

אחריות שומרי־סף בשוק־ההון

אסף חמדני*

היקף האחריות של הגורמים המכונים "שומרי־סף", ובהם רואי־חשבון, חתמים ועורכי דין, מהווה אחת מן הסוגיות המרכזיות ברגולציה של שוק ההון. קיימת הסכמה רחבה כי משטר גילוי אפקטיבי מחייב כי לשומרי־הסף יהיו תמריצים נאותים לפיקוח על לקוחותיהם, אך הדעות חלוקות בדבר הדרך הראויה להתערבות בשוק. למאמר זה שתי מטרות. ראשית, המאמר מנתח בהרחבה את מערך השיקולים הרלוונטיים לעיצוב משטר אחריות שומרי־סף, תוך התמקדות באחריות האזרחית של שומרי־סף בישראל. במסגרת זו, המאמר מציג את ההצדקה להתערבות משפטית, מנתח את הבחירה בין הטלת אחריות לרגולציה של שומרי־סף ודן בשיקולים המנחים לבחירת הסטנדרד הראוי לשם הטלת אחריות. שנית, המאמר בוחן באורח ביקורתי את משטר האחריות האזרחית של שומרי הסף לפי חוק ניירות־ערך, התשכ"ח-1968. המאמר מצביע על פער בעייתי בהיקף האחריות להטעיית ציבור המשקיעים: החוק מאמץ סטנדרד אחריות מחמיר ביחס לגורמים אשר צירפו חוות דעת למסמכי הגילוי של החברה, אך מתעלם מאחריותם של גורמים נוספים אשר תרמו להטעיית המשקיעים מבלי שתרומתם תבוא לידי ביטוי במסמכי הגילוי. המאמר טוען כי יש לאמץ כלל המטיל אחריות על כל מי שתרום במודע להטעיית המשקיעים, וזאת בין אם צירף חוות דעת מטעמו למסמכי הגילוי ובין אם לאו.

* מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר־אילן. אני מודה לצילי דגן, עופר חנוך, שרון חנס, עמרי ידלין, עמיר ליכט, שחר ליפשיץ, חגית מאירוביץ ואלון קלמנט, למשתתפי הסדנות למשפט וכלכלה באוניברסיטת בר־אילן ובמרכז הבינתחומי הרצליה ולחברי מערכת משפט ועסקים על הערותיהם המועילות. תודה גם למורן כהן ואורה טמפלמן על עבודת מחקר מצוינת.

מבוא

פרק א: שומרי־סף ושליטה ריכוזית

פרק ב: התשתית האנליטית

1. ההצדקה להרחבה של מעגל האחריות

(א) הרתעה ואחריות משנית

(ב) תמריצי־שוק כתחליף לאחריות

2. עלויות של הרחבת האחריות

(א) עיוות החלטות על כניסה לשוק

(ב) החשש מהרתעת־יתר

3. מבנה ההתערבות המשפטית

(א) טקטיקת ההתערבות: רגולציה מול כללי אחריות

(ב) היקף ההתערבות: כלל האחריות האופטימלי

(ג) אחריות שומרי־סף כאחריות קבוצתית

פרק ג: אחריות שומרי־סף לפי חוק ניירות־ערך

1. אחריות חתמים ומומחים אחרים

(א) אחריות של צדדים נוספים

(ב) האם הדין הישראלי מכיר באחריות אזרחית בגין "סיוע" להטעיית משקיעים?

(ג) האם ראוי להכיר באחריות אזרחית בגין "סיוע" להטעיית משקיעים?

פרק ד: טיעונים נגד הכלל המוצע

1. אחריות אזרחית ומוסד התובענה הייצוגית

(א) אכיפה פרטית ומשטר הגילוי בשוק־ההון

(ב) על התגובה הראויה על החשש מפני ניצול לרעה של תובענות ייצוגיות

2. פגיעה ביעוץ משפטי

3. הניסיון האמריקאי

פרק ה: סיכום

מבוא

קריסתם הפתאומית של תאגידים מובילים, כ־Enron, Worldcom ו־Parmalat הפנתה את אור הזרקורים אל תפקודם הלקוי של הגורמים המשמשים כשומרי־סף בשוק־ההון.¹ ההכרה

1 לצורך מאמר זה, המונח "שומר־סף" מוגדר ככל גורם שיש ביכולתו למנוע ביצוע עברה מהמבצע העיקרי של העברה. ראו: Reinier H. Kraakman "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy" 2 J.L. Econ. & Org. (1986) 53, 53 (hereinafter: Kraakman).

שפרשות אלה מעידות על כשלון פיקוח של שומרי־הסף הניבה רפורמות מקיפות בשוק האמריקאי באשר לכללים החלים על רואי־חשבון, חתמים, אנליסטים ועורכי־דין.² הדיווח של פרשות אלה הגיעו אף לישראל, והניבו רפורמות אחדות והצעות לרפורמות המכוונות להניע את שומרי־הסף לפקח כראוי על חברות ציבוריות.³ אולם בעוד קובעי המדיניות מתחבטים באשר למהותן של הרפורמות הנדרשות, אם בכלל, טרם ערכה הספרות המשפטית בישראל בחינה מקיפה של אופן ההסדרה הראוי של פעילות שומרי־הסף בשוק־ההון.⁴ על רקע זה יבקש המאמר להשיג שתי מטרות. ראשית, המאמר יפרוש את מערך השיקולים שמן הראוי שינחו את קובעי המדיניות בעיצוב משטר של אחריות שומרי־סף תוך התמקדות באחריות האזרחית של שומרי־סף בשוק־ההון הישראלי. שנית, המאמר יבחן באורח ביקורתי את משטר האחריות האזרחית של שומרי־הסף לפי חוק ניירות־ערך, התשכ"ח־1968.⁵ במסגרת בחינה זו יטען המאמר שיש לאמץ כלל המטיל אחריות על כל מי שתורם במודע להטעיית המשקיעים, בין אם צירף חוות־דעת מטעמו למסמכי הגילוי ובין אם לאו. במילים אחרות: על חוק ניירות־ערך להכיר מפורשות בכלל של אחריות אזרחית בגין "סיוע" להטעיית משקיעים.⁶

לכאורה, חוק ניירות־ערך מספק תמריצים נאותים לשומרי־הסף. באשר לשוק הראשוני, החוק מטיל אחריות על חתמים ועל גורמים מקצועיים אחרים שצירפו חוות־דעת מוטעית לתשקיף. באשר לשוק המשני, החוק מכפיף גורמים שצירפו חוות־דעת מוטעית למסמכי

2 רפורמות אלה עוגנו בחוק שזכה בכינוי המורכב משמותיהם של חברי הקונגרס שיוזמו אותו: The Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, 116 Stat. 28 USCS §1658 (hereinafter: "Sarbanes-Oxley Act"). לסקירה ביקורתית של חוק זה, ראו: Lawrence Cunningham "The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (and It Might Just Work)" 36 Conn. L. Rev. (2003) 915.

3 לדוגמה, חוק החברות (תיקון מס' 3), התשס"ה־2005, ס"ח 238, הוסיף לחוק החברות, התשנ"ט־1999, ס"ח 189 (להלן: "חוק החברות"), את סעיף 240(א1), העוסק במינוי דירקטורים בעלי כשירות חשבונאית פיננסית בחברות ציבוריות. ראו גם: "מערך ה־Gatekeepers בשוק־ההון הישראלי", הרצאתו של יושב־ראש הרשות לניירות־ערך, משה טרי, בכנס מבקרי־הפנים בישראל (ינואר 2004), נגיש באתר הרשות לניירות־ערך - www.isa.gov.il/pirsum/cat_details.asp?cat_id=15&active=pirsum (17.5.2006).

4 לדיון בסוגיית אחריותם של החתמים בהנפקת ניירות־ערך לציבור ראו נעם שר "אחריותם האזרחית של חתמים בהצעה ראשונה של ניירות־ערך לציבור" משפט ועסקים ב (תשס"ה) 301.

5 חוק ניירות־ערך, התשכ"ח־1968, ס"ח 541 (להלן: חוק ניירות־ערך).

6 חוק ניירות־ערך, שם, והדין הכללי כוללים רשימת עילות, לרבות תרמית והפרה של חובות דיווח, נגד התאגיד והנהלתו באשר להטעייתו של ציבור המשקיעים. לדוגמה, סעיף 31(א) מטיל אחריות על החותם על תשקיף, סעיף 38(א) מטיל אחריות בגין פרטים מטעים בכל דיווח אחר לפי החוק; וסעיף 54(א) קובע עברה פלילית של תרמית בניירות־ערך. לשם הנוחות, אתיחס אל מכלול הפעולות הגורמות להטעיית משקיעים כאל "תרמית" או "הטעיית משקיעים".

הגילוי למשטר אחריות מחמיר יחסית, במיוחד בהשוואה לדין האמריקאי.⁷ אולם בחינה מעמיקה יותר מצביעה על פער בעייתי בהיקף האחריות להטעייתו של ציבור המשקיעים: חוק ניירות-ערך מאמץ משטר אחריות מחמיר ביחס לגורמים שצירפו חוות-דעת למסמכי הגילוי של החברה, אך מתעלם מאחריותם של גורמים נוספים שתרמו משמעותית להטעיית המשקיעים מבלי שתרומתם תבוא לידי ביטוי במסמכי הגילוי.

ההסדר הקיים בחוק ניירות-ערך משקף תפיסה רווחת שלפיה "החשודים המיידיים" בכל פרשת תרמית על-ידי חברה ציבורית הם – נוסף להנהלת החברה – רואי-החשבון והחתמים שמעורבותם באה לידי ביטוי מפורש במסמכי הגילוי הרלוונטיים. אולם רושם ראשוני זה מוטעה. במקרים רבים ניתן להצביע על דמויות שמילאו תפקיד מרכזי בהטעיית המשקיעים מבלי שמעורבתם באה לידי ביטוי במסמכי הגילוי. מאמר זה יטען כי הטלת האחריות על גורמים אלה חיונית למשטר המבקש ליצור הרתעה אפקטיבית מפני הטעיית משקיעים.

דוגמות מספר מפרשיות תרמית שנחשפו לאחרונה ממחישות את הצורך בהרחבתו של משטר האחריות. הדוגמה הראשונה מבוססת על פרשת אנרון. אסטרטגיית התרמית של חברת אנרון התבססה בעיקר על שורת עסקות עם תאגידים קשורים. תכליתן הבלעדית של עסקות אלה היתה הסוואת הנתונים האמיתיים בדבר מצבה הפיננסי של החברה (על-ידי העברת נכסים מפסידים לתאגידים אלה או הגדלה מלאכותית של תקבולי אנרון בגין מכירת נכסים לאותם תאגידים). הצלחתה של אסטרטגיה זו היתה תלויה בעמידה בכללי הדיווח החשבונאי, שהתירו לאנרון לא לכלול בדו"חות הכספיים נתונים פיננסיים של תאגידים קשורים.

על-מנת להוציא אל הפועל את העסקות באופן שיבטיח את השגת התוצאה המבוקשת, הסתייעה הנהלת אנרון בשירותיה הטובים של פירמת עורכי-הדין Vinson & Elkins. עורכי-הדין של פירמה זו מילאו תפקיד חשוב בעיצוב (structuring) העסקות ובניסוח המסמכים המשפטיים הרלוונטיים, ואף העמידו לרשות אנרון חוות-דעת משפטיות שלפיהן מכירת נכסים לתאגידים קשורים מהווה מכירה "אמיתית" (true sale opinions). הנהלת אנרון השתמשה בחוות-דעת אלה כדי לשכנע את רואי-החשבון לחתום על הדו"חות הכספיים.⁸ במקביל, הסתייעה הנהלת אנרון גם בכמה בנקים לשם הוצאתה לפועל של התרמית. הבנקים העמידו לרשות החברה את מימון-הביניים הנדרש לשם עריכת העסקות. בנקים אף הסכימו להשתתף כמשקיעים פיקטיביים במקצת התאגידים על-מנת לאפשר

7 הדין האמריקאי מבחין בין אחריות בשוק הראשוני לאחריות בשוק המשני. סעיף 11 ל-Securities Act, 15 U.S.C. §77a (1933) קובע כי "מומחים" יהיו אחראים לפרט מטעה בתשקיף, אלא אם-כן יוכיחו כי הפעילו "due diligence" על-מנת למנוע את הטעות. ראו: Thomas L. Hazen *The Law Of Securities Regulation* (St. Paul, Minn., 4th ed., 2002) §7.4. המשני אין בנמצא סעיף המטיל אחריות מפורשת על מומחים, אולם הפסיקה מכירה במומחים, בנסיבות מסוימות, כמבצעים ישירים של תרמית. ראו מקורות המובאים להלן בהערה 94.

8 ראו: Roger C. Cramton "Enron and the Corporate Lawyer: A Primer on Legal and Ethical Issues" 58 *Bus. Law.* (2002) 143, 172.

לאנרון להציג תאגידים אלה כעצמאיים.⁹ למותר לציין שתרומתם של הבנקים ועורכי־הדין היתה חיונית להצלחה של אסטרגיית התרמית של אנרון. עם זאת, תרומתם של גורמים אלה לא באה לידי ביטוי במסמכי הגילוי שעמדו לרשות המשקיעים.

הדוגמה הבאה מראה כי אף גורמים שאינם נמנים עם השחקנים בשוק־ההון יכולים לסייע לחברה להטעות את בעלי מניותיה. לאחרונה הגישה ה־SEC תביעה בעקבות חשיפת תרמית שמטרתה היתה להגדיל מלאכותית את תקבוליה המדווחים של חברת Lucent. בין הנתבעים נכלל אף עובד בחברת Winstar, שהינה לקוח מרכזי של Lucent. נתבע זה הואשם כי הסכים לעיצוב עסקות של רכישת תוכנה מחברת Lucent באופן שניפח את שווי הרכישות בסכום של כ־80 מיליון דולר.¹⁰ למותר לציין שמעורבותו של לקוח זה לא באה לידי ביטוי במסמכי הגילוי של החברה.

הפרק הראשון של המאמר ידון בזיקה שבין ריכוזיות השליטה בחברות ציבוריות בישראל לבין משטר הגילוי לפי חוק ניירות־ערך, לרבות אחריותם של שומרי־הסף. הפרק השני יציג את מארג השיקולים המנחים בעיצוב משטר של אחריות משנית בכלל ובתחום ניירות־הערך בפרט. פרק זה יעמוד על ההצדקה להרחבתו של מעגל האחראים וינתח את העלויות הייחודיות הכרוכות בהטלת אחריות על שומרי־סף. על רקע זה יבחן הפרק את טקטיקת ההתערבות הרצויה – רגולציה מול אחריות – ואת כלל האחריות שיש להחיל על שומרי־סף.

הפרק השלישי יבחן באורח ביקורתי את משטר האחריות של שומרי־הסף הקבוע בחוק ניירות־ערך. פרק זה יטען כי אין הצדקה להבחנה השרירותית הקיימת כיום בחוק בין האחריות החלה על "מומחים" לבין ההתעלמות מאחריותם של צדדים נוספים המעורבים בהטעייתו של ציבור המשקיעים. הניתוח המשפטי בפרק זה יראה אומנם כי הדין הקיים מאפשר הטלת אחריות אורחית על מי שתורם במודע להטעיית משקיעים, אך יציע לאמץ כלל אחריות זה מפורשות אל תוך חוק ניירות־ערך.

הפרק הרביעי יבחן כמה נימוקים אפשריים נגד כלל האחריות של סיוע לתרמית. הנימוק המרכזי נגד כלל אחריות זה הינו החשש מפני ניצול לרעה של מכשיר התביעה הייצוגית לשם סחיטת נתבעים. אולם ספק אם חשש תיאורטי זה מאפיין את השוק הישראלי, שבתתי־המשפט מגלים בו רתיעה מאישור תובענות ייצוגיות. מכל מקום, הפרק ידגיש את חשיבותה של האחריות האזרחית למשטר הגילוי לפי חוק ניירות־ערך, במיוחד בשוק עם בעלות ריכוזיות בחברות ציבוריות, ויטען שאין להתמודד עם החשש מפני שימוש לרעה בתובענות ייצוגיות באמצעות יצירת הבחנות חסרות בסיס באשר להיקף האחריות להטעייתו של ציבור המשקיעים. אם חשש זה אכן קיים בישראל, הדרך הנאותה להתמודד עמו הינה אימוץ רפורמות שימנעו הגשה של תביעות־סרק.

בסיום הפרק לדיון לגופו של עניין אעיר הערות אחדות בענייני מינוח. ככלל, לא

9 לסקירה מקיפה על מעורבותם המודעת של בנקים בפרשת אנרון, ראו: Hillary A. Sale

"Banks: The Forgotten Partners in Fraud" 73 U. Cin. L. Rev. (2004) 139

10 ראו: SEC Litigation Release No. 18715 (May 17, 2004) available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18715.htm> (23.7.2006).

אבחין בין אחריות בשוק הראשוני לאחריות בגין מצגי-שוא בשוק המשני אף שקיימים ביניהם הבדלים משמעותיים לעניין הפיצוי הראוי והעלויות של הטלת אחריות.¹¹ כמו-כן אתיחס לעיתים לגורמים שהאחריות המשנית מוטלת עליהם כאל צדדים שלישיים ולעיתים כאל שומרי-סף. לבסוף, מטעמי נוחות, יניח הדיון שהחברה והנהלתה נושאים באחריות ישירה להטעיית משקיעים בעוד שומרי-הסף נושאים באחריות עקיפה, בין כמסייעים ובין מכוח הסדר חוקי אחר. אולם כפי שאבהיר בהמשך,¹² ייתכנו נסיבות שבהן יהיה ניתן מבחינה משפטית להטיל אחריות ישירה גם על גורם חיצוני לחברה, כגון עורך-דין או רואה-חשבון.

פרק א: שומרי-סף ושליטה ריכוזית

הנטייה הרווחת בישראל הינה לאמץ מן הדין הנוהג בארצות-הברית הסדרים רבים בעניין מנגנוני הפיקוח והבקרה על חברות ציבוריות.¹³ על-אף התפתחותו המהירה של הדין האמריקאי ושכלולו של שוק-ההון שם, נשאלת השאלה: האם ההסדרים המבוססים על פתרונות אמריקאיים הולמים את שוק-ההון הישראלי? בניגוד לשוק-ההון בארצות-הברית, המתאפיין בבעלות מבוזרת בחברות ציבוריות, שוק-ההון בישראל מאופיין בבעלות ריכוזית. לפיכך, הבעיה המרכזית שהדין בישראל נדרש להתמודד עמה היא פער האינטרסים שבין בעל-השליטה לבין בעלי מניות-המיעוט.¹⁴ נשאלת השאלה: כיצד ראוי לעצב את מנגנוני הפיקוח והבקרה של חברות ציבוריות כך שיתאימו למציאות שבה בעל הכוח הוא בעל מניות-השליטה.¹⁵ בחינה מקיפה של סוגיה זו הינה נושא למאמר נפרד. עם זאת, יציע פרק זה ניתוח ראשוני של ההשלכות של ריכוזיות השליטה על משטר הגילוי, על הרגולציה של שומרי-הסף ועל משטר האכיפה.

סביר להניח שהדינמיקה של מעשי תרמית שהינם יוזמה של ההנהלה בחברה עם בעלות מבוזרת שונה מזו של מעשי תרמית שנועדו לשרת את עניינו של בעל-השליטה. Coffee

11 ראו עמרי ידלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות בגין מצגי שוא בשוק המשני" משפטים כז (תשנ"ז) 249.

12 ראו להלן הערה 89, והסקסט הסמוך לה.

13 ראו לעיל הערה 3.

14 לדיון כללי בפער זה ראו זוהר גושן "בעיית הנציג כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" ספר זיכרון לגואלטיארו פרוקצ'יה (אהרון ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ'יה ומרדכי א' ראבילו עורכים, תשנ"ז) 239.

15 צעד מבטיח בכיוון זה נעשה לאחרונה על-ידי ועדת גושן, שמונתה על-ידי יושב-ראש הרשות לניירות-ערך על-מנת לגבש המלצות בדבר המבנה והמשטר של החברה הציבורית בישראל. ראו דו"ח הוועדה לבחינת קוד Corporate Governance בישראל (ינואר 2006) (להלן: ועדת גושן). נגיש ב- http://www.isa.gov.il/download/pirsum/a328_Goshen_Committee_040106.pdf (24.7.2006).

טוען שהתרמית הטיפוסית במשטר של בעלות מבוזרת מכוונת להגדיל בצורה מלאכותית את הכנסות החברה, בעוד התרמית הטיפוסית בשוק של בעלות ריכוזית מיועדת להסוות עסקות עם בעלי־עניין.¹⁶ בהיעדר מחקרים אמפיריים, בישראל או מחוצה לה, ספק אם ניתן לקבוע עמדה חד־משמעית בשאלה זו.¹⁷ עם זאת, טענתו של Coffee נראית מרחיקת־לכת. אכן, טקטיקה מרכזית העומדת לרשות בעלי מניות־שליטה לניצול מעמדם הינה קידומן של עסקות שיש להם עניין אישי בהן. אולם גם בעל־השליטה בחברה ציבורית עלול במקרים מסוימים להפיק תועלת מדיווחים כוזבים בדבר מצבה הפיננסי של החברה. לדוגמה, בעל־השליטה עשוי להפיק תועלת ממצגים כוזבים בדבר רווחיותה של החברה אם יש בהם כדי להסוות את מידת הנזק שנגרם לחברה כתוצאה מעסקות של self-dealing. נוסף על כך, לבעל־השליטה – כמו גם לבעלי מניות־המיעוט – יש תמריץ להעלות את מחיר המניות על־מנת למקסם את התמורה מהנפקה צפויה של מניות (לרבות במסגרת עסקה שהחברה עושה בה שימוש במניותיה על־מנת לרכוש חברה או כל נכס אחר) או אג"ח או לעמוד בתנאי הלוואה שנטלה החברה. מכאן עולה שעל משטר הגילוי בשוק עם שליטה ריכוזית לקבוע חובות גילוי שיתמודדו הן עם החשש מפני ניצול כוחו של בעל־השליטה לרעה – בין באמצעות עסקות של בעלי־עניין ובין בדרכים אחרות, כגון הצעת רכש מלאה המכוונת למחיקת חברה ציבורית ממסחר בבורסה – והן עם החשש מפני תרמית פיננסית. הדומיננטיות של בעל־השליטה מחייבת אף בחינה מחודשת של הרגולציה של שוק שומרי־הסך. לדוגמה, ספק אם המנגנון הקבוע בחוק לעניין מינוי רואה־החשבון המבקר עולה בקנה אחד עם מבנה השליטה הרווח בשוק. סעיף 154 לחוק החברות קובע כי רואה־החשבון המבקר של החברה ימונה על־ידי האספה הכללית. ברוב החברות הציבוריות בישראל, סעיף זה מקנה את הכוח למנות את רואה־החשבון לגורם שרואה־החשבון נדרש למעשה לפקח עליו, הלוא הוא בעל־השליטה. הסדר זה מציב את רואה־החשבון המבקר בדילמה אינהרנטית: אם יעשה את מלאכתו כראוי, קיים חשש שיוחלט לוותר על שירותיו; אם לא יעשה את מלאכתו כראוי, יהיה עליו לשאת באחריות משפטית. לפיכך יש לשקול את חזוק מעמדם של בעלי מניות־המיעוט באשר למינוי רואה־החשבון המבקר של החברה, כפי שהדבר נעשה כיום בחוק החברות ביחס למינוי דירקטורים חיצוניים. במקביל, יש להרחיב את חובות הגילוי ומנגנוני הבקרה כך שיתייחסו לא רק לדיווח בדבר מצבה הכספי של החברה, אלא גם לעסקות של בעלי־עניין.¹⁸ לבסוף, לריכוזיות השליטה יש השלכות גם

16 ראו: John C. Coffee "A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ" 21 *Ox. Rev. Econ. Pol'y.* (2005) 198.

17 ראו: Christian Leuz & Bhahnjay Dhananjay Nanda & Peter D. Wysocki "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison" 69 *J. Fin. Econ.* (2003) 505.

18 אכן, רואה־החשבון בכמה ממדינות אירופה נדרשים לדווח לבעלי המניות על עסקות עם בעלי־שליטה. ראו: Gerard Hertig & Hideki Kanda "Related Party Transactions" in *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach* (New York, Reinier Kraakman & Gerald Hertig & Hiderai Kanda et al. eds., 2004) 101, 115–116.

לעניין חשיבותה היחסית של האכיפה הפרטית של דיני ניירות-ערך.¹⁹
עיצוב ראוי של משטר הגילוי ומנגנוני האכיפה הנלווים אליו בשוק עם ריכוזיות שליטה מחייב איפוא התמודדות עם שאלות רבות שלא כאן המקום להתעמק בהן. לפיכך, מאמר זה יתמקד במשטר האחריות של שומרי-הסף בלבד.

פרק ב: התשתית האנליטית

משטרים של אחריות משנית רווחים בשיטות משפט רבות בתחום שוק-ההון, כמו גם בתחומים נוספים, כגון ההגנה על זכויות-יוצרים ומניעת עברות באינטרנט.²⁰ מטרתו של פרק זה הינה להציג, מנקודת-המבט הכלכלית, את השיקולים הרלוונטיים לעיצוב משטר של אחריות שומרי-סף תוך התמקדות בסוגיית האחריות של שומרי-סף בשוק-ההון. ראשית אציג את ההצדקה הבסיסית להרחבתו של מעגל האחריות. לאחר-מכן, אדון בעלויות הכרוכות בהטלת אחריות על שומרי-סף. לבסוף אציג את השיקולים המרכזיים לעניין טקטיקת ההתערבות המשפטית.

1. ההצדקה להרחבה של מעגל האחריות

כאשר חברה ציבורית מטעה את ציבור המשקיעים, תוטל אחריות על החברה, על הנהלתה ואף על בעלי-השליטה.²¹ נשאלת השאלה: מדוע יש צורך בהטלת אחריות על גורמים נוספים?²²

19 ראו להלן דיון בפרק 1(א).

20 ראו, למשל: William Landes & Douglas Lichtman "Indirect Liability for Copyright Infringement: Napster and Beyond" 17 *J. Econ. Pers.* (2003) 113; Neal K. Katyal "Criminal Law in Cyberspace" 149 *U. Pa. L. Rev.* (2000–2001) 1003.

21 סעיף 31 לחוק ניירות-ערך, לעיל הערה 5, מטיל אחריות בגין פרט מטעה בתשקיף על התאגיד המנפיק, על הדירקטורים, על המנכ"ל ועל בעל-השליטה. סעיף 38(א)(1) לחוק ניירות-ערך מטיל אחריות בהיקף דומה בגין פרט מטעה בכל מסמך גילוי אחר.

22 בספרות המשפטית רווחת מחלוקת באשר להצדקה להטלת אחריות על התאגיד (להבדיל ממנהליו) בגין תרמית בניירות-ערך, במיוחד בכל הנוגע בתרמית בשוק המשני. ראו: Jennifer H. Arlen & William J. Carney "Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence" 1992 *U. Ill. L. Rev.* (1992) 691. ביטוי מסוים למחלוקת זו ניתן למצוא בפסיקה הישראלית בעניין הטלת אחריות פלילית על תאגיד לעברות מסוימות על דיני ניירות-ערך שבוצעו על-ידי ההנהלה לקידום מטרותיה האישיות. ראו מחוזי – ת"פ (ת"א) 49/97 מדינת ישראל נ' קופל (נהיגה עצמית) בע"מ (לא פורסם, ניתן ביום 22.5.2000).

(א) הרתעה ואחריות משנית

את התשובה המקובלת לשאלה זו הציע Kraakman במאמר שנהפך למאמר־מכונן בתחום.²³ על־פי Kraakman, הרחבת האחריות מתבקשת כאשר מערכת המשפט אינה מסוגלת להשיג את רמת ההרתעה הרצויה באמצעות הטלת אחריות ישירה על המבצע העיקרי. מנקודת־הראות הכלכלית, הרתעה אופטימלית תושג כאשר תושט על המבצע העיקרי סנקציה בסכום השווה לנזק החברתי שגרם.²⁴ לרוע המזל, במקרים רבים אין מערכת המשפט יכולה להבטיח שהמבצע יישא בסופו של דבר בסנקציה האופטימלית. כשל הרתעתי זה יכול להתרחש אם אין ברשות המבצע העיקרי המשאבים הנדרשים לשם תשלום הפיצוי²⁵ או במקרים שבהם המבצע מצליח להימלט מאימת הדין. בנסיבות אלה, משטר המבוסס על הטלת אחריות על המבצע העיקרי בלבד לא יביא לידי הרתעה אופטימלית. מערכת המשפט יכולה להתגבר על כשל זה באמצעות הרחבה של מעגל האחריות והטלת האחריות גם על צדדים בעלי יכולת למנוע את ביצוע המעשה הבלתי־חוקי. הטלת האחריות תהא רצויה אם היא אכן תניע צדדים אלה לממש את יכולתם ולמנוע את המעשה. באופן כללי יותר, ניתן לקבוע כי הטלת אחריות על שומרי־סף הינה רצויה כאשר הרחבה של מעגל האחראים זולה יותר מהכבדת הסנקציה על המבצע העיקרי (באמצעות הטלת אחריות פלילית, למשל).²⁶ לשם המחשה, הניחו שרואה־חשבון המבקר את הדו"חות הכספיים של חברה ציבורית מודע לכך שהנהלת החברה זוממת להטעות את המשקיעים על־ידי דיווח כוזב על כמה עסקות מכר גדולות. רואה־החשבון יכול למנוע תרמית זו על־ידי סירוב לחתום על הדו"חות

מחזוי – ת"פ (ת"א) 40200/99 מדינת ישראל נ' שלמה איזנברג ואח' (לא פורסם, ניתן ביום 10.2.2004); לעמדה המותחת ביקורת על הטלת אחריות לתוכנם של מסמכי הגילוי על בעלי־שליטה שאינם נושאי־משרה בחברה ראו לאה פסרמן־יוזפוב "דיני ניירות־ערך – התפתחויות ומגמות חדשות" קריית המשפט ה (תשס"ד – תשס"ה) 123, 153–154.

Kraakman, *supra* note 1.

24 מנקודת־מבטה של הגישה הכלכלית, הסנקציה האופטימלית עולה ביחס הפוך להסתברות חיובו של המעוול בתשלום פיצוי. ראו: Gary S. Becker "Crime and Punishment: An Economic Approach" 76 *J. Pol. Econ.* (1968) 169. קיימת מחלוקת עקרונית בדבר מידת התאמתו של משטר האחריות האזרחית על תרמית בניירות־ערך לעקרונות ההרתעה האופטימלית, ובמיוחד לגבי השאלה אם הפיצויים הנפסקים בהליכים אזרחיים אכן משקפים את הנזק החברתי הנגרם מתרמית בניירות־ערך. ראו: Janet C. Alexander "Rethinking Damages in Securities Class Actions" 48 *Stan. L. Rev.* (1996) 1487; Donald C. Langevoort "Capping Damages for Open–Market Securities Fraud" 38 *Ariz. L. Rev.* (1996) 639.

25 ראו: Steven Shavell "The Judgment–Proof Problem" 6 *Int. Rev. Law & Econ.* (1986) 45.

26 לדוגמה, ייתכן שהצד השלישי הינו "רציונלי" יותר, במובן זה שתהיה לו נטייה חזקה יותר להגיב על תמריצים שכללי האחריות המשפטית מספקים. ראו: Steven P. Croley "Vicarious Liability in Tort: On the Sources and Limits of Employee Reasonableness" 69 *S. Cal. L. Rev.* (1995–1996) 1705.

הכספיים כל עוד לא ישקפו דו"חות אלה נכונה את הכנסות החברה. בהנחה שהאחריות המוטלת על החברה, על הנהלה ועל בעלי השליטה אינה מספקת להנאת המעורבים מביצוע התרמית, תוכל מערכת המשפט למנוע את התרמית באמצעות הטלת אחריות על רואה החשבון.

הרחבה של מעגל האחריות רצויה רק אם התועלת המופקת משיפור ההרתעה בשוק הרלוונטי גבוהה מהעלות הכרוכה בהרחבת האחריות. כפי שיוסבר בהמשך, על-מנת למזער את עלות האחריות המשנית, יש לשאוף להטלת אחריות רק על גורמים שבכוחם למנוע את ביצוע התרמית בקלות יחסית.

(ב) תמריצי-שוק כתחליף לאחריות

לחלק ניכר משומרי-הסף בשוק-ההון יש תמריצי-שוק למנוע מעשי תרמית. בהינתן תמריצי-שוק לפיקוח על חברות ציבוריות, מתעוררת שאלה בדבר הצורך בהתערבות משפטית כופה לשם הטלת אחריות על שומרי-סף אלה בגין הטעיית משקיעים. ניתוח מקיף בדבר האפשרות לראות בתמריצי-שוק לשימור מוניטין עסקיים תחליף נאות לכללי אחריות חורג ממסגרת מאמר זה. לפיכך אציג בקצרה בלבד את הטענות נגד התערבות משפטית, ואסביר מדוע ספק אם יש בהם כדי לייתר את הצורך בהטלת אחריות משפטית על שומרי-סף. מכל מקום, אין בטענות אלה כדי לייתר את הצורך בכלל המוצע במאמר זה.

הטענות העיקריות נגד הטלת אחריות מתמקד בגורמים בשוק-ההון, כגון חתמים, חברות דירוג אשראי ורואי-חשבון, שמקובל להניח שיש להם עניין משמעותי בטיפוח מוניטין בדבר איכות הפיקוח שלהם על חברות הנמנות עם חוג לקוחותיהם, וזאת משום שמוניטין אלה משפיעים במידה משמעותית על יכולתם להפיק רווחים בעתיד.²⁷ הנחה זו, שקנתה אחיזה אף בקרב בתי-המשפט,²⁸ מתבססת על מעמדם של שומרי-סף אלה כשחקנים קבועים בשוק-ההון, ובמיוחד בשוק ההנפקות.

שוק-ההון מאופיין בפערי מידע: בעוד הנהלת החברה מודעת לשוויה האמיתי של החברה, ציבור המשקיעים אינו יודע להבחין בין חברות "טובות" לבין חברות שאינן כאלה. פערי מידע אלה עלולים לפגוע ביכולתן של חברות לגייס כספים בשוק-ההון, שכן המשקיעים יהיו מוכנים לשלם לכל היותר מחיר שישקף את שוויה של חברה מנפיקה "ממוצעת".²⁹

27 ראו: Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman "The Mechanisms of Market Efficiency" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 594.

28 לדוגמה, בית-המשפט הפדרלי לערעורים קבע כי הנכס המרכזי של פירמות רואי-חשבון הוא המוניטין שלהן בדבר הישר המקצועי ואיכות הפיקוח, ולכן על בית-המשפט להטיל ספק בטענות שהיתה לפירמות רואי-חשבון כוונה להטעות משקיעים. ראו: *Rocco DiLeo and Louise DiLeo v. Ernst & Young*, 901 F.2d 624, 629 (7th Cir. 1990).

29 לבחינת השלכותיהם של פערי המידע בשוק-ההון הישראלי לעניין המנגנון של תמחור ההנפקה ראו מאמרו של עמרי ידלין "חידת מחיר המקסימום בהנפקה ופתרונה (הזמני)" עיוני משפט יט (תשנ"ה) 91.

פתרון אפשרי לבעיה זו הינו שכירת שירותיו של שומר־סף – כגון חתם או רואה־חשבון – בעל מוניטין מבוססים בדבר הפיקוח הקפדני שהוא מפעיל ביחס ללקוחותיו.³⁰ שומר־סף זה ישמש כ־reputational intermediary: בהסתמך על המוניטין של שומר־הסף, יהיו המשקיעים נכונים לשלם מחיר גבוה יותר בעד מניות החברה ששכרה את שירותיו. אכן, קיימים מחקרים המראים כי לחתמים, לרואי חשבון ואף לפירמות של עורכי־דין יש מוניטין המשפיע על מחיר ההנפקה של לקוחותיהם.³¹ כתוצאה מכך, גם החברה המנפיקה תסכים לשלם לשומר־הסף שכר גבוה יותר, שהרי הוא מאפשר לה להשיג תמורה גבוהה יותר בעד מניותיה.³² לכאורה, המסקנה המתבקשת מניתוח זה הינה שלשומר־הסף יש אינטרס בהפעלת פיקוח נאות על ציבור לקוחותיו גם ללא התערבות משפטית.

הטיעון שובה־לב אומנם ברמה התיאורטית, אך הן ממצאים אמפיריים והן נימוקים עיוניים מטילים ספק בתזה שיש בתמריצי־השוק כדי לייתר את הצורך באחריות משפטית. במישור האמפירי, מחקרים שנערכו לאחרונה, במיוחד בעקבות פרשת אנרון, מעמידים בסימן שאלה את חומרת הפגיעה במוניטין של שומר־הסף גם במקרה ברור של כשלון פיקוח.³³ במישור העיוני, יש לזכור שגם מנגנון השוק כרוך בעלויות. לדוגמה, במקרה של קריסת חברה ציבורית יהיה על המשקיעים לשאת בעלות הברור אם יש לייחס את קריסת החברה להיעדר פיקוח נאות מצד שומר־הסף.³⁴ לפיכך, השאלה האמיתית הניצבת

30 הספרות המימונית הצביעה על דרכים אחרות שחברות מנפיקות יכולות לאותת בהן לשוק כי איכותן גבוהה. דרכים אלה כוללות, בין השאר, תמחור חסר של המניות ושימור בעלות במניות גם בתקופה שלאחר ההנפקה. ראו: Franklin Allen & Gerald Faulhaber "Signalling by Underpricing in the IPO Market" 23 *J. Fin. Econ.* (1989) 303; Mark Grinblatt & Chuan Y. Hwang "Signalling and the Pricing of New Issues" 44 *J. Fin.* (1989) 393; Hayne E. Leland & David H. Pyle "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation" 32 *J. Fin.* (1977) 371.

31 ראו: Lily H. Fang "Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services" 60(6) *J. Fin.* (2005) 2729; Richard Carter & Steven Manaster "Initial Public Offerings and Underwriters Reputation" 45 *J. Fin.* (1990) 1045; Randolph P. Beatty "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings" 64 *Acct. Rev.* (1989) 693.

32 הטקסט מתעלם משחקנים, כגון אנליסטים, שאינם נשכרים על־ידי החברה המנפיקה. להצעה להסדרה של שוק האנליסטים, ראו: Stephen J. Choi & Jill E. Fisch "How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries" 113 *Yale L. J.* (2003–2004) 269.

33 ראו: Jan Barton "Who Cares about Auditor Reputation" 22 *Cont. Acct. Res.* (forthcoming, 2007); Jeffrey L. Callen & Mindy Morel "The Enron–Andersen Debacle: Do Equity Markets React to Auditor Reputation?" *Finance Letters* (October, 2003) 1–5.

34 לדיון בכשלים האפשריים של תמריצי־שוק לפיקוח שומרי־סף על חברות ציבוריות, ראו: Stephen J. Choi "A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries" 1 *Berkeley Bus. J.* (2004) 45.

לפני קובעי המדיניות הינה אם העלויות של מנגנון השוק פחותות מהעלויות הכרוכות בהטלת אחריות משפטית. נוסף על כך קיים ספק בדבר האפקטיביות של מנגנון המוניטין לנוכח העובדה ששוק שומרי-הסף מאופיין בניגודי-עניינים (פירמות ראיית-חשבון, למשל, מעניקות במקרים רבים שירותים נוספים ללקוחותיהן), לרבות בעיות נציג פנימיות של הארגונים המתפקדים כשומרי-סף.³⁵ לבסוף יש לזכור כי ספק אם טיעון המוניטין תקף באותה מידה גם לגבי השוק המשני, דהיינו: כאשר איכות הפיקוח המופעלת על-ידי שומרי-הסף אינה מתבטאת מיידית במחיר שבו תוכל החברה המנפיקה למכור את מניותיה לציבור.³⁶

אולם גם בהנחה שיש הצדקה להתערבות משפטית, אין זה ראוי שקובעי המדיניות יתעלמו לחלוטין מקיומם של תמריצי-שוק להפעלת פיקוח על חברות ציבוריות. במילים אחרות, על המשטר הרצוי לשלב בצורה מושכלת אחריות משפטית עם תמריצי-שוק.³⁷ למשל, שיקולים של הרתעה אופטימלית מחייבים שהסנקציה המוטלת על שומרי-הסף תביא בחשבון את הפגיעה במוניטין שלהם.³⁸

מכל מקום, לצורך הדיון במאמר זה חשוב להדגיש שלא לכל הדמויות המעורבות יש תמריצי-שוק לאימות המידע הכלול במסמכי הגילוי. יש גורמים שאינם נמנים עם הדמויות הקבועות בשוק-ההון, ולפיכך אין להם כל עניין בטיפוח מוניטין בדבר איכות הפיקוח שלהם, ובכל-זאת יש בידם לתרום להטעיית משקיעים. נוסף על כך יש מקרים שבהם

35 ראו: John C. Coffee. "Understanding Enron: 'It's About the Gatekeepers, Stupid'" 57 *Bus. Law.* (2002) 1403, 1409–1412; Jonathan Macey & Hillary A. Sale "Observations on the Role of Commodification, Independence, and Governance in the Accounting Industry" 48 *Vill. L. Rev.* (2003) 1167.

36 בהתייחס לשוק הראשוני, הספרות מניחה כי לחברה המנפיקה יש עניין לשלם מחיר גבוה יותר בעד שירותיו של שומר-סף בעל מוניטין מכיוון ששכירת שירותיו של שומר-סף כזה תאפשר לחברה למכור את ניירות-הערך שלה במחיר גבוה יותר. נימוק זה אינו תקף באותה מידה לגבי חברה הנסחרת בבורסה, שכן התועלת הישירה הצומחת להנהלה מטיפוח של אמון הציבור בנכונות הדיווח השוטף מוטלת בספק. ראו גם: Lucian A. Bebchuk "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law" 105 *Harv. L. Rev.* (1991–1992) 1435, 1465–1466.

37 לדיון במגוון האפשרויות להתערבות משפטית על רקע קיומם של תמריצי-שוק ביחס לשומרי-סף בשוק-ההון, ראו: Choi, *supra* note 34, at pp. 70–75.

38 תרגומו של עיקרון זה למדיניות משפטית עשוי להיות מורכב. ראו: Robert Cooter & Ariel Porat "Should Courts Deduct Non-Legal Sanctions from Damages" 30(2) *J. Legal Stud.* (2001) 401. כמו-כן ייתכן שהמדיניות הראויה היא לאפשר לשחקנים מסוימים לבחור לעצמם מראש את היקף האחריות שתוטל עליהם. ראו: Stephen Choi "Market Lessons for Gatekeepers" 92(3) *Nw. U. L. Rev.* (1998) 916; Frank Partnoy "Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime" 79 *Wash. U. L. Q.* (2001) 491; John C. Coffee, "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms" 84 *B.U. L. Rev.* (2004) 301.

לא ייפגעו המוניטין של הצד המעורב משום שהוא פועל מאחורי הקלעים, מבלי שזהותו תהיה גלויה לציבור המשקיעים (למשל באמצעות מתן חוות־דעת משפטית שאינה מיועדת לפרסום).

טיעון שונה במקצת נגד התערבות כופה מתמקד בשאלה מדוע לא יאמצו חברות משטרי אחריות משנית באופן וולונטרי. אם ציבור המשקיעים אכן מפיק תועלת מהטלת אחריות על שומרי־סף, תראה ההנהלה (או היוזם) המעוניינת בהשאה של תמורת ההנפקה לנכון להתחייב לפני המשקיעים למשטר אחריות של צדדים שלישיים.³⁹ טיעון זה מהווה למעשה ביטוי ספציפי של העמדה העקרונית המתנגדת להחלת משטר של גילוי מנדטורי על חברות ציבוריות.⁴⁰ אולם כל שיטות המשפט המודרניות דוחות גישה זו ומחילות משטר של גילוי מנדטורי על חברות ציבוריות. בהינתן קיומו של משטר גילוי מנדטורי, קשה לראות מדוע דווקא סוגיית האחריות של שומרי־הסף צריכה להיות נתונה לבחירת החברות המנפיקות. יתר על־כן, קיימת זיקה הדוקה בין הרציונל העומד ביסוד הטלה של חובת גילוי על חברות ציבוריות לבין ההצדקה להטלת אחריות על שומרי־סף. ככל שההצדקה למשטר הגילוי מתרחקת מהתפיסה המסורתית, שלפיה מטרתם של דיני ניירות־ערך הינה ההגנה על המשקיע הקטן מפני ההנהלה או בעלי־השליטה, כן לא ניתן להסתמך על רצונותיהם המשווערים של משקיעים־בכוח כעל אמת־מידה לנחיצותו של משטר אחריות לשומרי־סף. בספרות המשפטית רווחים לאחרונה טיעונים משכנעים שלפיהם ההצדקה למשטר גילוי מנדטורי אינה מעוגנת בהכרח ברצון להגן על המשקיעים בחברה המנפיקה, אלא ברצון לשפר את איכות המידע בשוק־ההון ובמשק באופן כללי.⁴¹ על רקע זה, שאלת ההצדקה למשטר מנדטורי של אחריות שומרי־סף מאבדת במידה רבה מחשיבותה.

2. עלויות של הרחבת האחריות

הגישה הכלכלית למשפט עשתה אומנם כברת־דרך מרשימה בניתוח העלויות והיתרונות

39 לדוגמה לטיעון זה ראו: Victor P. Goldberg "Accountable Accountants: Is Third-Party Liability Necessary?" 17(2) *J. Legal Stud.* (1988) 295.

40 לדיון בשאלת ההצדקה למשטר גילוי מנדטורי בדיני ניירות־ערך, ראו: Paul G. Mahoney "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems" 62 *U. Chi. L. Rev.* (1995) 1047; John C. Coffee, "Market Failure and the Economic Case for Mandatory Disclosure" 70 *Va. L. Rev.* (1984) 717.

41 סביר להניח שקיימת זיקה בין הרציונל העומד ביסוד הטלתה של חובת גילוי לבין סוגיית ההתערבות המשפטית לשם הטלת אחריות על צדדים שלישיים. ראו לדוגמה: Sharon Hannes "Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?" 29 *J. Corp. Law* (2003–2004) 699; Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky "The Essential Role of Securities Regulation" (Working Papers, 2004) available at <http://ssrn.com/abstract=600709> (11.6.2006).

הכרוכים במשטרי אחריות שונים,⁴² אך הספרות הכלכלית נוטה להתמקד באחריות המוטלת על מבצעים ישירים בלבד. מטרתו של חלק זה הינה להציג את העלויות הייחודיות למשטר של אחריות משנית, ולבחון את השלכותיהן על עיצובו הראוי של משטר זה.

(א) עיוות החלטות על כניסה לשוק

הטלת אחריות על שומרי־סף כרוכה במתח אינהרנטי בין הצורך ביצירת תמריצי פיקוח לבין החשש מהרתעתן של פירמות שומרות־חוק – דהיינו אלה שאין להן כוונות להטעות את המשקיעים – מכניסה לשוק הרלוונטי.

החמרה של משטר האחריות תביא ללא ספק לידי שיפור התמריצים של שומרי־הסף. לשם המחשה, הניחו שהדין מטיל על שומרי־הסף אחריות מוחלטת למעשי לקוחו, דהיינו: שומרי־הסף יישא באחריות בכל מקרה שבו יטעה התאגיד המנפיק את המשקיעים. הספרות הכלכלית מראה שכלל של אחריות מוחלטת מספק תמריצים אופטימליים להפעלת פיקוח. יתר על־כן, בניגוד לרשלנות, משטר של אחריות מוחלטת פוטר את בתי־המשפט מהמשימות המורכבות של התוויית תקן ראוי של הזהירות ובחינה של התנהגות הנתבע על־מנת לקבוע אם הוא עמד בדרישות המופנות אליו.⁴³ יתרון אחרון זה חשוב במיוחד בהקשר של שוק־ההון, שכן הדינמיות של שוק זה ומורכבות העסקות הנערכות בו מציבות קשיים של ממש לפני בתי־המשפט המבקשים להתוות את תקן הפיקוח הראוי הנדרש מגורמים כגון רואי־חשבון וחתמים. קושי זה מסביר את הנטייה הרווחת לאחרונה להמליץ על אימוץ משטרים של אחריות שומרי־סף המבוססים על אחריות מוחלטת.⁴⁴

מטבע הדברים, שיפור של תמריצי הפיקוח כרוך בעלויות. ככלל, הרחבה של משטר האחריות מייקרת את השירותים ששומרי־הסף מספקים. בהנחה כי ההתקשרות עם שומרי־הסף מהווה תנאי הכרחי לפעולה בשוק מסוים, ייקור העלויות הללו עלול להניא חברות מכניסה לשוק זה.⁴⁵ יתר על־כן, בהתקיים התנאים שיפורטו להלן, הטלת האחריות עלולה ליצור תופעה הידועה בספרות הכלכלית כ־adverse selection, דהיינו מצב שבו דווקא החברות האיכותיות יותר יעזבו את השוק.

הרחבה של מעגל האחריות תביא לידי פגיעה בשוק בהתקיים שני תנאים. ראשית, כאשר הגורם שהאחריות מוטלת עליו אינו יכול למנוע את כל מקרי התרמית על־ידי

42 ראו: Steven Shavell *Foundations of Economic Analysis of Law* (Cambridge, 2004).

43 ראו: 1 (1980) *J. Legal Stud.* "Strict Liability v. Negligence" Steven Shavell. כפי שיוסבר בהמשך, לכלל זה יש חריגים במקרים שבהם יש לפעילות החצנות חיוביות.

44 ראו: Coffee, *supra* note 38; Partnoy, *supra* note 38.

45 לדוגמה, מקובל להניח שהייקור המשמעותי של עלויות הביקורת החשבונאית והשירותים המשפטיים בעקבות חקיקת ה־Sarbanes–Oxley Act הגיע חברות ציבוריות "קטנות" לזיום הליכים למחיקה מן המסחר. ראו: Andrew Skouvakis "Exiting the Public Markets: A Difficult Choice for Small Public Companies Struggling with Sarbanes–Oxley" 109 *Penn. St. L. Rev.* (2004–2005) 1279.

לקוחותיו. שנית, כאשר גורם זה אינו יכול להבחין בין לקוחות־בכוח עם כוונות תרמית לבין לקוחות בעלי כוונות תמימות.

ככלל, משטר של אחריות מוחלטת יניע שומרי־סף לאמץ את רמת הפיקוח הרצויה מבחינה חברתית. אולם בהנחה הסבירה שגם רמת פיקוח זו אינה מבטיחה מניעה מוחלטת של כל מקרי התרמית, עדיין יישארו מקרים שבהם יידרש שומר־הסף לשאת באחריות.⁴⁶ לפיכך, שומר־הסף יבקש לפצות את עצמו מראש – על־ידי הגדלת השכר שהלקוח משלם לו – על העלות הצפויה של האחריות המשפטית שתוטל עליו (וזאת בין שהוא רוכש ביטוח אחריות ובין שהוא נוקט בדרך של ביטוח עצמי). גובהה של "פרמיית אחריות" זו תלוי בהיקף האחריות ובמידת האפקטיביות של שומר־הסף במניעת תרמית. ככל שהיקפה של האחריות המוטלת עליו רחב יותר, כן ידרוש שומר־הסף "פרמיית אחריות" בסכום גבוה יותר.⁴⁷ מסיבות דומות, ככל ששומר־הסף אפקטיבי פחות במניעה של מקרי תרמית, כן תהיה פרמיית האחריות גבוהה יותר.⁴⁸

מבחינה של שיקולי יעילות, עליית המחיר כשלעצמה אינה בלתי־רצויה בהכרח. השאלה המכרעת היא: מהי השפעתה של תוספת המחיר על התנהגות החברות הציבוריות הנזקקות לשירותיו של שומר־הסף? בהקשר זה יש חילוקי־דעות בספרות האקדמית. יש הגורסים שהטלת אחריות רחבה על שומרי־סף תגרום לפרישת חלק ניכר מהחברות מהשוק ואף לקריסתו המוחלטת של שוק־ההון.⁴⁹ מנגד, יש הטוענים שייקור העלויות הנגזר מהטלת האחריות הינו רצוי, שכן הוא יניע את החברות המעוניינות בביצוע תרמית להפנים את העלות החברתית של פעילותן.⁵⁰ במילים אחרות, שומר־הסף ידרוש מחיר גבוה יותר בעד

46 לדוגמה, מקובל להניח שגם רואי־חשבון מבקרים הממלאים את תפקידם כהלכה אינם יכולים למנוע לחלוטין תרמית על־ידי חברות ציבוריות. ראו: Choi, *supra* note 34, at p. 54.

47 מחקרים אמפיריים מראים שפירמות של רואי־חשבון אכן מעלות את התשלום בעד שירותי ביקורת לחברות ציבוריות בהתאם למידת החשיפה לאחריות משפטית. ראו: Ananth Seetharaman Ferdinand A. Gul & Stephen G. Lynn "Litigation Risk and Audit Fees: Evidence from UK Firms Cross-listed on US Markets" 33 *J. Acct. & Econ.* (2002) 91.

48 יש להדגיש ששומר־הסף יבקש לפצות את עצמו לא רק על האחריות הצפויה, אלא גם על העלויות הכרוכות בהפעלת פיקוח על לקוחותיו. כפי שיוסבר בהמשך, תהיה לתופעה זו השלכה על העלויות הכרוכות במשטר אחריות המבוסס על תקן של רשלנות.

49 ראו: Joel Seligman *The Transformation of Wall Street* (Boston, 2nd ed. 1995) 77; Michael P. Dooley "The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issue Market" 58 *Va. L. Rev.* (1972) 776, 776–777.

50 זה יישום של הטענה הכלכלית הקלסי לטובת אחריות מוחלטת, שלפיו אחריות מוחלטת תכריח מייקרים להפנים את העלות החברתית של פעולותיהם, ובכך תניע אותם לאמץ רמת פעילות רצויה מבחינה חברתית. אולם טיעון כלכלי זה אינו תקף לגבי צדדים שלישיים שאין אינטרס חברתי בכך שיפנימו את עלויות הפעילות של המבצעים העיקריים ראו: Alan O. Sykes "The Boundaries of Vicarious Liability: An Economic Analysis of the Scope of Employment Rule and Related Legal Doctrines" 101 *Harv. L. Rev.* (1987–1988) 563.

שירותיו מחברות בעלות סיכון גבוה יותר. כפי שאסביר מיד, אף אחת מהגישות האלה אינה נכונה בהכרח.

שומר-סף בעל מידע מלא בדבר כוונות לקוחותיו יתמחר את שירותיו באופן שישקף את האחריות הצפויה הנשקפת לו מהתקשרות עם כל לקוח בנפרד. בתנאים אידאליים אלה, הטלת אחריות מוחלטת תהיה רצויה גם אם לא תהיה לשומר-הסף יכולת להפעיל פיקוח אפקטיבי, שכן לקוחות שבכוונתם לפעול באופן לא-חוקי יידרשו למעשה לשאת בעלות החברתית של פעילותם הבלתי-רצויה. אולם בהיעדר מידע מלא על כוונת לקוחות-בכוח לעסוק בפעילות לא-חוקית, יחייב שומר-הסף את לקוחותיו בתשלום "פרמיית אחריות" אחידה, המשקפת את הסיכון הממוצע לתרמית המאפיין את כלל החברות (או את כלל החברות בעלות מאפייני סיכון דומים) הפועלות בשוק.

הספרות הכלכלית עוסקת בהרחבה בהשלכות של פערי מידע מסוג זה.⁵¹ ספרות זו מראה כי לא ניתן לצפות מראש, כעניין שבתיאוריה גרידא, את ההשפעה המדויקת של ייקור שירותיהם של שומרי-הסף על השוק הרלוונטי. ההשלכות של ייקור השירותים תלויות במשתנים רבים, כגון שיעור החברות בעלות כוונות לא-לגיטימיות מתוך כלל החברות, התועלת שהשחקנים השונים מפיקים מפעילות בשוק והיקף האחריות. במקום אחר ניתחתי בהרחבה את השלכותיה האפשריות של בעיית פערי המידע בין שומרי-הסף ללקוחותיהם.⁵² ניתוח זה הראה שהתוצאות האפשריות נעות בין היעדר השפעה על השוק לבין קריסתו המוחלטת. ברשימה זו אבקש להמחיש, באמצעות דוגמה מספרית פשוטה, את אפשרות התרחשותו של מצב דברים בעייתי אחד בלבד – זה שבו הטלת האחריות מניאה דווקא חברות עם כוונות חוקיות מפעילות בשוק הרלוונטי.

הניחו שחברה ציבורית פונה לעורכת-דין לשם ניסוח הסכמים הנדרשים להוצאתה אל הפועל של עסקה למכירת נכס לחברה-בת. עורכת-הדין מודעת לכך שלעיתים, עסקות מסוג זה משמשות חברות ציבוריות להסתרת מידע בדבר הכנסותיהן מציבור המשקיעים. ליתר דיוק, עורכת-הדין מעריכה ש-20% מן החברות המבקשות לעשות עסקות מסוג זה מעוניינות בהטעייתם של בעלי המניות שלהן. הנזק הנגרם כתוצאה מתרמית הינו 1,200 שקלים. עורכת-הדין יכולה להשקיע 50 שקלים בבדיקה שתאתר מחצית מהחברות המתכוונות להטעות את המשקיעים (דהיינו 10% מכלל הלקוחות). בהיעדר אחריות, היתה עורכת-הדין דורשת שכר של 50 שקלים בעד שירותיה המשפטיים. תחת כלל של אחריות מוחלטת, "פרמיית האחריות" שתדרוש עורכת-הדין תעמוד על 170 שקלים: עלות בדיקה של 50 שקלים ותוחלת אחריות של 120 שקלים.⁵³ לפיכך תדרוש עורכת-הדין תשלום כולל של 220 שקלים מכל לקוח.

51 ראו לדוגמה: George A. Akerlof "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" 84 Q. J. Econ. (1970) 488.

52 ראו: Assaf Hamdani "Gatekeeper Liability" 77 S. Cal. L. Rev. (2003–2004) 53.

53 כלל של רשלנות ייקר את שכר-הטרחת ב-50 שקלים בלבד; כלל של מודעות לא יטיל עלויות על ההתקשרות.

הניחו שהתועלת שלקוחות־בכוח מפיקים מביצוע תרמית היא 600 שקלים.⁵⁴ ציבור הלקוחות שומרי־החוק נחלק לשני סוגים. אשר לסוג הראשון, התועלת מעשיית העסקה היא 200 שקלים; התועלת לסוג השני הינה 400 שקלים. הלקוחות הנמנים עם הסוג הראשון מהווים 20% מכלל הלקוחות־בכוח; הלקוחות מהסוג השני מהווים 60%. מבחינה חברתית, רצוי שלקוחות שומרי חוק יבצעו את העסקה (שכן התועלת שהם מפיקים ממנה עולה על 50 שקלים), אך לקוחות עם כוונות תרמית יימנעו מביצועה. מה תהיה השפעתו של כלל האחריות בנסיבות אלה?

כאמור, עורכת־הדין תדרוש שכר כולל של 220 שקלים. כתוצאה מכך, לקוחות שומרי־חוק מהסוג הראשון יעדיפו לא לבצע את העסקה, שכן עלות השירותים המשפטיים תהיה גדולה מהתועלת שיפיקו מהעסקה. לאחר פרישתם של לקוחות אלה מהשוק, שיעור הלקוחות שיממשו בסופו של דבר את התרמית עולה ל־12.5% מכלל הלקוחות־בכוח.⁵⁵ לפיכך, העלות הצפויה לעורכת־הדין מייצוג לקוח תעלה ל־200 שקלים, ושכר־הטרחת הכולל יעמוד על 250 שקלים. שכר־טרחת זה לא יניא את יתר ציבור הלקוחות מעשיית העסקה.⁵⁶

ניתן לסכם דוגמה זו בטבלה הבאה:

סוג הלקוח	תועלת צפויה	שכ"ט אפקטיבי	האם יעשה את העסקה?
כוונת תרמית	400 שקלים	250 שקלים	כן
מטרה לגיטימית	200 שקלים	220 שקלים	לא
מטרה לגיטימית	400 שקלים	250 שקלים	כן

בסיטואציה זו, החלטת מקצת החברות לא לעשות את העסקה מהווה למעשה עלות חברתית הנובעת מהטלת אחריות על עורכת־הדין. על קובעי המדיניות לאזן עלות זו אל מול התועלת מהפחתה של מעשי התרמית בעקבות פיקוח עורכת־הדין על לקוחותיה.

54 כזכור, הטלת האחריות מניעה את עורכת־הדין להפעיל פיקוח, המונע בסופו של דבר מחצית ממקרי התרמית. הניחו שלקוח עם כוונת תרמית אינו יודע מראש אם ייבצר ממנו לבצע את התרמית אם לאו. בהתאם לכך, התועלת הצפויה מהעסקה ללקוח בעל כוונות תרמית הינה 300 שקלים בלבד (בהנחה שלקוח זה אינו מפיק כל תועלת מביצוע העסקה אם התרמית אינה יוצאת אל הפועל).

55 ציבור הלקוחות נחלק ל־20% המעוניינים בתרמית ו־80% המעוניינים בעסקה למטרות לגיטימיות. בהנחה שעורכת־הדין יכולה למנוע מחצית ממקרי התרמית, הסיכוי לתרמית עומד על 10%. כאשר 20% מהלקוחות פורשים מהשוק, הסיכוי לתרמית עולה ל־12.5% = (0.1/0.8).

56 הדוגמה המובאת בטקסט מניחה שקיימות שלוש קבוצות בלבד של לקוחות. סביר יותר להניח שציבור הלקוחות מתפלג למספר גדול יותר של לקוחות בהתאם לתועלת שהם מפיקים מפעילות בשוק והסיכוי שכניסתם לשוק תוליך לפעילות לא־חוקית מצידם.

למעשה, חישוב פשוט מראה שהטלת האחריות בדוגמה זו אינה רצויה, שכן החיסכון הנובע ממניעת מקצת מעשי התרמית נמוך מהעלות המתבטאת בפרישת חלק מהחברות מהשוק.⁵⁷ כאמור, בהיעדר נתונים קונקרטיים לא ניתן לקבוע מראש את ההשפעה על השוק שתהיה להטלת אחריות על שומרי-סף. עם זאת ניתן להצביע על מסקנות עקרוניות אחדות העולות מהניתוח התיאורטי.

ראשית, החמרה של משטר האחריות מגבירה את פוטנציאל העלויות. משטר אחריות קפדני יותר יביא לידי כך ששומרי-הסף ימצא אחראי במקרים רבים יותר, ובהתאמה גם לייקור שירותיו של שומר-הסף. לפיכך, שיפור תמריצי הפיקוח של שומרי-הסף באמצעות החמרה של משטר האחריות מגביר את החשש לפגיעה בשוק.⁵⁸

שנית, פוטנציאל העלויות גדל ככל שפערי המידע בין שומרי-הסף ללקוחותיו מתרחבים. כאשר יש לשומר-הסף יכולת להבחין בין לקוחות העומדים לעבור עברה לבין לקוחות שאינם כאלה, תהיה פרמיית האחריות המוטלת על כלל ציבור הלקוחות נמוכה יותר. לעומת זאת, כאשר אין לגורם שהאחריות מוטלת עליו יכולת להבחין בין לקוחות מסוגים שונים, הוא יטיל פרמיית אחריות אחידה על כלל ציבור הלקוחות הנתפסים כבעלי סיכון גבוה, כגון לקוחות קטנים או בעלי אופי פעילות תדודתי יותר.⁵⁹

שלישית, עלויות האחריות יפחתו ככל שתהיה לשומר-הסף יכולת טובה יותר למנוע את מקרי התרמית. שיעור הצלחה גבוה במניעה של מקרי תרמית יקטין את הסיכוי שוטל אחריות על שומר-הסף, ובהתאמה ימנע עלייה ניכרת בשכר שידרוש גורם זה בעד שירותיו.

יש לסייג את הדיון עד עתה בכל הנוגע בעלויות אחריות של שומרי-סף להטעיית משקיעים במסגרת הנפקת מניות (או כל נייר-ערך אחר). האחריות של שומרי-הסף בהקשר זה מגינה ישירות על ציבור המשקיעים שרכשו את ניירות-הערך מן החברה המנפיקה.

57 אלמלא הוטלה אחריות על עורכת-הדין, התועלת החברתית היתה שווה לתועלת שציבור הלקוחות מפיך מעשיית העסקות בניכוי העלות החברתית של תרמית ועלות השירותים המשפטיים. לפיכך, התועלת החברתית ללא אחריות הינה $0.2 \cdot (200 - 50) + 0.6 \cdot (400 - 50) = 110$. בהינתן משטר האחריות, התועלת החברתית שווה לתועלת שציבור הלקוחות מפיך מעשיית העסקות בניכוי סך עלויות התרמית, הפיקוח והשירותים המשפטיים, דהיינו: $0.1 \cdot (600 - 1300) + 0.1 \cdot (-100) + 0.6 \cdot (400 - 100) = 100$. במילים אחרות, הטלת אחריות מוחלטת במקרה זה מפחיתה את התועלת החברתית ב-10.

58 על השפעתם של כללי האחריות השונים על היקף העלויות אעמוד בהמשך.

59 מחקרים אמפיריים מראים כי הרחבה של היקף האחריות פוגעת בזמינותם של שירותי הביקורת שפירמות מבוססות של רואי-חשבון מעניקות ללקוחות הנתפסים כבעלי דיוקן סיכון גבוה. ראו: Fredrick L. Jones & K. Raghunandan "Client Risk and Recent Changes in the Market for Audit Services" 17 *J. Acct. & Pub. Pol.* (1998) 169; Jong-Hag Choi, Rajib Doogar & Ananda R. Ganguly "The Riskiness of Large Audit Firm Client Portfolios and Changes in Audit Liability Regimes: Evidence from the U.S. Audit Market" (Working Papers, February 2004) available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=268304 (3.10.2006).

בהיעדר אחריות, סביר להניח שרוכשים־בכוח יהיו מוכנים לשלם פחות בעד ניירות־הערך שהם רוכשים. הטלת האחריות תחייב אומנם את החברה המנפיקה לשלם מחיר גבוה יותר בעד שירותיהם של שומרי־הסף, אך תאפשר לה במקביל למכור את ניירות־הערך במחיר גבוה יותר. תופעה זו מפחיתה במידה משמעותית את החשש שהטלת אחריות על שומרי־סף תפגע בשוק ההנפקות.

(ב) החשש מהרתעת־יתר

הטלת אחריות על שומרי־סף יוצרת ניגוד־עניינים־בכוח בין שומר־הסף והמבצע הישיר. הגישה הכלכלית למשפט יוצאת מנקודת־הנחה שמעוולים מפנימים את התועלת מפעילותם, אך לא את הנזקים הנגרמים כתוצאה מפעילות זו.⁶⁰ בהינתן תופעה זו של החצנת עלויות, אחת המטרות המרכזיות של הטלת האחריות הינה להניע את המעוול להביא בחשבון גם את העלות החברתית של פעילותו. הנחת־מוצא בסיסית זו של המודל הקלאסי אינה חלה בהכרח ביחס לשומרי־סף. שומר־הסף הנושא בעלויות הצפויות מהטעיית המשקיעים אינו מפנים בהכרח את מלוא התועלת המופקת מפעילותו של המבצע הישיר. כתוצאה מכך, קיים חשש שהטלת אחריות תיצור מצב של הרתעת־יתר של שומרי־סף.⁶¹ לדוגמה, התופעה של הרתעת־יתר יכולה למצוא ביטוי בנקיטת גישה שמרנית יתר על המידה על־ידי רואי־החשבון באשר למדיניות הדיווח הפיננסי של החברה.⁶² תת־פרק זה יבחן את התנאים שבהם תיצור הטלת אחריות על שומרי־סף הרתעת־יתר, ויסביר מדוע ספק אם חשש זה הינו משמעותי בהקשר של שוק־ההון.

חוסר ודאות: הבעיה של הרתעת־יתר מתעוררת בעיקר בתנאים של חוסר ודאות עובדתית או משפטית. אם ברור שדרך פעולה מסוימת הינה חוקית, אין סיבה לשומר־הסף לנקוט זהירות־יתר; אם ברור שדרך מסוימת אינה חוקית, אין חשש מפני הרתעת־יתר. תנאים של חוסר ודאות, לעומת זאת, מחייבים את הצדדים לשקול את התועלת שבהתנהגות אל מול האחריות הצפויה. בנסיבות אלה קיים חשש ששומר־הסף לא יביא בחשבון את מלוא התועלת הכרוכה בביצוע ההתנהגות.⁶³ לדוגמה, הניחו שכללי הדיווח החשבונאי אינם קובעים עמדה ברורה באשר לעיתוי ההכרה בהכנסה מעסקה מסוימת בדו"חות הכספיים של החברה. החברה תפיק תועלת של 100,000 שקלים אם תכיר בהכנסה בדו"חות של השנה

60 ראו: Keith N. Hylton "A Missing Markets Theory of Tort Law" 90 *Nw. U. L. Rev.* (1996) 977. להשלכות הנובעות מהתרת הנחה בסיסית זו בנוגע לעיצוב כלל הרשלנות, ראו:

Ariel Porat "The Many Faces of Negligence" 4 *Th. Inq. Law* (2003) 105.

61 להצגת התופעה של שמרנות־יתר וניתוחה בהקשר האחריות של ספקי שירות אינטרנט, ראו:

Assaf Hamdani "Who's Liable for Cyberwrongs?" 87 *Cornell L. Rev.* (2001–2002) 901.

ראו גם: Larry E. Ribstein "Limited Liability of Professional Firms After Enron" 29 *J. Corp. L.* (2004) 427, 437.

62 לניתוח תופעת "השמרנות החשבונאית", ראו: Ross L. Watts "Conservatism in Accounting"

Part II: Explanations and Implications" 17 *Acct. Horizons* (2003) 287.

63 הטקסט מניח שההתנהגות המקימה בסיס לאחריות הינה תמיד בלתי־רצויה. תחת הנחה זו,

הנוכחית. מנגד, קיימת הסתברות של 25% שהכרה בהכנסה בשנה הנוכחית תביא לידי הטלת אחריות בסכום של 200,000 שקלים. בנסיבות אלה, האינטרס של החברה הינו להכיר בהכנסה בשנה הנוכחית. לעומת זאת, דיווח כאמור אינו מקנה לרואה-החשבון של החברה כל רווח ישיר, אך מגביר את חשיפתו לאחריות משפטית אם יתברר שאופן הדיווח היה שגוי. בנסיבות אלה, נטייתו של רואה-החשבון תהיה לאמץ גישה שמרנית יותר. עלויות משאומות: חוסר הוודאות הינו תנאי הכרחי, אך לא מספיק, לקיומה של הרתעת-יתר. האחראי העקיף אכן אינו מפנים את מלוא התועלת המופקת מהתנהגות המבצע הישיר, אולם למבצע הישיר יש אינטרס ברור שהאחראי העקיף לא יהיה זהיר יתר על המידה. לפיכך, המבצע הישיר ינסה להניע את שומר-הסף לנקוט באמצעי זהירות אופטימליים בלבד. בדוגמה שלעיל, לחברה המנפיקה יש אינטרס ברור שרואה-החשבון לא יאמץ מדיניות דיווח שמרנית. לפיכך תבקש החברה לשכנע את רואה-החשבון לפעול בדרך העולה בקנה אחד עם האינטרס שלה. בעולם ללא עלויות עסקה, סביר להניח שהצדדים יסכימו על נקיטת מדיניות ראויה על-ידי שומר-הסף. בפועל, הצלחת הלקוח להניא את שומר-הסף מאימוץ של מדיניות פיקוח שמרנית יתר על המידה תלויה בעלויות העסקה בין הצדדים.

תחרות בין שומרי-סף: גורם נוסף הפועל לריסון החשש מפני הרתעת-יתר הינו התחרות בין שומרי-סף. במצב של תחרות בין שומרי-סף על לקוחות, שומר-סף שינקוט בגישה שמרנית יתר על המידה יאבד לקוחות למתחרים. לפיכך, גם אם עלויות המשאומות בין שומרי-הסף ללקוחותיהם גבוהות, ייתכן שהתחרות בין שומרי-הסף תביא לידי מיתון התופעה של הרתעת-יתר.⁶⁴

האם החשש מפני הרתעת-יתר תקף גם ביחס להטלת אחריות בגין הטעיית משקיעים? מורכבות הדרישות המשפטיות והחשבונאיות החלות על חברות ציבוריות באשר לחובות הדיווח יוצרות אי-ודאות, העלולה ליצור הרתעת-יתר.⁶⁵ נוסף על כך, השוק של שומרי-סף, כגון רואה-החשבון, חתמים ועורכי-דין, אינו מתאפיין בתחרותיות גבוהה. יתר על-כן, הדין מטיל במקרים מסוימים מגבלות נוקשות על היכולת לעצב הסדרי שיפוי, ומגביר

אין חשש להרתעת-יתר בתנאי ודאות. אולם בהנחה שמטרת האחריות הינה להניע רק את אלה שהתועלת שהם מביצוע ההתנהגות עולה על הנוק החברתי לנקוט בדרך פעולה מסוימת, החשש להרתעת-יתר קיים גם בתנאי ודאות.

64 ראו גם: Giuseppe D. Mattiacci & Francesco Parisi "The Cost of Delegated Control: Vicarious Liability, Secondary Liability and Mandatory Insurance" 23 *Int. Rev. L. & Econ.* (2003) 453. הרתעת-יתר הינה גם פונקציה של כלל האחריות הנוהג. ראו: *supra* note 61.

65 לאחרונה נטענו בארצות-הברית טענות בדבר תופעה של שמרנות-יתר אצל פירמות של ראיית-חשבון בנוגע למדיניות הדיווח לגבי מנגנוני הבקרה הפנימיים, וזאת כתוצאה של חוסר הבהירות באשר להיקף הדרישות לפי סעיף 404 ל-"Sarbanes-Oxley Act" (*supra* note 2) ראו: Roundtable Discussion on Implementation of Internal Control Reporting Provisions, available at <http://www.sec.gov/spotlight/soxcomp/soxcomp-trans.txt> (6.4.2006).

בכך את עלויות העסקה בין הצדדים.⁶⁶ עם זאת סביר להניח שהחשש להרתעת־יתר אינו משמעותי לנוכח העלויות הנמוכות של משא־ומתן המאפיינות את מערכת היחסים בין חברות ציבוריות לשומרי־הסך השונים. בניגוד למצבים אחרים (כגון מערכת היחסים בין ספק גישה לאינטרנט ללקוחותיו), הנהלתה של החברה הציבורית נמצאת במגע ישיר שוטף עם שומרי־הסך שהאחריות מוטלת עליהם. יתר על־כן, נוסחם הסופי של מסמכי הגילוי הינו במקרים רבים תוצאה של הליך משא־ומתן מתמשך בין החברה לעורכי־הדין, רואי־החשבון והחתמים. לדוגמה, אם רואה־החשבון המבקר עומד לנקוט במדיניות דיווח הנראית לחברה שמרנית יתר על המידה, ההנהלה יכולה להציע חלופות, כגון חוות־דעת משפטית או הערכת שווי, שיניחו את דעתו. יש אף מחקרים המראים כי אחת הסיבות להחלפת רואי־חשבון על־ידי חברות ציבוריות הינה שמרנות־יתר של רואי־החשבון בדבר אופן הדיווח על מצבה הפיננסי של החברה.⁶⁷ סביר להניח שקיומו של משא־ומתן בשילוב תמריצי־שוק ירכך משמעותית את ניגוד־העניינים בין חברות ציבוריות לשומרי־הסך הנושאים באחריות לתרמית.

3. מבנה ההתערבות המשפטית

בהנחה שיש הצדקה להתערבות, עולה השאלה: מהי הטקטיקה שעל המדינה לאמץ? חלק זה עוסק בשלוש שאלות מרכזיות הנוגעות במבנה הראוי של ההתערבות המשפטית: הבחירה בין רגולציה למשטר אחריות, תקן האחריות הרצוי וההתייחסות הראויה לריבוי האחראים־בכוח.

(א) טקטיקת ההתערבות: רגולציה מול כללי אחריות

משטר אחריות יטיל על שומרי־הסך סנקציה במקרה שבו החברה מעורבת בתרמית. תקן האחריות יכול להיות מסוג של אחריות מוחלטת, רשלנות, מודעות או כל שילוב אחר. משטר המבוסס על כללי אחריות מעניק תפקיד מרכזי לבתי־המשפט. במשטר של רגולציה, לעומת זאת, המדינה – המחוקק, מחוקק־המשנה או הרשות הרלוונטית – מכתיבה מראש לשומרי־הסך כללי התנהגות האמורים להשפיע על איכות הבקרה והפיקוח שלהם. כמובן, ניתן להסדיר את פעילות שומרי הסך גם באמצעות משטר המשלב היבטי רגולציה עם היבטי אחריות.

לשם המחשה, הניחו שהמדינה מבקשת לשפר את הבקרה המופעלת על־ידי רואי־חשבון על חברות ציבוריות. משטר אחריות המבוסס על תקן של רשלנות, למשל, יחייב את

66 ראו סעיף 34 לחוק ניירות־ערך, לעיל הערה 5, הקובע מגבלות באשר להסדרי שיפוי בין חברות מנפיקות לחתמים, וסעיף 166(ב) לחוק החברות, לעיל הערה 3, האוסר על הסדרי שיפוי בין רואי־חשבון מבקר לחברה המבוקרת.

67 ראו: Mark L. DeFond & K. R. Subramaniam "Auditor Changes & Discretionary Accruals" 25 J. Acct. & Econ. (1998) 35

רואה-החשבון המבקר לפצות את המשקיעים בכל מקרה שבו לא נקט אמצעים סבירים לאימות הדו"חות הכספיים של החברה. משטר זה יחייב את בתי-המשפט להתוות את רמת הפיקוח הנדרשת מרואי חשבון. במשטר של רגולציה, לעומת זאת, יכתיב מחוקק-המשנה לרואי-החשבון כללי התנהגות האמורים לשפר את איכות הביקורת. כללים אלה יכולים לעסוק ישירות בטיב הפיקוח המופעל על-ידי רואה-החשבון, או להנהיג שינויים מבניים בשוק שמטרתם להשפיע בעקיפין על איכות הפיקוח.⁶⁸ ניתן אף לנקוט בגישה משולבת. לדוגמה, המדינה נוקטת בדרך של רגולציה בכך שהיא מחייבת חברות לשכור את שירותיו של רואה-חשבון שיבקר את הדו"חות הכספיים שלהן.⁶⁹ במקביל, חוק ניירות-ערך וחוק החברות מטילים אחריות על רואה-החשבון כאשר תפקודו לקוי.

הבחירה הראויה בין כללי אחריות לרגולציה נידונה בהרחבה בספרות.⁷⁰ בתמצית, ניתן להצביע על השיקולים הבאים כרלוונטיים במיוחד לעניין אחריותם של שומרי-הסף. ראשית, ככל שעלותה של האחריות המשפטית גבוהה יותר (בשל החשש מעיוות של החלטות בדבר כניסה לשוק), כן אפיק הרגולציה נעשה אטרקטיבי יותר. שנית, אפיק הרגולציה מגביר את הוודאות של השחקנים השונים בשוק באשר להיקף חובות הפיקוח שלהם. בניגוד לאחריות משפטית (ובמיוחד אחריות על בסיס רשלנות), רגולציה פרטנית של חובות הפיקוח מכתיבה מראש לשומרי-הסף את היקף ההשקעה הנדרשת מהם בפיקוח על לקוחותיהם, ומונעת את החשש מפסיקות סותרות על-ידי בתי-המשפט. מנגד, אפיק האחריות הינו גמיש, ומאפשר לבתי-המשפט לעצב תקנים של אחריות שיתאימו עצמם לשינויים המתמידים המאפיינים את שוק-ההון. כמו-כן חשוב לציין שאפיק הרגולציה מחייב את מחוקק-המשנה לצפות מראש את מגוון הדמויות העשויות ליטול חלק בהטעיית משקיעים. במילים אחרות: אפיק זה אינו ישים כאשר יש צורך בהטלת חובות על רשימה בלתי-מוגדרת מראש של שחקנים, שאינם מהווים בהכרח דמויות קבועות בשוק-ההון. לבסוף, הבחירה באפיק האחריות מחייבת הסתמכות על מקצועיותם של בתי-המשפט בהתווייתה של רמת הפיקוח הנדרשת

68 Sarbanes-Oxely Act והתקנות שהותקנו בעקבותיו אימצו מגוון דרישות שתכליתן שיפור של איכות הביקורת שפירמות ראיית-חשבון עורכות. בין השאר אומצו הגבלות לגבי מתן שירותים נוספים לשירותי הביקורת, ונקבעה חובת מחזוריות פנימית של שותפים בפירמות לראיית-חשבון. לסקירה כללית, ראו: Elliott J. Weiss "Some Thoughts on an Agenda for the Public Company Accounting Oversight Board" 53 *Duke L.J.* (2003– 2004) 491, 497–499. נוסף על כך, אומץ מנגנון המטיל על עורכי-דין המייצגים חברות ציבוריות חובות דיווח לדיקטוריון ומסדיר את אופן הטיפול בדיווחים מסוג זה. לסקירה כללית ראו: Jill E. Fisch & Caroline M. Gentile "The Qualified Legal Compliance Committee: Using the Attorney Conduct Rules to Restructure the Board of Directors" 53 *Duke L.J.* (2003–2004) 517, 523–534.

69 ראו סעיף 155 לחוק החברות, לעיל הערה 3.

70 Louis Kaplow "Rules and Standards: An Economic Analysis" 42 *Duke L.J.* (1992– 1993) 557; Steven Shavell "Liability for Harm versus Regulation of Safety" 13 *J. Legal Stud.* (1984) 357; Issac Ehrlich & Richard Posner "An Economic Analysis of Legal Rulemaking" 3 *J. Legal Stud.* (1974) 257.

משומרי־הסף השונים.

(ב) היקף ההתערבות: כלל האחריות האופטימלי

אחריות שומרי־סף מתאפיינת במתח אינהרנטי בין איכות התמריצים לבין העלויות של כלל האחריות. על רקע מתח זה, הדיון שלהלן יעסוק בגיבושם של עקרונות מנחים בקביעתו של כלל האחריות האופטימלי לשומרי־סף.

כפוף לחשש מפני הרתעת־יתר, אשר ספק אם הינו משמעותי בהקשר של שוק־ההון, כלל של אחריות מוחלטת מספק תמריצי פיקוח אופטימליים, אך אינו מחייב את בתי־המשפט להגדיר את רמת הפיקוח הנדרשת ולוודא שהנתבע אכן עמד בדרישות המופנות אליו. מנגד, כלל זה מטיל אחריות על שומרי־סף גם כאשר נקטו באמצעי פיקוח אופטימליים, ובכך מייקר את עלויות השירותים של שומרי־הסף ומגביר את החשש לפגיעה בשוק.

כלל של רשלנות הפוטר את שומרי־הסף מאחריות במקרה שבו נקט בצעדי הפיקוח הנדרשים מפחית את "פרמיית האחריות", ואיתה את החשש מפגיעה בשוק, שכן שומרי־הסף הנוקט פיקוח אופטימלי יידרש לשאת רק בעלויות הפיקוח (ולא בעלויות אחריות). לשם המחשה, בדוגמה של עורכת־הדין, שנידונה לעיל, כלל של רשלנות יניע את עורכת־הדין לדרוש שכר של 100 שקלים בלבד, שישקף את עלות השירותים ואת עלות הפיקוח. בהינתן שכר זה, כל החברות יבחרו להתקשר בעסקה הרלוונטית ובכך תימנע הפגיעה בשוק.⁷¹

מנגד, תקן של רשלנות מחייב אמון רב הן במקצועיות של בתי־המשפט, שיידרשו להכריע בדבר רמת הפיקוח הנדרשת מצד שומרי־הסף, והן באיכות המידע העומד לרשותם לעניין בירור השאלה אם הנתבע אכן נקט בצעדים הנדרשים.⁷² מטלה כבדת־משקל זו מוסיפה לעלויות ההליך המשפטי, מגבירה את אי־הודאות ואת החשש מפני טעויות, ובכך גורמת ייקור נוסף בשירותים של שומרי־הסף. יתר על־כן, בשוק־ההון הישראלי יש מספר קטן יחסית של חברות ציבוריות, ומספר התביעות שעניינן רשלנות של שומרי־סף צפוי להיות נמוך בהתאם. למצב דברים זה עלולות להיות שתי השלכות בעייתיות. ראשית, מספרן הנמוך יחסית של תביעות ייצור מספר קטן של תקדימים מנחים, ובכך יפגע בוודאות באשר

71 גם כאן ניתן לערוך חישוב פשוט כדי לקבוע את התועלת של משטר אחריות המבוסס על כלל של רשלנות. אלמלא הוטלה אחריות על עורכת־הדין, היתה התועלת החברתית שווה לתועלת שציבור הלקוחות מפיק מעשיית העסקות בניכוי העלות החברתית של תרמית ועלות השירותים המשפטיים. לפיכך, התועלת החברתית ללא אחריות הינה $0.2 \cdot (200 - 50) + 0.6 \cdot (400 - 50) = 110$. בהינתן קיומה של אחריות, התועלת החברתית שווה לתועלת שציבור הלקוחות מפיק מעשיית העסקות בניכוי העלות החברתית של תרמית, עלות השירותים המשפטיים ועלות הפיקוח: $0.1 \cdot (600 - 1250) + 0.2 \cdot (200 - 100) + 0.6 \cdot (400 - 100) = 100$. לפיכך, אימוץ כלל של רשלנות מגדיל את התועלת המצרפית ב־10.

72 לשם המחשה, אילו הוקם בישראל בית־משפט מתמחה בדיני חברות, סביר להניח שהיה בכך כדי להווייל את העלויות הכרוכות ביישום משטר של רשלנות. המלצה להקים בית־משפט כאמור כלולה בדו"ח ועדת גושן, לעיל הערה 15.

לרמת הפיקוח הנדרשת.⁷³ שנית, מספר קטן של תביעות ימנע מבתי-המשפט אפשרות לפתח מומחיות באשר לבחינת תפקודם של שומרי-סף. כלל פוטנציאלי נוסף מתבסס על ידיעה בפועל של שומרי-הסף אודות קיומה של תרמית. יתרונן של כלל זה הוא בכך שהוא מפחית עד למזער את העלויות הכרוכות בהטלת אחריות משנית. יתר על-כן, בניגוד לכלל של רשלנות, כלל זה אינו מחייב את בתי-המשפט למומחיות מיוחדת באשר לאופן פעולתם של שומרי-הסף בשוק-ההון. חסרונן המרכזי של כלל זה הינו כשלונן ליצור תמריצי פיקוח.⁷⁴

(ג) אחריות שומרי-סף כאחריות קבוצתית

הדיון עד עתה הניח שהאחריות תוטל על שומרי-סף יחיד ועליו בלבד. אולם במקרה הטיפוסי של הטעיית משקיעים מעורבים בדרך-כלל שומרי-סף אחדים, וכן גם החברה, בעלי-השליטה בה, הדירקטורים ונושאי-משרה אחרים. ריבוי הנתבעים-הפוטנציאליים מעלה כמה סוגיות שיש לתת להן מענה. ראשית, האם יש בהטלת אחריות על קבוצת משתתפים כדי לפגוע באיכות התמריצים המופנים אל כל אחד מן המעורבים?⁷⁵ על משטר אופטימלי של אחריות שומרי-סף להבטיח שהתשובה לכך תהא שלילית. כזכור, ההצדקה הבסיסית להרחבה של מעגל האחריות הינה כשל ההרתעה הנובע מהטלת אחריות על האחראי הישיר – החברה והנהלתה – במקרה של הטעיית משקיעים. הטלת אחריות על גורם נוסף ראוייה רק כאשר יש ביכולתו של גורם זה למנוע את התרמית בעלות נמוכה יחסית. גם בהנחה שיותר משומרי-סף אחד מעורב בהטעיית המשקיעים על משטר האחריות להבטיח שהאחריות תוטל על כל גורם רק ביחס להתנהגות שהיה בכוחו למנוע. לדוגמה, אין חולק שאין להטיל אחריות על עורכי-הדין של החברה בשל כשלונם לפקח על אמיתות הדו"חות הכספיים של החברה. לבסוף, יש לזכור שמדובר בקבוצה קטנה יחסית של מעורבים שבאפשרותם להקצות את הסיכונים מראש – בין באמצעות חלוקת אחריות ובין באמצעות הסדרי שיפוי – ולתאם את פעולותיהם. שילוב של אמצעים אלה יפחית משמעותית את החשש מפני דילול תמריצים במקרה של ריבוי אחראים.

סוגיה נוספת היא ההתייחסות הראויה של מערכת המשפט להסדרי שיפוי בין הצדדים.⁷⁶

73 במילים אחרות, גם בהקשר זה יש ביטוי לתופעה הידועה בספרות הכלכלית כ-"network externalities", דהיינו התועלת הצפויה מהשימוש בכלל הרשלנות עולה ככל שמספר התובענות המגיעות לבתי-המשפט גדל. לניתוח התופעה בהקשר של תפקיד בתי-המשפט של מדינת דלוויר במירוץ על ליבן של חברות ציבוריות בארצות-הברית, ראו: Ehud Kamar "A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law" 98 *Colum. L. Rev.* 1908 (1998).

74 ראו דיון להלן, טקסט נלווה להערות 108–109.

75 ראו: Alon Harel & Assaf Jacob "An Economic Rationale for the Legal Treatment of Omissions in Tort Law: The Principle of Salience" 3 *Th. Inq. Law* (2002) 413.

76 ראו חוק ניירות-ערך, לעיל הערה 66.

מבחינה עקרונית, נראה שמן הראוי להקנות תוקף להסדרי שיפוי בין שומרי־הסף השונים לבין החברה והנהלתה, וזאת בהנחה שהצדדים יעשו מלאכה טובה יותר מהמדינה בהקצאה של סיכוני האחריות המשפטית (וכפוף לחריג המסורתי בדבר איסור השיפוי על הפרת חוק מכוונת). עם זאת, מכיוון שבחברות ציבוריות עסקינן, יש מקום לבחון את היחס בין הסדרי שיפוי לבין בעיית הנציג, דהיינו: האם קיים חשש שבעלי המניות יהיו אלה שישפו בסופו של דבר את שומרי־הסף שנכשלו בפקוח על ההנהלה או על בעלי־השליטה?

פרק ג: אחריות שומרי־סף לפי חוק ניירות־ערך

פרק זה בוחן באורח ביקורתי את משטר האחריות האזרחית של שומרי־הסף לפי חוק ניירות־ערך.⁷⁷ החוק מבחין בין שומרי־סף שונים בהתבסס על חתימתם על מסמכי הגילוי או צירוף חוות־דעתם למסמכים אלה. החוק מכיר בעילת־תביעה אזרחית נגד מי שחתם על מסמכי הגילוי או צירף אליהם חוות־דעת, אך שותק באשר לאפשרות של הטלת אחריות על גורמים אחרים שתורמו להטעיית המשקיעים מבלי שצירפו חוות־דעת למסמכי הגילוי. פרק זה יטען שהבחנה זו אינה מוצדקת, וכי מן הראוי להכיר מפורשות בכלל של אחריות בגין "סיוע" לתרמית.

1. אחריות חתמים ומומחים אחרים

חוק ניירות־ערך מבחין בין חתמים לשומרי־סף אחרים. סעיף 31(א) לחוק מטיל אחריות לנזק בגין פרט מטעה בתשקיף על מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22. סעיף זה מעגן למעשה את אחריות החתמים לאמיתות האמור בתשקיף.⁷⁸ לעניין שומרי־סף אחרים, החוק קובע הסדרים דומים ביחס לשוק הראשוני והשוק המשני. בנוגע לשוק הראשוני, סעיף 32 לחוק מטיל אחריות גם על מי שנתן חוות־דעת, דו"ח סקירה או אישור שנכללו או נזכרו בתשקיף בהסכמתו המוקדמת (להלן: מומחה). סעיף זה קובע שני תנאים מרכזיים באשר לאחריות. ראשית, האחריות תוטל רק אם הדו"ח או חוות־הדעת נכללו בתשקיף בהסכמתו המוקדמת של המומחה. שנית, המומחה אחראי רק "לנזק שנגרם מחמת שהיה פרט מטעה בחוות הדעת, בדו"ח, בסקירה או באישור שנתן".⁷⁹ סעיף 33 קובע סייגים נוספים לאחריות לפי סעיף 31. לעניין אחריות מומחים, הסייג המרכזי הוא זה הקבוע בסעיף 33(1), השולל את האחריות ממי "שהוכיח כי נקט את כל

77 כאמור לעיל, המאמר אינו בוחן את היבטי הרגולציה הנוגעים בתפקודם התקין של שומרי־סף שונים, כגון דרישות אי־התלות של רואי־החשבון.

78 החתמים נדרשים לחתום על התשקיף מכוח סעיף 22(ג) לחוק ניירות־ערך, לעיל הערה 5.

79 ראו גם סעיף 53(א)(3) לחוק ניירות־ערך, שם, המטיל אחריות פלילית על מי שנתן חוות־דעת,

האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהיה פרט מטעה בתשקיף, בחוות הדעת, בדו"ח או באישור, והאמין בתום לב שאכן אין בו פרט כזה.⁸⁰ משטר אחריות זהה בהיקפו חל על שומרי-סף בשוק המשני מכוח סעיף 38 לחוק, המחיל את הוראות סעיפים 31-34 גם על מי שנתן חוות-דעת, דו"ח, סקירה או אישור שנכללו או שנזכרו בהסכמתו בכל מסמך גילוי לפי חוק ניירות-ערך.⁸¹ הפסיקה הישראלית עסקה בכמה הזדמנויות באורח כללי בחובות המשפטיות המוטלות על חתמים ומומחים אחרים,⁸² אך בתי-המשפט טרם נדרשו לדיון מפורט בהיקף של חובת הבדיקה המוטלת מכוח סעיף 31. חריג ראוי לציון הוא פסק-דינו של בית-המשפט המחוזי בנצרת בעניין סבן,⁸³ שעסק באחריות החתם לפרט מטעה שנכלל בתשקיף בעניין מעורבותו של מייסד החברה המנפיקה בפרשות תרמית בעבר. בית-המשפט קבע שהחוק מטיל על החתמים חובה לנקוט בכל האמצעים הנאותים כדי להבטיח שלא יהא בתשקיף פרט מטעה, וחובה זו משמעה שהחתם מחויב בבדיקה מעמיקה של החברה לשם אימות הפרטים שסיפק לו מנהליה.⁸⁴ חוק ניירות-ערך מאמץ איפוא משטר אחריות מחמיר יחסית בנוגע לחתמים וגורמים שחוות-דעת מטעמם צורפה למסמכי הגילוי או נזכרה בהם בהסכמתם. המומחה יהיה פטור מאחריות אם יוכיח שנקט את כל האמצעים הנאותים על-מנת לוודא את אמיתות המידע. במילים אחרות, ניתן להתייחס אל כלל אחריות זה כאל כלל של רשלנות מוגברת, המוחלת אך ורק בהתייחס למידע מוטעה שנכלל בחוות-הדעת מטעם המומחה. הגורמים העיקריים הצפויים לבוא בגדרה של אחריות זו הינם החתמים (באשר למידע

דו"ח או אישור שנכללו או נזכרו בתשקיף בהסכמתו המוקדמת ביודעו שיש בכך פרט מטעה; ע"פ 5734/91 מדינת ישראל נ' לאומי ושות' בנק להשקעות, פ"ד מט(2) 4, 39-41 (זיכוי חתם מעברה לפי סעיף זה (בנוסח קודם) בשל היעדר יסוד נפשי של מודעות).
80 דרישה נוספת היא שמולאה החובה לפי סעיף 25(ד) לחוק ניירות-ערך, לעיל הערה 5 שעניינה הודעה בכתב לרשות ניירות-ערך על כל דבר שהרשות עשויה להתחשב בו בשיקוליה להתיר, לאסור או להשהות את פרסום התשקיף עד לאחר תיקונו.
81 יודגש שאחריות המומחים אינה שוללת את אחריות המבצעים העיקריים. כמו-כן, הכלל הוא שמנהלי החברה אינם יכולים לפטור עצמם מאחריות בטענה שהסתמכו על מומחים חיצוניים. ראו מחוזי - ע"פ (ת"א) 1405/95 שלדות מפעלי מתכת נ' מדינת ישראל (לא פורסם, ניתן ביום 21.1.1998).

82 ראו מחוזי - ת"א (י"ם) 556/85, 501/85 קופמן חברה לבנין ואח' נ' הבנק הבנלאומי הראשון לישראל, פ"מ תשמ"ח(א) 265, 272 (התייחסות לאחריות החתם); מחוזי - ת"פ (ת"א-יפו) 92/97 מדינת ישראל נ' חברת י. מ. עיני (לא פורסם, ניתן ביום 30.4.2000) (התייחסות לחובת החתם בהנפקה לבדיקת חוסנה הכלכלי של החברה המנפיקה ונכונות המידע הכלול בתשקיף).

83 מחוזי - ת"א (נצרת) 496/95 סבן נ' להב (לא פורסם, ניתן ביום 8.8.1999).

84 ראו גם ציפורה כהן "בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותורפות" (התשנ"א-1990) 406 (תקן הנהירות הקבוע בחוק חמור מתקן הנהירות הרגיל). עם זאת לא ברור באיזו מידה תקן אחריות זה אכן שונה מהותית מזה החל על בעלי-מקצוע בעלי מומחיות מיוחדת.

הכלול בתשקיף) ורואי־החשבון המבקרים של החברה (באשר לדו"חות הכספיים של החברה).⁸⁵ בנסיבות מסוימות יהיה ניתן להטיל מכוח סעיפים אלה אחריות גם על עורכי־דין המצרפים חוות־דעת לתשקיף ועל מעריכי־שווי.⁸⁶ חשוב עם זאת לציין שגורמים אלה יהיו אחראים רק לאמיתות המידע שחוות־הדעת מטעמם מתייחסת אליו.

האם משטר זה מספק? ראשית, יש להעריך את עלויותיו הצפויות. סביר להניח שלחתם או לגורם המצרף חוות־דעת למסמכי הגילוי יש יכולת לנקוט צעדים על־מנת לוודא שהמידע בתשקיף או שחוות־הדעת שלו מתייחסת אליו משקף נכונה את המציאות. לפיכך, בהינתן הנחת־המוצא המקובלת בדבר הצורך להרחיב את מעגל האחראים להטעיית משקיעים, יש הצדקה עקרונית להטלת אחריות משפטית על גורמים אלה. יתר על־כן, בכל הנוגע במומחים, החוק מגביל את פוטנציאל העלויות על־ידי תחימת האחריות למידע הכלול בחוות־הדעת בלבד, ועל־ידי מתן אפשרות למומחה לפטור עצמו מאחריות אם יוכיח שעשה כל שביכולתו לוודא את אמיתות המידע. במקביל, החוק מטיל על שומר־הסף את הנטל להראות כי עשה כל שביכולתו למנוע את הטעיית המשקיעים. הענקת פטור מאחריות למומחה המשכנע את בית המשפט כי הפעיל פיקוח נאות מפחיתה את "פרמיית האחריות" שידרוש שומר־הסף, ומגבילה בכך את החשש לפגיעה בשוק.

עם זאת, בהיעדר פסיקה ישראלית, קשה לאמוד את העלויות הכרוכות במשטר אחריות זה. גם מומחים הנוקטים בכל האמצעים הסבירים עלולים לטעות או להיכשל בפיקוח על החברה. גישה מחמירה של בתי־המשפט בנסיבות אלה תהפוך הלכה למעשה את כלל הרשלנות המוגברת הקבוע בחוק לכלל של אחריות מוחלטת, עם כל העלויות הכרוכות בכך.⁸⁷

המאמר מתמקד באחריות האזרחית של שומרי־סף לפי חוק ניירות־ערך בלבד. למותר

85 תקנה 9(ב) לתקנות ניירות־ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970, ק"ת 2037, מטילה חובה על רואה־החשבון של תאגיד לצרף את חוות־דעתו בנוגע לדו"חות הכספיים המבוקרים וכן לדו"חות הכספיים המאוחדים המבוקרים של התאגיד. כמו־כן, על חוות־הדעת האמורה לכלול אישור בדבר עריכת הדו"חות בהתאם לתקנות דו"חות כספיים. תקנה 56(ה) לתקנות ניירות־ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), תשכ"ט-1969, ק"ת 1794 (להלן: תקנות ניירות־ערך) מטילה על רואה־החשבון חובה לסקור או לבקר את הדוחות הכספיים הרלוונטיים ולצרפם לתשקיף, בציון הסכמה מראש מטעמו לכלול את דו"ח הסקירה או הביקורת בתשקיף. האחריות על רואה־החשבון המבקר לפי חוק ניירות־ערך (לעיל, הערה 5) מיתוספת לאחריות לפי חוק החברות. סעיף 170(א) לחוק החברות (לעיל, הערה 3) קובע: "רואה החשבון המבקר אחראי כלפי החברה ובעלי מניותיה לאמור בחוות־דעתו לגבי הדוחות הכספיים."

86 תקנה 61 לתקנות ניירות־ערך, שם, דורשת שתצורף לתשקיף חוות־דעת משפטית המאשרת שהזכויות הנלוות לניירות־הערך המוצעים תוארו נכונה, שהמנפיק מוסמך להנפיק ניירות־ערך באופן שהוצע ושמהליו נתמנו כדין. נוסף על כך, על חוות־הדעת מטעם עורך־הדין לכלול את הסכמתו לצירופה לתשקיף.

87 מעבר לכך, כאשר מדובר בפעילויות בעלות אופי סטטי, דהיינו המבוססות על תבנית קבועה, דומה שניתן להסתפק בתקן של רשלנות בשילוב רגולציה. לדוגמה, הדין הישראלי מאמץ הסדרים שנועדו להבטיח אי־תלות של רואה־החשבון המבקר. ראו תקנה 2 לתקנות רואי חשבון

לציין כי יש מקורות נוספים להטלת אחריות על "מומחים" אלה. לדוגמה, ייתכן שניתן להטיל אחריות כלפי המשקיעים בעילה של מצג-שוא רשלני של רואי-החשבון שאישרו את אמיתות הדו"חות הכספיים של החברה.⁸⁸ כמו-כן, המומחים השונים עשויים לשאת באחריות משמעתית בהתאם לכללים החלים על תחום עיסוקם.⁸⁹

(א) אחריות של צדדים נוספים

חוק ניירות-ערך אינו מתייחס לסוגיית האחריות של גורם שהיה מעורב בהטעיית משקיעים מבלי שתרומתו מצאה ביטוי במסמכי הגילוי של החברה. בחלק זה אטען שעל-אף שתיקתו של החוק, יש בדין הישראלי בסיס להטלת אחריות אזרחית ופילילית בנסיבות אלה. כמו-כן אסביר מדוע ההכרה בכלל אחריות מסוג זה מתבקשת במשטר אופטימלי של אחריות שומרי-סף.

(ב) האם הדין הישראלי מכיר באחריות אזרחית בגין "סיוע" להטעיית משקיעים?

לצורך הדיון אבקש להשתמש בדוגמה הבאה. הניחו שחברה ציבורית מעוניינת בחוות-דעת משפטית בדבר תקפותה של עסקה פיקטיבית שמטרתה הבלעדית הינה להסתיר מעיני הציבור את מצבה הפיננסי העגום של החברה. הנהלת החברה אינה מעוניינת בפרסום חוות-הדעת לציבור המשקיעים, אלא בשימוש בחוות-הדעת במסגרת הדיונים עם רואי-החשבון של החברה, על-מנת לשכנעם לחתום על הדו"חות הכספיים שלה. הניחו עוד שהחברה מוצאת עורך-דין המסכים להעניק את חוות-הדעת בידועו שהיא שגויה וכי ייעשה בה שימוש לשם הטעיית המשקיעים.

האם ניתן להטיל על עורך-הדין אחריות בגין הנזקים שנגרמו למשקיעים? כאמור לעיל, חוק ניירות-ערך אינו מטיל במפורש אחריות אזרחית על מומחה שחוות-דעתו לא צורפה למסמכי הגילוי. במישור הפילילי ניתן יהיה עקרונית להטיל על עורך-הדין אחריות כמסייע לפי סעיף 31 לחוק העונשין, התשל"ז-1977.⁹⁰ האחריות כמסייע מותנית בתרומה

(דרך פעולתו של רואה חשבון), תשל"ג-1973, ק"ת 3036. תקנה 2 לתקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר) (הוראת שעה), התשס"ג-2003, ק"ת 6225. כמו-כן קיימים הסדרים שמטרתם למנוע ניגוד עניינים על-ידי חתמים. ראו לעניין זה תקנות ניירות-ערך (חיתום), תשנ"ג-1993, ק"ת 5336.

88 ראו ע"א 451/66 קורנפלד נ' שאולוב, פ"ד כא(1) 310, 319-316; מחזי - ת"א 2189/85 (ת"א) ארנון אילין ואח' נ' שמואל רוטנברג ואח' (לא פורסם, ניתן ביום 6.4.1995); סעיף 170 (א) לחוק החברות (לעיל, הערה 3) קובע שרואה-החשבון המבקר אחראי לאמור בחוות-דעתו לגבי הדו"חות הכספיים. השוו פסק-הדין: [1990] *Caparo Industries Plc v. Dickman* 2 All E.R. 568 (קביעה שרואה-חשבון המבקר את הדו"חות הכספיים אינו חב חובת זהירות כלפי בעלי המניות).

89 ראו חוק רואי חשבון, תשט"ו-1955, ס"ח 173, סעיפים 11(ג), 12 ו-13; תקנות רואי חשבון (התנהגות שאינה הולמת את כבוד המקצוע), תשכ"ח-1965, ק"ת 2240.

90 חוק העונשין, התשל"ז-1977, ס"ח 226.

לביצוע העברה וביסוד נפשי של כוונה לסייע,⁹¹ אך אינה דורשת צירוף חוות־דעת או דו"ח מטעמו של הנאשם למסמכי הגילוי. כמתחייב ממהותו של ההליך הפלילי, יהיה על התביעה להוכיח את קיומם של יסודות העברה מעל לספק סביר. נטל זה אינו דבר של מה־בכך: בעקבות הפרשה של ויסות מניות הבנקים, למשל, הועמד אחד מרואי־החשבון של הבנקים לדין פלילי בגין סיוע לעברה של רישום כוזב במסמכי תאגיד, אך זוכה משום שהתביעה לא הוכיחה כראוי את כוונתו לסייע בידי הנהלות הבנקים.⁹² לנוכח נטיית הפסיקה לטשטש את ההבחנה בין סיוע לבין ביצוע עיקרי,⁹³ לא מן הנמנע שבית־המשפט ימצא בנסיבות מסוימות שלעורך־הדין יש אחריות ישירה לתרמית.⁹⁴

מה יהיה היקפה של האחריות האזרחית בנסיבות אלה? ראשית, יש לבחון אפשרות להתלט אחריות ישירה על עורך־דין. בהיעדר עילת־תביעה ישירה נגד עורך־הדין כמומחה לפי חוק ניירות־ערך,⁹⁵ יצטרכו המשקיעים לבסס עילת תביעה אחרת. יקשה על המשקיעים

91 הפסיקה הישראלית מכירה באפשרות להחיל את הלכת הצפיות גם ביחס לכוונה לסייע. ראו ע"פ 320/99 פלונית נ' מדינת ישראל, פ"ד נה(3) 22.

92 ע"פ 2910/94 יפת נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 221, 446-450, 460-457.

93 ראו דנ"פ 1294/96 משולם ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד נב(5) 1 (ניתן לכלול במעגל המבצעים בצוותא משתתף שיחסו הנפשי לעברה היה כשל מבצע גם אם חלקו בעשייה היה קטן יחסית ואף לא הגשים את ההתנהגות המפורטת בהגדרת העברה); ע"פ 1639/98 דהן נ' מדינת ישראל, פ"ד נה(4) 501, 518-520 (כאשר עברה מתבצעת על־ידי מבצעים אחדים, אין נפקא מנה אם כל אחד מהם עשה מעשה שאינו מקיים כשלעצמו את היסוד העובדתי בעברה).

94 לכאורה, לא ניתן להחיל אחריות פלילית ישירה על עורך־הדין בגין תרמית לפי סעיף 54 לחוק ניירות־ערך, שכן עברת התרמית דורשת שמבצע העברה יציג מצג כוזב, בעוד שעורך־הדין לא הציג מצג כאמור לפני המשקיעים. ראו זוהר גושן "תרמית ומניפולציה בניירות־ערך – תאומים לא זהים" משפטים ל (תש"ס) 591. אולם קיימת פסיקה אמריקאית שייחסה אחריות ישירה בעילה של תרמית לצדדים שמעורבותם היתה מוגבלת לפעולות כגון ניסוח מסמכים. Jill E. Fisch "The Scope of Private Securities Litigation: In Search of Liability Standards for Secondary Defendants" 99 Colum. L. Rev. (1999) 1293; Robert A. Prentice "Locating That 'Indistinct' and 'Virtually Nonexistent' Line between Primary and Secondary Liability under Section 10(b)" 75 N.C. L. Rev. (1997) 691. לבסוף, ניתן אולי לטעון כי התנהגות עורך־הדין עולה כדי שימוש בדרכי תרמית כמשמעה בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות־ערך, לעיל הערה 5. בהקשר זה יש לציין שבית־המשפט הפדרלי אימץ עמדה דומה בתביעה אזרחית של המשקיעים בעניין Enron, בקובעו שניתן לייחס לחלק מהמעורבים בפרשה אחריות ישירה בשל שימוש ב־deceptive practices. ראו לעניין זה: Gary J. Aguirre "The Enron Decision: Closing the Fraud-Free Zone on Errant Gatekeepers" 28 Del. J. Corp. Law 447, 492 (2003).

95 סעיף 54 לחוק ניירות־ערך, לעיל הערה 5, קובע עברה פלילית של תרמית בניירות־ערך. הפסיקה הישראלית טרם הכריעה אם סעיף זה מקנה עילת־תביעה אזרחית. ראו רונן עדיני דיני ניירות־ערך (הגבלת האחריות האזרחית לתרמית יוצרת תת־אכיפה של דיני ניירות־ערך), 718 (2004)

לטעון לאחריות ישירה לתרמית לפי סעיף 54 לחוק ניירות-ערך או סעיף 56 לפקודת הנזיקין, שכן עורך-הדין לא הציג מצג כלשהו המופנה אל ציבור המשקיעים.⁹⁶ האם ניתן לחייב את עורך-הדין בפיצוי המשקיעים על בסיס של עילת הרשלנות? לשם גיבוש רשלנות יש צורך להראות שהגורם הרלוונטי חב חובת זהירות ישירות כלפי המשקיעים. ודוק, גם אם גורם זה חב חובת זהירות כלפי החברה (ואף זה תלוי בנסיבות), אין בכך כדי להצביע בהכרח על קיומה של חובת זהירות כלפי המשקיעים. למעט אולי במקרה של עורכי-דין,⁹⁷ ניתן להניח שבתי-המשפט יסרכו להכיר בחובת זהירות כזו.⁹⁸ בהיעדר עילת-תביעה אישית של המשקיעים, לא יהיה באפשרותם להגיש תובענה ייצוגית, אלא תביעה נגזרת בלבד.⁹⁹

גם אם לא ניתן לבסס אחריות ישירה, מקור אפשרי לעיגון האחריות האזרחית בנסיבות אלה הוא סעיף 12 לפקודת הנזיקין, המטיל אחריות על המשתף עצמו או על המסייע למעשה או למחדל שנעשה על-ידי זולתו. תנאי מקדמי לגיבושה של אחריות לפי סעיף זה הוא קיומה של אחריות ישירה: יש להראות שבוצעה עוולה על-ידי המבצע הישיר (החברה או הנהלתה).¹⁰⁰ כן יש להראות שהנתבע פעל ביסוד נפשי של כוונה או מודעות לאפשרות

ראו גם דין וחשבון הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק-ההון (יו"ר - מנכ"ל משרד המשפטים מאיר גבאי, אלול תשמ"ה - אוגוסט 1985), 32-33 (המלצה לחקיקה מפורשת באשר לזכות התביעה האזרחית בעילה של תרמית).

96 פקודת הנזיקין [נוסח חדש], התשכ"ח-1968, דמ"י נ"ח 266 (להלן: פקודת הנזיקין). אחד מיסודותיה של עוולת התרמית הינו יצירת מצג כוזב של עובדה. ראו יפעת הולצמן-גזית "התרמית" דיני הנזיקין - העוולות השונות (מהדורה שנייה, ג' טדסקי עורך, תשנ"ה) 16, אך ראו הדיון לעיל, בהערות 87 ו-95.

97 בפסיקה הישראלית מסתמנת בשנים האחרונות מגמה להרחבת אחריות מכוח עילת הרשלנות המוטלת על עורכי-דין כלפי מי שאינם לקוחותיהם. ראו, לדוגמה, ע"א 37/86 משה לוי ואח' נ' שרמן, פ"ד מד(4) 446.

98 בע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ, פ"ד נא(2) 312 (להלן: עניין מגן וקשת), נקבע כי התרשלנות של מעריך-שווי בעת הערכת נכס במסגרת עסקה עם החברה מקנה עילת-תביעה לחברה, ולא לבעלי המניות ישירות.

99 שם. ראו גם ע"א 3051/98 ברוך דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בעמ' ואח', פ"ד נט(1) 673 (להלן: עניין ברוך דרין). חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006, ס"ח 264 (להלן: חוק תובענות ייצוגיות) מאפשר עקרונית להגיש תביעה ייצוגית בגין עילה הנובעת מזיקה לנייר-ערך. ראו סעיף 5 לתוספת השניה לחוק תובענות ייצוגיות.

100 ראו ע"א 6871/99 משה רינת נ' משה רום, פ"ד נו(4) 72 (ניתוח יסודות סעיף 12 לפקודת הנזיקין, לעיל הערה 96, בהקשר של עוולת לשון-הרע). גם על-פי הפרשנות שלפיה חוק ניירות-ערך, לעיל הערה 5, אינו מטיל אחריות אזרחית על תרמית, יש מקורות אפשריים אחדים להטלת אחריות אזרחית על החברה. למשל, סעיף 52 לחוק ניירות-ערך, שם, קובע שמנפיק אחראי כלפי המחזיק בניירות-ערך לנזק שנגרם כתוצאה מהפרה של הוראות החוק. כפי שקבע בית-המשפט העליון, תנאי חיוני להטלת אחריות לפי סעיף זה הינו שנגרם למחזיק בניירות-ערך נזק מסוג הנוקים שבשלם נקבעה העילה. ראו גם עניין ברוך דרין, שם.

התגבשותה של העוולה.¹⁰¹ חשוב להדגיש שלשימוש בסעיף 12 בהקשר של שוק־ההון יש תקדים בפסיקה הישראלית: בעניין ישקר ביסס בית־המשפט המחוזי את חובתה של חברה פרטית לספק דו"חות כספיים לחברה ציבורית המחזיקה במניותיה על היותה של החברה הפרטית מעוולת במשותף מכוח פקודת הנזיקין, בכך שהיא מונעת מהחברה הציבורית את מילוי חובותיה כלפי המשקיעים.¹⁰²

לסיכום, סעיף 12 לפקודת הנזיקין מאפשר הטלת אחריות אזרחית על גורם שהשתתף בהטעיית משקיעים או תרם לכך. להלן אכנה כלל זה כלל הסיוע לתרמית. כפי שאתען בתת־הפרק הבא, הדרישות המהותיות להטלת אחריות לפי סעיף 12 לפקודת הנזיקין משקפות כלל אחריות החיוני למשטר אופטימלי של אחריות להטעיית משקיעים. עם זאת, מן הראוי לאמץ כלל אחריות זה במפורש על־מנת להגביר את הוודאות בשוק־ההון.

(ג) האם ראוי להכיר באחריות אזרחית בגין "סיוע" להטעיית משקיעים?

הצורך בהטלת אחריות: ביסודו של משטר האחריות בניירות־ערך עומדת ההנחה שכשלים הרתעתיים מצדיקים הרחבה של מעגל האחריות והטלתה גם על גורמים חיצוניים לחברה. בהינתן הנחה זו, השיקול המרכזי בויהוי הגורמים שיש להטיל עליהם אחריות הינו היכולת למנוע בהצלחה הטעיית משקיעים. סביר להניח שלמומחה המצרף חוות־דעת למסמכי הגילוי יש יכולת לאמת את נכונות המידע הכלול בחוות־הדעת. עם זאת קשה לראות אמת־מידה זו כממצה את מכלול הנסיבות שבהן יש לגורם חיצוני לחברה יכולת למנוע הטעיית משקיעים. אכן, הדוגמות במבוא ממחישות היטב כי יש מגוון מצבים שבהם יש ביכולתו של גורם שאינו מצרף חוות־דעת מטעמו למנוע את ביצוע התרמית בקלות יחסית. משטר שתכליתו להניע צדדים שלישיים בעלי יכולת פיקוח אפקטיבית למנוע את ביצוע התרמית ישאף להטלת אחריות גם בנסיבות אלה.

לא זו אף זו. באורח פרדוקסלי משהו, הצורך בהטלת אחריות משפטית חזק יותר דווקא במקרה של אותם שחקנים שאינם נמצאים במעמד של "מומחים" לפי חוק ניירות־ערך, דהיינו אלה הנשארים מאחורי הקלעים ואשר מעורבותם אינה באה לידי ביטוי במסמכי הגילוי. כזכור, לשחקנים בשוק־ההון יש במקרים רבים עניין משמעותי בטיפוח המוניטין שלהם. גורם המסכים שמעורבותו תבוא לידי ביטוי במסמכי הגילוי מעמיד בסכנה את שמו הטוב, שייפגע אם יתברר כי נכשל בפיקוח על החברה. אומנם, ספק אם תמריצי־שוק אלה מהווים תחליף נאות לאחריות משפטית. עם זאת נראה כי הצורך באחריות משפטית חלש יותר במקרים מסוג זה. לעומת זאת, ברוב המקרים של המקרים אין מופעלים תמריצי־שוק

101 ע"א 407/89 צוק אור בע"מ נ' קאר סקויריטי בע"מ, פ"ד מח(5) 661, 703; דנ"א 3793/02 רום נ' רינת (לא פורסם, ניתן ביום 11.2.2003).

102 ה"פ 1589/95 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (לא פורסם, ניתן ביום 1.1.1996). בית־המשפט העליון הגיע לתוצאה דומה תוך קביעה שחוק ניירות־ערך מטיל על ישקר חובה עצמאית למסור את הפרטים לדיסקונט השקעות, ראו ע"א 218/96 ישקר בע"מ ואח' נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (לא פורסם, ניתן ביום 21.8.1997).

לפיקוח על גורמים הפועלים מחוץ לאור הזרקורים. האחריות המשפטית תהיה המקור בכוח היחיד להנעת גורמים אלה לא לתת את ידם להטעיית משקיעים.

מבנה ההתערבות: בהינתן הצורך בהתערבות משפטית, נשאלת השאלה: האם יש להנהיג משטר של רגולציה או של אחריות? כאשר מדובר בגורמים הפועלים תדיר בשוק ההון, כגון חתמים ורואי-חשבון, ניתן לספק להם תמריצים באמצעות מערך של רגולציה, כגון קביעת כללים של אי-תלות והתוויית תקנים של פיקוח. אפיק הרגולציה אטרקטיבי במיוחד בפעולות "חוזרות" בעלות תבנית קבועה של שומרי-סף, כגון ביקורת דוחות כספיים על-ידי רואי-חשבון או בדיקת נאותות על-ידי חתמים במסגרת הנפקת ניירות-ערך. לעומת זאת, פתרון המבוסס על רגולציה אינו שימושי לצורך הטלת אחריות על צדדים שמעורבותם אינה ניתנת לחיזוי מראש. הדינמיות של הסביבה העסקית מביאה לידי כך שלא ניתן לקבוע מראש רשימה ממצה של משתתפים בכוח במעשי תרמית או לחזות מראש את מהות התרומה של משתתפים אלה. כאשר עסקינן במגוון שחקנים ובנסיבות משתנות, משטר אחריות יהיה עדיף על ניסיון לרגולציה מקיפה של מכלול הגורמים שיש באפשרותם לתרום להטעיית משקיעים.

הבחירה במשטר של אחריות מספקת מענה נאות לשני קשיים. ראשית, לא ניתן לזהות מראש את כל הגורמים העשויים לסייע בידי החברה בהטעיית משקיעים. יתר על-כן, קיימת אפשרות שמקצת מהגורמים האלה (לדוגמה ספקים של החברה הציבורית) לא יהיו דמויות קבועות בשוק ההון. שנית, לא ניתן להגדיר מראש את מגוון הדרכים שגורמים שונים עשויים לסייע בהן בהטעיית משקיעים (בניגוד למומחים שמעורבותם באה לידי ביטוי בצירוף חוות-דעת).

כלל האחריות הראוי: על-מנת לקבוע את כלל האחריות האופטימלי יש לבחון את העלויות הצפויות מהטלת אחריות בנסיבות אלה. כזכור, הטלת אחריות על שומרי-סף עלולה לעוות החלטות של חברות ציבוריות אם לפעול בשווקים מסוימים אם לאו. עלות זו תלויה בשני תנאים: ראשית, שהצד שהאחריות מוטלת עליו אינו יכול למנוע את כל מקרי התרמית על-ידי לקוחותיו; שנית, שצד זה אינו יכול להבחין בין לקוחות עם מטרות לגיטימיות לבין לקוחות שכוונתם לבצע תרמית. הכלל המוצע מתייחס לשני תנאים אלה באמצעות שילוב דרישות במישור העובדתי והנפשי. במישור העובדתי, דרישת התרומה לביצוע התרמית מבטיחה שהיתה לנתבע יכולת עקרונית למנוע את הטעיית המשקיעים, ולו על-ידי הפסקת השתתפותו. במישור הנפשי, דרישת המודעות מבטיחה אף היא שלנתבע יש יכולת למנוע את ההתנהגות הבלתי-ראויה, שכן היא פוסלת את שומרי-הסף מהצורך לנקוט צעדי פיקוח על-מנת לאתר לקוחות עם כוונה להטעות משקיעים.¹⁰³

לדרישת המודעות יש השלכות נוספות באשר לצמצום העלויות של כלל האחריות. ראשית, דרישת המודעות מבטיחה שעלויות הכלל לא יתחלקו בין כלל החברות הציבוריות.¹⁰⁴ לשם המחשה, הניחו שבת-המשפט פועלים באורח מדויק ומטילים אחריות אך ורק

103 דרישה זו מצמצמת אף את החשש שהרחבה של מעגל האחריות תביא לידי דילול התמריצים של הגורמים המעורבים. ראו דיון בפרק ב3 (ג) לעיל.

104 ראו: 1 *Kraakman, supra* note 1.

במקרים שבהם אכן היה הנתבע מודע לכך שהוא תורם לביצוע תרמית. במקרה זה אין חשש ששומרי־סף יבקשו לגלגל את עלות האחריות הצפויה אל שכס כלל המתקשרים הנחשבים לבעלי סיכון גבוה, זאת מפני שלא תוטל כל אחריות מקום שבו לא היה שומר־הסף מודע לביצוע התרמית.¹⁰⁵

מנגד, בהנחה המציאותית שבת־המשפט אינם חסינים מטעויות, יטיל הכלל המוצע עלות מסוימת על ההתקשרות עם חברות ציבוריות, ויש להניח שעלות זו תוטל על שכמן של כלל החברות הפועלות בשוק. היקף העלויות תלוי במידת "הדיוק" של בתי־המשפט וביסוד הנפשי הנדרש לשם הטלת אחריות. ככל שרמת המודעות הנדרשת תהיה גבוהה יותר, כן הסיכוי לטעות – ובהתאם, העלות המוטלת על השוק בכללותו – יהיו קטנים יותר. לפיכך, על־מנת למזער את העלויות הכרוכות בכלל זה מן הראוי לאמץ אותו בחקיקה מפורשת, שתאמץ הגדרה בהירה וצרה של היסוד הנפשי הנדרש.

שנית, הכלל המוצע אינו צפוי ליצור בעיה משמעותית של שמרנות־יתר. כזכור, בעיה זו מתעוררת בתנאי חוסר ודאות כאשר שומר־הסף מעדיף לנקוט במדיניות שמרנית על־מנת להפחית את החשיפה לאחריות. כאשר האחריות מותנית במודעות הגורם המעורב לתרומתו להטעיית משקיעים, סביר להניח שלא תיווצר בעיה של שמרנות־יתר.¹⁰⁶ לבסוף, דרישת המודעות פוטרת את בתי־המשפט מהצורך להתוות אמות מידה של פיקוח נאות על־ידי שומרי־סף.

מטבע הדברים, החיסכון בעלויות הנובע ממשטר האחריות המבוסס על־ידיעה סובייקטיבית מושג על־ידי פגיעה באיכות התמריצים. שומר־סף שלא היה מודע לכוונות התרמית של החברה יהיה פטור מאחריות גם בנסיבות שבהן היה יכול ללמוד על כוונותיה של החברה בהשקעה מועטה יחסית. מכיוון שהאחריות מותנית ברמת מודעותו הסובייקטיבית של שומר־הסף, לא יניע הכלל המוצע נתבעים־בכוח לפקח על הנהלות החברות. ליתר דיוק, כלל זה יתמרץ גורמים המתקשרים עם חברות ציבוריות לעצום את עיניהם ולהרחיק עצמם מכל מידע שיהיה בו כדי להטיל עליהם אחריות למעשי לקוחותיהם. כך, בהינתן הכלל המוצע, עורך־דין המתבקש לספק לחברה ציבורית חוות־דעת משפטית יעשה כמיטב יכולתו להתרחק מכל מידע בדבר העובדות העומדות ביסודה של חוות־הדעת או בדבר התכלית האמיתית שלשמה החברה מבקשת להתקשר בעסקה.¹⁰⁷

105 טיעון זה אינו תקף כאשר משלבים את הכלל המוצע עם הכללים להטלת אחריות על תאגיד. כך, למשל, ייתכן שתוצאת הכלל תהיה הטלת אחריות לא רק על עורך־דין ספציפי, אלא (מכוח דיני השותפות) על השותפות והשותפים בה. במקרה זה, יהיה בכלל המוצע גם יסוד מסוים של אחריות מוחלטת. לטענה שלכל אחריות תאגידית יש פן של אחריות מוחלטת, ראו:

Daniel L. Fischel & Alan O. Sykes "Corporate Crime" 25 *J. Legal Stud.* (1996) 319

106 עם זאת, חשש־מה להרתעת־יתר קיים כאשר הכללים המשפטיים אינם ברורים. ראו לעיל, טקסט להערה 64.

107 סביר להניח שבת־המשפט ינסו להתמודד עם קושי זה, כפי שעשו בארצות־הברית, באמצעות הטלת כלל מסוג gross negligence במקרים קשים במיוחד או כלל של עצמת־עיניים. ראו: Dan L. Goldwasser, Thomas M. Arnold & John H. Eickemeyer *Accountants' Liability* (New York, 1996) §5:2.4, at 5–44–5–45

לכאורה, איפוא, אין הצדקה לויתור כה גורף על דרישת הפיקוח. במילים אחרות: הדיון עד כה מצדיק לכאורה את אימוצו של כלל גמיש של סיוע על בסיס של רשלנות: צד שלישי יישא באחריות גם אם לא היה מודע לכך שפעולותיו מסייעות לביצוע תרמית, ובלבד שהיה עליו לדעת על כך.¹⁰⁸

אכן, לא ניתן לשלול את האפשרות התיאורטית שכלל אחריות של "סיוע ברשלנות" יניב תוצאות ראויות, אולם סביר להניח שעלותו של כלל זה תהיה גבוהה למדי. כלל רשלנות "אוניוורסלי" מעין זה יבקש לחול על רשימה בלתי-מוגבלת של גורמים ועל מגוון של נסיבות משתנות. לפיכך, יגרום כלל זה מידה רבה של חוסר ודאות באשר לחשיפת גורמים שונים לאחריות ולהיקף הפיקוח הנדרש מנתבעים-בכוח שונים.¹⁰⁹ נוסף על כך, כלל רשלנות יגביר את הסיכוי לטעויות שיפוטיות בקביעת היקפה הראוי של חובת הפיקוח. כתוצאה מכך, קיים חשש שכלל כזה יביא לידי ייקור משמעותי בעלויות ההתקשרות של חברות ציבוריות עם צדדים שלישיים. לא זו אף זו, הספרות הכלכלית מראה שכלל של רשלנות המיושם בתנאים של חוסר ודאות משפטית וטעויות במישור העובדתי גורם הרתעת-יתר.¹¹⁰ לפיכך, בהיעדר נתונים אמפיריים שיפיגו את החשש מפני ייקור של משטר האחריות, דומה שאין לאמץ כלל של רשלנות.

חשש לכאורי נוסף הינו שכלל של מודעות ייצור מצב פרדוקסלי שבו האחראי הישיר – החברה או הנהלתה – נושא באחריות לפי כלל המעיד על דרגת אשמה פחותה מזו של שומר-הסף.¹¹¹ פער זה עלול ליצור לכאורה מצב בעייתי במערכת היחסים שבין שומר-הסף לחברה, למשל כאשר יידרשו בתי-המשפט להכריע באשמתו היחסית של כל גורם לצורך חלוקת האחריות לפי סעיף 34 לחוק ניירות-ערך. אולם רושם ראשוני זה מוטעה. חוק ניירות-ערך בחר להקל על תובעים היכולים לבסס את אחריות החברה ללא צורך בהוכחה של כוונת תרמית או מודעות. אולם הטעיית משקיעים הינה במקרים רבים תוצאה של פעולה מודעת של ההנהלה, שתתברר בין הצדדים בהליכים לקביעת האשמה היחסית. גם אם יצליח התובע האזרחי לבסס אחריות בהסתמך על רשלנות בלבד מצד החברה, יגיעו הצדדים לבירור האשמה היחסית כאשר יצטרכו לחלק ביניהם את האחריות.

108 אכן, יש שהציעו לאמץ כלל מסוג זה. ראו: Donald Langevoort "Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment" 63 *L. & Contemp. Prob.* (2000) 45, 61

(מציג לאמץ כלל של סיוע על בסיס של רשלנות, שייאכף על-ידי ה-SEC בלבד).

109 יתר על-כן, ייתכן שכלל זה ייצור בעיה של דילול התמריצים הכרוכה בהטלת אחריות על קבוצה גדולה של מעוולים-בכוח. ראו: Harel & Jacob *supra* note 75.

110 ראו: Louis Kaplow & Steven Shavell "Accuracy in the Determination of Liability" 37 *J. L. & Econ.* (1994) 1; Richard Craswell & John E. Calfee "Deterrence and Uncertain Legal Standards" 2 *J. L. Econ. & Org.* (1986) 279

111 ברוב המקרים יישא החברה והנהלתה באחריות לפי סעיפים 31 ו-33 לחוק ניירות-ערך, לעיל הערה 5.

לא זו אף זו, קשה לחשוב על מצב שבו יהיה גורם חיצוני לחברה מודע לעובדה שהוא מסייע להטעיית משקיעים בעוד הנהלת החברה אינה מודעת לכך.

חוסר ודאות: יתרונו של כלל האחריות המוצע טמון בהיותו כלל גמיש, שאינו מגדיר בצורה ממצה את הגורמים שאחריות מוטלת עליהם או את מגוון ההתנהגויות שייחשבו לסיוע. אך ניתן לטעון כי שכרו של כלל זה יוצא בהפסדו: הכלל המוצע ייצור חוסר ודאות שיפגע יתר על המידה בשוק־ההון. נימוק זה היה אחד משיקולי המדיניות שעליהם הסתמך בית המשפט העליון האמריקאי בקביעתו שלא ניתן להגיש תביעות אחריות בגין סיוע לתרמית לפי כלל 5-10b¹¹².

מטבע הדברים, אימוצו של כלל אחריות גמיש מהסוג המוצע ברשימה זו מגביר את חוסר הוודאות ומטיל בכך עלויות שונות על שוק־ההון.¹¹³ אולם ההתמקדות בצד העלויות מספקת תמונה חלקית בלבד. הכלל המוצע יהיה בלתי־רצוי רק אם יתברר שהעלויות הכרוכות ביישומו עולות בהיקפן על התועלת שהוא יניב. כאמור לעיל, במקרים רבים ישמש כלל זה מקור בלעדי להנעת גורמים שביכולתם למנוע הטעיית משקיעים לעשות כן.¹¹⁴ לכן, גם בהנחה הסבירה שהכלל יחריף במידה מסוימת את חוסר הוודאות בשוק, לא ניתן לקבוע, בהיעדר ממצאים אמפיריים, שהעלויות הנובעות מחוסר הוודאות גדולות מהתועלת הגלומה בכלל.

מעבר לכך, נראה שטיעון זה מפריז בהיקף של חוסר הוודאות הנגרם על־ידי הכלל. כלל של אחריות אחרית בגין סיוע להטעיית משקיעים תורם לחוסר ודאות בדרכים שונות. ראשית, הוא אינו מגדיר מראש את רשימת הצדדים הכפופים לו. שנית, הוא מסתמך על יסוד נפשי סובייקטיבי של הנתבע, שבת־משפט שונים עשויים לפרשו בצורה שונה. לבסוף, קיים חשש שבת־המשפט יטעו ביישום הכלל במישור העובדתי, דהיינו ימצאו שהנתבע היה מודע לביצוע התרמית גם אם אין הדבר כן, ולהיפך.

אולם המענה הראוי למרכיבים אלה של חוסר ודאות הינו דווקא הכרה חקיקתית מפורשת בכלל, דהיינו אימוץ הגדרה בהירה וצרה של מהות היסוד הנפשי הנדרש לשם הטלת אחריות. הגדרה חקיקתית בהירה תפחית את חוסר הוודאות המשפטית באשר למידת האשמה של שומר־הסך. במקביל, התעקשות על יסוד נפשי סובייקטיבי של מודעות (להבדיל מווריאציות שונות של פזיזות או רשלנות) תפחית הן את החשש שבת־המשפט ישגו ביישום הכלל והן את העלויות הכרוכות בכלל המתיימר לחול על רשימה בלתי־סגורה של נמענים.¹¹⁵

112 ראו: *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver* 511 U.S. 164, 188–189 (1994) (hereinafter: *Central Bank*).

113 חוסר הוודאות עלול ליצור הרעת־יתר של הצדדים המעורבים, ראו לעיל הערה 110. נוסף על כך, חוסר הוודאות והחשש לטעות יניעו צדדים המתקשרים עם חברות ציבוריות לדרוש "פרמיית אחריות" העלולה לגרום עיוות בהחלטות הכניסה של פירמות לשווקים מסוימים.

114 אומנם עדיין ניתן להגיש כתב־אישום בגין עברה של סיוע במקרים המתאימים, אולם כפי שיוסבר להלן, סביר להניח שאין די באחריות הפלילית להספקת תמריצים נאותים לשומרי־סך.

115 יצוין שפסיקת בית־המשפט העליון האמריקאי ניתנה על רקע מציאות משפטית שבה היו

לבסוף יש לציין שגם על-פי הדין הקיים, הגורמים בשוק-ההון פועלים בתנאים של חוסר ודאות לנוכח האפשרות להטיל אחריות פלילית בגין סיוע לתרמית. יתר על-כן, סביר להניח שהעלויות של חוסר הודאות גבוהות יותר במישור הפלילי מאשר במישור האזרחי. בעוד שומרי-הסף יכולים לרכוש ביטוח אחריות שיגן עליהם במקרה של אחריות אזרחית, לא ניתן לרכוש ביטוח אחריות שיעניק כיסוי לאחריות פלילית. במילים אחרות, נתבעים שונאי-סיכון יעדיפו כלל אחריות אזרחית של סיוע על פני כלל אחריות פלילית.

פרק ד: טיעונים נגד הכלל המוצע

מטבע הדברים, כל צעד להרחבת אחריותם של שומרי-סף צפוי להתנגדות מצד הגורמים הפועלים בשוק-ההון. פרק זה בוחן שלוש התנגדויות אפשריות לכלל, החורגות ממסגרת הדיון בפרקים הקודמים, ומסביר שאין בהן כדי להצדיק את הוויתור על נדבך חיוני זה במשטר האכיפה של דיני ניירות-ערך. ראשית, אדון בטענה שהכלל אינו ראוי מכיוון שהוא חשוף לניצול לרעה על-ידי תובעים ייצוגיים. שנית, אבחן את החשש שהכלל יפגע באיכות השירותים המשפטיים המוענקים לחברות ציבוריות. אסיים בבחינת השאלה אם הניסיון האמריקאי מהווה תמרור אזהרה מפני אימוץ הכלל.

1. אחריות אזרחית ומוסד התובענה הייצוגית

גם בהנחה שקיימת הצדקה עקרונית לכלל של סיוע לתרמית, ניתן לטעון שיש להגביל את האפשרות של אכיפת הכלל במישור האזרחי, וזאת בשל החשש מפני ניצול לרעה של כלל גמיש זה במסגרת תביעות ייצוגיות. פרק זה יראה שהחשש מפני ניצול לרעה של מכשיר התביעה הייצוגית אינו מספק הצדקה משכנעת לדחייה של כלל האחריות המוצע. ראשית, אדון בחשיבותן של האחריות האזרחית והאכיפה הפרטית לתפקודו התקין של שוק-ההון. לאחר-מכן אתמקד במצב בישראל, שבה החלופה המרכזית לאכיפה פרטית הינה אחריות פלילית ושיעור התובענות הייצוגיות המאושרות הינו נמוך יחסית.

האפיק המרכזי לאכיפת האחריות האזרחית מכוח דיני ניירות-ערך הינו הגשת תובענות ייצוגיות.¹¹⁶ לנוכח העלויות הניכרות הכרוכות בהתגוננות מפני תובענה ייצוגית, קיים חשש שהנתבע יתפשר גם במקרים שבהם אין ביכולתו של התובע הייצוגי לבסס את תביעתו

הכלל של סיוע לתרמית, כמו גם הבסיס להטלת אחריות אזרחית בגין תרמית, יציר בלעדי של הפסיקה, ראו: *Centrl Bank, supra note 112*.

116 לאחרונה חוקקה הכנסת את חוק תובענות ייצוגיות (לעיל, הערה 99), שתכליתו המוצהרת הינה לשפר משמעותית את תפקודו של מוסד התובענה הייצוגית. לסקירה מקיפה של הוראות החוק ראו אלון קלמנט "קווים מנחים לפרשנות חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006", עתיד להתפרסם בהפרקליט, תשס"ז.

לגופו של עניין.¹¹⁷ אפשרות זו מתמרצת תובעים־בכוח להגיש תביעות חסרות בסיס שמטרתן הבלעדית הינה הנעת הנתבע להתפשה. לפיכך ניתן לטעון שהרחבת האחריות האזרחית על־ידי אימוץ הכלל המוצע תביא לידי הטלת עלויות על הגורמים המתקשרים עם חברות ציבוריות. עלויות אלה יוגלגלו בסופו של דבר אל כלל ציבור החברות הציבוריות, ובכך יגרום הכלל המוצע פגיעה בשוק־ההון.¹¹⁸ על רקע הבעייתיות הטמונה במשטר של אחריות אזרחית, נשאלת השאלה: מדוע לא ניתן להסתפק במצב הקיים, שלפיו המקור המרכזי להטלת אחריות על מי שאינם מומחים הוא אכיפה ציבורית באמצעות עֵבֶרֶת הסיוע, במיוחד כאשר הדרישות להטלת אחריות אזרחית דומות במהותן לדרישות להטלת אחריות פלילית.¹¹⁹ בפתח הדברים יש לציין שהחשש התיאורטי מפני פגיעה גורפת בשחקנים בשוק־ההון עקב ניצול ציני של הליכי התביעה הייצוגית אינו מתיישב עם המציאות המשפטית בישראל. הספרות האקדמית המצביעה על החשש מפני ניצול לרעה של מוסד התובענה הייצוגית מתבססת בעיקרה על השוק האמריקאי. אך למיטב ידיעתי, אין בישראל מחקרים אמפיריים בדבר תדירות השימוש לרעה בתובענות ייצוגיות בכלל ובתובענות הנוגעות בתרמית בניירות־ערך בפרט. לא זו אף זו, בתי־המשפט בישראל מקשים על אישור תובענות ייצוגיות בגין הטעיית משקיעים – הן באמצעות הקפדה על הבחנה בין תובענה ייצוגית סובל מתת־אכיפה בתחום התובענות הייצוגיות כדיני ניירות־ערך.¹²⁰ עם זאת, גם בהנחה שהחשש מפני ניצול לרעה הינו מציאותי אף בישראל, אין בו כדי להצדיק ויתור על הכלל של סיוע לתרמית.

117 ראו עניין מגן וקשת, לעיל הערה 98, בעמ' 323; ראו אלון קלמנט "גבולות התביעה הייצוגית בעוולות המוניות" משפטים לד(2) (תשס"ד) 301, 331–332; ידלין, לעיל הערה 11, בעמ' 322–323 (טוען שהחשש לתביעות־סרק אופייני במיוחד לתביעות ייצוגיות בשוק־ההון). לספרות המותחת ביקורת על החשש מפני סחיטה כנימוק להגבלת המוסד של התביעה הייצוגית, ראו: Charles Silver "We're Scared to Death: Class Certification and Blackmail" 78 *N.Y.U. L. Rev.* (2003) 1357.

118 ראו: Ralph Winter "Paying Lawyers, Empowering Prosecutors, and Protecting Managers, Raising the Cost of Capital in America" 42 *Duke L. J.* (1993) 945, 948–966.

119 נוסף על כך ניתן לטעון שהכלל לא יתרום לאכיפה של דיני ניירות־ערך לנוכח דרישת המודעות. טיעון זה מניח שבידי תובעים פרטיים אין האמצעים הנדרשים להוכחת קיומה של מודעות לכוונתה של ההנהלה לבצע תרמית. לפיכך יופעל הכלל האמור רק במקרים שקיים בהם מידע ראשוני כלשהו – סביר להניח שבעקבות חקירה על־ידי הרשות לניירות־ערך – בדבר קיומו של היסוד הנפשי הנדרש. טיעון זה לוקה בשניים. ראשית, הוא מניח שקיומה של חקירה על־ידי הרשות לניירות־ערך מייתר את הצורך באכיפה פרטית על־ידי תובענות ייצוגיות. שנית, ההנחה שמידע בדבר קיומה של דרישת המודעות אינו ניתן לאיתור על־ידי תובעים פרטיים אינה מבוססת.

120 ראו זוהר גושן וגדעון פרחמובסקי "תפקידים המרכזי של דיני ניירות־ערך", קריית המשפט 1 (תשס"ו) 3, 61. חוק תובענות ייצוגיות, לעיל הערה 99, שהתקבל לאחרונה, כולל הסדרים אחדים שמטרתם המוצהרת הינה הקלה על ההליכים לאישור תובענות כייצוגיות. המרכזי

(א) אכיפה פרטית ומשטר הגילוי בשוק-ההון

הניחו, לצורך הדיון, שאין הבדל מהותי בין עילת-התביעה העומדת לרשויות האכיפה הציבורית לבין עילת-התביעה שתשמש תובעים פרטיים. לדוגמה, הניחו שהדין בישראל מאמץ את הדגם האמריקאי המתיר ל-SEC להגיש תביעות אזרחיות בגין סיוע לתרמית בניירות-ערך.¹²¹ הכלל המוצע חיוני גם בהנחה שלרשות לניירות-ערך בישראל תוקנה בסופו של דבר סמכות אכיפה אזרחית רחבה. האכיפה הפרטית – דהיינו, שלא על-ידי המדינה – טומנת בחובה יתרונות חשובים גם כאשר היא מופעלת לצידה של האכיפה הציבורית. מערכת האכיפה הציבורית פועלת תחת מגבלות תקציב המונעות אותה מלאכות באופן מלא את משטר האחריות של דיני ניירות-ערך. רשויות האכיפה הציבורית – כמו כל רשות ציבורית אחרת – עלולות להיות מושפעות משיקולים פוליטיים.¹²² יתר על-כן, מחקרים שנערכו לאחרונה מעידים שאחריות אזרחית הינה הנדבך המשמעותי ביותר לתפקודו התקין של שוק-ההון מתוך כלל המרכיבים של דיני ניירות-ערך.¹²³

הטעמים בעד ההכרה באחריות אזרחית בגין סיוע להטעיית משקיעים יפים במיוחד לשוק הישראלי, המאופיין בריכוזיות השליטה בחברות ציבוריות. מקובל להניח שהאחריות המשפטית מהווה אחד המנגנונים לפתרון של בעיית הנציג, יחד עם תמריצי-שוק כתוצאה משוק השליטה, השוק למנהלים והסדרי התגמול של מנהלים. בשוק המאופיין בבעלות ריכוזית על חברות ציבוריות יש מעט מאוד תמריצי-שוק לריכוך בעיית הנציג בין בעלי-השליטה לבין בעלי מניות-המיעוט. על רקע זה, לאחריות המשפטית יש מקום נכבד יותר בהבטחת תפקודו התקין של שוק-ההון. נוסף על כך, הספרות הכלכלית מראה

שביניהם הינו הסמכת בית-המשפט להחליט על החלפת התובע הייצוגי אם התקיימו התנאים לאישור התובענה כייצוגית אולם אין מתקיימים במבקש התנאים הקבועים בחוק. ראו סעיף 8(ג)(2) לחוק תובענות ייצוגיות, שם. אולם, מכיוון שטרם נצבר ניסיון בהפעלת החוק על-ידי בתי-המשפט, קשה להעריך את השפעתו המעשית על מוסד התובענה הייצוגית בישראל. קושי זה חריף במיוחד ביחס למשטר האחריות לפי דיני ניירות-ערך לנוכח נטייתם של בתי-המשפט בישראל לא לאשר תובענות ייצוגיות מטעם ציבור משקיעים.

121 ראו: Langevoort, *supra* note 108.

122 לסקירת היתרונות של אכיפה פרטית, ראו: Matthew C. Stephenson "Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies" 91 *Va. L. Rev.* (2005) 93, 106–113. יצוין שה-SEC טענה לפני בית-המשפט העליון האמריקאי כי משאביה המוגבלים מחייבים הכרה באפשרות להגיש תביעות אזרחיות בגין סיוע לתרמית לפי כלל 10b-5. ראו: Aegis J. Frumento "Misrepresentations of Secondary Actors in the Sale of Securities: Does Re Enron Square with Central Bank?" 59 *Bus. Law.* (2004) 975, 986.

123 Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer "What Works in Securities Laws" *J. Fin.* (forthcoming 2006); Guido A. Ferrarini & Paolo Giudici "Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case" (Working Papers, 2005) available at <http://ssrn.com/abstract=730403> (28.7.2006).

שמבנה בעלות ריכוזי מקנה במקרים רבים כוח פוליטי משמעותי לבעלי־השליטה בחברות ציבוריות.¹²⁴ תופעה זו מחייבת אף היא את קיומה של מערכת אפקטיבית של אכיפה אורחית הפועלת במקביל לאכיפה פרטית, שכן אחת ההצדקות הקלסיות למערכת של אכיפה פרטית הינה החשש מתפקוד לקוי של רשויות האכיפה הציבורית בשל לחצים פוליטיים.

הדיון עד עתה הניח שלרשות המדינה עומדת יכולת אכיפה אורחית. אך על־אף כמה הצעות להרחבתה של סמכות האכיפה האורחית של הרשות לניירות־ערך,¹²⁵ מכשיר האכיפה המרכזי העומד כיום לרשות המדינה הוא הדין הפלילי. ספק רב אם האחריות הפלילית בגין סיוע מהווה מכשיר אכיפה אופטימלי להנעת גורמים שיש ביכולתם למנוע תרמית לעשות כן. האחריות הפלילית היא מכשיר יקר מבחינה חברתית, שספק אם יוביל להרשעה בכל המקרים המתאימים. ההליך הפלילי מעניק לנאשם הגנות דיוניות המסרבלות את ההליך המשפטי ומקשות על החקירה על הגשת כתבי־אישום. הגנות דיוניות אלה, ובמרכזן הדרישה להוכחת האשמה מעל לספק סביר, מפחיתות את הסיכוי להרשעה. לכך יש לצרף את נטיית בתי־המשפט לא להרשיע עברייני צווארון לבן לנוכח התוצאות החמורות הנלוות להרשעה בפלילים, ובמיוחד הקלון. דברים אלה יפים הן לעניין עברות לפי חוק ניירות־ערך באופן כללי והן לעניין אחריות בגין סיוע, המחייבת הוכחת יסוד נפשי של כוונה.

(ב) על התגובה הראויה על החשש מפני ניצול לרעה של תובענות ייצוגיות

בהינתן ההכרה בתרומתה המכרעת של האחריות האורחית לאכיפה של דיני ניירות־ערך, דומה שהחשש מפני ניצול לרעה של הליכי האכיפה הפרטית אינו מצדיק התערבות שרירותית בדין המהותי. דהיינו, הענקת חסינות מוחלטת מפני אחריות אינה מהווה פתרון ראוי לבעייתיות הכרוכה בתביעות ייצוגיות. במקום לשלול את האפשרות להגיש תביעות ייצוגיות, יש לשאוף שהתביעה הייצוגית תיהפך למכשיר "מדויק" יותר. למשל, ניתן להחמיר את הדרישות שעל התובע לעמוד בהן על־מנת שהתובענה תאושר כייצוגית. בהיעדר נתונים המראים אחרת, רפורמה כללית של הליכי התביעה הייצוגית עדיפה על התערבות נקודתית בדין המהותי, וזאת במיוחד לאור הניסיון האמריקאי, המלמד שרפורמות המכוונות לשיפור איכותן של התביעות הייצוגיות המוגשות לבתי־המשפט עשויות לשפר את איכותן של התובענות המוגשות.¹²⁶

אולם גם בהנחה שיש צורך בצמצום האפשרות להגיש תובענות ייצוגיות, נשאלת השאלה: מדוע אמת־מידה שרירותית כגון צירוף חוות־דעת למסמכי הגילוי, עשויה ליצור פער כה עמוק בהיקף האחריות של גורמים שנטלו חלק בהטעיית משקיעים? במילים

124 ראו: Randall Morck, Daniel Wolfenzon & Bernard Yeung "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth" 43 *J. Econ. Lit.* (2005) 655.

125 ראו, לדוגמה, הצעת חוק ניירות־ערך (עיצום כספי), התשס"ה-2004. הצעה זו לתיקון חוק ניירות־ערך אושרה בקריאה ראשונה על־ידי מליאת הכנסת ביום 16.5.2005. נגיש ב־http://www.isa.gov.il/download/hokim/a457_financial_penalty.pdf (3.8.2006).

126 ראו: Micahel A. Perino "Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?" 2003 *U. Ill. L. Rev.* 913. מחקר זה מצא מגמת שיפור באיכות התביעות המוגשות, במיוחד בערכאות

אחרות: מדוע יש לשלול את האפשרות להגשת תובענה ייצוגית דווקא בהקשר הכלל המוצע.

לכאורה, הכלל פגיע במיוחד לסחטנות מכיוון שאין הוא מגדיר מראש את הגורמים הנושאים באחריות (בניגוד לכלל המאפשר להגיש תביעה רק נגד מומחים שחווה-דעתם צורפה בהסכמתם לדו"חות החברה). כתוצאה מכך, תובע יכול להגיש תובענה ייצוגית נגד כל גורם בעל "כיס עמוק" שעמד בקשר כלשהו עם החברה במטרה לסחוט תשלומי פשרה נדיבים.¹²⁷ על-פי כללי האחריות הקיימים, לעומת זאת, ניתן להגיש תביעה ייצוגית רק נגד רשימה מוגבלת מראש של משתתפים: מומחים שצירפו חוות-דעת למסמכי הגילוי. כלל הסיוע האזרחי מרחיב אומנם את מעגל הנתבעים-בכוח, אך אין בכך כדי להצדיק שלילה גורפת של האפשרות להגיש תביעות ייצוגיות בהתבסס על הכלל. הכלל מתבסס על יסוד נפשי של מודעות/כוונה, ואינו מתיימר לדרוש מגורמים הבאים במגע עם חברה ציבורית לפקח על הנהלתה. דרישה מהותית זו מצמצמת את מעגל הנתבעים-הפוטנציאליים ומפחיתה בכך את החשש מפני ניצול לרעה של מוסד התובענה הייצוגית.¹²⁸ דברים אלה מקבלים משנה תוקף בדין הישראלי, שנדרשת הוכחה בדבר סיכויי הצלחתה של התביעה בטרם תאושר כייצוגית.¹²⁹

2. פגיעה ביעוץ משפטי

הכרה מפורשת בעילת-תביעה אזרחית בגין סיוע להטעיית משקיעים עלולה להגביר במיוחד את היקף החשיפה של משרדי עורכי-דין המספקים שירותים משפטיים לחברות ציבוריות. כל חברה ציבורית נזקקת לשירותיהם של עורכי-דין ורואי-חשבון לשם מילוי חובות הדיווח המוטלות עליה לפי חוק ניירות-ערך. תפקידו המרכזי של רואה-החשבון הינו לבקר את הדו"חות הכספיים. מתוקף תפקידו זה, רואה-החשבון המבקר נדרש לצרף חוות-דעת למסמכי הגילוי של החברה. כמי שמצרפים חוות-דעת למסמכי הגילוי של החברה, רואי-החשבון של חברות ציבוריות חשופים לאחריות כמומחים אם לא עשו כל שביכולתם על-מנת לוודא את נכונות הדו"חות הכספיים.¹³⁰

בתי-המשפט מקפידים בהן ביתר שאת על דרישות ההוכחה המקדמיות. ראו גם: Stephen J. Choi "Do the Merits Matter Less After the Private Securities Litigation Reform Act" (Working Papers, 2004) available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=558285 (21.7.2006). מחקר זה מצא שהרפורמות משנת 1995 השפיעו לרעה גם על תביעות ייצוגיות בעלות בסיס.

127 לדרך המרכזית שחוק תובענות ייצוגיות מתמודד בה עם החשש מסחטנות ראו לעיל הערה 120.

128 ראו: Ronald A. Cass & Keith N. Hylton "Antitrust Intent" 74 S. Cal. L. Rev. (2001) 657.

129 הצעה מעניינת בהקשר זה הינה לאמץ את כלל האחריות המוצע, אך לאמץ כלל דומה על בסיס רשלנות שייאכף על-ידי המדינה בלבד. ראו: Langevoort, *supra* note 108.

130 ראו לעיל דיון בפרק 11.

לעומת זאת, עורכי־דין המייצגים חברות ציבוריות אינם נדרשים לצרף חוות־דעת למסמכי הגילוי של החברה כעניין שבשגרה. לפיכך, האחריות המוטלת על "מומחים" לפי חוק ניירות־ערך אינה חלה בכל מקרה של הענקת שירותים משפטיים לחברה ציבורית. כך, למשל, עורך־הדין יכול לנסח בעבור החברה את מסמכי הגילוי שלה, לספק ייעוץ משפטי בדבר ההיקף של חובת הגילוי ולתכנן בעבור החברה עסקות מסוגים שונים, וכל זאת מבלי שיידרש לצרף חוות־דעת למסמכי הגילוי של החברה. הכרה מפורשת בעילת־תביעה אורחית בגין סיוע לתרמית תאפשר למשקיעים לתבוע את עורכי־הדין כל אימת שהאחרונים ידעו שהשירותים שהם מעניקים לחברה מסייעים בידיה להטעות את המשקיעים. סביר להניח כי העובדה שכל חברה ציבורית נזקקת לשירותים משפטיים, בצירוף העובדה שפירמות של עורכי־דין מהוות בדרך־כלל "כיס עמוק", יעלו במידה ניכרת את שיעור התביעות נגד עורכי־דין.

לנוכח השפעתו המעשית הצפויה של הכלל, סביר שהכרה חקיקתית מפורשת בקיומו תיתקל בהתנגדות נחרצת מצד אלה המתנגדים עקרונית לכל ניסיון להטיל על עורכי־דין אחריות למעשי לקוחותיהם. ההתנגדות להטלת אחריות על עורכי־דין מתבססת על כמה נימוקים מרכזיים. כך, למשל, יש הטוענים שאין זה מתפקידם של עורכי־דין למנוע עברות או לדווח עליהן, והטלת חובה כזו עומדת בסתירה לחובתו האתית של עורך הדין לפעול לקידום עניינם של לקוחותיו.¹³¹ במקביל, יש הגורסים שהטלת אחריות על עורכי־דין תפגע באיכות השירות המשפטי הניתן לחברות ציבוריות ותגרום בכך בעקיפין לביצוע מעשים לא־חוקיים. לדעתם, הכלל המוצע יניא את ההנהלה מלפרוש לפני עורך־הדין את מלוא המידע שברשותה מחשש שהוא יעשה שימוש במידע זה על־מנת לדווח על הנהלת החברה ובכך להסיר מעצמו אחריות במקרה של תרמית.¹³²

דיון מקיף בסוגיות העקרוניות הכרוכות בהטלת אחריות על עורכי־דין למעשי לקוחותיהם חורג ממסגרתו של מאמר זה. עם זאת, לנוכח השפעתו האפשרית של הכלל המוצע על היקף האחריות של עורכי־הדין, אסביר בקצרה בלבד מדוע התנגדויות אלה להטלת אחריות על עורכי־דין אינן מוצדקות בעיני.

ככלל, לא ברור מדוע דינם של עורכי־דין המספקים שירותים משפטיים לחברות ציבוריות צריך להיות שונה מדינם של ספקי שירותים אחרים (כגון שירותי ביקורת או חיתום). אם יש ביכולתם למנוע הטעיית משקיעים בעלות נמוכה יחסית, מדוע אין להטיל עליהם אחריות כאשר הם נמנעים מלעשות כן? הטענה המרכזית נגד הטלת אחריות שומרי־סף על עורכי־דין נסמכת על החשש מפני פגיעה אפשרית בתמריצי הלקוח לפנות לייעוץ משפטי ובתקשורת בין עורכי־דין ללקוחותיהם. אולם כפי שהוסבר בצורה משכנעת

131 ראו לדוגמה: Evan A. Davis "The Meaning of Professional Independence" 103 *Colum. L. Rev.* (2003) 1281.

132 ראו לדוגמה: Jill E. Fisch & Kenneth M. Rosen "Is There a Role for Lawyers in Preventing Future Enrons?" 48 *Vill. L. Rev.* (2003) 1097, 1128.

בעבר,¹³³ טיעון זה אינו עומד במבחן הביקורת. ייעוץ משפטי אינו ערך העומד בפני עצמו. ערכו החברתי של הייעוץ המשפטי נגזר מהמידה שבה הוא מגביר את הציות לחוק. בהנחה שבתיהם המשפט אינם פועלים באורח שרירותי לחלוטין בהפעילם את הכלל המוצע, תפגע הטלת אחריות על עורכי-דין בתקשורת בין עורך-הדין ללקוח בעיקר במקרים שהלקוח יודע בהם שמעשיו אינם חוקיים. לפיכך, ספק אם ייגרם נזק חברתי של ממש מהרחבת האחריות המוטלת על עורכי-דין.

אכן, המגמה המסתמנת לאחרונה בארצות-הברית, למשל, הינה להרחיב את היקף האחריות המוטלת על עורכי-דין תוך הכרה בתרומתם המכרעת לעברות-צווארון-לבן בתחומים מורכבים כמיסים וניירות-ערך.¹³⁴

למען הסר ספק, ייתכן שיש מקום לאימוץ רגולציה מקיפה יותר של עורכי-הדין המספקים שירותים משפטיים לחברות ציבוריות, וזאת כדי להגביר את הוודאות ולמנוע תביעות-סרק נגד משרדי עורכי-דין בעלי "כיס עמוק". רגולציה זו תתמקד בשני מישורים מקבילים.¹³⁵ ראשית, הרחבת מגוון המקרים שבהם יהיה על החברה לכלול חוות-דעת משפטית במסמכי הגילוי. שנית, הסדרה מפורשת של הדרישות מעורך-הדין המעניק חוות-דעת לחברה ציבורית, לרבות הטלה של חובות דיווח על עורכי-דין המגלים מידע בדבר עברות על החוק מצד ההנהלה או בעלי-השליטה.¹³⁶ עם זאת, במציאות המשפטית בישראל, שבה אין בנמצא מערך של רגולציה שתכליתה לספק לעורכי-הדין המייצגים לחברות ציבוריות תמריצים לפעול למניעה של מעשי תרמית, נראה שאין מנוס מעיגון חקיקתי מפורש של כלל המטיל אחריות אזרחית גם על מי שתורם במודע להטעיית משקיעים.

3. הניסיון האמריקאי

במשך שנים ארוכות הכירו בתי-המשפט בארצות-הברית בעילת תביעה אזרחית בגין סיוע לתרמית: aiding and abetting.¹³⁷ ההכרה בעילת-תביעה זו בוטלה עם פסק-דינו של בית המשפט העליון, בשנת 1994, בעניין *Central Bank*. הטעמים המשפטיים לסירוב להכיר בעילת-תביעה זו אינם יפים בהכרח לדין הישראלי. עם זאת ניתן לכאורה לטעון כי ההתפתחויות בדין האמריקאי מטילות ספק של ממש בתבונה שבאימוץ כלל של אחריות

133 ראו: Louis Kaplow & Steven Shavell "Private versus Socially Optimal Provision of Ex Ante Legal Advice" 8 *J. Law Econ. & Org.* (1992) 306.

134 לדיון כללי ראו: John C. Coffee "The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC" 103 *Colum. L. Rev.* (2003) 1293.

Ibid 135.

136 כאמור לעיל בהערה 68. Sarbanes-Oxley Act והתקנות מכוחו מטילים חובות דיווח מפורטות על עורכי-דין המייצגים חברות ציבוריות.

137 ראו: Daniel R. Fischel "Secondary Liability Under Section 10(b) of the Securities Act of 1934" 69 *Cal. L. Rev.* (1981) 80.

אזרחית בגין סיוע. אחרי הכל, אין טעם בייבוא מוסד שנוגח אף בארץ מולדתו, שהינה המובילה בעולם בתחום הרגולציה של שוק־ההון.

אולם הניסיון האמריקאי, ובמיוחד ההתפתחויות בתחום למן פסיקתו של בית־המשפט העליון בשנת 1994, ממחישים דווקא את חשיבותו של הכלל המוצע. ראשית, אחד משיקולי המדיניות שהניעו את בית המשפט העליון לקבוע שלא קיימת עילה אזרחית של סיוע לתרמית היה אי־הוודאות הכרוכה בכלל זה. אולם בדיעבד מתברר, כי פסיקתו של בית המשפט העליון בארצות־הברית לא הגבירה את הוודאות בתחום, אלא הסיטה את המוקד של חוסר הוודאות לשאלה באילו נסיבות ניתן לראות בשומרי־סף שמעורבותם לא באה לידי ביטוי במסמכי הגילוי כמבצעים בצוותא של תרמית.¹³⁸ יש פסקי־דין שקבעו כי עורך־דין יכול לשאת באחריות ישירה בגין תרמית בשל פעולות כגון ניסוח מסמכי הגילוי של החברה אף מבלי שיחתום על מסמכים אלה.¹³⁹ אי־הוודאות המשפטית באה לידי ביטוי מוחשי בפסיקה בעניין אנרון, שהרחיבה באורח משמעותי את גבולות האחריות הישירה בגין תרמית המוטלת על שומרי־סף.¹⁴⁰

מעל לכל, ההתפתחויות בארצות־הברית בעקבות פסק־דין *Central Bank* ממחישות את הצורך בכלל אחריות מהסוג המוצע במאמר זה. ההתמודדות החוזרת ונשנית של הפסיקה האמריקאית עם סוגיית אחריותם של גורמים שמעורבותם לא באה לידי ביטוי במסמכי הגילוי מצביעה על קיומם של מקרים רבים שגורמים כאלה, אשר תרמו במודע להטעיית משקיעים, מעורבים בהם. הפסיקה ה"מותחת" את גבולות הביצוע העיקרי של תרמית משקפת את התעקשות הפסיקה להתמודד עם מערכת של נסיבות שמהן עולה בבירור כי צדדים אלה יכלו למנוע את התרמית, אך אין בנמצא כלל שיספק להם תמריצים לעשות כן. מעבר לכך, יש הגורסים שפסיקתו של בית־המשפט בעניין *Central Bank*, שביטלה כאמור את ההכרה בכלל בדין האמריקאי והפחיתה בכך את היקף האחריות המוטלת על שומרי־סף, הינה אחד הגורמים שתורמו לגל השערוריות הפיננסיות של השנים האחרונות.¹⁴¹

פרק ה: סיכום

במדינת ישראל, כמו ביתר מדינות המערב, גוברת בשנים האחרונות ההכרה בחשיבותם של שומרי־סף לתפקודו התקין של שוק־ההון ובצורך של מערכת המשפט לספק לשחקנים אלה תמריצים נאותים לפיקוח על בעלי־השליטה ועל ההנהלות של חברות ציבוריות.

138 על אי־הוודאות בדין האמריקאי בכל הנוגע באחריותם של שומרי־סף כמבצעים עיקריים, ראו: Prentice, *supra* note 94.

139 לסקירה של פסקי־הדין, ראו: Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg "Liabilities of Lawyers and Accountants under Rule 10b-5" 53 *Bus. Law.* (1998) 1157.

140 לניתוח ההשלכות של פסק־הדין, ראו: Frumento, *supra* note 122.

141 ראו: Coffee, *supra* note 35, *ibid*.

מאמר זה בחן באורח ביקורתי את היקף האחריות המוטלת על שומרי־סף לפי חוק ניירות־ערך, תוך התוויית מערך של שיקולי מדיניות שיש לגזור מהם את משטר האחריות הראוי. בחינה ביקורתית זו מצביעה על פער בעייתי ובלתי־מוצדק בהיקף האחריות האזרחית לפי חוק ניירות־ערך. בעוד שחקנים שחוות־דעתם צורפה או הוזכרה במסמכי הגילוי חשופים למשטר אחריות מחמיר יחסית, אין החוק מתייחס כלל לדמויות נוספות. הניסיון מלמד שגם גורמים שמעורבותם לא באה לידי ביטוי במסמכי הגילוי עלולים לתרום להטעיית משקיעים על־ידי חברות ציבוריות, ועל מערכת המשפט לספק לגורמים אלה תמריצים למנוע את הטעיית המשקיעים. לנוכח הדינמיות של עולם העסקים, לא ניתן להשיג מטרה זו באמצעות אסטרטגיה של רגולציה. לפיכך, הפתרון העדיף הינו עיגון מפורש של כלל אחריות גמיש שיטיל אחריות על כל גורם שתרום, מתוך מודעות, להטעיית משקיעים.