין קו המחיר לבין קו הערך קטן באופן עקבי בשל ירידות מחירים בשוק ממועד ההטעיה למועד הגילוי. אם לא כן, הנזק המשולם בגין נייר-ערך עלול להיות גדול מחסרון-הכיס במועד העסקה הראשונה שנעשתה בו בתקופת ההטעיה, ומכאן גם שהחישוב נעשה מסובך אף יותר מזה המתואר בטקסט – ראו לעיל תרשים 3.

159 במילים אחרות, בשיטת אקס-אנטה יש לאמוד את התפלגות המסחר של משקיעים IO במהלך תקופת ההטעיה, ולא רק את מספרם הכללי המשוער. מודלים שונים עשויים לתת תשובות שונות באשר להתפלגות האמורה, בעוד הממוצע עשוי להיות זהה. להרחבה ראו: Kenneth R. Cone & James E. Laurence, *How Accurate are Estimates of Aggregate Damages in Securities Fraud Cases?* 49 Bus. Law. 505 (1994).

Decay<sup>160</sup>, שהוא המודל המקובל בארצות-הברית לקביעת אחוז העסקות שבהן ניירות-הערך נסחרים לראשונה בתקופת ההטעיה (כלומר, עסקות שאינן IO). על-פי מודל זה מניחים שהסיכוי שמחזיק מסוים בנייר-ערך סחר בנייר-הערך שלו ביום מסוים שווה ליחס בין סך ניירות-הערך של החברה שנסחרו באותו יום לבין סך ניירות-הערך המונפקים של החברה. מודל זה מאפשר להעריך את אחוז העסקות IO בכל יום, כלומר, את אחוז העסקות שבהן מכרו נייר-ערך שכבר נרכש לפחות פעם אחת במהלך תקופת ההטעיה.<sup>161</sup>

נניח אפוא שלחברה יש 1,000 ניירות-ערך מונפקים שנרשמו למסחר, שתקופת ההטעיה עומדת על 3 ימים, ושכלל יום התקיים מסחר ב-100 ניירות-ערך של החברה. בדוגמה שלנו הסיכוי לסחור זהה בכל יום ושווה ל-10% (100 מתוך 1,000). לפי מודל ה-Proportional Decay, האומדן למספר העסקות שאינן IO (כלומר, עסקות חדשות בלבד) בשלושת הימים הוא 162.271. אומדן זה הוא האומדן היחיד הדרוש לצורך חישוב הנזק הכולל על-פי השיטה המוצעת במאמר זה. הנזק הכולל מחושב על-ידי הכפלה של המספר 271 בירידת המחיר של יום גילוי ההטעיה.

לעומת זאת, בשיטת אקס-אנטה יש לבחון את חסרון-הכיס שנגרם בכל יום מסחר ולהכפילו במספר העסקות שאינן IO שנעשו באותו יום. מספרן הכולל של העסקות החדשות אינו מספיק להערכת הנזק הכולל. יתר על כן, התפלגות שונה של עסקות אלה לאורך ימי המסחר תשנה את חישוב הנזק הכולל. לפיכך יתרונה של השיטה המוצעת ניכר גם

160 מאחר שבשלב של אישור הסדר הפשרה אי-אפשר לעקוב במדויק אחר כל אחת מהעסקות שבוצעו במהלך תקופת ההטעיה, נהוג לעשות שימוש במודלים המניחים הנחות מפשטות לגבי אופי המסחר בנייר-הערך. מודל ה-Proportional Decay, הנקרא גם The Proportional Trading Model, הוא המודל הנפוץ ביותר. להרחבה בנוגע למודלים של מסחר בניירות-ערך ראו Furbush & Smith, לעיל ה"ש 35; Barclay & Torchio, לעיל ה"ש 35.

161 קיימים מודלים נוספים ומסובכים יותר לניתוח המסחר בנייר-הערך, והבחירה ביניהם כמו-גם יישומם מחייבים מומחיות בתחום המימון והתאמה לנסיבותיה של כל תביעה. ראו את האסמכתות שם.

162 וכך נעשה החישוב: ביום הראשון נעשו 100 עסקות, ומאחר שזהו היום הראשון, ניתן להניח בבטחה שאלה עסקות "חדשות", שאינן עסקות של רוכשי IO אשר בעצמם רכשו בתקופת ההטעיה. על-פי הנחות המודל ניתן לומר שמתוך אותם 100 ניירות-ערך שנסחרו ביום הראשון, 10 ניירות-ערך נסחרו שוב ביום השני. בסיכום שני הימים ניתן לשער אפוא כי מתוך 200 העסקות של שני הימים הראשונים, רק 190 היו עסקות חדשות, ולא חוזרות, ואילו 10 עסקות הן עסקות IO שבהן ניירות-ערך שבצמם נרכשו בתקופת ההטעיה. באופן דומה ניתן לומר כי 10% מתוך 190 ניירות-הערך שנסחרו לראשונה בשני הימים הראשונים נסחרו שוב ביום השלישי. כלומר, מתוך 100 העסקות של היום השלישי, ב-19 עסקות בממוצע נסחרו ניירות-ערך שכבר נסחרו פעם אחת בתקופת ההטעיה, ויתרת 81 העסקות הן עסקות חדשות. התוצאה היא שיש לנו 271 ניירות-ערך שנרכשו בתקופת ההטעיה ומצדיקים פיצוי (81+90+100). יש לשים לב כי גם מתוך 10 ניירות-הערך שנסחרו במהלך היום השני בפעם השנייה בתקופת ההטעיה ניתן לשער ש-10% נסחרו שוב ביום השלישי, אולם עסקות אלה כבר אינן מורידות או מעלות דבר, משום שאין הן משנות את מספר ניירות-הערך שנסחרו לראשונה בתוך תקופת ההטעיה.

בפשטות הגדולה יותר שהיא מציעה בהערכת גובה הנזק הכולל לצורך בחינת הסדר פשרה בתובענה הייצוגית.

### ג. הטעיה בנסיבות שבהן אין להשתמש בשיטה המוצעת

עד כה עסק המאמר במקרה הפשוט שבו הוזרם לשוק מידע חיובי מטעה או הוסתר מידע שלילי שגילוי נדרש. במקרה הפשוט ההטעיה האמורה גם לא נחשפה עד לאירוע חד-משמעי של גילוי.<sup>163</sup> לגבי מקרה כזה סיפק המאמר המלצה ברורה ומפורטת באשר לדרך הראויה לחישוב הנזק ולחלוקתו בין חברי הקבוצה הנפגעת. בפרק זה נציג מקרים סבוכים יותר, ובצידם הצעות ראשוניות לעניין חישוב הנזק וחלוקתו. אין בכוונתנו למצות כאן את הדיון במקרים מעין אלה, ולכן בחרנו להציג את הסוגיות המורכבות ולקצר בדיון. מכל מקום, השיטות הנוספות שנדון בהן להלן מורכבות במידה ניכרת מן השיטה שהוצעה בחלקו השני של המאמר, והשימוש בהן עלול לעכב את ההליכים באופן כללי, לסבך את הליכי-הביניים של התובענה הייצוגית, ולהקשות את חישוב הנזק, את זיהוי הקבוצה שיש לפצותה ואת חלוקת הנזק בין חבריה. לפיכך אנו ממליצים לבתי-המשפט לא לחרוג מן השיטה המוצעת גם בנסיבות שבהן יהיה בכך כדי לפגוע במידה מסוימת בדיוק התיאורטי שלה. דגש זה נכון במיוחד בשלבים שקודמים למתן פסק-הדין – אישור התובענה הייצוגית ואישור הסדרי פשרה בתובענה ייצוגית שאושרה. לאחר אזהרה זו, נדון עתה בקצרה בכל-זאת בשיטות הראויות לחישוב הנזק כאשר השימוש בשיטה שהוצעה עד כה עלול להוביל לעיוות חריף.

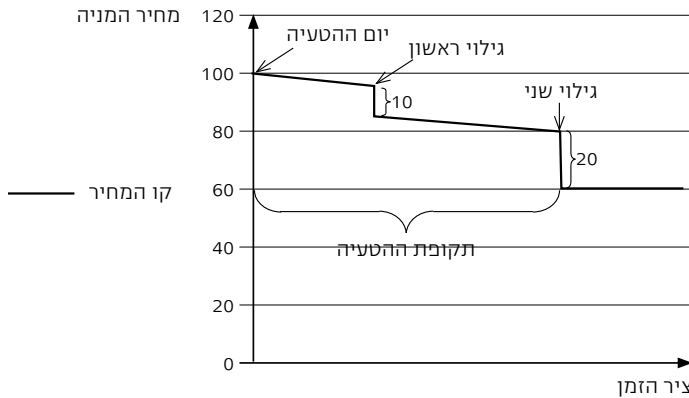
#### 1. דליפה של מידע על-אודות ההטעיה

בפרקים הקודמים הנחנו שלא דלף לשוק מידע על-אודות ההטעיה עד לרגע הגילוי, שאותו ניתן לזהות בקלות יחסית. במציאות הנחה זו אינה מתקיימת תמיד, ולעיתים המידע זולג לשוק באופן כזה שאינו מאפשר לאתר נקודת זמן ברורה שבה נחשף השוק למידע המתקן. בפתח הדברים יש להפריד בין הטעיות שהגילוי על-אודותיהן מתרחש באופן הדרגתי, בכמה נקודות זמן, לבין מקרה שבו המידע דולף מבלי שניתן לזהות נקודה ברורה של גילוי.

163 שאלה נפרדת, שלא נאריך לגביה את הדיבור, היא אם גילוי של הטעיה משמעו רק גילוי ישיר של העובדה שנעשתה הטעיה או גם גילוי עקיף של תוצאותיה הכלכליות של הטעיה. למשל, נניח כי חברה הסתירה מידע על פגיעה בכושר הייצור שלה, ובטרם התגלתה ההטעיה היא דיווחה על ירידה חדה במכירות ללא חשיפת הפגם המקורי בכושר הייצור. במקרה זה ניתן לטעון כי הגילוי לגבי הירידה במכירות, ותגובת השוק על מידע זה, היו למעשה גילוי עקיף של הטעיה לגבי כושר הייצור הפגום של החברה. אם כך הדבר, כל שנותר לעשות הוא ליישם את השיטה שהוצעה בחלק השני של הרשימה על גילוי זה ועל ירידת המחיר שהתלוותה אליו. עם זאת, כעניין של מדיניות ראוי לגלות זהירות בעניין זה. קיימים אירועים רבים בחיי החברה המובילים לירידות מחירים. אם יתיר בית-המשפט בקלות רבה מדי לייחס את תוצאותיהם של אותם גילויים להטעיות שונות, התוצאה עלולה להיות מכול של תביעות-סרק. בשל חשיבותה של נקודה זו לא ננסה למצות את הדיון בה ברשימה זו.



תרשים 5: גילוי מודרג בשיטת הנפילה הקבועה במחיר



במקרה הראשון אין צורך לגבש כל המלצה מיוחדת. נניח, למשל, שחברה הטעתה לגבי כמות המחצבים שברשותה וההטעיה נחשפה בשני גילויים נפרדים, אשר בראשון מביניהם נחשף רק חלק מהיקף ההטעיה. במקרה זה יש ליישם את השיטה שכבר הצענו על כל אחת מנקודות הזמן של הגילוי בנפרד, תוך שימת-לב לשלוש קבוצות שונות של משקיעים שיש לפצותם: ראשית, מי שרכש את נייר-הערך בתקופת ההטעיה והחזיק בו עד לרגע הגילוי הראשון (אך לא עד רגע הגילוי המשלים) יהיה זכאי לפיצוי על-פי ירידת הערך של יום הגילוי הראשון; שנית, מי שרכש את נייר-הערך בתקופת ההטעיה לאחר הגילוי הראשון והחזיק בו עד הגילוי השני יהיה זכאי לפיצוי על-פי ירידת הערך ביום הגילוי השני בלבד; לבסוף, מי שרכש את נייר-הערך בתקופת ההטעיה לפני הגילוי הראשון והחזיק בו עד ליום הגילוי השני יהיה זכאי לפיצוי בשיעור המצטבר של ירידת הערך בשני הגילויים (ראו תרשים 5). שונה מכך המקרה של הטעיה שיש בו גילוי הדרגתי של ההטעיה מבלי שניתן להצביע על כל מועד מובהק של גילוי חלקי. על-מנת ליהנות מן היתרונות האדמיניסטרטיביים של השיטה הרגילה, מן הראוי שבית-המשפט ימצה כל מאמץ לאתר את נקודות הזמן שבהן היה גילוי חלקי של המידע, גם אם יש רבות כאלה. אולם לעיתים הגילוי יהיה הדרגתי עד כדי כך שלא יהיה אפשר לעשות כן. ניתן לחשוב לפחות על שלוש סיטואציות שבהן מצב דברים כזה עשוי להתרחש. ראשית, קיימת לעיתים תופעה של התפוגגות מידע. נניח, למשל, שחברה מדווחת על סיכוי גבוה למציאת נפט בקידוח שהיא מבצעת אף שהיא יודעת שלמעשה אין כל סיכוי למציאת נפט. ככל שהזמן חולף השוק מתפכח בהדרגה, ומבין כי המידע היה מטעה וכי אין בו כל ערך. במקרה כזה לא יימצא אירוע כלשהו או נקודת זמן מסוימת שבהם נחשפה ההטעיה. התפוגגותו של המידע המטעה נפרשת על-פני תקופה מסוימת שבה המידע המתקן נספג בשוק. שנית, קיימים מקרים של גילוי הדרגתי וממושך של מידע. נניח, למשל, שחברה מסתירה כי קידוח שלה דלף וגרם נזק עצום לסביבה, אשר החברה תצטרך לשאת בו בעתיד. בתחילה החברה מדווחת על תקלה קלה, אולם מדי יום הדיווחים מתעצמים, עד שבסופה של תקופה ממושכת מתגלים ממדיו האמיתיים של האסון. גם במקרה זה תיתכן נפילת מחירים הדרגתית, שלא תאפשר אחיזה בנקודות זמן מסוימות

שבהן נחשף השוק למידע האמיתי. לבסוף, ייתכן שהשוק יעדכן באופן הדרגתי את המחירים גם בהעדר גילוי פומבי. זהו, למשל, המקרה שבו המידע מגיע לשוק דרך סחר במידע פנים אשר מוביל לספיגת המידע בשוק. גם במקרה זה עשויה לא להיות נקודת זמן ברורה שבה ניתן לאמוד את הנזק באמצעות ירידת המחירים בשוק באותה עת.

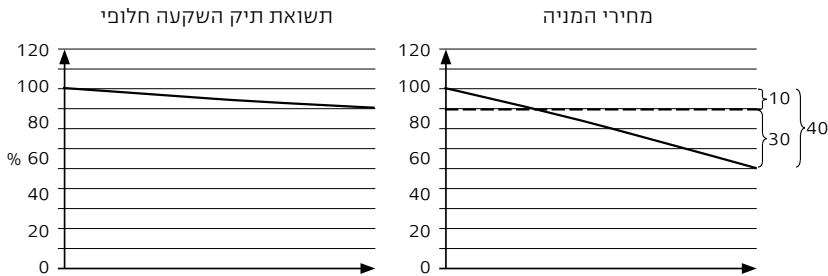
ככל אחד מהמקרים האלה אי־אפשר להשתמש בשיטה שהצענו עד כה, מהסיבה הפשוטה שאי־אפשר לאתר את יום גילוי ההטעיה ואת נפילת המחיר המאפיינת אותו. עם זאת, אין בכך כדי לשנות את הטיעון העקרוני שלפיו את הפיצוי למשקיע יש לחשב לפי גובה הנזק שנגרם לו לאחר חשיפת ההטעיה או מכירת נייר־הערך, ולא במועד הרכישה. ההבדל היחיד הוא שהגילוי אינו ממוקד, אלא מתפרש על־פני תקופה.

השיטה המתאימה לחישוב הנזק במקרה זה היא שיטת חסרון־הכיס המקורבת. שיטה זו אינה פשוטה ליישום כשיטת הירידה הקבועה במחיר, שעליה המלצנו עד כה, ולכן, בטרם יפנה בית־המשפט להשתמש בשיטה זו, מן הראוי שהוא ישתכנע כי אכן מדובר במקרה של זליגת מידע, ולא במקרה פשוט שבו ההטעיה אינה משמעותית לשוק ביום הגילוי. עצם העובדה שהשוק אינו מגיב בירידות משמעותיות על גילוי של הטעיה אינה מצביעה כשלעצמה על כך שהמידע על ההטעיה כבר זלג לשוק. ייתכן שהמידע המטעה, נכון ליום הגילוי, הוא מידע שאין לו ערך רב לשוק, ומכאן שאין מקום לפיצוי. כדי לזהות מקרה של זליגת מידע, מן הראוי שבית־המשפט ימצא כי אכן מדובר בנסיבות אופייניות לזליגה, כגון אלה שתוארו קודם לכן, וכן שמדובר בהטעיה משמעותית שאין זה סביר שהשוק לא יגיב עליה אלא אם כן המידע כבר נספג במחירי השוק עוד בטרם התגלתה ההטעיה. זהירות זו נדרשת משום ששיטת חסרון־הכיס המקורבת היא שיטה שמידת הדיוק שלה מוגבלת, כפי שנראה מייד, ועל־כן היא עלולה להוביל לפיצוי־יתר או לפיצוי־חסר.

בית־המשפט יצטרך להסתמך על מומחה פיננסי שיציג לו את התשואה בתקופת ההטעיה של תיק השקעה הדומה במאפייניו לנייר־הערך שבו נעשתה ההטעיה. כך, למשל, אם מדובר בחברת מחצבים, ניתן להתאים לה תיק השקעה של חברות מחצבים אחרות. לעיתים, כדי למנוע בחירה מגמתית של תיק ההשקעה החלופי, מן הראוי לבחור תיק השקעה רחב יותר, דוגמת מדד רחב של חברות. הרחבת התיק עשויה להגביר את האובייקטיביות של הבחירה, אך היא פוגעת בדיוק של חישוב הנזק, ועל־כן יש לאזן בין שני היעדים הללו בבחירת התיק. לאחר השלב המשמעותי של בחירת התיק נותר שלב טכני. כל רוכש בתקופת ההטעיה יהיה זכאי לפיצוי על־פי התשואה העודפת של תיק ההשקעה החלופי על התשואה שהשיג נייר־הערך שנרכש בפועל ממועד הרכישה עד למועד המכירה או עד לתום תקופת ההטעיה, לפי המאוחר. השלב הטכני הזה נעשה בשני תת־שלבים. בשלב הראשון, לגבי כל רוכש, יש להפחית ממחיר הרכישה של נייר־הערך את המחיר שבו נסחר נייר־הערך בתום תקופת ההטעיה (או את מחיר המכירה שלו במקרה שנייר־הערך נמכר לפני תום תקופת ההטעיה).<sup>164</sup>

164 השאלה מהו המועד האחרון בתקופת ההטעיה עלולה להיות שאלה קשה, שכן אין כאמור מועד גילוי אחד ברור. לצדדים יש אינטרסים מנוגדים בהגדרת תקופת ההטעיה, שכן התובע המייצג מעוניין בהגדרה שתשיא את הפיצוי הכולל לקבוצה, ואילו הנתבע מעוניין בהגדרה שתמזער פיצוי זה. ראו, למשל, עניין *Williams*, לעיל ה"ש 62, בעמ' 1277-1278. באופן כללי ראו *Cornell & Morgan*, לעיל ה"ש 54, בעמ' 889.

תרשים 6: שימוש בשיטת חסרון-הכיס המקורבת במקרים של זליגת מידע



בשלב השני יש להפחית מהתוצאה של השלב הראשון את שיעור ירידת המחירים של תיק ההשקעה החלופי בתקופה הרלוונטית או להוסיף עליה את שיעור עליית המחירים של התיק החלופי.

כדי להמחיש זאת נניח כי רוכש מסוים רכש את נייר-הערך ביום ההטעיה הראשון במחיר 100, והחזיק בו עד ליום האחרון של תקופת ההטעיה, שבו עמד המחיר על 60. נניח עוד כי באותה תקופה השיג תיק ההשקעה החלופי תשואה שלילית של 10%, כלומר, הפסד של 10 על השקעה של 100. הפחתה של אותו הפסד של 10 בתיק ההשקעה החלופי מן ההפסד בשיעור 40 שנרשם בהשקעה בנייר-הערך מושא ההטעיה מובילה לתוצאה 30, שהיא הפיצוי המגיע לאותו אדם לפי שיטת חסרון-הכיס המקורבת (ראו תרשים 6). באופן דומה יש לערוך את החישוב, בנפרד, גם לגבי רוכשים שמכרו את ניירות-הערך שלהם במהלך תקופת ההטעיה, מאחר שמדובר כזכור בדליפת מידע שאין דרך לדעת במדויק מתי אירעה.<sup>165</sup> מעבר זה לשיטת חסרון-הכיס המקורבת אינו מהווה נסיגה מהעמדה שלפיה יש לבחון את הנזק מנקודת-המבט של יום הגילוי של הטעיה, אלא הכרה בכך שהגילוי נפרש על-פני תקופה ממושכת.

התוצאה המושגת בשיטת חסרון-הכיס המקורבת מהווה אומדן של הסכום הנדרש כדי להעמיד את הרוכש במקום שבו היה עומד אילו לא אירעה הטעיה. כזכור, ההנחה המרכזית שלנו, המשתקפת היטב בהוראותיו של חוק ניירות-ערך, היא שגם בהעדר הטעיה היה המשקיע בוחר להשקיע את כספו בנייר-הערך שנבחר, אף שנייר-הערך היה נסחר במחיר נמוך יותר. שיטת חסרון-הכיס המקורבת מנסה להתחקות אחר פירותיה של השקעה זו בהנחה שבהעדר ההטעיה היה נייר-הערך נסחר באותן תנודות מחירים שבהן נסחרו ניירות-ערך אחרים בעלי מאפיינים דומים. כוחה של הנחה זו מוגבל כאשר נסיבות ספציפיות לחברה (שאינן קשורות להטעיה) משפיעות השפעה של ממש על תנודות המחירים של החברה. שיטת חסרון-הכיס המקורבת מפצה ביתר כאשר נסיבות ספציפיות אלה מדרדרות את מצב החברה, ומפצה בחסר כאשר הנסיבות הספציפיות משפרות את מצב החברה.<sup>166</sup>

165 התוצאה היא שמבחינה מעשית אובד יתרון הפשטות הגלום בשיטה המוצעת בחלק השני של רשימה זו, המתמקדת בירידת המחיר המתלווה לגילוי הטעיה.

166 ראו דיון מפורט בשיטה זו בתת-פרק א 1 לעיל.

במקרים מסוימים זיהוי של נסיבות כאלה צריך להרתיע מפני שימוש בשיטה. למשל, אם המפעל המרכזי של החברה נשרף בתקופת ההטעיה ללא קשר להטעיה, אזי שיטת חסרון-הכיס המקורבת תפצה למעשה על נזקי השרפה, ולא על נזקי ההטעיה, וזאת משום שלנזקי השרפה אין כל הד בתנודות המחירים של תיק ההשקעה החלופי. תוצאה זו מנוגדת למטרתם של דיני ניירות-הערך. כזכור, ההמלצה המרכזית המוצעת ברשימה זו – לאמץ שיטה המתרכזת בירידת המחיר ביום גילוי ההטעיה – אינה חשופה לעיוות מעין זה. מחירי השוק של החברה סופגים השפעות ספציפיות לחברה (דוגמת מפעל שנשרף) לפני יום הגילוי, וירידת המחירים של יום הגילוי אינה כוללת השפעות אלה.

יש לשים לב שהקבוצה המיוצגת במקרים שבהם יש גילוי הדרגתי של המידע המטעה כוללת גם משקיעים שרכשו את ניירות-הערך שלהם לאחר מועד ההטעיה ומכרו אותם לפני המועד האחרון שלגביו נקבע – לצורך הגדרת הקבוצה – כי כל המידע כבר התגלה עד אליו. הנזק שנגרם לכל אחד מהחברים בקבוצה שווה להפרש בין מחיר הרכישה למחיר המכירה, בניכוי ירידת הערך של תיק ההשקעה החלופי. בשל כך ניתן להראות כי במקרים רבים הפיצוי הכולל שיידרש הנתבע לשלם יהיה תלוי במספר העסקות שנעשו בנייר-הערך לאחר מועד ההטעיה.<sup>167</sup> תוצאה זו לא תתקיים אם ניתן לאתר מועדים ספציפיים של גילוי חלקי, ולפצות – באופן שהוסבר בתחילת סעיף זה – לפי השיטה הראשית המוצעת על-ידינו. כאשר אי-אפשר לאתר מועדי גילוי חלקיים, השימוש בשיטת חסרון-הכיס המקורבת הוא אפוא מפלט שלעיתים אין מנוס ממנו אך סכנותיו בצידו.

## 2. הטעיה המשנה באופן מהותי את פרופיל ההשקעה בנייר-הערך

מקרה נוסף שבו אנו ממליצים לשקול מעבר לשיטת חסרון-הכיס המקורבת הוא מקרה של הטעיה המשנה באופן מהותי ביותר את פרופיל ההשקעה שנבחרה. כך, למשל, נניח שחברה מציגה את עצמה כחברת מזון בעוד פעילותה המרכזית היא למעשה חיפוש נפט. על פני הדברים ניתן להיצמד לשיטה שהצענו בחלק הראשון של המאמר, המתמקדת בתגובת השוק על גילוי ההטעיה. כאשר השוק יגלה כי מדובר לאמיתו של דבר בחברת חיפוש נפט, הוא יעדכן את השווי של הפעילות לעומת הפעילות המלאכותית שהחברה הציגה. ירידת המחיר, אם תהיה כזאת, תגלם את הפיצוי הנדרש לכל מניה שנרכשה בתקופת ההטעיה

167 זה יהיה המקרה, למשל, אם עד למועד העסקה בין משקיע א למשקיע ב הייתה הירידה במחיר המניה של החברה פחותה מהירידה בשוק, אולם לאחר-מכן חלה ירידה משמעותית במחיר המניה, כך שבסך-הכל הירידה שחלה בו ממועד ההטעיה ועד למועד האחרון שנקבע לצורך הגדרת הקבוצה הייתה גדולה מהירידה בשוק. לדוגמה, נניח שבמועד ההטעיה היה מחיר המניה 100, שבמועד העסקה בין משקיע א למשקיע ב היה מחיר המניה 80 אולם השוק ירד בינתיים ב-30%, ושעד המועד האחרון שנקבע לצורך הגדרת הקבוצה ירד מחיר המניה ל-70 ואילו השוק נותר ללא שינוי. במקרה כזה משקיע א לא יהיה זכאי לפיצוי, ואילו משקיע ב יהיה זכאי לפיצוי בסך 10. אם המשקיע הראשון היה מחזיק בנייר-הערך עד למועד האחרון, הוא לא היה זכאי לפיצוי. לכן חבותו של הנתבע השתנתה כתוצאה מהעסקה שנעשתה בין שני המשקיעים בתוך התקופה. הסיבה להבדל היא שמשקיע א הפסיד פחות מהשוק ולכן לכאורה היה עליו "לשלם" לנתבע את ההפרש בין הירידות. מאחר שאין כמובן פיצוי הרדי בין בעלי המניות, יש אי-התאמה בין חבותו של הנתבע בשני המצבים.

והחזקה עד ליום הגילוי, והאוחז בה יזכה כך בתשואה שבה היה זוכה אילו אכן רכש – בהתאם לרצונו – חברת מזון.

אולם בנסיבות אלה קיים לדעתנו קושי להיצמד לשיטה המוצעת, ויש יתרון בשיטת חסרון-הכיס המקורבת בהקשר זה.<sup>168</sup> כאשר כל מהות ההשקעה שונה מהמצג שהוצג לרוכשים, יש לצפות לדליפה משמעותית של המידע, גם אם באופן חלקי ועקיף. הביצועים והתוצאות של חברת חיפוש נפט שונים מאלה של חברת מזון, והדיווחים עליהם, גם אם הם מוצגים במסווה של חברת מזון, ישפיעו על מחיר השוק של החברה. יש לצפות גם לסחר מוגבר על בסיס מידע לא-פומבי, שכן קשה להסתיר שוני כה משמעותי מעיניהם של אנשים שונים הבאים במגע עם החברה. התוצאה היא שיש לצפות שעד לגילוי ההטעיה כבר יספג חלק גדול ממשמעותה הכלכלית במחירי השוק, ותגובת השוק על הגילוי תהיה על-כן תגובת-חסר שתפגע בהערכת הפיזי.

הפתרון הוא אפוא שימוש בשיטת חסרון-הכיס המקורבת, אלא שבמקרה זה יש להשוות את ביצועי החברה בפועל לחברות דומות בענף שבו התיימרה החברה לעסוק. בדוגמה למעלה, אם החברה הציגה את עצמה כחברת מזון, על המומחה להציג לפני בית-המשפט תיק השקעה המורכב מחברות מזון, אף שבפועל תפקדה החברה כסתר חברת נפט. המשקיעים ביקשו השקעה אופיינית לפרופיל סיכון של חברות מזון, ויש לשער שהם אכן היו משקיעים בחברה כזאת אלמלא ההטעיה. אם כך, יש לבדוק את מחירי המניה של החברה בפועל בתקופת ההטעיה, ולהשוותם לביצועיו של תיק השקעה חלופי של חברות מזון. למשל, אם מחירי המניה של החברה נפלו מ-100 ל-60, בעוד תיק ההשקעה החלופי של חברות המזון ספג תשואה שלילית של 10% בלבד, אזי יש להפעיל על נתונים אלה את שיטת חסרון-הכיס המקורבת, על שני שלביה. בשלב הראשון יחושב ההפסד של החברה המטעה בתקופת ההטעיה (40), ובשלב השני יש להחסיר מן הפיזי את האומדן של ירידת המחיר בשוק שאינה קשורה להטעיה (10% או 10). הפיזי יעמוד אפוא על 30. באופן דומה, אם מתברר שתשואת התיק החלופי הייתה חיובית, אזי לשיטתנו ראוי להוסיף את התשואה הזאת על הפיזי שחושב בשלב הראשון. התוצאה היא העמדת הניזוק באופן מקורב במקום שבו היה עומד בהעדר ההטעיה.<sup>169</sup>

168 ברשימה זו בחרנו לא לגבש מבחן שעל-פיו יש להכריע אם הטעיה מסוימת משנה באופן מהותי את פרופיל ההשקעה ואת הסיכון הגלום בנייר-הערך הנבחר. נאמר רק כי יש לבחור הגדרה מצרה, אשר תוביל להפעלה במשורה של החריג לשיטה המוצעת לחישוב הנזק במקרה הרגיל. כבר הסברנו כי לשיטת חסרון-הכיס המקורבת יש חסרונות אדמיניסטרטיביים משמעותיים ביחס לשיטה המוצעת, וכי מן הראוי לשאוף לפתרון שיהיה נוח ליישום, גם במחיר של אוכרן דיוק מסוים. האיזון בין השיקולים השונים מחייב אפוא מבחן מצמצם לסיווג ההטעיה שתצדיק את הפעלת החריג.

169 למעשה, יישומה של שיטת חסרון-הכיס המקורבת בדרך זו מעניק למשקיע את התשואה שהיה מקבל אילו המידע שניתן לו היה אמיתי. לפיכך פיצויים אלה הם פיצויי קיום, ולא רק פיצויי הסתמכות. זהות בין שתי שיטות הפיזי נובעת מכך שבהעדר ההטעיה אנו מניחים שהמשקיע היה בוחר מלכתחילה בהשקעה חליפית ההולמת את פרופיל הסיכון שהוצג לפניו. ראו לעיל תת-פרק 2.

למעשה, השימוש בשיטת חסרון־הכיס המקורבת בהקשר זה הוא טבעי יותר מאשר במקרה הרגיל של דליפת מידע, שבו עסקנו בתת־פרק הקודם. במקרה הרגיל של דליפת מידע המלצנו על שיטת חסרון־הכיס המקורבת כפתרון שהוא הרע במיעוטו. המשקיעים בחרו בחברה ספציפית כחלק מארגון תיק ההשקעות שלהם, אך חישוב הפיצוי התבסס על תשואה של תיק השקעה חלופי המורכב מניירות־ערך דומים אחרים. הביצועים הספציפיים של נייר־הערך הנבחר שאינם קשורים להטעיה עלולים לא לבוא לידי ביטוי בשיטת מדידה זו. התוצאה היא שהמשקיע אינו זוכה בתשואה מן ההשקעה הספציפית שבה היה מעוניין, אלא בתשואה מקורבת של תיק השקעות מקביל. כך, אף שאנו יודעים בדיוק מהי ההשקעה שבה היה מעוניין, אנו מפצים את המשקיע בהתאם לתשואה של תיק חלופי דומה בשל קושי ראייתי.

לעומת זאת, כאשר אנו בוחרים בשיטת חסרון־הכיס המקורבת כדי לטפל בהטעיה אשר משנה באופן משמעותי ביותר את פרופיל ההשקעה, אין אנו סובלים למעשה מחיסרון זה. כאשר ההטעיה כה חריפה, קשה לייחס למשקיע את ההנחה שהוא היה בוחר להשקיע באותו נייר־ערך גם בהעדר ההטעיה. ככלות הכול, המשקיע בדוגמה שלעיל היה מעוניין בחברת מזון, ולא בחברת נפט. פיצוי המשקיע בהתאם לתשואה של תיק ההשקעה החלופי הוא הדרך המדויקת ביותר לפצותו בהתאם להעדפתו המקורית. מאחר שאי־אפשר לאתר השקעה ספציפית שבה היה הניזוק מעוניין, אין אנו חוטאים כלפיו בכך שאנו נותנים לו את התשואה האופיינית להשקעות מהסוג שבו היה מעוניין.

### 3. הסתרה של מידע חיובי

לאורך כל הרשימה התמקדנו במקרים של הטעיה הנופלים לקטגוריה של הסתרת מידע שלילי שגילוי נדרש על־פי דין או דיווח מידע חיובי שאינו נכון. עם זאת, קיימים מקרים – אף אם נדירים יותר – של הסתרת מידע חיובי, ואולי אף של דיווח מידע שלילי לא־נכון. מקרה מפורסם כזה הוא המקרה שנידון בבית־המשפט העליון הפדרלי בארצות־הברית בפרשת *Basic*, שבה שיקרה חברה ביודעין כאשר הכחישה מגעים למיזוג שבהם הייתה מעורבת.<sup>170</sup>

לכאורה אין כל צורך להאריך את הדיבור על מקרים מעין אלה, משום שהם מהווים תמונת־ראי של המקרים שכבר דנו בהם. כאשר החברה מטעה תוך הסתרת מידע חיובי, מחירו של נייר־הערך נמוך באופן מלאכותי ביחס לערכו, וגילוי ההטעיה מביא לידי עליית מחירים. הנפגע במקרה זה אינו זה שרכש את נייר־הערך בתקופת ההטעיה, אלא דווקא זה שמכר את נייר־הערך בתקופת ההטעיה (לאחר שרכש אותו לפני ההטעיה). נזקו מתבטא בכך שבהעדר ההטעיה הוא היה מוכר את נייר־הערך שלו במחיר גבוה יותר. לכאורה גם ניתן לכמת את נזקו בהתאם לעליית מחירו של נייר־הערך ביום הגילוי, ממש כשם שהמלצנו לעשות בנוגע לחישוב נזקו של המוכר במקרה של הטעיה שגילוייה מוביל לירידות מחירים. על־אף הנוחות המעשית של שיטה זו, איננו ממליצים לאמצה בהקשר זה. במקרים שבהם הוסתר מידע חיובי השיטה המתאימה היא דווקא שיטת חסרון־הכיס, אשר בנסיבות העניין רואה את הנזק כאילו גובש ביום המכירה של נייר־הערך, ולא ביום גילוי ההטעיה.

170 ראו עניין *Basic*, לעיל ה"ש 6.

בניגוד למקרים של הסתרת מידע שלילי או מסירת מידע חיובי מטעה, שבהם חברי הקבוצה המיוצגת הם דוכשים של נייר-הערך, במקרה זה חברי הקבוצה המיוצגת מכרו את נייר-הערך במחיר נמוך מערכו האמיתי. לפיכך אין כל טעם לעקוב אחר התפתחות המחירים של נייר-הערך לאחר המכירה. המוכר של נייר-הערך ביטא בהחלטת המכירה שלו את רצונו להסתלק מנייר-הערך שמכר, ולא להיות חשוף עוד לסיכון הגלום בו. ההטעיה גרמה לכך שהוא ימכור את נייר-הערך במחיר מופחת, אולם תנודות במחירו של נייר-הערך שאירעו לאחר המכירה אינן משפיעות על גיבוש נזקו. בהעדר ראיות ברורות לגבי ההשקעה החלופית של הסכום העודף שהמוכר היה מקבל אלמלא ההטעיה, המיטב שהדין יכול לעשות הוא להעניק למוכר את הנזק כפי שהתגבש ברגע המכירה.<sup>171</sup> המלצתנו לפעול במקרה זה לפי שיטת חסרון-הכיס עולה לפיכך בקנה אחד עם הרציונל שהנחה את בחירת השיטה לחישוב הנזק לאורך המאמר כולו.<sup>172</sup> בנסיבות העניין דווקא שיטת חסרון-הכיס היא השיטה המחזירה את הניזוק ככל האפשר למצב שבו היה מצוי בהעדר ההטעיה.

171 שונה היה המצב אילו היה אפשר לאמץ את ההנחה הכללית כי מי שמוכר נייר-ערך מעוניין, במקרה הרגיל, לממש רק את הסכום שאותו מימש בפועל (ומכאן שבהעדר הטעיה היה חלק מן ההשקעה בנייר-הערך נותר גם לאחר המימוש). אולם במקרים רבים פעולת המימוש היא תולדה של עדכון פרופיל ההשקעה של המשקיע, ואין זה ראוי לכבול את המוכר להשקעה אשר מעצם מכירת נייר-הערך ניתן להסיק על רצונו להקטין את החזקה בה. קשה לשער על פני הדברים, בוודאי במציאות של הליך תובענה ייצוגית, את מידת ההשקעה הנוותרת של המוכרים בנייר-הערך שאותו בחרו לממש.

172 מעבר לסוגיה של חישוב הנזק נוסף מילים מספר גם על עצם החובה לפצות במקרה של הסתרת מידע חיובי. המחוקק היה חדר-משמעי בהקשר זה כאשר השווה את מצבו של מוכר בנסיבות של הסתרת מידע חיובי לזה של הרוכש בנסיבות של הסתרת מידע שלילי (לביקורת על עמדת המחוקק ולפרשנות אחרת של הוראת החוק ראו ידלין, לעיל ה"ש 90, בעמ' 310-315). אשר על-כן קבע המחוקק, בס' 31 לחוק ניירות-ערך, כי "מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך במסגרת המכירה על פי התשקיף, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר... לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה" (ההדגשה הוספה) (המחוקק מחיל דין זה גם על הטעיות של השוק המשני – ראו ס' 38 לחוק ניירות-ערך). המשמעות המילולית הפשוטה של החבות כלפי מי שמכר ניירות-ערך, ולא רק כלפי מי שרכש ניירות-ערך, מובילה למסקנה שהסדר עוסק גם בהטעיה המפחיתה באופן מלאכותי את מחירו של נייר-הערך, ולא רק בהטעיה קלסית המנפחת באופן מלאכותי את שוויו של נייר-הערך.

מכל מקום, ועל-אף מה שמשמע מלשון החוק, מן הראוי אולי להבדיל מבחינה מסוימת בין שני המקרים. לחברות יש נטייה טבעית לא לחסוך מהשוק חדשות טובות. לפיכך הסתרה של חדשות כאלה או טענה בדבר הסתרתן אומרות דורשני, וראוי שבית-המשפט יתח את הסיטואציה ביתר זהירות. אם אכן קיימת הסתרה של מידע חיובי, ייתכן שהיא נובעת מאחת משתי הסיבות הבאות, שאולי יש בהן כדי להצדיק התחשבות מסוימת. סיבה אפשרית אחת היא שההסתרה נועדה לקדם את ענייניהם של החברה ושל מחזיקי ניירות-הערך שלה. לדוגמה, חברה עשויה להימנע מהודעה מוקדמת על מיזוג מתוכנן מחשש לפגיעה בסיכויים להשלמת המשאומתן, או להימנע מלחשוף גילוי של מחצבים משום שהיא מעוניינת לרכוש את המקרקעין הגובלים במקום הגילוי. אנו מכירים, עם זאת, גם בכוחה של הטענה הנגדית,

## סיכום

בענין רייכרט קבע בית־המשפט העליון שתי שיטות אפשריות לחישוב הנזק: האחת, "שיטת חסרון־הכיס", מודדת את הנזק במועד ההטעיה; ואילו האחרת, "שיטת חסרון־הכיס המקורבת", מודדת אותו במועד הגילוי. שיקולי מדיניות הנוגעים בהרתעת הצד המטעה אינם מחייבים הכרעה בין השיטות, משום שבמקרה הרגיל הפיצוי הממוצע שיינתן על־פי כל אחת מהן הוא זהה. אולם שיקולים הנוגעים באופן שבו יש לפצות את המשקיעים בניירות־ערך בגין ההטעיה שהוטעו מוליכים למסקנה ברורה שלפיה יש לחשב את הנזק על־פי שיעורו ביום הגילוי. גישה זו עולה בקנה אחד עם "שיטת חסרון־הכיס המקורבת", אולם היא מנוגדת ל"שיטת חסרון־הכיס".

שמירה על יושרתו של שוק ניירות־הערך מחייבת לאפשר למשקיעים להשקיע בשוק זה ללא חשש מתוצאותיה של הטעיה. פיצוי אשר מקפיא את נזקי ההטעיה לפי ערכם ביום ההטעיה אינו עונה על דרישה זו במלואה, שכן המשקיעים ביקשו לחשוף את השקעתם לתנודות המחירים של השוק. רק פיצוי מנקודת־המבט של יום הגילוי חושף את מלוא השקעתם של התובעים לתנודות המחירים של השוק שבו ביקשו להשקיע, לטוב ולרע. פיצוי הנקבע לפי גובה הנזק במועד ההטעיה נותן למשקיעים ביטוח מפני ירידות במחיר המניה אשר אין להן קשר להטעיה. ככל שירידות אלה היו מנת־חלקם של המשקיעים גם בהעדר ההטעיה, מן הראוי לקזז אותן מן הפיצוי. מאידך גיסא, אם ערכן של המניות עלה עקב עליית שערים בכורסה, יש להבטיח שהמשקיעים ייהנו ממלוא ערכה של עליית שערים זו, ממש כפי שהיו זוכים בכך אילולא נפלו קורבן להטעיה.

קבלת גישתנו, שלפיה יש לחשב את הנזק לפי שווי במועד הגילוי, מותירה בידי בית־המשפט בחירה בין כמה שיטות חישוב הממשות גישה זו. במאמר זה הצענו שיטת חישוב אשר קובעת את גובה הנזק ביום גילוי ההטעיה על־פי השינוי שחל במחירי המניה בתגובה על הגילוי. שיטה זו נותנת בידי בית־המשפט כלי נוח ואובייקטיבי לחישוב הנזק, אשר מקל את זיהוי חברי הקבוצה ואת חלוקתו של הנזק ביניהם. שיטה זו גם מקילה מאוד על בית־המשפט ועל הצדדים בשלבים המיוחדים האופייניים לתובענה הייצוגית – השלב של אישור התובענה הייצוגית והשלב של אישור הסדר פשרה בה. לפיכך השיטה שהצענו נהנית מיתרונות רבים על כל שיטת חישוב אחרת. אולם אף אם בית־המשפט בוחר לא לקבוע את הנזק על־פי השיטה המוצעת, מן הראוי שיבחר בשיטה המחשבת את הנזק על־פי ערכו במועד הגילוי, ולא במועד ההטעיה.

הגורסת כי הסברים מעין אלה יכולים אולי להצדיק עיכוב בעצם התגבשותה של חובת הגילוי, אולם משנקבעה חובה זו והחברה לא עמדה בה, או לחלופין דיווחה מידע שקרי, אין כל מקום להקל עימה. הסיבה האפשרית האחרת היא החשש המוצדק של חברות מיצירת ציפיות־שווא. שמרנות בגילוי היא טקטיקה שכוחה כדי להימנע ממצב שבו החברה מאכזבת את ציבור המשקיעים שלה. אכזבה מוליכה לירידות מחירים, ואלה עלולים להוביל לתביעות־שווא. אם כך, מאחר שברגיל גם לחברה יש טעמים טובים לגלות מידע חיובי ולזכות באהדת משקיעיה, מן הראוי שבית־המשפט יאפשר לה מרווח־נשימה מסוים של שמרנות מתקבלת על הדעת ברמת הדיווח שלה מבלי להיחשף לחבות. דיון רחב יותר בשאלה זו חורג מגבולותיה של רשימה זו.