

בית המשפט המחוזי בתל אביב – יפו

ת"א 1134/95

לפני: כב' השופטת ד"ר מיכל אגמון – גונן

התובעים יורשי המנוח משה שמש ז"ל
ע"י ב"כ עו"ד רמי בן נתן ועו"ד נדב אולגן

נגד

הנתבעים 1. דן רייכרט
ע"י ב"כ עו"ד אבי סלונים ועו"ד נירה להב

2. מנשה כהן

פסק דין

מהם הנוזקים שנגרמו למשקיעים בשל מעשי מרמה ופרטים מטעים שנכללו בתסקיף ובדוחות הכספיים של חברת רייכרט תעשיות בע"מ (בפירוק), ומהו חלקם של הנתבעים דן רייכרט ומנשה כהן בנוזק האמור.

זוהי השאלה העומדת כיום לדיון לאחר חמש עשרה שנה מאז הוגשה התובענה הייצוגית. בפרק הזמן שחלף מאז הגשת התובענה ניתנו בה עשרות החלטות על חלקן הוגשו בקשות רשות ערעור, הושגו הסכמי פשרה עם חלק מהנתבעים, ניתן פסק דין של בית המשפט המחוזי (כב' השופטת רות אליעז) ופסק דין בערעור שהוגש עליו לבית המשפט העליון. ההליכים הרבים בתובענה וגלגוליה הרבים נובעים, בין השאר, מפאת חשיבותה. תובענה זו היא התובענה הייצוגית הראשונה בישראל בניירות ערך אשר מסתיימת בפסק דין בתובענה. ככזו היא מעוררת סוגיות אשר טרם נדונו וממילא לא הוכרעו בפסיקת בתי המשפט בישראל, הן בנוגע לאופי החבות, הן בנוגע לדרך קביעת הנוזק, חישובו וחלוקתו בתובענות ייצוגיות בניירות ערך.

פסק דין של בית המשפט המחוזי ניתן ביום 27.11.02 על ידי כבוד השופטת אליעז (להלן: פסק הדין של בית המשפט המחוזי). הערעור שהוגש עליו לבית המשפט

העליון התקבל בחלקו, והתיק הוחזר לבית משפט זה לצורך קביעה מחודשת של גובה הנזק, אופן חלוקתו, ואופי החבות של הנתבעים, לאחר שמיעת ראיות ובהתאם לעקרונות שהותוו על ידי בית המשפט העליון [ע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח שמש (ניתן ביום 7.6.07)] (להלן: **פסק הדין של בית המשפט העליון**).

השאלה המרכזית שדרושה הכרעה במקרה זה היא – מהו הנזק שנגרם למשקיעים, אשר רכשו מניות וכתבי אופציה של חברת רייכרט תעשיות בע"מ על סמך המידע המטעה בדוחות הכספיים של החברה.

בבואנו לבחון שאלה זו, בראש ובראשונה עלינו לתת את הדעת למהות העסקית-מסחרית של ההשקעה בשוק ההון. בעלי המניות, חברי הקבוצה התובעת, בחרו להשקיע כספם בשוק ההון. לעניין

זה ההנחה היא שאילו אותם בעלי מניות לא היו משקיעים בחברת רייכרט, היו משקיעים בשוק ההון במניות אחרות. כלומר, לו לא הייתה הטעיה בתשקיף, יתכן כי המשקיעים היו בוחרים להשקיע בחברה אחרת באותו תחום, או בחברה או חברות אחרות בשוק ההון. כללי המשחק וכוחות שוק ההון ממילא היו חלים על אותם משקיעים. על כן, כל הפסד שהפסידו כתוצאה מירידות שערים בשוק כולו, או בתחום הרלבנטי, אינו הפסד שנגרם כתוצאה מההטעיה.

חשוב להדגיש עניין זה בפתח הדברים קודם שפונים לניתוח חוות הדעת השונות. יש להדגיש ולזכור כי חוק ניירות ערך, בהגנתו על משקיעים מפני תרמית והטעיה בתשקיף, לא מעניק ביטוח כנגד סיכונים או הפסדים בשוק ההון, אלא פיצוי בגין הנזק הכספי שגרם המידע המטעה למשקיעים.

השאלה היא כיצד מבודדים את הנזק שנגרם למשקיעים כתוצאה מההטעיה, מההפסדים בשוק ההון, שהם חלק מסיכוני ההשקעה בו. זוהי השאלה המרכזית העומדת בבסיס פסק דין זה.

1. רקע עובדתי וסקירת ההליכים הקודמים

א. רקע כללי

חברת רייכרט תעשיות בע"מ (להלן: **החברה**) עסקה בייצור ושיווק מוצרי בטון לשימושים תת קרקעיים ומוצרים נלווים. ניירות הערך של החברה הוצעו לציבור

בבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן: **הבורסה**) בתשקיף שפורסם ביום 3.8.1993. התשקיף והדוחות הכספיים הציגו בפני המשקיעים תחזית אופטימית באשר לעתידה הפיננסי של החברה.

ביום 3.4.1995 דיווחה החברה בדו"ח מיידי לבורסה על מעצרים של יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל חברה, מר עזרא רייכרט, ושל סמנכ"ל הכספים וחשב החברה, מר מנשה כהן, בחשד לביצוע עבירות מס (להלן: יום הגילוי). כתגובה לדיווח זה צנחו שערי המניות של החברה בכ- 71% בתוך כחודש, וביום 30.4.1995 הופסק המסחר בניירות הערך של החברה. ביום 9.7.1995 הוגשה לבית המשפט המחוזי בבאר שבע בקשה לפירוק החברה, על בסיס הצהרת עזרא רייכרט כי חובות החברה עולים בכ- 37 מיליון ₪ על נכסיה. ניתן צו לפירוק החברה וניירות הערך שלה נמחקו מהמסחר.

תביעה זו ובקשה לאשרה כתובענה ייצוגית, עניינן הטעיה או מרמה בתשקיף, לפי סעיפים 54א ו-54ב לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: **חוק ניירות ערך**). התובע המייצג, משה שמש ז"ל (להלן: **התובע המייצג**), רכש במהלך חודש פברואר 1994 מניות ואופציות של החברה בסך של כ- 60,000 ₪, ובתביעתו האישית תבע סכום פיצוי בסך 72,997 ₪. בבקשה לאישור התובענה כייצוגית ציין כי סכום התביעה של הקבוצה בלתי ניתן לשומה והערכה. בהמשך, בכתב התביעה המתוקן, העמיד התובע המייצג את הנזק לקבוצה על סכום מינימלי של 12,883,144 ₪. התביעה הוגשה כנגד עזרא רייכרט, רעייתו, ילדיו, ואחיו – דן רייכרט, אשר החזיקו 88% מהון המניות של החברה; הדירקטורים מן

הציבור; רואי החשבון של החברה; סמנכ"ל הכספים וחשב החברה – מנשה כהן; וכן כנגד דיסקונט חיתום וקידום עסקים בע"מ, אשר חתמו על תשקיף החברה.

ב. ההליכים לפני בית המשפט המחוזי (כבי' השופטת אליעז)

התובענה אושרה כתובענה ייצוגית ביום 1.12.96. ארבע קופות גמל, תובעות 2-5, אשר החזיקו בלמעלה מ- 40% ממניות החברה שבידי הציבור הצטרפו לתובענה. הקבוצה שבשמה הוגשה התובענה הייצוגית הוגדרה: **"כמי שהחזיק מניות ו/או אופציות של חברת רייכרט תעשיות בע"מ בתאריך ה- 3.4.95 למעט הנתבעים בתובענה ייצוגית זו"**.

הסכמי פשרה בין חלק מהתובעים לבין התובע המייצג אושרו על ידי בית המשפט המחוזי ביום 17 במאי 2000, וההליך בתובענה המשיך להתנהל כנגד דן רייכרט ומנשה כהן בלבד עמם לא הושגה פשרה. סכום הפיצוי הכולל על פי הסכמי הפשרה הינו בסך של כ- 10 מיליון ₪, שהופקדו בקופת בית המשפט.

בית המשפט המחוזי קבע בפסק דינו את אחריות הנתבעים, ופסק לתובע המייצג ולקבוצה סכום כולל של 3,400,000 ₪ (3 מיליון ₪ כנגד מנשה כהן ו- 400,000 ₪ כנגד דן רייכרט) על דרך האומדנה (מעבר לסכום הפשרה). כמו כן, פסק בית המשפט המחוזי גמול לתובע הייצוגי בסך של 300,000 ₪ (בנוסף ל- 100,000 ₪ שכבר נפסקו לטובתו), ואת שכר הטרחה לבא כוחו העמיד על 13% מסך הסכומים שנפסקו, כולל על פי הסדר הפשרה. בנוסף, חוייב מנשה כהן בהוצאות משפט בסך 20,000 ₪, ואילו דן רייכרט חוייב בהוצאות בסך 7,000 ₪.

אופן חלוקת כספי הפיצוי נקבע בהחלטה שניתנה על ידי בית המשפט המחוזי לאחר מתן פסק הדין, על-פי היקף האחזקות היחסי של כל אחד מחברי הקבוצה במניות החברה (להלן: **ההחלטה לעניין אופן החלוקה**).

ג. ההליכים בבית המשפט העליון

על פסק הדין של בית המשפט המחוזי וההחלטה לעניין אופן החלוקה הוגשו ערעור ובקשת רשות ערעור לבית המשפט העליון. בית המשפט העליון דחה את הערעור לעניין אחריות הנתבעים, ולגבי הנזק - קיבל את הערעור בחלקו. לאחר שבית המשפט העליון הכריע בשאלות עקרוניות הנוגעות לקביעת הנזק, אופי החבות ואופן חלוקת הפיצוי בין חברי הקבוצה, החזיר את התיק לבית משפט זה לצורך קביעת גובה הנזק, הערכת חלקו היחסי של דן רייכרט בנזק, וחלוקת הפיצוי בין התובעים, בהתאם להנחיות ולעקרונות שנקבעו בפסק דינו ועל בסיס ראיות שיוגשו לבית משפט זה לעניין הנזק. כמו כן קבע בית המשפט העליון כי בית המשפט המחוזי ידון גם בשאלת הגמול לתובע הייצוגי ושכר הטרחה לבא כוחו.

ד. ההליכים לפני מותב זה

בהתאם להנחיות בית המשפט העליון הוריתי לצדדים על הגשת ראיות לעניין הנזק. בהחלטה על הגשת ראיות קבעתי כי לאור העובדה שחלפו למעלה מעשרים שנה ממועד ההתרחשויות נשוא תובענה זו, אין מקום לשמיעת עדים נוספים, למעט עדים מומחים. מחוות הדעת שהגישו הצדדים עלה כי כל אחד מהצדדים פירש

באופן שונה את פסק דינו של בית המשפט העליון, ועל בסיס פרשנות זו בחר את נוסחת החישוב לצורך חוות הדעת. לאור זאת, היה צורך להכריע, לפני חקירת המומחים, איזו נוסחת חישוב יש לערוך על פי פסק דינו של בית המשפט העליון. בקדם משפט שהתקיים ביום 5.3.09 הצעתי לצדדים להסכים על דרך חישוב מסוימת, ומשהצדדים דחו את הצעתי הוריתי על הגשת סיכומים בשאלה "איזו שיטת חישוב עונה על החלטת בית המשפט העליון לעניין אופן חישוב נזקם של חברי הקבוצה". החלטתי בשאלת אופן החישוב ניתנה ביום 21.9.09, חקירת המומחים התקיימה ביום 14.10.09, ולאחריה הגישו הצדדים סיכומים סופיים.

2. חישוב הנזק

א. חוק ניירות ערך ושוק ההון

מטרתו של חוק ניירות ערך לשמור על כללי המשחק בשוק ההון כך שהמסחר בו יהיה הוגן. עד לחקיקת חוק תובענות ייצוגיות, ונכון למועד כתיבת פסק הדין של בית המשפט המחוזי, חל על הסוגיה פרק 54ט לחוק ניירות ערך. כיום, הסוגיה של קביעת הנזק בתובענות ייצוגיות בניירות ערך מוסדרת על ידי חוק תובענות ייצוגיות. בנוסף, חלות תקנות ניירות ערך (סדרי דין לעניין תובענה ייצוגית), התשנ"ב-1991.

כפי שצינתי חוק ניירות ערך, וחוק תובענות ייצוגיות בהקשר של שוק ההון וניירות ערך, אין מטרתם להגן על משקיע שהשקיע בשוק ההון והפסיד את כספו. זאת, כל עוד "המשחק" בשוק ההון היה על פי הכללים. מטרת החוק היא להגן על נזקים שנגרמים מהתערבות אסורה בשוק ההון כמו הטעיה בתשקיף, כפי שהיה במקרה זה או הרצת מניות לדוגמא.

יפים לכך דברי בית המשפט העליון בארה"ב בפסק הדין בעניין "Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Boroudo", S.Ct. 1627 125 (להלן: עניין Dura), אשר ניתן בשנת 2005, בעמ' 1633 :

"The securities statutes overlooks an important securities law objective seek to maintain public confidence in the marketplace... But the statutes make these latter actions available, not to provide investors with broad insurance against market losses, but to protect them against those economic losses that misrepresentations actually cause"

(ההדגשות שלי – מ'א'ג')

באותו מקרה, ובהתבסס על רציונל זה, בית המשפט העליון בארה"ב לא קיבל את טענת התובעים לפיה יש להעמיד את הפיצוי בגובה מחיר הרכישה (בעמ' 1631):

"An inflated purchase

price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss" היינו, ההפסדים שנבעו מירידות בשוק ההון, אינם חלק מהנזקים שגרמה ההטעיה למשקיעים.

מטרה זו העומדת בבסיס חוק ניירות ערך הביאה אותי למסקנה, לאחר עדויות המומחים (שיפורטו בהרחבה להלן), כי יש לחשב את חסרון הכיס בהתבסס על נתונים אודות מחירי המניות לאחר חשיפת מעשי המרמה ובתגובה לגילוי. דרך שהוכרה בפסיקה האמריקאית לחישוב מסוג זה מחשבת את הנזק על ידי השלכה לאחורי (**Backcasting**) – חישוב הנזק על ידי חישוב ההפרש בין מחיר המניות לאחר חשיפת המרמה לבין מחיר המניה בסמוך לפני הגילוי. דרך זו מתאימה לחישוב נזקי המשקיעים בניירות ערך כתוצאה מהטעיה בדוחות הכספיים במקרים בהם השוק לא היה משוכלל דיו כך שהמידע אודות התרמית הגיע לשוק במועד ספציפי, עם חשיפת מעשי המרמה, ולא הייתה דליפה של מידע בשלבים לשוק.

הראיות, כפי שאראה להלן, מצביעות על כך שמחיר מניית חברת רייכרט לא הושפע ממידע אודות התרמית לפני מועד הגילוי - 3.4.1995. בנסיבות אלו, הירידה החדה במחיר המניה מיד לאחר חשיפת התרמית מהווה את הערך שבעלי המניות מייחסים למידע המטעה אודות החברה, היינו, את הנזק שגרמה ההטעייה. ההפרש, אם כן, בין מחיר המניה במועד סמוך לחשיפת התרמית לבין מחיר המניות מיד לאחר חשיפת מעשי המרמה, הוא שמשקף את הנזק שנגרם לבעלי המניות כתוצאה מהמידע המטעה. להלן אפרט את מסקנותי.

ב. פסק הדין של בית המשפט העליון

(1) חישוב נזק אישי על בסיס ראיות

בית המשפט העליון הנחה לחשב את הנזק בשיטת חסרון הכיס או חסרון הכיס המקורב, היינו, מה הנזק שנגרם בפועל למשקיעים. בית המשפט המחוזי קבע את גובה הפיצוי לכלל חברי הקבוצה על דרך האומדנה. בית המשפט העליון, בפסק דינו, סוקר את דרכי חישוב הנזק המקובלות במשפט הישראלי והאמריקאי: חישוב

אינדיווידואלי, חישוב כולל, וחישוב על דרך האומדנה, וקובע כי קיים סדר עדיפויות בין שיטות החישוב השונות. שיטת החישוב האינדיווידואלי הינה 'דרך המלך' בעוד ששיטות החישוב האחרות מוצדקות רק במקרים בהם החישוב האינדיווידואלי אינו אפשרי או כרוך בקשיים, כגון קושי ניכר לאתר את חברי הקבוצה, קושי להוכיח את נזקו של כל חבר קבוצה בנפרד, עלות גבוהה ובלתי מוצדקת הכרוכה בהוכחת הנזק.

כאשר מדובר בתובענות ייצוגיות, קבע בית המשפט העליון, כי, בדרך כלל, לא תהיה הצדקה לשיטת החישוב הכולל, שכן הקשיים הכרוכים בחישוב האינדיווידואלי לא מתקיימים בתובענות אלו: חברי הקבוצה, לרוב, ניתנים לזיהוי בקלות; מחיר רכישת ניירות הערך גם הוא ניתן לביורור; וככלל לא מדובר בנזק פעוט שעלות הוכחתו עולה על שיעורו. כך גם במקרה זה, ניתן לחשב את הנזק

האינדיווידואלי, שכן ניתן לברר בקלות את מספרם וזהותם של חברי הקבוצה הייצוגית אשר הוגדרה באופן צר, ולכן אין הצדקה לפנייה לשיטות החישוב האחרות.

(2) שיטות החישוב

משנקבע כי יש במקרה זה לחשב את הנזק האינדיווידואלי של כל חבר בקבוצה, פנה בית המשפט העליון לבחינת השאלה על פי איזו שיטת חישוב יחושב הנזק האינדיווידואלי. לאחר סקירה של שיטות חישוב שונות המוכרות במשפט האמריקאי והישראלי, מגיע בית המשפט העליון למסקנה כי שיטת החישוב המתאימה בענייננו הינה שיטת "חסרון הכיס" (Out-of-pocket), המבוססת על עקרונות הפיצוי של דיני הנזיקין, שכן אחריות הנתבעים במקרה דנן הינה, במהותה, אחריות נזיקית.

כפי שצוין בפסק דינו של בית המשפט העליון, חישוב הנזק על פי שיטת חסרון הכיס אינו פשוט. נהוג ליישם שיטה זו על ידי שרטוט שני קווים: "קו מחיר" (Price line) מתאר את מחיר המניה בפועל במהלך התקופה שבין פרסום המידע המטעה לבין מועד גילוי (על פי דיווחי הבורסה); "קו הערך" (Value line) הנו קו היפותטי המייצג את "הערך האמיתי" של המניה בכל יום במהלך התקופה שבין פרסום המידע המטעה לבין מועד גילוי, והוא משקף את המחיר אותו היו הרוכשים מוכנים לשלם עבור המניה בכל יום בו נסחרה אילו היה בידם המידע הנוגע למצבה של החברה לאשורו.

בית המשפט העליון עמד על כך שגם לגבי התווית קו הערך קיימות גישות שונות, ולאור מורכבות יישום שיטת חסרון הכיס, אפשר להשתמש בשיטות חלופיות המחשבות את "חסרון הכיס" באופן מקורב (להלן: **שיטת חסרון הכיס מקורבת**). למשל, שיטה לפיה יש לקזז ממחיר הקניה את מחיר המניה ביום התרמית ואת הירידות בשוק, ובכך מתקבל הפיצוי המוערך.

ג. קביעת הנזק האינדוידואלי של כל אחד מחברי הקבוצה
כאמור, בית המשפט העליון קבע כי קביעת הנזק לחברי הקבוצה יעשה על בסיס אינדוידואלי על פי שיטת חסרון הכיס או לחילופין שיטת חסרון הכיס מקורבת. מחוות הדעת שהגישו הצדדים עלה כי קיימת ביניהם מחלוקת בשאלה כיצד לפרש את פסק הדין של בית המשפט העליון לעניין אופן חישוב הנזק. בהחלטתי בעניין אופן החישוב, מיום 21.9.09, קבעתי כדלקמן:

"הנזק של כל אחד מחברי הקבוצה יחושב כך: יקבע קו הערך וקו המחיר ביום רכישת המניות ע"י כל אחד מקבוצת התובעים. כל תובע יפוצה על פי הפרש בין הקווים ביום בו רכש את המניות במכפלת כמות המניות".

נוכח החלטתי זו הגישו הצדדים חוות דעת משלימה, והמומחים נחקרו בשאלה מהו קו הערך. כבסיס לחוות הדעת שימשו את הצדדים דוחות כספיים משוחזרים של החברה לשנים 1993-1994 (להלן:

הדוחות המשוחזרים), דהיינו – דוחות כספיים נטולי פרטים מטעים. הדוחות המשוחזרים עליהם התבססו הצדדים שוחזרו במסגרת הליכי פירוק החברה, על ידי רואה חשבון חיצוני שהועסק על ידי המפרקים. במסגרת זו שוחזרו הדוחות הכספיים של החברה לשנים 1993-1994. באשר לשנים 1991-1992, נערכו במסגרת הליכי הפירוק בדיקות נקודתיות בלבד ולא הופקו דוחות כספיים משוחזרים.

ד. חוות דעת התובע
מטעם התובע הוגשה חוות דעתו של הכלכלן מנחם פרלמן (להלן: **מר פרלמן**), אשר לצורך קביעת קו הערך עשה שימוש במודל DCF (Discounted Cash Flows). המודל מעריך את הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים החזויים, ושימש את התובע

לצורך הערכת שווי המניה בהסתמך על הדוחות המשוחזרים, כפי שהיו עושים המשקיעים אילו היו עומדים בפניהם הדוחות הללו.

מר פרלמן מגיע למסקנה לפיה ערך המניה בשנת 1993 הינו 7% מערך השוק, ואילו החל משנת 1994 קו הערך הינו אפס. מר פרלמן מסביר בחקירתו הנגדית את אופן החישוב (עמ' 24 לפרוטוקול מיום 14.10.09 שורות 12-14):

"עשיתי שני די.סי.אף, אחד מתבסס על המידע הכוזב, והגעתי ל- 242 מיליון ₪ בקירוב לשווי השוק של החברה. בשני, לקחתי את המודל הראשון תיקנתי את ההנחות כך שיתאמו את המידע המתוקן ומאותו מודל קיבלתי 19 מיליון ₪ וזה קו הערך".

חוות דעתו של מר פרלמן לוקה במספר בעיות מרכזיות. ראשית, מר פרלמן התייחס בחישוביו רק לדוחות השנתיים של שנת 1993 (אשר פורסמו בתחילת חודש אפריל 1994). לגבי שנת 1994 הוא מניח כי קו הערך הוא אפס, ללא כל תחשיב. בכך הוא למעשה לא שרטט "קו ערך" כנדרש על פי פסק דינו של בית המשפט העליון וכאמור בהחלטתי, אלא נקודה הנכונה לתחילת חודש אפריל 1994. מר פרלמן נשאל על כך בחקירה הנגדית והשיב (עמ' 23 לפרוטוקול מיום 14.10.09 שורות 15-21):

"יחידות הדיווח החשבונאיות שאנו עובדים עליהם הם שנה, לכן ניתחתי את השווי בפרמטרים של שנה, אם מישהו מתעקש אפשר היה לעשות כפי שעשה ד"ר פניני, בכל מיני קווים ולהחליק את המעבר בין השנים, אני חישבתי 7% בשנת 93 ואפס בשנת 94 ולא ראיתי טעם להחליק ביניהם. התשובה השנייה, קשה לשים את האצבע באיזה מן הימים נכנסו הבעלים וגנבו מהקופה במהלך שנת 94, אין דרך להתמודד עם שאלה זו. אפשר להתמודד רק עם יחידת הדיווח החשבונאית השנתית. זה מסביר את התוצאה שאתה מתייחס אליה".

מר פרלמן ממשיך ומסביר (עמ' 24 לפרוטוקול מיום 14.10.09 שורות 22-24):

"בשנת 94 המצב כל כך חמור, שלו האמת היתה ידועה לציבור היא לא היתה שווה אגורה שחוקה אחת. יכול להיות שהגניבות נעשו ביום הראשון של שנת 94".

תשובה זו אינה מסבירה את העדר החישוב לגבי שנת 1994. מועד ביצוע העבירות אינו רלוונטי לחישוב זה. מי שרכש את מניות החברה במהלך שנת 1994 ועד לחשיפת מעשי המרמה, בתחילת חודש אפריל 1995, ממילא התבסס על הדוחות

השנתיים של שנת 1993. על כן, על פי שיטת התובע עצמו, יש לייחס למניות שנרכשו בתקופה זו שווי של 7%.

גם השכל הישר אינו תומך בטענת התובע לפיה קו הערך הינו אפס. הערך לא צריך להיקבע על פי סופה של החברה, שהרי גם ללא המרמה סביר שהציפיות היו מעט יותר אופטימיות מקריסת החברה. הערך צריך להיות השווי שאותו הרוכשים היו אומדים בהינתן מידע חשבונאי נטול הטעיות. משכך, קו הערך יהיה נמוך מקו המחיר וגבוה מקו האפס.

בעיה מרכזית נוספת בחוות דעתו של מר פרלמן קשורה בהנחות היסוד שבבסיסה. ראשית יש לציין כי מר פרלמן השתמש במספר רב של הנחות, כמפורט בסיכומי התובע (סעיף 57.4 לסיכומי התובע):

"במסגרת כל אחת מהערכות השווי האמורות, ערך פרלמן תחזית של פעילות החברה לחמש שנים, בהתבסס על 5 הנחות לכל שנת תחזית (שיעור צמיחת ההכנסות, שיעור רווח גולמי, שיעור רווח תפעולי, שיעור מס אפקטיבי ושיעור הון חוזר תפעולי), וביחד 25 הנחות לגבי כל שנות התחזית, הוסיף לכך הנחות בדבר שיעור הפחתת ההון ושיעור ההיוון, וביצע ניתוחי רגישות לתוצאה המתקבלת".

מובן כי ככל שגדל מספר ההנחות, כך גדלים גם סיכויי הטעות. ההנחה שיש לבחון באופן הקפדני ביותר היא ההנחה המתייחסת למחזור ההכנסות, שכן יתר ההנחות ביחס לרווחים העתידיים של החברה, ממילא נגזרים מהנחה זו. מר פרלמן מניח, לגבי מחזור ההכנסות, כי שיעור הצמיחה בהכנסות בשנת 1993 ביחס לשנת 1992, אשר משתקף מהדוחות המטעים, גדול פי 2 משיעור הצמיחה המשתקף מהדוחות המשוחזרים לאותן תקופות. ברם, אין ברשות התובע את הדוחות הכספיים של שנת 1992. על כן לא ברור כיצד נעשה חישוב שיעור הצמיחה על בסיס הדוחות המשוחזרים, ואין על כך הסבר בחוות הדעת. יש לשער כי התובע חישב את שיעור הצמיחה בהכנסות של שנת 1993 לפי הדוחות המשוחזרים, והשווה להכנסות של שנת 1992 לפי הדוחות המטעים. כיוון שההכנסות של שנת 1992 ככל הנראה נופחו, התוצאה שקיבל התובע בהכרח נמוכה מהתוצאה שהיתה מתקבלת אילו עמדו לרשותו הדוחות המשוחזרים של שתי השנים. מכאן ניתן להסיק כי הערכת שווי המניה של התובע לצורך קביעת קו הערך היא שמרנית.

כאמור, יתר הנחות היסוד של התובע בחוות דעתו נגזרות מההנחה לגבי מחזור ההכנסות. משקבעתי כי הנחת התובע ביחס למחזור ההכנסות הינה שמרנית יתר על המידה, איני מקבלת גם את יתר הנחות היסוד של התובע אשר כאמור נגזרות מהנחה זו.

התובע מפנה בסיכומיו לפסק הדין שניתן בע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ** (ניתן ביום 22.6.09) (להלן: **פסק הדין בעניין עצמון**). לטענתו, קביעת בית המשפט העליון באותו עניין כי שיטת ה-DCF הינה השיטה המתאימה להערכת שוויין ההוגן של מניות, תומכת בחוות הדעת שהוגשה מטעמו.

אמנם, פסק הדין בעניין עצמון אימץ את שיטת ה-DCF, אולם, פסק הדין בעניין עצמון עסק בשאלה מהי שיטת החישוב המתאימה להערכת שוויין ההוגן של מניות במסגרת סעד ההערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999. בית המשפט העליון קבע כי שיטת ה-DCF היא השיטה המתאימה ביותר בהתחשב בתכליותיו המיוחדות של סעד ההערכה (פסקה 61 לפסק דינו של כבוד השופט י' דנציגר):

"אני סבור, כי שיטת DCF היא השיטה שיש לנקוט בה, באופן עקרוני, להערכת שווי מניות במסגרת סעד ההערכה. לאור תכליותיו של סעד הערכה ככלי להגנת המיעוט ובשל מגבלותיהן של השיטות האחרות, שיטה זו נראית לי המתאימה ביותר".

כבוד השופט א' ריבלין הדגיש גם הוא כי הקביעה בפסק הדין בעניין עצמון נוגעת אך ורק לעניין סעד ההערכה:

"הקביעה בנוגע לשיטת הערכת המניות נוגעת לעניין סעד ההערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות. השאלה כיצד יוערך שוויין של מניות בחברה בהקשרים אחרים, ככול שיתעוררו כאלה בעתיד, היא שאלה נפרדת שתוכרע בבוא העת".

בענייננו, המטרה ומושא ההערכה שונים לחלוטין. המודל שאומץ בפרשת עצמון נוגע לשווי לעניין מכירת החברה עצמה. כאשר חברה נמכרת במסגרת הצעת רכש מלאה (במסגרתה הופכת החברה לחברה פרטית), יש להגן על בעלי מניות המיעוט שלא ירכשו מהם בכפיה את מניותיהם במחיר נמוך מהמחיר הראוי. כאמור לעיל,

השאלה שלפני שונה במהותה והיא – מהו הנזק שנגרם לבעלי המניות וכתבי האופציה שבחרו להשקיע בחברת רייכרט תעשיות, כתוצאה מהטעיה בתשקיף. וכתוצאה מהטעיה זו בלבד.

אימוץ הקביעה לפיה קו הערך שווה לאפס, מניח למעשה, כי לולא ההטעייה היו המשקיעים נמנעים מהשקעה בשוק ההון, או רוכשים את המניה בערכה "האמיתי" ואת היתרה לא היו משקיעים בשוק ההון. הנחה זו אינה ההנחה עליה יש לבסס את החישוב כאשר אנו עוסקים בהשקעה בשוק ההון, להבדיל, למשל, מרכישת נכס. לעניין זה ההנחה היא שאותם בעלי מניות היו משקיעים בשוק ההון במניות אחרות, לולא היו משקיעים במניותיה של חברת רייכרט. במקרה זה העובדה שהשוק כולו היה במגמת ירידה בתקופה הרלבנטית, לרבות המניות בתחום בו עסקה חברת רייכרט, אינה רלבנטית לנזק. היינו, הירידות הכללית בשוק ההון אינן חלק מהנזק. גם לו היו המשקיעים, משקיעים בחברות

אחרות, מרביתם היו סובלים הפסדים שנבעו ממגמת הירידה בשוק באותה תקופה. יש להדגיש כי אם השוק היה במגמת עליה באותה תקופה, גם אז ניתן היה לקבוע את שיעור הנזק בצורה דומה, בהתעלם מהעליות הכלליות בשוק. לאור האמור פסק הדין **בעניין עצמון** אינו חל, כלל ועיקר במקרה שלפניי.

יש לציין כי מר פרלמן ביסס את מסקנתו לפיה קו הערך של החברה בשנים 1994 ואילך הינו אפס על ניתוחים פיננסיים נוספים. כך, למשל, ערך מר פרלמן ניתוח פיננסי בסיסי של הדוחות המטעים והמשוחזרים לשנים 1993-1994, ומסקנתו היתה כי **"קיים שוני מהותי בין נתוני הדוחות המטעים לנתוני הדוחות המשוחזרים"**, ועל בסיס מסקנה זו קבע כדלקמן (עמ' 8 לחוות הדעת):

"להבדיל מהנתונים שהוצגו בדוחות המטעים, הדוחות המשוחזרים לשנת 1993 מצביעים על חברה שאינה מממשת את התמונה הורודה שהוצגה בפני המשקיעים ערב הנפקתה – רווחיותה וצמיחתה צנועים יחסית לציפיות ולמחיר הנפקה, כך שהמשך התפתחותה ויציבותה הפיננסית נתונים באי וודאות ניכרת.
הדוחות המשוחזרים לשנת 1994, כבר מצביעים על חברה כושלת שהמשך קיומה כעסק חי אינו נראה סביר. כבר מניתוח זה ניתן להסיק, כי על פי הנתונים בדוחות המשוחזרים לשנת 1994 השווי הריאלי של ניירות הערך שלה בשנה זו הינו אפס, מאחר ומשקיע רציונאלי לא היה משקיע בחברה שכזו. על אחת כמה וכמה, השווי הריאלי של ניירות הערך של החברה לאורך שנת 1995 עד לקריסתה הינו אפס גם כן" (ההדגשות במקור).

כלומר, מר פרלמן אינו מציג נוסחה לקביעת קו הערך לכל יום בתקופה על פי ניתוח פיננסי כלשהו, אלא קובע שלפי ניתוח פיננסי שערך שוויה של החברה היה, תמיד אפס. זאת ועוד, לאור קריסתה של החברה זמן קצר לאחר ההנפקה, ראה לנכון מר פרלמן ליישם גם את מודל אלטמן, אשר הינו מודל סטטיסטי שמטרתו לנבא חדלות פירעון של חברה, והתוצאות שהתקבלו הינן כדלקמן (עמ' 9-10 לחוות הדעת):

"על פי הדוחות המטעים לשנת 1992 החברה מצויה הרחק מסכנת פשיטת רגל, כאשר בשנים 94-1993 חלה עלייה מסוימת בסיכון לפשיטת רגל אך החברה עדיין מצויה בחלקו העליון של "התחום האפור". לעומת זאת, על פי הדוחות המשוחזרים מתקבלת תמונה שונה בתכלית – על פי דוחות שנת 1993 חלה קפיצה חדה בהסתברות לפשיטת רגל, כאשר החברה מצויה בסמוך לסף התחתון של "התחום האפור". על פי נתוני 1994 המודל מצביע באופן מובהק על פשיטת רגל צפויה של החברה, שאכן התרחשה במחצית שנת 1995"

על סמך תוצאות יישום מודל אלטמן, קבע מר פרלמן את קו הערך של החברה כמפורט להלן (עמ' 10 לחוות הדעת):

"מהדוחות המשוחזרים לשנת 1993 עולה, כי המשך קיומה של החברה ויציבותה הפיננסית היו נתונים באי וודאות ניכרת. הדוחות המשוחזרים לשנת 1994 מצביעים, כי

החברה הגיעה למצב של סיכון ודאי וחד משמעי להמשך קיומה כעסק חי, כך שהשווי הריאלי של ניירות הערך שלה בשנה זו ואילך הינו אפס" (ההדגשה במקור).

גם בהסתמכו על מודל אלטמן, מר פרלמן לא מציג נוסחה לחישוב קו הערך לכל יום בתקופה, אלא קובע ששווייה של החברה היה, תמיד, אפס. בשימוש שעשה מר פרלמן בשני המודלים, מודל "הניתוח הפיננסי הבסיסי" ומודל "אלטמן" הוא לא שרטט קו ערך, אלא צייר את מצבה הפיננסי הכללי של החברה על סמך הדוחות המטעים לעומת הדוחות המשוחזרים. על סמך התמונה שעולה מהמודלים קבע מר פרלמן, קביעה כללית שאינה מבוססת על תחשיב כלשהו, כי קו הערך של החברה החל משנת 1994 הינו אפס. כמפורט לעיל, לא רק שקביעה זו אינה מתיישבת עם השכל הישר, אלא שכאשר מר פרלמן טרח וחישב את קו הערך לגבי שנת 1993 על סמך מודל DCF, הוא קיבל כי בשנת 1993 קו הערך אינו אפס. לגבי שנת 1994 נמנע מר פרלמן מלערוך חישוב דומה, אך כפי שהוסבר לעיל, היות ולפני המשקיעים בשנת 1994 עמדו הדוחות הכספיים נכון לשנת 1993, יש להניח כי

קו הערך לשנת 1994 הינו לכל הפחות כפי שנתקבל שחישובו של מר פרלמן לגבי שנת 1993.

את הערכתו כי קו הערך של החברה החל משנת 1994 הינו אפס ביסס מר פרלמן גם על מומחיותו וניסיונו בהתחשב בנסיבות הפרשה. הערכה זו כינה התובע "הערכת שווי הנגזרת מיושרה". מר פרלמן סקר את מעשי המרמה אשר בוצעו בחברה, וקבע כי (סעיף 15 לחוות הדעת המשלימה):

"אני סבור שהיקף מעשים שכזה, לו היה ידוע למשקיע סביר, היה גורם לו להדיר את רגליו מניירות הערך של החברה".

טענה זו לא הוכחה על ידי מר פרלמן והיא אינה מדויקת. קיימות חברות שמנהליהן הורשעו בפלילים ואף ריצו תקופות מאסר, חלקם בגין הונאת משקיעים, ושווי מניותיהן בבורסה אינו אפס. המטרה היא להתחקות אחר הנזק שנגרם למשקיעים כתוצאה מהמידע המטעה, וההנחה היא שגם בהיעדר מידע מטעה היה למניה "מחיר". אחרת, בכל מקרה של מרמה בהיקפים נרחבים היה מקום לקבוע קו ערך אפס, כאשר לא כך הם פני הדברים.

זאת ועוד. התובע טוען כי "כאשר נודע למשקיעים רק מקצת המידע המטעה (אשר רובו התגלה רק מאוחר יותר) השליכו את מניותיה וייחסו לחברה ולמניותיה שווי אפס" (עמ' 9 פסקה 66 לסיכומי התובע). ואכן, מחיר המניה במצב בו ידוע למשקיעים אודות מעשי המרמה והפרות החוק בחברה, הינו ידוע. מחיר זה היווה את הבסיס לחישוב הנזק במקרה שלפניי. לצורך כך אין אנו זקוקים להערכות, לשיטות חישוב ולמומחים. יש ברשותנו מידע אודות צניחת מחיר המניה מיד לאחר חשיפת התרמית. יש לציין כי המניה נסחרה במשך מספר ימים לאחר הגילוי במחיר ממוצע של 5 ₪, ולא ירדה מייד לאפס עם הגילוי. גם עובדה זו סותרת את מסקנתו של מר פרלמן.

נושא זה נוגע גם הוא לרציונל שבבסיס עסקאות בשוק ההון. טענת התובע כי קו הערך הינו אפס מתבססת על ההסבר לפיו משקיע סביר שהיה יודע את האמת על הפרות החוק בחברה לא היה משקיע באותה מניה. או שהיה משקיע את הסכום "האמיתי" ללא ההטעיה ואת ההפרש לא היה משקיע בשוק ההון. ובכן, ראשית, טענה זו כאמור לעיל לא עומדת במבחן המציאות, ובהחלט ייתכנו מקרים של

השקעה בחברה מפסידה או בחברה שבעלי תפקידים בה עברו על החוק; שנית, גם בהנחה שאותו משקיע סביר לא היה משקיע בחברה אילו ידע את האמת, הרי שהיה משקיע בחברה אחרת בשוק ההון, ונושא ממילא בסיכונים הכרוכים בהשקעה בשוק ההון. המשמעות של קביעה לפיה קו הערך הוא אפס היא לא התממש עבור אותן משקיע לא סיכון ולא סיכוי הכרוך מטבעו בשוק ההון. המשמעות היא שהנזק הוא המחיר ששילם עבור המניה, שהיה גבוה עקב המידע המטעה.

ואכן, אם קו הערך עומד על אפס, הרי שהתוצאה היא למעשה "פיצויי ביטול", אשר לגביהם קבע בית המשפט העליון בפסק דינו כי הם אינם מתאימים במקרה זה (פסקאות 84-85 לפסק הדין של כבוד השופט י' עדיאל):

"אני סבור שככלל יש להגביל את הפיצוי לפי שיטת ה- "rescission" בתביעות מסוג התביעה שלפנינו, למקרים בהם קיים קשר חוזי בין התובע לנתבע. תוצאה זו נתמכת גם בסעיף 35 לחוק ניירות ערך, אשר מקנה סעד של ביטול והשבה רק כלפי המנפיק, ואינו מקנה סעד כזה כלפי האחראים האחרים הנזכרים בחוק, בכללם בעלי שליטה, כנגדם נקבע בחוק סעד של פיצויי נזק בלבד. ומהכלל אל הפרט: הנתבעים בענייננו הנם חשב החברה ואחד מבעלי השליטה בה. ביניהם ובין התובע וחברי הקבוצה הייצוגית אין קשר חוזי. כפי שפורט בדיון בנוגע לאחריות, אחריותם של בעלי תפקידים בחברה ובעלי שליטה בה דומה, במהותה, לאחריות נזיקית. בנסיבות אלו, השיטה הראויה לחישוב הנזק היא שיטת חסרון הכיס".

לעניין זה יפים דברי בית המשפט העליון בארה"ב בפסה"ד בעניין **Dura**, אשר קבע כי מחיר הרכישה לבדו אינו יכול לשקף את גובה הנזק שנגרם למשקיעים, בעמ' 1633-1634:

"The statute thereby makes clear congress intent to permit private securities fraud actions for recovery where, but only where, plaintiffs adequately allege and prove the traditional elements of causation and loss. By way of contrast, the Ninth Circuit's approach would allow recovery where a misrepresentation leads to an inflated purchase price but nonetheless does not proximately cause any economic loss. That is to say, it would permit recovery where these two traditional elements in fact are missing...

For reasons set forth in part II-A, supra, the “artificially inflated purchase price” is not itself a relevant economic loss”.

לאור האמור לעיל, איני מקבלת את קביעותיו של התובע כי קו הערך הינו אפס. אפנה כעת לבחינת חוות הדעת מטעם הנתבע.

ה. חוות דעת הנתבע

ד"ר גד פניני, אשר חוות דעתו הוגשה מטעם הנתבע (להלן: **ד"ר פניני**), משתמש לצורך חישוב הנזק בשיטת חסרון כיס מקורבת. בפסק הדין של בית המשפט העליון, סקר כבוד השופט יי עדיאל שיטה המחשבת את חסרון הכיס באופן מקורב:

“לפי השיטה השלישית, הנזק יחושב על בסיס השיטה השניה, כלומר על בסיס ההפרש (ברוטו) בין מחיר הרכישה המקורי של נייר הערך למחיר השוק סמוך לאחר גילוי ההפרה, אך מסכום זה ינוכה שיעור ירידת הערך שמקורו בתנודות השוק. ניכוי זה יכול שיחושב, למשל, על-פי המדד הכללי של שינוי ערך תיקי השקעה דומים בהרכבם לזה של הנפגע בתקופה הנדונה”

בשיטה המקורבת יש לקזז ממחיר המניה גם את מחיר המניה ביום גילוי התרמית וגם את הירידות הכלליות בשוק. על מנת להתחקות אחר שיעור ירידות הערך שמקורן בתנודות השוק, בחר ד"ר פניני תיק השקעה של מניות חברות מתחרות, כץ תעשיות בע"מ וולפמן תעשיות בע"מ, שהינן בעלות אופי מסחר דומה ומאפיינים דומים למניית חברת רייכרט.

קשה לבסס נזק על סמך תיק השקעות המורכב משתי מניות בלבד. ד"ר פניני טען כי חישוב תיק ההשקעה על ידי צירוף של מחצית מחיר מניית וולפמן תעשיות בע"מ ומחצית מחיר מניית כץ תעשיות בע"מ, ינטרל הטייה בבחירת מניה כזו או אחרת. קשה לקבל טענה זו. עצם הבחירה בשתי מניות בלבד יש בה הטייה מובנית שלא ניתנת לנטרול על ידי התייחסות למחיר שתי המניות בחלקים שווים. שכן, בחירה בשתי מניות אחרות הייתה נותנת תוצאה שונה, גם אם ההתייחסות למחיר המניות הינה בחלקים שווים.

אין מחלוקת בין הצדדים כי קיים קושי להרכיב תיק השקעות אלטרנטיבי המכיל מספיק חברות הדומות לחברת רייכרט. מר פרלמן בחוות דעתו הצביע על שני

מדדים אליהם השתייכה החברה בתקופה הרלוונטית. האחד, מדד מניות הכר"ם, שכלל חברות קטנות יחסית בעלות היקפי מסחר נמוכים; והשני, מדד מניות התעשייה. מכיוון ששימוש בשני מדדים אלו מניב הבדלים קיצוניים בתוצאות, מר פרלמן הציע להשתמש במדד המניות הכללי כ"תיק השקעה דומה בהרכבו" למניות רייכרט. ואולם, מדד המניות הכללי מורכב ממחירי מניותיהן של כלל החברות הנסחרות בבורסה, בעלות אופי מסחר, רמת סחירות והיקף מסחר שונים. אין בהכרח קשר בין התנהגותן של מניות בענפים שונים, ועליה במחירי מניות בענף מסוים אינה בהכרח משפיעה על מחירי המניות בענף אחר.

בחוות הדעת המשלימה מציע ד"ר פניני כשיטה לבניית קו הערך את שיטת מכפיל ההון. לשיטתו, החלטות ההשקעה, בהשקעות מהסוג בו אנו עוסקים, מתקבלות על ידי המשקיעים על ידי שימוש במכפילים, כאשר המכפילים המצויים בשימוש הרב ביותר הינם מכפיל ההון ומכפיל הרווח. במקרה זה, בהתחשב בנתונים הקיימים, מכפיל ההון הינו הזמין ביותר, ולכן טוען ד"ר פניני כי יש להשתמש בו.

מכפיל ההון משקף את היחס בין שווי השוק של החברה ביום נתון לבין ההון העצמי שלה, והוא מחושב על ידי חלוקת שווי השוק של החברה בהון העצמי שלה. יישום המודל נעשה על ידי ד"ר פניני באופן הבא: ד"ר פניני בדק את שווי השוק של מניית החברה (כמכפלה של כמות המניות המונפקות בשער המניה) ואת ההון העצמי המדווח של החברה בשני מועדים – 31.12.1993, ו- 31.12.1994. מנתונים אלו הוא חילץ את מכפיל ההון של החברה במועדים בהם הציגה מצג מטעה כלפי המשקיעים. את מכפיל ההון שהתקבל מכפיל ד"ר פניני בהון העצמי המשוחזר לגבי אותם מועדים. התוצאה שמתקבלת הינה, לשיטתו, שווי השוק "המתוקן" של מניית החברה.

התובע טוען כי חישובו של ד"ר פניני אינו נכון שכן ההון העצמי בדוחות המשוחזרים אינו משוחזר כהלכה. לתמיכה בטענה זו התובע מביא את ההסתייגות של רואי החשבון אשר ערכו את הדוחות המשוחזרים, לפיה (נספח יא לחוות הדעת מטעם התובע):

"הוגש נגד החברה נושאי משרה בה ורואה החשבון שלה כתב אישום בגין עבירות על חוקי המס ועבירות על חוק ניירות-ערך. בדוחות אלה, הערוכים על בסיס המוסכמה של העלות ההיסטורית בערכים נומינליים, לא נכללו התאמות לגבי ערכי הנכסים והתחייבויות וסיווגם כנדרש לגבי חברה בפירוק, כן לא נכללו בדוחות הכספיים הפרשות בקשר לכתב האישום".

איני מקבלת טענה זו. הדוחות המשוחזרים עליהם הסתמך הנתבע הינם אותם דוחות המשוחזרים עליהם הסתמך התובע, אשר נערכו במסגרת הליך הפירוק של החברה והם הנתון הטוב ביותר והיחיד שיש ברשותנו לקביעת שווי המניה "האמיתי". ד"ר פניני השיב לטענה זו בחקירתו הנגדית (עמ' 29 לפרוטוקול מיום 14.10.09 שורות 12-26; עמוד 30 שורות 9-1):

"שני מקורות מידע יש לנו בכל המערכת כאלו שבוקרו על ידי רואי חשבון ונמצאו לא טובים וכאלו שנבדקו רואי חשבון מה שנקרא הדוחות המשוחזרים והם נתנו לנו נתוני בסיס. אלו שתי נקודות מעוגנות שמהן אנו יכולים להתנהל באיזה שהיא צורה, ואמירתך לגבי שינויים זה על בסיס הערכה שיכול להיות שהוא נכון, יכול שלא נכון, או לוגי או לא לוגי...

אם על הכסף הזה כפי שנטען יש איזה שהיא התחייבות ויכול להיות שישנם עוד התחייבויות ורואי החשבון בדוח סייגו את הדוח ונמנעו מחוות דעת על הדוח, ישנם דברים שאינם משולמים אך זה הנתון הכי טוב שעומד בפני בית המשפט.

כאשר רואי החשבון נתנו חוות דעת של הימנעות הם ציינו למה הם נמנעים. הם כתבו שאנו נמנעים מכל מיני סיבות ולא נכתב שהם קיבלו פרמיה לא נכונה. רואי החשבון ניסו לתקן את המקסימום ההון העצמי המשוחזר הוא הרבה יותר נמוך מההון המקורי

והוא שקלל את כל מכלול השיקולים שראו רואי החשבון המשוחזרים לנכון לכלול בדו"ח".

ד"ר פניני ממשיך (עמ' 30 לפרוטוקול מיום 14.10.09 שורות 15-21):

"הנתונים שנתנו רואי החשבון ועליהם הם חתמו ואמרו ביקרנו איננו מחוויים דעה והם לא כוללים X פרטים, למה? כי אין להם מידע על אותם X פרטים...

הבאתי את הנתונים הטובים ביותר שעומדים לפנינו האם הם ברי פלוגתא כן אבל הם הכי טוב שיש".

הבעיה המרכזית בשיטתו של ד"ר פניני הינה שהיא מבוססת על הנחה לפיה ההון העצמי הוא הנתון היחיד ששונה בין הדוחות הכספיים שהוצגו בפועל לבין דוחות

כספיים נטולי הטעיה. מר פרלמן העיד על כך (עמ' 14 לפרוטוקול מיום 14.10.09 שורה 25-27; עמ' 15 שורה 1-7):

"... זו הנקודה הקריטית פה ההנחה של ד"ר פניני הניח שכל מה שהשתנה בין מצב העולם הנכון הוא ההון העצמי והוא מפעיל את אותו מכפיל היא שגויה לחלוטין, הוא חישוב מכפיל של 5.5 לסוף 93, דהיינו, לפי הדוחות הכוזבים, דהיינו, על כל שקל בהון העצמי החשבונאי של החברה השוק שילם 5.5. מדוע הוא שילם את השווי הזה? בחברה שלא היו נכסי נדל"ן בערך היסטורי או כל הסבר כזה, רק מהטעם שהשוק היה חשוף למידע הכוזב על הרווחיות ועל הציפיות לרווחיות ועל הצמיחה וכלן היה מכפיל 5.5. לו המציאות הייתה מתגלה שאינה כוזבת והיו מגלים בשנת 94, לדוגמא, שהרווח אינו 10 מיליון אלא הפסד של עשרות מיליונים אין מצב בעולם שהמכפיל היה נשאר 5.5".

הראיה לכך ששיטתו של ד"ר פניני אינה מתאימה לחישוב נזקי המשקיעים כתוצאה מפרטים מטעים בדוחות הכספיים, מצויה בגרף שמבטא את תוצאות חישובו (מסומן 1). הגרף הוגש באמצעות מר פרלמן במסגרת חקירתו הראשית. ד"ר פניני אישר בחקירתו הנגדית כי מדובר בגרף המשקף את שיטתו (עמ' 26 לפרוטוקול מיום 14.10.09 שורה 5). על פי הגרף ניזקו של משקיע שרכש מניות של החברה בסמוך למועד ההנפקה במחיר גבוה, קטן מנזקו של מי שרכש מניות במועד מאוחר יותר למועד ההנפקה ובמחיר נמוך יותר. לד"ר פניני ניתנה הזדמנות להסביר תוצאה זו במסגרת חקירתו הנגדית, ותשובתו היתה: **"אם זה מה שמבטא הגרף אז זו התוצאה"** (עמ' 26 לפרוטוקול מיום 14.10.09, שורה 9). מובן שאין מדובר בהסבר מניח את הדעת.

לאור האמור, גם את חוות דעתו של ד"ר פניני לעניין אופן חישוב הנזק אין לקבל. להלן אתחקה אחר הדרך הראויה לחישוב נזקי המשקיעים, לאור מהות העסקה בשוק ההון, חוות דעת הצדדים והנחיות בית המשפט העליון בפסק דינו.

ו. 'השלכה לאחור' (Backcasting) כדרך לחישוב נזקי המשקיעים
מהות העסקה בשוק ההון הינה נטילת סיכון. במקרה של הטעיה בשוק ההון, אילו הכסף המושקע היה יורד לטמיון גם אלמלא הטעיה, הרי שאין קשר סיבתי בין הטעיה לנזק. משקיע בשוק ההון שהיה מודע להטעיה היה משקיע במנייה חלופית,

ובמקרה של ירידות שערים בשוק ממילא היה מפסיד. יתר על כן, המהות הספקולטיבית פועלת לשני הכיוונים. במצב של עליות מחירים בשוק – למעשה התובעים היו מרוויחים למרות ההטעיה, אלא שהיו מרוויחים פחות מהרווח אותו היו עשויים להרוויח. אשר על כן, בבחירת השיטה הנכונה או המתאימה ביותר לחישוב הנזק של משקיעים בניירות ערך כתוצאה מהטעיה בתשקיף, יש חשיבות לשיטה המתעלמת מהתנודתיות בשוק, שהיתה משפיעה על המשקיעים ללא קשר להטעיה.

ברע"א 378/96 **שגיא וינבלט נ' משה בורנשטיין בע"מ**, פ"ד נד(3) 247, 259 נקבע שלא ניתן להעריך מה היה הרווח לו היה המשקיע בוחר מניה חלופית מזו בה השקיע בפועל. באותו עניין נרכשו מניות, במחיר גבוה בעקבות הרצה של מחירי המניות ערב ההנפקה. בפועל המחיר בו מכר התובע את המניות עלה על המחיר בו רכש אותן. התובע טען כי לו היה יודע על הרצת המניות, היה בוחר להשקיע בחברה אחרת והיה מרוויח יותר. בית המשפט דחה טענה זו וקבע כי רק במקרים נדירים, כאשר יש ראיות ברורות לגבי השקעה חלופית ניתן להכיר בכך. שיטת ההשלכה לאחור פותרת גם קושי זה. בשיטה זו בודקים בכמה צנח מחיר המניה ביום בו התגלה המידע על ההטעיה, וזה הנזק שנגרם כתוצאה מההטעיה. זאת, בין אם מחיר המניה עלה ובין אם מחיר המניה ירד, ומבלי להיזקק להנחות בדבר השקעות חלופיות שהן מאד ספקולטיביות.

מניתוח חוות דעת המומחים ובהתחשב במהות העסקה בשוק ההון, עולות המסקנות הבאות: **ראשית**, לצורך חישוב נזקי המשקיעים יש לבחור בשיטה המקזזת מגובה הנזק את ההפסד שהיה נגרם למשקיעים ממילא כתוצאה מירידות המחירים שאינן קשורות למידע המטעה, ואשר היה נגרם למשקיעים ממילא בשל עצם בחירתם להשקיע בשוק ההון. **שנית**, לאור הקושי בבחירת תיק השקעות דומה בהרכבו למניית רייכרט, ולאור העובדה שהמומחים מטעם הצדדים לא הציעו תיק השקעות דומה המשקף את התנודות הכלליות בשוק לגבי מניית חברת רייכרט, יש לבחון דרכים אחרות לקביעת התנודות הכלליות בשוק אותן יש לנכות מסכום הפיצוי למשקיעים בחברה. **שלישית**, במקרה זה, כעולה מחוות הדעת של ד"ר פניני, השוק לא היה משוכלל דיו ולא היתה זליגת מידע לשוק אודות התרמית. גם אם הייתה השפעה כלשהי על מחיר המניה כתוצאה מהדו"חות הכספיים המסולפים, הרי שלא ניתן לכמת אותה בצורה סבירה ושוב יש להיזקק להנחות רבות. על כן, וכעולה מחוות דעת מר פרלמן קיים קושי בקביעת קו ערך אמין בהתבסס על נתונים

אודות מחיר המנייה ממועדים הקודמים למועד גילוי התרמית, ולמעשה, גובה הירידה במחיר עם חשיפת התרמית משקף את העלייה במחיר המנייה כתוצאה מהתרמית. על כן נקראת שיטה זו השלכה לאחור. משליכים מירידת המחיר בעקבות הגילוי על ההפרש במחיר המניה שנבע מההטעיה. מכאן שיש להעדיף, כשיטה לקביעת

הערך, שיטה המושתתת על נתונים אודות שווי המניה בסמוך לאחר חשיפת מעשי התרמית. שימוש בנתונים ממועד שלאחר חשיפת המרמה מקטין את הסיכוי

לטעות, מבטל את הצורך בהנחות והשערות, ומבטיח כי המזיק לא יחוייב לפצות בגין ירידות שווי הקשורות לתנודות הכלליות בשוק.

לאור האמור, השיטה בה יש לנקוט לצורך קביעת קו הערך, הינה שימוש בירידת המחיר בשוק המניות עם גילוי ההטעיה (Backcasting או 'השלכה לאחור'). למעשה קובעים את קו הערך, או את ההפרש בין קו הערך לרו המחיר לפי הירידות בשערי המניה בשוק בסמוך לאחר הגילוי או חשיפת התרמית. על חישוב הנזק במסגרת תובענות ייצוגיות בניירות ערך בכלל ושיטה זו בפרט ראו מחקרם המרתק של שרון חנס ואלון קלמנט, "חישוב הנזק בתובענה ייצוגית בניירות ערך", (2010, טרם פורסם).

שימוש בשיטת ההשלכה לאחור הוכרה בפסקה האמריקאית כשיטת חישוב לפער שבין קו הערך לקו המחיר ביום הרכישה כחלק משיטת הפיצוי בגין חסרון כיס (out-of-pocket damages). דוגמא אחת ליישומה נקראת ה- "Constant dollar method". לפיה, במצב בו עד גילוי ההטעיה מחירי המניה התנהגו באופן עקבי ורציף בדומה למניות מתחרות, ולשוק בכללותו, הדבר מצביע על כך שלא היתה דליפת מידע בקשר לתרמית ואז ירידת המחיר של המניה מיד עם גילוי התרמית משקפת את ירידת השווי שהינה תוצאה של ההטעיה. ראו:

David Tabak "Inflation and Damages in a Postc-Dura World", **NERA Economic Consulting** (September 25, 2007)

(להלן: **David Tabak**), בעמ' 3 :

The constant dollar method assumes that the dollar drop “ at the end of the class period represents the amount of inflation in the stock price since the previous misrepresentation or corrective disclosure, and that the dollar value of inflation is constant between fraud-related events”

כלומר, למעשה ה"ערך" שמייחסים המשקיעים להטעיה, שהוא הנזק שנגרם להם, בא לידי ביטוי בשיעור בו יורדת המניה עם גילוי ההטעיה, במקרה זה יום הגילוי, עת מעצרים של המעורבים בפרשה. שיעור זה מתעלם מירידות או עליות בערך המניה קודם לגילוי. יש להדגיש לעניין זה כי העובדה שהמניות במדדים השונים, כפי שעולה מחוות דעת ד"ר פניני, התנהגו באופן דומה, מצביעה על כך שהשוק אינו משוכלל דיו (כפי שקבע כב' השופט ד"ר דנציגר **בעניין עצמון**), ודבר התרמית וההטעיה לא "זלג" לשוק בשלבים. במצב דברים זה הירידות החדות עם היוודע דבר התרמית מהווה את הנזק

שיש לייחס לאותה תרמית. הגדרת הקבוצה כמי שהחזיקו בניירות הערך של חברת רייכרט תעשיות ביום גילוי ההטעיה מחזקת זאת. מי שרכש ומכר את המניות קודם לגילוי למעשה לא סבל נזק, כיון שהמידע לא היה בשוק, ועל כן אם הפסיד במכירה, ההפסד נבע מתנודות השוק.

בעניין **Dura** לעיל, הסביר בית המשפט העליון בארה"ב את קביעתו לפיה רק ירידת ערך המניה מיד לאחר גילוי ההפרה מהווה את הנזק שנגרם למשקיעים כתוצאה מההטעיה (בעמ' 1631-1632):

“For one thing, as a matter of pure logic, at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss; the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that at that instant possesses equivalent value. Moreover, the logical link between the inflated share purchase price and any later economic loss is not invariably strong. Shares are normally purchased with an eye toward a later sale. But if, say, the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss. If the purchaser sells later after the truth makes its way into the marketplace, an initially inflated purchase price might mean a later loss. But that is far from inevitably so. When the purchaser subsequently resells such shares, even at a

lower price, that lower price may reflect, not the earlier misrepresentation, but changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions, or other events, which taken separately or together account for some or all of that lower price”.
(ההדגשה שלי – מ'איג'י).

הביקורת על פסה"ד בעניין Dura מתמקדת בכך שנוק למשקיעים כתוצאה ממידע מטעה בדוחות הכספיים של חברה, אפשרי רק כאשר מתקיימים מספר תנאים, ובעיקרם כי המידע על ההטעיה או התרמית לא "זלג" לשוק, ולא השתקף במחירי המניות קודם לגילוי ההטעיה. לעניין זה ראו מאמרם של Richard Kaplan and

Madge Thorsen, *“Rediscovering the Economics of Loss Causation”*

bepress Legal Series, paper 892,

2005:

“The argument that loss causation must be demonstrated in every case by a “corrective disclosure” of “the Truth” couples the Court’s illustration of why purchase time inflation does not necessarily always cause loss (with which we agree) with the court’s comment about the “truth” coming out and facts becoming known. The constructed *per se* rule, together with very narrow views of “what is Truth”, creates a platonic paradigm that almost never happens in the real world. It looks like this: Loss causation can be shown only where 1) alleged fraud inflates the stock price; 2) the alleged fraud is fully disclosed in mirror image language to the market; 3) the stock price drops immediately in an otherwise serene market; 4) that price drop is the only cognizable loss; 5) no matter what else happened before the Truth, no one who sold

before the truth is injured. The price drop defines the loss and is linked to the fraud because, in this paradigm, no other forces are operative. It is a pure situation in which, by definition, everything but the market’s evaluation of the fraud alone has been eliminated”.

אכן, איני סבורה שיש לאמץ את שיטת ההשלכה לאחור באופן גורף לצורך חישוב נזקי בעלי מניות בכל המקרים של תרמית בניירות ערך. כך, למשל, במקרה בו

הייתה קריסה כללית בשוק, שכללה גם מניות לגביהן נקבע כי הייתה לגביהן הטעיה, לא ניתן להפריד בין ההפסדים כתוצרה מצניחת השוק הכללית לבין הנזק. ההנחה במקרים אלו היא דווקא כי המניה קרסה יחד עם השוק בכללותו.

חישוב נזקי בעלי מניות עקב מידע מטעה בדוחות שפרסמה החברה בדרך השלכה לאחור אפשרי רק במקרים בהם השוק אינו משוכלל דיו ודבר ההטעיה לא זלג לשוק בשלבים עד למועד הגילוי. בשוק משוכלל מצב זה הוא נדיר וניתן אף לטעון כי קיימת השפעה כלשהי על מחיר המניה הנובעת מפרסום דוח"ות כספיים במועד מאוחר לתשקיף. עם זאת, מדובר בנתונים מאד ספקולטיביים. במקרה זה הצניחה במחיר המניה מיד לאחר מועד גילוי התרמית היתה בשיעור גבוה מאד של כ-70%, ועל כן ירידה זו מייצגת באופן המדויק ביותר את הנזק שנגרם למשקיעים כתוצאה מהתרמית. העובדה שמניית החברה התנהגה באופן דומה למניות מתחרות דומות עד למועד הגילוי, כעולה מחוות הדעת של ד"ר פניני, הינה אינדיקציה לכך שהירידה בשווי שיש לייחס מבחינה סיבתית למעשי המרמה, מגולמת רובה ככולה בשיעור הצניחה במחיר המניה מיד בסמוך למועד הגילוי אודות המרמה.

במקרה זה, מתקיימים אפוא, כל התנאים המאפשרים את חישוב הנזק בדרך של השלכה לאחור. יתר על כן, במקרה שלפנינו, איני רואה מנוס משימוש בשיטה המבצעת השלכה לאחור לצורך קביעת הנזק, שכן כפי שהוצג לעיל, קביעת קו ערך אחר טעונה שימוש בהנחות רבות המביאות כמעט לחישוב על דרך האומדנא, דבר שבית המשפט העליון בחר להימנע ממנו. שיטה זו אף מתאימה להגדרת קבוצת התובעים בענייננו, אשר כוללת את מי שהחזיק במניות החברה במועד הגילוי.

כאמור לעיל, שימוש בנתונים על שינוי במחיר נייר הערך ממועד סמוך לאחר גילוי התרמית, במטרה לקבוע את קו הערך לצורך חישוב חסרון הכיס, מביא לתוצאה פחות ספקולטיבית. תוצאה זו גם מקטינה את הסיכון שבחיוב הנתבע בפיצוי בגין

נזק שאינו קשור לעוולה. ראו לעניין זה **William K.S. Wang, Measuring**

Insider Trading Damages for a Private Plaintiff (April 24, 2009):

"The phrase "expedient" out of pocket measure is a term invented by the author of this article. The so-called "expedient" out of pocket measure

accepts the pure out of pocket measure in principle.

Nevertheless, to avoid the practical difficulty of determining the real value of the stock at the time of the plaintiff's trade, the "expedient" out of pocket measure true value" the market price after "substitutes for this dissemination of the correct or previously nonpublic information".

יישום שיטת חסרון הכיס בהתבסס על נתונים אודות מחיר המניה במועדים שלאחר גילוי התרמית, עולה בקנה אחד עם פסק דינו של בית המשפט העליון. נוכח הקושי בקביעת קו הערך על סמך נתונים על מחיר המניה ממועדים שלפני מועד חשיפת התרמית, בית המשפט העליון אפשר שימוש בשיטות המחשבות את חסרון הכיס באופן מקורב על בסיס נתונים על מחירי המניה במועד שלאחר גילוי התרמית (פסקה 75 לפסק הדין של כבוד השופט י' עדיאל):

"שיטה זו מבוססת, למעשה, על העיקרון המונח ביסודה של שיטת חסרון הכיס, אך לאור הקשיים הכרוכים בקביעת הערך האמיתי של נייר הערך במועד ההפרה, היא עושה זאת באופן מקורב, על בסיס ערך השוק של נייר ערך זה במועד גילוי ההפרה, תוך ניכוי תנודות במחירי השוק שאינן קשורות להפרת החוק ושלפי המשוער היו אמורות להביא לשינוי דומה גם בערכו של נייר הערך הנדון. שיטה זו נמנית על השיטות המכונות "modified out of pocket".

מכל האמור לעיל עולה כי השיטה המתאימה ביותר לחישוב נזקי קבוצת התובעים, המקיימת את הנחיות ביתה משפט העליון בפסק דינו, הינה שיטה ההשלכה לאחור. אפנה לישוב הנזק בשיטה זו.

ז. חישוב הנזק המצרפי

מנתונים שהציג התובע כבר בכתב התביעה המקורי, מחיר מניית החברה בסמוך למועד הגילוי עמד על 15.32 ₪. למחרת מועד הגילוי מחיר המניה צנח בכ-70%,

ומאז ועד למחיקתה מהמסחר בבורסה נמכרה המניה במחיר ממוצע של 5 ₪. מכאן, שגובה הירידה בשווי המניה לאחר מועד הגילוי עומד על 10.32 ₪. בחרתי במחיר ממוצע לאחר הגילוי, שכן המניה המשיכה להיסחר עד להפסקת המסחר בה בשיעורים שונים המגלמים את המשך ההתפתחויות בפרשה.

מנתוני התובע בכתב התביעה עולה כי בעלי מניות הכלולים בקבוצה החזיקו בכ- 832,000 מניות. מכאן שהנזק המצרפי הינו 832,000 מניות X 10.32 ₪ = 8,586,240 ₪.

עוד עולה מנתוני התובע בכתב התביעה, כי חברי הקבוצה החזיקו בכל האופציות שהנפיקה החברה – 1,142,860 אופציות. מחיר האופציה בסמוך למועד הגילוי עמד על 0.4 ₪ לאופציה. זמן קצר לאחר מכן פקעו כתבי האופציה בשל שווים הנמוך. גובה הנזק כתוצאה מהתרמית למחזיקי האופציות עומד אם כן על 0.4 ₪ לאופציה. הנזק המצרפי הינו 1,142,860 אופציות X 0.4 ₪ = 457,144 ₪.

סה"כ הנזק לקבוצה הינו: 8,586,240 ₪ (בגין ירידת שווי המניות) + 457,144 ₪ (בגין ירידת שווי האופציות) = 9,043,384 ₪.

3. חבות הנתבעים

א. פסק דינו של בית המשפט העליון

בפסק דינו של בית המשפט העליון נקבע כי האחריות על פי חוק ניירות ערך היא אחריות הדדית ביחד ולחוד, לאור אופייה הנזיקי של האחריות ובעיקר לאור סעיף 52 לחוק ניירות ערך, שכותרתו "אחריות רבים", המטיל במפורש על האחראים להפרת החוק אחריות ביחד ולחוד. לגבי תובענה ייצוגית, עמד בית המשפט העליון על הבעייתיות בהחלת כלל האחריות ההדדית:

"כלל האחריות "יחד ולחוד" עשוי להחליש את קידומן של התכליות האחרות. הכלל מחליש במידה רבה את אלמנט ההרתעה, הפיקוח והאכיפה. העובדה שהתובעים אינם צריכים לתבוע את כל האחראים לנזק מתמרץ אכיפה סלקטיבית, לפי שיקולים של "כיס עמוק" ולא שיקולי אשמה. בעל "הכיס העמוק" אינו בהכרח האחראי הישיר לנזקים. בכך נוצרת סכנה של תת אכיפה. כמו כן, אחריות "יחד ולחוד" אינה עולה תמיד בקנה אחד עם יעילות והוגנות ההליך. מבחינת היעילות, היא מותירה את בירור חלוקת האחריות בין הנתבעים לשלב

שני של ההתדיינות, ובכך מאריכה את הבירור המשפטי. אך חמורה מכך היא הפגיעה בהוגנות ההליך מנקודת מבטו של הנתבע. היא חושפת את הנתבע לסכנה של אי תשלום מצד האחראים האחרים. גם אם יש לכך הצדקה בהתדיינות קולקטיבית. בתביעות ייצוגיות בדרך כלל סכום התביעה הכולל גבוה ביותר, נוכח ריבוי מספרם של התובעים האנונימיים. משטר של אחריות של כל נתבע למלוא הנזק, תוך סכנה לאי תשלום מצד האחראים האחרים, מעמידה את הנתבע בחשיפה עצומה. יש לזכור עוד כי כאשר התביעה הייצוגית מופנית נגד נתבעים שהינם יחידים לא תאגידים, עלול להיווצר עיוות מהופך ביחסי הכוחות בין המתדיינים. הנתבע היחיד מוצא עצמו בהתדיינות מתישה ויקרה, כאשר הוא חשוף לפסק דין בעל השפעה ניכרת על מצבו הכלכלי והאישי".

הבעייתיות הגלומה בהחלת כלל האחריות ההדדית על תובענות ייצוגיות, כפי שהודגש בפסק הדין של בית המשפט העליון, מחריפה במצב בו מושגת פשרה בין התובע המייצג לבין חלק מהנתבעים. נוכח הסכומים הגבוהים אשר עשויים להיפסק בתובענות ייצוגיות, אחריות ביחד ולחוד עשויה להרתיע נתבעים מלהתפשר בשל חשש מתביעות שיפוי של נתבעים שלא התפשרו.

לאור העוצמה הרבה של התובענה הייצוגית, קיימים בחוק תובענות ייצוגיות מנגנונים לריסון כוח זה, ואחד מהם הוא סעיף 20(ד)(2), הקובע כדלקמן:

"הכריע בית המשפט לטובת הקבוצה, כולה או חלקה, בתובענה ייצוגית שהוגשה נגד נתבע שאינו מנוי בפסקה (1), רשאי הוא, בבואו להחליט בדבר שיעור הפיצויים ואופן תשלום הפיצויים, להתחשב גם בנזק העלול להיגרם, בשל תשלום הפיצוי, שיעורו או אופן תשלומו, לנתבע, לציבור הנזקק לשירותי הנתבע או לציבור בכללותו, כתוצאה מפגיעה ביציבותו הכלכלית של הנתבע, לעומת התועלת הצפויה מכך לחברי הקבוצה או לציבור".

דעת הרוב בפסק הדין של בית המשפט העליון הייתה כי במסגרת סעיף 20(ד)(2) לחוק תובענות ייצוגיות, רשאי בית המשפט לתחום את שיעור הפיצוי בו יחויב הנתבע לכדי חלקו היחסי באחריות. בנסיבות המקרה דנן, המלמדות על כך שחלקו של דן רייכרט באחריות לנזקי התובעים הינו משני, קבעה דעת הרוב בפסק הדין כי ראוי להגביל את שיעור הפיצוי בו יחויב לכדי חלקו היחסי. לאור זאת, ניתנה בפסק הדין הנחייה לבית משפט זה להפעיל את שיקול דעתו על פי סעיף 20(ד)(2) לחוק תובענות ייצוגיות, ולהגביל את אחריותו של דן רייכרט לחלקו היחסי (פסקה 26 לפסק דינה של כבוד הנשיאה ד' בייניש):

"בנסיבות העניין, כפי שפורטו, חיובו של רייכרט במלוא הנזק חותר תחת גורם ההרתעה והאכיפה ואינו מתיישב עם עקרונות הצדק וההגינות. ראוי להגביל את אחריותו לחלקו היחסי, בהתאם למבחנים לחלוקת אחריות בין מעוולים – מבחני האשמה המוסרית והתרומה הסיבתית לנזק. לפיכך, לעניין זה של הפיצוי בגין הנזק, הייתי צועדת צעד אחד נוסף מעבר לזה של חברי השופט י' עדיאל, בכך שהייתי מנחה את בית המשפט המחוזי באופן מפורש להפעיל את שיקול דעתו על-פי סעיף 20(ד)(2) לחוק תובענות ייצוגיות, בהתאם למתווה האמור של חלוקת האחריות" (ההדגשה שלי – מ.א.ג.).

אשר למנשה כהן, העיר בית המשפט העליון (דעת הרוב) כי רבים מהשיקולים התומכים בהגבלת אחריותו של דן רייכרט אינם מתקיימים בנוגע למנשה כהן, ולכן ייתכן וראוי לקבוע לגביו דין שונה.

ב. חלקו של דן רייכרט באחריות לנזקי הקבוצה

כאמור בפסק דינו של בית המשפט העליון, במקרה זה יש לסטות מן הכלל של "אחריות ביחד ולחוד", ולחייב את דן רייכרט על פי חלקו היחסי, אותו יש לקבוע בהתאם למבחני חלוקת האחריות בין מעוולים.

חלוקת האחריות בין מעוולים רלוונטית במישור היחסים הפנימיים בין המעוולים. במסגרת היחסים בין המעוולים לניזוק, כל מזיק חייב כלפי הניזוק למלוא הנזק. בין המעוולים לבין עצמם, לעומת זאת, חל עקרון ההשתתפות – כל מזיק ששילם רשאי לדרוש השתתפות או שיפוי מיתר המעוולים.

המבחן לקביעת מידת ההשתתפות של מעוולים במשותף קבועה בסעיף 84(ב) לפקודת הנזיקין [נוסח חדש] (להלן: **פקודת הנזיקין**). על פי סעיף זה בית המשפט יקבע את חלקו של כל אחד מהמעוולים **"לפי הצדק והיושר בהתחשב עם מידת אחריותו של האדם לנזק"**. מבחן האחריות העולה מסעיף זה פורש כבחון בראש ובראשונה את מידת האשמה המוסרית [ע"א 267/58 לקריץ נ' שפיר, פ"ד יג 1250 (להלן: **פרשת לקריץ נ' שפיר**); ע"א 477/85 בוארון נ' עיריית נתניה, פ"ד מב(1) 415; ע"א 1170/91 יחיאל נ' כהן, פ"ד מח(3) 207; ע"א 3656/99 טרנסכלל בע"מ נ' מ.א.ר. מסחר וספנות בע"מ, פ"ד נו(2) 344]. כן ראו א' ברק, **מעוולים יחד** "דיני הנזיקין, תורת הנזיקין הכללית" ג' טדסקי עורך (ירושלים, תש"ל) 479, בעמ' 508 (להלן: **א' ברק, תורת הנזיקין הכללית**).

יחד עם זאת, נקבע כי התרומה הסיבתית לנזק צריך שתובא בחשבון לצורך חלוקת האחריות על פי סעיף 84(ב) לפקודת הנזיקין:

"הנה כי כן גם מבחן הקשר הסיבתי וגם מבחן האשמה המוסרית היחסית חייבים להיות לפני עיני השופט שעה שהוא קובע את חלקיהם של מעוולים מספר במעשה נזיקין. נראה לי שלאותה מטרה חותר סעיף 84(ב) לפקודת הנזיקין [נוסח חדש] שנוסחו הועתק מהחוק האנגלי" (ע"א 746/76 עזבון המנוח דוד עזרא נ' בן מויאל, פ"ד לב(3) 539).

מבחן "האשמה המוסרית" אינו מביא לתוצאות מדויקות, אלא **'לתוצאות צודקות ומניחות את הדעת. מבחן זה טומן בחובו את הצורך לשקול ולהעריך מבחינה מוסרית, את התנהגותו של המערער לעומת התנהגותו של המשיב. ההשוואה היא יחסית"** (ע"א 267/58 לעיל, בעמ' 1253). ראו גם ע"א 971/90, 1311/90 חרושת ברזל פתח תקווה בע"מ נ' סמרי (ניתן ביום 24.8.92), שם נקבע:

"חלוקת האחריות בין מעוולים משותפים על פי מידת האשם הרובצת לפתחו של כל אחד מהם לא קלה היא. מטבע הדברים, המדובר בהערכה של משקלם היחסי של התנהגויות ושל גורמים שונים ומגוונים, ואין הדברים ניתנים לקביעה מדויקת".

מכיוון שמבחן האשמה המוסרית בוחן התנהגויות של גורמים שונים מעורבים, בקביעתו יש חשיבות רבה להתרשמות בית המשפט ששמע את העדויות. עמד על כך בית המשפט העליון בע"א 7130/01, 7381/01 **סולל בונה בנין ותשתית בע"מ נ' תנעמי**, פ"ד נח (1) 1:

"חלוקת האחריות בין מעוולים במשותף מסורה לשיקול דעתו של היושב בדין, הרואה את העדים, מתרשם מהם ומחומר הראיות וקובע את החלוקה לפי מידת האשמה המוסרית של כל אחד מהם"

ההתרחשויות נשוא תביעה זו התרחשו לפני כעשרים שנה. התביעה הוגשה לפני כחמש עשרה שנה. הדמויות המרכזיות העידו לפני בית המשפט המחוזי, כב' השופטת רות אליעז, בשנים 2001-2002. בחלוף הזמן נפטרו חלק מאנשי המפתח בפרשה. פסק הדין של בית המשפט המחוזי ניתן על בסיס עדויות אלו, אשר נותרו וצוטטו בגוף פסק הדין, בית המשפט המחוזי פירט ונימק את מסקנותיו משמיעת העדויות. גם בית המשפט העליון בפסק דינו התייחס לעדויות שנשמעו בבית המשפט המחוזי. בנסיבות אלו, שמיעה חוזרת של העדויות לא רק שהייתה חסרת

משקל לנוכח מגבלת הזיכרון של העדים והעדרם של חלק מהם, אלא שהיה קיים חשש סביר להטייה של העדויות והתאמתם לאמור בפסקי הדין של בית המשפט המחוזי והעליון. אשר על כן, ולמרות שעה אני לחשיבות שמיעת העדויות לצורך קביעת האשמה המוסרית היחסית של דן רייכרט, קבעתי כי אין מקום במקרה זה לשמיעת עדויות חוזרות או נוספות, למעט חוות דעת מומחים לעניין אופן חישוב הנזק.

לאור האמור, את האשמה המוסרית של דן רייכרט יש לבחון על סמך כלל הראיות בתיק והעדויות שכבר נשמעו לפני כבוד השופטת אליעז, כעולה מפרוטוקולי הדיונים. גם קביעותיו של בית המשפט העליון לגבי עצם אחריותו של דן רייכרט רלוונטיות לבחינת האשמה המוסרית של רייכרט ותרומתו הסיבתית לנזק, שכן, נלמדים מהן מידת ואופי מעורבתו בכוח או בפועל בנעשה בחברה.

אין ולא היתה מחלוקת כי דן רייכרט לא היה מעורב במעשי המרמה שבוצעו בחברה, ואף לא פיקח על הנהלת החשבונות של החברה. טענת התובע כלפי דן רייכרט הינה כי כבעל שליטה בחברה לא פיקח על החברה. בית המשפט העליון גזר את אחריותו של דן רייכרט לנזקי המשקיעים מקביעתו כי הינו בעל שליטה בחברה, כהגדרתו בסעיף 1 לחוק ניירות ערך. כאמור, למסקנות ולנימוקים בפסק דינו של בית המשפט העליון באשר לעצם האחריות של דן רייכרט, רלוונטיות רבה להכרעה בשאלת מידת האשמה המוסרית של דן רייכרט ותרומתו הסיבתית לנזקי בעלי המניות.

כעולה מחומר הראיות, בטרם הפך דן רייכרט לבעל מניות בחברה, התקיימו זו לצד זו שתי חברות: חברת "פ.רייכרט (1969) בע"מ" (להלן: "פ. רייכרט") אשר דן ועזרא רייכרט החזיקו כל אחד ב- 49% מהון מניותיה, ואימם החזיקה ב- 2% מהון המניות; וחברת "עזרא מוצרי בטון בע"מ", אשר היתה בשליטתו המלאה של עזרא רייכרט, ובהמשך שונה שמה ל"רייכרט תעשיות בע"מ". פ. רייכרט ייצרה את המוצרים והחברה בבעלות עזרא שימשה כמשווקת. על פי הסכם מיום 31 בדצמבר 1992 העביר דן במתנה את כל מניותיו בחברת פ. רייכרט לאחיו עזרא. בהסכם נוסף מהאחד בינואר 1993 הועברה פעילות הייצור של פ. רייכרט לחברה, אשר רכשה מפ. רייכרט את המלאי, הציוד והמכונות. על פי הסכם מיום 1 באוגוסט 1993, יומיים

לפני מועד ההנפקה, העביר עזרא רייכרט לכל אחד מבני המשפחה – רעייתו, שלושת ילדיו ואחיו דן רייכרט – ללא תמורה, 10% מהון המניות של החברה. לאחר ההנפקה, החזיקו בני משפחת רייכרט ב- 87.5% מהון המניות של החברה, על פי החלוקה להלן: עזרא רייכרט החזיק כ- 36.12%; רעייתו, גלילה רייכרט החזיקה 16.38%; כל אחד משלושת ילדיהם החזיק ב- 8.75% מהון המניות; ודן רייכרט החזיק גם הוא ב- 8.75% מהון מניות החברה.

ב- 1 באוגוסט 1993 נחתם בין בני משפחת רייכרט הסכם הצבעה באסיפות הכלליות של החברה, על פיו התחייבו בני המשפחה – רעייתו של עזרא, ילדיו ודן רייכרט, להצביע באסיפות הכלליות כפי שמצביע עזרא. כמו כן, על פי ההסכם לא היו רשאים בני המשפחה למכור את מניותיהם במשך תקופה של 5 שנים לאחר ההנפקה (להלן: **הסכם ההצבעה**).

בית המשפט העליון אישר את קביעתו של בית המשפט המחוזי כי במקרה זה, נוכח הסכם ההצבעה, מתקיימת החזקה הקבועה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, לפיה "חזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד".

בהקשר זה נקבע בפסק הדין של בית המשפט העליון (פסקה 17 לפסק הדין של כבוד השופט י' עדיאל):

"משהתחייבו בני משפחת רייכרט, ודן ביניהם, להצביע כפי שמצביע עזרא רייכרט, כל אחד מבני המשפחה מחזיק ביחד עם האחרים במחצית או יותר מזכויות ההצבעה בחברה, דבר המקים את החזקה כי הקבוצה וכל אחד מחבריה הם בעלי שליטה... לפיכך, משדן נמנה על קבוצת רייכרט אשר שלטה בחברה, יש לראות גם בו, אף שהחזיק ב- 8.75% מהון המניות בלבד, בעל שליטה בחברה".

טענתו של דן רייכרט לפיה בנסיבות מקרה זה ניתן לסתור את חזקת השליטה, נדחתה על ידי בית המשפט העליון. בית המשפט העליון קבע כי כדי לסתור את חזקת השליטה הקבועה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, לא די בהצבעה על שיעור החזקה נמוך במניות החברה, אלא יש להראות "שבנסיבות העניין גם לא היה בכוחו להשפיע על חברי הקבוצה האחרים לפעול בדרך שתמנע מהחברה להפר את

החוק" (פסקה 23 לפסק דינו של כבוד השופט יי עדיאל). במקרה זה, קבע בית המשפט עליון כי (פסקאות 26-27 לפסק הדין של כבוד השופט יי עדיאל):

"לא שוכנעתי שאילו דן היה נחוש בדעתו למנוע את פרסום התשקיף, לפחות כל עוד ספרי החברה לא נבדקו כדי לוודא שאין בתשקיף ובדו"חות הכספיים של החברה פרטים מטעים, לא היה עולה בידו לשכנע את עזרא להימנע מהפרסום. אמנם, משעזרא היה מעורב במעשי התרמית, ניתן להניח שלא היה מקבל בברכה ניסיון לבדוק קיומם של מעשים כאלו, אולם דווקא משום כך הדעת נותנת שאילו התרשם שדן נחוש בדעתו להביא לבדיקת קיומן של הפרות חוק אפשריות שבוצעו בחברה, הוא היה נרתע מלהציע לציבור להשקיע כספו ברכישת מניות החברה על יסוד התשקיף והדו"חות הכספיים אשר מכסים על מעשי המרמה. ביצוע הנפקה הוא מהלך כלכלי רגיש שהצלחתו מותנה באמון שהציבור מוכן לתת בחברה ובבעלי השליטה בה. על כן חברי קבוצת השליטה לא היו יכולים להקל ראש בהתנגדות לביצוע הנפקה מצדו של אחד מבעלי המניות הנמנה עם משפחת בעלי השליטה ואף מחזיק במשרה בכירה בחברה, אילו זו הועלתה על רקע חשש לקיומם של פרטים מטעים בתשקיף ובדו"חות הכספיים. בנסיבות אלו, כוחו של בעל מניות כזה למנוע את הנפקה עשוי לעלות בהרבה על כוח ההצבעה הנתון בידו מכוח מניותיו. יכולת ההשפעה של דן על קבוצת השליטה נבעה גם מהקרבה המשפחתית בינו לבין בעלי המניות האחרים... מעבר לכך, מעורבותו של דן בחברה קמה לא רק מכוח היותו בעל מניות וצד להסכם הצבעה, שכן דן גם נשא במשרה בכירה של מנהל אבטחת איכות, מחקר ופיתוח. אף שדן לא שימש כדירקטור בחברה ואף לא היה מופקד על ניהול ענייניה הכספיים, הוא היה מעורב, במסגרת המשרה בה נשא, בפעילות היומיומית של החברה. היותו נושא משרה בחברה חיזקה את יכולת ההשפעה שלו בחברה... יתר על כן, לדן ולאחיו עזרא היו חלקים שווים (49%) בבעלות על חברת פ. רייכרט, אשר פעילותה הועברה לחברה עוד לפני הנפקה... לצורך ביצועו של מהלך זה, אשר אפשר את הנפקתה של החברה המשולבת, עזרא, שלא היה בעל שליטה בפ. רייכרט, ודאי נזקק לשיתוף הפעולה של דן... עובדה היא שעזרא ראה לצרף את דן לקבוצת השליטה בראשותו למרות שלכאורה, לאור כמות המניות בהן החזיק יחד עם אשתו וילדיו, הוא לא נזקק לדן כדי לקיים שליטה בחברה. הדעת נותנת שהייתה לו סיבה טובה לעשות זאת" (ההדגשות שלי – מ'א'ג').

האחריות שהוטלה על דן רייכרט על פי פסק הדין של העליון היא אחריות מכוח סעיף 52 לאי לחוק ניירות ערך, הקובע כדלקמן:

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

הוראה של שטר הנאמנות שלפיה חלה חובה על המנפיק כלפי הנאמן למחזיקים בתעודות התחייבות שהנפיק.
(ב) האחריות האמורה בסעיף קטן (א) תחול גם על הדירקטורים של המנפיק, על המנהל הכללי שלו ועל בעל שליטה במנפיק"

לגבי סעיף זה הבהיר בית המשפט העליון כי מדובר באחריות משנית בלבד (פסקה 8 לפסק דינו של כבוד השופט י' עדיאל):

"סעיף זה מטיל אחריות משנית בגין הפרות חוק ניירות ערך, ובהן, קיומם של פרטים מטעים בתשקיף או בדוחות הכספיים על "בעל שליטה" בחברה, אף אם זה לא ביצע בפועל את מעשה ההפרה".

ובפסק דינה של כבוד הנשיאה בייניש הודגש כי האחריות המוטלת על בעלי תפקידים בחברה מכוח סעיף 52 לא תחולק ניירות ערך הינה אחריות סטטוטורית מיוחדת, כאשר האחריות המוטלת על בעלי שליטה היא אחריות יוצאת דופן (פסקאות 14-15 לפסק הדין של כבוד הנשיאה בייניש):

"יש לזכור כי האחריות המוטלת על הדירקטורים, המנהל הכללי ובעלי השליטה היא אחריות משנית לאחריותו של המנפיק (החברה). אחריותם של הגורמים המנויים בסעיף היא אחריות סטטוטורית מיוחדת. אין היא אחריות נזיקית רגילה...
האחריות המוטלת על בעל שליטה מכוח סעיף 52 לחוק היא יוצאת דופן במיוחד. על-פי הדין הכללי, חובותיו של בעל השליטה הן חלשות יותר מאלו החלות על הדירקטור ועל נושא המשרה. ככלל, המשפט מסתפק בריסונו מפני פעולות הפוגעות בבעלי מניות אחרים... מכל מקום, האחריות של בעל שליטה מכוח סעיף 52 אינה מושתת על ביצוע עוולה מצידו כלפי המשקיעים. כפי שציין חברי השופט עדיאל, הטלת האחריות על בעל השליטה היא מעין "הרמת מסך ההתאגדות". היא מביאה לכך כי "למעשה, בעל השליטה מעניק בכך מכוח הדין ערבות מתמדת לאחריותה של החברה המנפיקה" (ההדגשות שלי – מ.א.ג.).

יש לציין בהקשר זה כי בתיקון 23 נוספו לרשימת הנתבעים המנויים בסעיף 31 לחוק ניירות ערך, שעניינו אחריות לפרט מטעה בתשקיף, בעל השליטה בחברה והמנכ"ל, וזו לשון הסעיף לאחר התיקון:

"31(א)(1) מי שחתם על תשקיף לפי סעיף 22 אחראי כלפי מי שרכש ניירות ערך במסגרת המכירה על פי התשקיף, וכלפי מי שמכר או רכש ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה או מחוצה לה, לנזק שנגרם להם מחמת שהיה בתשקיף פרט מטעה.
(2) האחריות לפי פסקה (1) תחול גם על מי שהיה, במועד שבו אישר הדירקטוריון את הנוסח הסופי של התשקיף, דירקטור של המנפיק, המנהל הכללי שלו או בעל שליטה בו."

מאחר ותשקיף חברת רייכרט פורסם לפני כניסתו לתוקף של תיקון 23, כלומר במועד בו בעל השליטה לא נכלל באחראים לפרט מטעה בתשקיף המנויים בסעיף 31 לחוק ניירות ערך, עילת התביעה והדיון על אחריותו של דן רייכרט התבססו על סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך. נראה כי גם האחריות המוטלת כיום על בעלי שליטה מכוח סעיף 31 לחוק ניירות ערך הינה אחריות סטטוטורית דומה במהותה לאחריות על פי סעיף 52 לחוק. בדומה לאחריות המוטלת מכוח סעיף 52 לא לחוק ניירות ערך, גם האחריות המוטלת מכוח סעיף 31 מבוססת על סטנדרט של התרשלות ולכן עשויה להשתנות בהתאם למעמדם של בעלי האחריות. כותבת על כך לאה פסרמן-יוזפוב, **דיני ניירות ערך – חובת הגילוי** (תל אביב, התשס"ט-2009) (להלן: **פסרמן-יוזפוב**) בעמ' 489-490 :

"סעיף 31 מטיל אחריות לפרט מטעה בתשקיף גם על בעל שליטה בחברה. בדומה למנכ"ל, זהו חידוש לעומת הנוסח הקודם של הסעיף וגם הוא הוסף בתיקון 23. מאחר ועל פי הנוסח הקודם של הסעיף, האחריות לתשקיף חלה רק על מי שחתם עליו, ובעל שליטה לא נדרש לחתום על התשקיף, ממילא לא היתה לו אחריות לתשקיף על פי סעיף זה. עם זה, בעניין רייכרט קבע בית המשפט העליון שלפני תיקון 23 היה אפשר להטיל על בעל שליטה אחריות לתשקיף מכוח סעיף 52 לא לחוק. כיום ברור כי בעל שליטה אחראי לפרט מטעה בתשקיף. זוהי הוראה מרחיקת לכת... ניתן אפילו לחשוב כי זוהי סטייה מהתפיסה שעליה מבוססים דיני החברות המודרניים, המכירים בכך שבעלי הזכויות הקנייניות בתאגיד לא בהכרח מעורבים בניהולו. אם הרעיון המרכזי של דיני תאגידים הוא שמנהלים מומחים, ולא דווקא בעלי הזכויות הקנייניות שבו, הם האמונים על פעילותו השוטפת של התאגיד, הרי הטלת אחריות על בעלי שליטה, אשר אינם משמשים כנושאי משרה בתאגיד, לתוכנם של מסמכים שהתאגיד מפרסם, עלולה להוות סטייה מרעיון זה. הדבר מצביע על החשיבות הרבה שראה המחוקק בהגנה על המשקיעים בשוק ההון. ההצדקה המקובלת להרחבת אחריות בעלי השליטה הינה שהעמדה, שבה הם מצויים, מאפשרת להם למנוע את הפרות החוק".

עוד נאמר בפסק הדין של בית המשפט העליון כי העובדה שהיותו של דן רייכרט בעל שליטה בחברה נקבעה על בסיס חזקות שליטה, מחייבת משנה זהירות בקביעת משטר הפיצוי לגביו (פסקה 16 לפסק דינה של כבוד הנשיאה בייניש) :

"יש לזכור כי הקביעה מיהו "בעל שליטה" לעניין סעיף 52 לחוק מבוססת על-פירוש רחב של מושג השליטה. היא מבוססת, לצד המבחן הפונקציונאלי-מהותי, על חזקות שליטה הקבועות בדין. חזקות לאה

קשות לסתירה, בשל המימד הספקולטיבי של מבחן השליטה בכוח. גישה זו, לפיה יש ליתן פירוש רחב למונח "שליטה" ולהציב רף גבוה לשם סתירת חזקות השליטה מקובלת עלי... עם זאת, הדבר מחייב משנה זהירות בקביעת משטר הפיצוי בתובענה ייצוגית נגד "בעל שליטה" ונגד הגורמים המשניים האחרים המנויים בסעיף 52יא".

במקרה זה עולה מחומר הראיות ומעדותו של דן רייכרט כי הוא ידע על קיומו של חשש שיבוצעו מעשי מרמה בכל הקשור לניהול החשבונות והכספים בחברה. לאור היותו בעל שליטה, ובעל קרבה משפחתית לעזרא רייכרט, היתה לו האפשרות למנוע את הפרות החוק בחברה או לפחות למזער את הנזק שנגרם לציבור המשקיעים כתוצאה מההפרות. בנסיבות אלו, העובדה שדן רייכרט לא עשה דבר

על מנת למנוע או לצמצם את פרסום הפרטים המטעים בדוחות הכספיים של החברה עולה כדי רשלנות חמורה, והטלת אחריות עליו לנזקי המשקיעים אינה מרחיקת לכת.

נוכח האמור בית המשפט העליון שלל את התקיימותן של ההגנות הקבועות בסעיף 52ג לחוק ניירות ערך, וקבע כי דן רייכרט יכול והיה צריך לדעת על מעשי המרמה והפרות החוק בחברה. האינדיקציה המרכזית לקביעה זו היתה היכרותו המוקדמת של רייכרט עם מנשה כהן, כעולה מעדותו של דן רייכרט וכמפורט להלן.

מעדותו של דן רייכרט עולה כי לדן רייכרט היכרות מוקדמת עם מנשה כהן על בסיסה לא האמין באיש. עוד עולה מעדותו של דן רייכרט כי היה מודע היטב להיקף פעילותו מנשה כהן בחברה (עמ' 12 לפרוטוקול הדיון מיום 26.12.01):

"הסתבר לי כי מנשה ניסה לחתור תחתי ולהשתלט על חברת אתנה. ובחלק הזה כמובן שפיטרתי אותו מחב' אתנה ועמדתי על כך שיפסיק לנהל את החשבונות של חב' פ. רייכרט. אכן הוא הפסיק לנהל חשבונות בפ. רייכרט. אבל המשיך לעבוד בפ. רייכרט כמבקר מטעם אחי שלא האמין לי.

...

היחסים האישיים ביני לבין מנשה כהן היו קשים כמו ביני לבין אחי, אני לא יכול להסתכל עליו בעיניים, אני למעשה איבדתי את האמון בו כאשר ניסה להשתלט על אתנה, לא חשבתי שמן הראוי היה להפקיד בידו ענייני הנהלת חשבונות. בריכרט תעשיות הוא היה חשב. עד כמה שאני יודע, מעשית כל החברה היתה מנשה. לא היה תחום שבו הוא לא משך בחוטים" (ההדגשה שלי – מ.א.ג.)

דן רייכרט הדגיש בעדותו את חוסר האמון שלו במנשה כהן, בעיקר בכל הנוגע לענייני כספים, ואמר במפורש כי אינו מאמין כי מנשה כהן "לא ייקח לעצמו" כספים (עמ' 13 לפרוטוקול הדיון מיום 26.12.01):

"נכון שדעתי לא היתה נוחה מכך שמנשה כהן היה החשב של "תעשיות". האיש בעיני הצטייר כסמל התועבה, ואני לא מאמין שאיש כזה שיושב על ברזים של כסף, לא ייקח לעצמו".

בית המשפט העליון קבע בהקשר לעדויות אלו כי (פסקה 42 לפסק הדין של כבוד השופט י' עדיאל):

"המסקנה המתחייבת מדבריהם חד משמעיים אלו הנה כי דן היה מודע ברמת הסתברות גבוהה לאפשרות שמנשה כהן "ייקח לעצמו", היינו יגנוב כספים מהחברה, וכי לא ראוי להפקיד בידי את הניהול הכספי של החברה. משדן ידע שמנשה היה "מעשית כל החברה" [ו] "לא היה תחום שבו הוא לא משך בחוטים" (פרוטוקול הדיון מיום 26.12.01, עמ' 12), היה עליו להיות מודע לאפשרות קיומם, בהסתברות ממשית או אף גבוהה, של מעשי מרמה בחברה, דבר העשוי לגרום אחריו קיומם של פרטים מטעים בתשקיף ובדוחות הכספיים של החברה. מודעות זו, גם אם אינה שקולה לידיעה של ממש, יש בה, כפי שקבע בית המשפט המחוזי, לפחות "משום עצימת עיניים, אשר הינה חמורה בנסיבות העניין, בהיותו [של דן] בעל שליטה בחברה".

עוד ציין בית המשפט העליון בהקשר להיקף אחריותו של דן רייכרט מכוח חוק ניירות ערך (פסקה 48 לפסק הדין של כבוד השופט י' עדיאל):

"בהקשר לסוגיה הכללית של היקף האחריות אשר מוטלת על בעל שליטה מכוח חוק ניירות ערך, אציין שקביעת אחריותו של דן אינה כרוכה בהטלת חובות מתחום הניהול, אשר חורגות ממעמדו כבעל מניות שליטה. דן אינו נדרש, גם לאור המסקנה דלעיל, לבדוק את מהימנותו של חשב החברה ולוודא שמדובר באדם אמין שראוי להפקיד בידי את ניהול הכספים של החברה. האחריות לעניין זה מוטלת על ממלאי התפקידים השונים בחברה, ולא על בעלי המניות, גם אם הם בעלי שליטה. עם זאת, בעניינו של מנשה, דן לא היה צריך לקיים בדיקה כאמור כדי לעמוד על הסיכון הכרוך בהעסקתו ועל החשש העולה מכך לקיומם של מעשי מרמה ופרטים מטעים בתשקיף ובדוחות הכספיים של החברה. שהרי סיכון זה היה ידוע לו היטב מתוך היכרותו את מנשה" (ההדגשות שלי – מ.א.ג.).

יחד עם זאת, אין חולק כי דן רייכרט לא נטל חלק פעיל במעילת הענק של מנשה כהן ועזרא רייכרט. אין גם חולק כי לא ידע בפועל על ביצוע מעשי התרמית והיקפם, ומיוחסים לו חשדות להפרות חוק על בסיס הכרות קודמת של דן רייכרט עם מנשה

כהן. לעניין זה נאמר בפסק הדין של בית המשפט העליון כי (פסקה 25 לפסק הדין של כבוד הנשיאה בייניש):

"נסיבות העניין מלמדות על חלקו המשני של רייכרט באחריות לנזקי המשקיעים. האחריות שהוטלה על רייכרט היא אחריות משנית לאחריות החברה לפרסום המטעה בתשקיף ובדוחות הכספיים. רייכרט אמנם מוחזק כ"בעל שליטה" לפי ההגדרות שבחוק ניירות ערך, נוכח הסכם ההצבעה עם אחיו עזרא רייכרט. אך לאמיתו של דבר, התמונה המצטיירת היא כי מעמדו של דן רייכרט בחברה היה שולי למדי. את מניותיו בשיעור של 10%, הוא קיבל יום לפני ההנפקה. לאחר ההנפקה החזיק רייכרט ב-8.75% מהון המניות בלבד. דן רייכרט לא שימש דירקטור או נושא משרה בחברה. הוא לא היה בעל זכות חתימה, לא חתם על תשקיף החברה או על הדוחות הכספיים. לא היתה לו מעורבות בהנהלת החשבונות. תפקידו בחברה היה מנהל בקרת איכות מחקר ופיתוח. יחסיו עם אחיו עזרא היו "מורכבים". תוכן הסכם ההצבעה מלמד גם הוא על כפיפותו של רייכרט לאחיו. כמו כן, אין חולק כי רייכרט לא ידע בפועל על מעשי המרמה שבוצעו בחברה, או על הפרטים המטעים שנכללו בתשקיף ובדוחות הכספיים. לא היה לו חלק בהונאת הענק של עזרא רייכרט ומנשה כהן את ציבור המשקיעים. הוא לא נטל מכספי החברה לכיסו. רייכרט נושא באחריות סטטוטורית מיוחדת מכוח חוק ניירות ערך. זאת משום שלא הצליח להוכיח כי לא היה יכול לדעת וכי צריך היה לדעת על הפרות החוק המתבצעות בחברה. מיוחס לו מחדל בהפעלת אמצעי פיקוח. יחד עם זאת, אחריותו הישירה של דן רייכרט בגין ביצוע עוולה מצידו מוטלת בספק."

מחומר הראיות בתיק עולה תמונה של הטעייה מתוכננת ומכוונת של ציבור המשקיעים, בהיקף של מיליוני שקלים, שכולה פרי יוזמתם וניהולם של מנשה כהן ועזרא רייכרט, אשר נקטו בשורה של מעשי מרמה ופעולות פיקטיביות לצורך יצירת מצג אופטימי בדו"חות הכספיים של החברה. תרומתו הסיבתית של דן רייכרט במעשי המרמה מתמצה ב"עצימת עיניים". אלמלא עדותו של דן רייכרט לגבי היכרותו הקודמת עם מנשה כהן, היתה עומדת לו הגנת סעיף 52 לחוק ניירות ערך, העומדת למי שלא ידע את דבר ההפרה ולא היה עליו לדעת או לא היה יכול לדעת. יש לציין כי מדובר בידיעה כללית או

חשדות כלליים לגבי מנשה כהן ובידיעה לגבי מרכזיות ומשמעות תפקידו בחברה, ולא מדובר בידיעה כלשהי לגבי מעשה כלשהו שבוצע על ידי מנשה כהן בחברה.

מבחינת אשם מוסרי, דן רייכרט לא גנב ולא זייף. מנשה כהן ועזרא רייכרט עשו את כל אלה. התובע טוען כי שתיקתו של דן רייכרט היא שתיקה ששכרה בצידה, ועל כן

באספקלריה של מוסר, אין להקל עימו. מקובל עלי כי המניעים למחדל של דן רייכרט אינם בהכרח תמימים, אך לא הובאה כל ראיה לכך. ייתכן כי מדובר באי הבנה של דן רייכרט לגבי היקף ומהות אחריותו כבעל שליטה בחברה. מכל מקום, לא הובאו ראיות למניעי מחדלו של דן רייכרט, כאלו או אחרים. בנוסף, לצורך קביעת אשמו המוסרי של דן רייכרט, יש חשיבות לכך שלא הייתה לו ידיעה בפועל על מעשי המרמה, אלא, כאמור, ידיעה כללית בלבד אודות אופיו של מנשה כהן ומעשיו בעבר בחברות אחרות ובנסיבות אחרות.

לכך יש להוסיף כי סטנדרט ההתנהגות של התרשלות משתנה בהתאם למעמד בעלי התפקידים, כאמור בפסק דינו של בית המשפט העליון (פסקה 39 לפסק הדין של כבוד השופט י' עדיאל):

”בענייננו, אינני נדרש לתחום את ההיקף המדויק של האחריות להפרות החוק המוטלת על בעלי שליטה בחוק ניירות ערך. ראוי לציין עם זאת, כי אף שהאחריות המשנית על-פי החוק חלה, בעקרון, הן על בעלי שליטה והן על הדירקטורים של המנפיק, על החתמים ועל אחרים, אמת המידה להטלת האחריות, בהיותה מבוססת על סטנדרט התנהגות של התרשלות, עשויה להשתנות בהתאם למעמדם של בעלי האחריות. לעניין זה, כידוע, אין דומה סטנדרט ההתנהגות הנדרש מבעלי שליטה שהם דירקטורים, לזה אשר נדרש מבעלי שליטה שהם בעלי מניות”.

בחלק העיקרי באחריות נושאים ללא כל ספק מנשה כהן ועזרא רייכרט, הן מבחינת סטנדרט ההתנהגות הנדרש מהם, הן מן ההיבט של מידת מעורבותם במעשי המרמה, כעולה מחומר הראיות. דן רייכרט טוען כי יש להביא בחשבון כי יתרת האחריות מתחלקת בין הדירקטורים, רואי החשבון, מנהל קונסורציום החתמים, ובעלי השליטה – גלילה רייכרט, רביב רייכרט ודן רייכרט. איני מקבלת טענה זו. את החלק הנותר באחריות, לאחר ייחוס עיקר האחריות לעזרא רייכרט ומנשה כהן, יש לייחס לאנשי הפנים בחברה, למרות שבין הנתבעים שהתפשרו כלולים גם אנשי חוץ. אמנם גם לאנשי חוץ אחריות מכוח החוק, אך כפי שצויין לעיל, **בידי דן רייכרט היה הכוח לשנות מהלך הדברים מכוח חובתו כבעל שליטה, ולפחות הייתה מוטלת עליו חובה לנסות ולשנות**. יש לזכור כי בעלי מניות שליטה מהווים מעין נאמנים עבור בעלי מניות המיעוט. עליהם לפעול בקבלת החלטות לטובת בעלי מניות המיעוט. חובה זו חלה על כל מי שהינו בעל שליטה בחברה. משהסכים דן רייכרט לחתום על הסכם ההצבעה ובכך להיכלל בקבוצת השליטה, דבר זה מטיל עליו אחריות כלפי בעלי מניות מקרב הציבור. באחריות זו לא עמד דן רייכרט.

לאור האמור, ולאחר ששקלתי את אינטרס ההגנה על ציבור המשקיעים מחד, ואת האינטרס שלא להטיל אחריות יתרה על בעלי שליטה שאינם מעורבים בניהול החברה מאידך, ובהתבסס על חומר הראיות בתיק, ועל עדותו של דן רייכרט בפרט, אני קובעת כי חלקו היחסי של דן רייכרט בנוק עומד על 10%.

ג. חלקו של מנשה כהן באחריות לנזקם של הנתבעים

בית המשפט העליון עמד על מעורבותו העמוקה של מנשה כהן בכל אחד ממעשי המרמה וההטעיה שבוצעו בניירות הערך של החברה. על חלקו הרב של מנשה כהן במעשי המרמה ניתן ללמוד בראש ובראשונה ממרכזיות תפקידו בחברה. כעולה מהתסקיף והסכם ההעסקה מיום 25.2.1993 (מוצג ת/10), תפקידו של מנשה כהן בחברה היה סמנכ"ל הכספים וחשב החברה.

רואה החשבון אשכנזי העיד כי (עמ' 11 לפרוטוקול מיום 24.12.01): **"האדם היחיד שדיברנו איתו, היחיד האחראי והמוביל היה מנשה כהן"**. ובהמשך הוסיף (עמ' 14 לפרוטוקול מיום 24.12.01): **"מנשה כהן היה שליט כל יכול כמעט"**. הדומיננטיות של מנשה כהן בכל הקשור להנהלת החשבונות בחברה עלתה גם מעדותו של רואה החשבון אינטרטור, שהעיד כי (עמ' 31 לפרוטוקול מיום 17.12.01):

"הנהלת החשבונות שם יחסית הייתה מורכבת מצוות די מצומצם של אנשים... ההתרשמות שלי הייתה שהיא מורכבת מאנשים ברמה מאוד בסיסית, ומעליהם יושב מנשה כהן שהיה מנהל היד רמה את כל העסק שם... הוא היה מאוד דומיננטי, לא עשו שום דבר בלי לידע אותו".

רואה החשבון תורג'מן העיד אף הוא כי (עמ' 13 לפרוטוקול מיום 19.12.01):

"כל נושא הבנקים נוהל על ידי מנשה כהן באופן בלעדי. כלומר גם שיחת הטלפון היומיומית לפקיד הבנק נעשתה על ידי מנשה כהן בלבד".

מחומר הראיות עולה כי מנשה כהן מעורב בכל אחד ואחד מהמעשים ובמרבות המקרים הוא היה גם היוזם, המנהיג, נותן ההוראות והמבצע של המעשים. עוד עולה

מחומר הראיות כי רעייתו של מנשה כהן קיבלה שכר מהחברה אף כי לא עבדה בה מעולם. בנוסף, הועברו במרמה כספים מהחברה לחשבון הבנק של בתו של מנשה כהן.

את אשמתו המוסרית של מנשה כהן אין לקשור לחלקו היחסי של דן רייכרט והיא אינה צריכה להשלים את זו של דן רייכרט. קביעת מידת האשמה המוסרית של כל אחד מהמעוולים אינה תלויה כלל באחריותם כלפי הניזוק, ראו א' ברק, דיני הנזיקין, לעיל, בעמ' 508-509 :

"מן המפורסמות הוא שמקום שיש מצד אחד אחריות טכנית גרידא או אחריות שהיא למעשה אחריות מוחלטת ללא התחשבות במידת האשמה, ומצד שני יש אחריות

שמקורה בהזנחה או בחוסר זהירות, ולא כל שכן אחריות שנובעת מתוך הפרה זדונית של החוק, יכול בית המשפט, אם הדבר נראה לו צודק, לקבוע את חלקו היחסי של האחרון באחריות אפילו במאה אחוז".

לאור האמור, אין מקום להגביל את אחריותו של מנשה כהן לכדי חלקו היחסי, כפי שנכון בעניינו של דן רייכרט כמפורט לעיל. לגבי מנשה כהן חל אפוא כלל האחריות ההדדית, לפיו כל המעוולים אחראים כלפי המשקיעים באחריות "ביחד ולחוד". אשר על כן אחריותו של מנשה כהן כלפי המשקיעים הינה בשיעור של 100%.

4. חלוקת סכום הפיצוי בין חברי הקבוצה

בית המשפט העליון ציין כי השיטה בה נקט בית המשפט המחוזי, לפיה חלוקת הפיצוי לחברי הקבוצה תעשה לפי מספר המניות שביד כל אחד מהם יחסית למספר המניות שבידי כלל חברי הקבוצה, מתעלמת מכך שקיימים מועדי רכישה שונים ומחירים שונים למניות ולמעשה מתעלמת משיעור הנזק הישיר שנגרם לכל אחד מחברי הקבוצה. שיטה זו, ציין בית המשפט העליון, נראה כי נגזרה במידה רבה משיטת קביעת הנזק לפי אומדנה. בית המשפט העליון הטיל על בית המשפט זה, לאור המעבר לקביעת הנזק על בסיס אינדיווידואלי, לחזור ולשקול גם את דרך חלוקת הפיצוי בין חברי הקבוצה.

בשיטות ההשלכה לאחור, שיטת ה- Backcasting, בה עשיתי שימוש לקביעת הנזק האינדיבידואלי, אין רלוונטיות למועדי הרכישה או למחירי הרכישה השונים, שכן הנזק מחושב על פי גובה הצניחה במחיר המנייה מיד לאחר מועד הגילוי לעומת מחיר המנייה בסמוך ולפני מועד הגילוי אודות התרמית. הנזק הישיר,

האינדיווידואלי של כל חבר קבוצה, במקרה שלפנינו ועל פי שיטת החישוב בה נקטנו, אינו קשור אפוא במחיר בו רכש את המניה. זאת היות והשינויים במחיר המניה ממועד הרכישה ועד למועד הגילוי אינם תוצאה של התרמית. מועד הרכישה ומחיר הרכישה אינם רלוונטיים גם להגדרת הקבוצה, אשר כוללת את כל מי שהחזיק במניית החברה במועד הגילוי אודות הפרות החוק בחברה.

אשר על כן, ובהעדר קשר בין הנזק האינדיווידואלי למחיר הרכישה או מועד הרכישה של המניה לצורך חלוקת כספי הפיצוי בין חברי הקבוצה, הפיצוי המצרפי יחולק בין חברי הקבוצה, כך שכל חבר קבוצה יקבל פיצוי על פי מספר ניירות הערך שברשותו וסוגיהם (מניות/אופציות), מוכפל בנזק שנגרם למניה או לאופציה לפני העניין.

מובן כי על אף שכספי הפשרה מכסים את הנזק המצרפי (לא כולל גמול לתובע המייצג ושכ"ט לבאי כוחו), הנתבעים מחוייבים בתשלום בהתאם לחלקם באחריות. על כן, מנשה כהן יישא במלוא הנזק, סך של 9,043,384 ש"ח, בתוספת הפרשי הצמדה וריבית כחוק מיום הגילוי ועד לתשלום המלא

בפועל. דן רייכרט ישלם 10% מסכום הנזק המצרפי, סך של 904,338 ₪, בתוספת הצמדה וריבית כחוק מיום הגילוי ועד לתשלום המלא בפועל.

5. גמול לתובע המייצג ושכ"ט לבאי כוחו

לאור הצורך לחשב מחדש את הנזק לחברי הקבוצה קבע בית המשפט העליון קבע כי במסגרת הדיון בנזק, בית המשפט זה יפסוק מחדש בעניין גמול לתובע המייצג ושכר טרחת ב"כ.

סעיף 22 לחוק תובענות ייצוגיות עוסק בגמול לתובע הייצוגי ולפיו:

- (א) הכריע בית המשפט בתובענה הייצוגית, כולה או חלקה, לטובת הקבוצה, כולה או חלקה, לרבות בדרך של אישור הסדר פשרה, יורה על תשלום גמול לתובע המייצג, בהתחשב בשיקולים כאמור בסעיף קטן (ב), אלא אם כן מצא, מטעמים מיוחדים שיירשמו, שהדבר אינו מוצדק בנסיבות העניין.
- (ב) בקביעת שיעור הגמול יתחשב בית המשפט, בין השאר, בשיקולים אלה:

- (1) הטרחה שטרחה התובע המייצג והסיכון שנטל על עצמו בהגשת התובענה הייצוגית ובניהולה, בפרט אם הסעד המבוקש בתובענה הוא סעד הצהרתי;
- (2) התועלת שהביאה התובענה הייצוגית לחברי הקבוצה;
- (3) מידת החשיבות הציבורית של התובענה הייצוגית.

סעיף 23(ב) לחוק תובענות ייצוגיות, קובע שבקביעת שכר טרחת ב"כ התובע יתחשב בית המשפט בשיקולים הבאים:

- (1) התועלת שהביאה התובענה הייצוגית לחברי הקבוצה;
 - (2) מורכבות ההליך, הטרחה שטרחה בא הכוח המייצג והסיכון שנטל על עצמו בהגשת התובענה הייצוגית ובניהולה, וכן הוצאות שהוציא לשם כך;
 - (3) מידת החשיבות הציבורית של התובענה הייצוגית;
 - (4) האופן שבו ניהל בא הכוח המייצג את ההליך;
 - (5) הפער שבין הסעדים הנתבעים בבקשה לאישור לבין הסעדים שפסק בית המשפט בתובענה הייצוגית.
- (ג) בית המשפט רשאי לקבוע לבא כוח מייצג שכר טרחה חלקי על חשבון שכר הטרחה הכולל, אף בטרם הסתיים הליך הבירור של התובענה הייצוגית, אם מצא שהדבר מוצדק בנסיבות העניין, וככל הניתן, בהתחשב בשיקולים כאמור בסעיף קטן (ב)."

מניתוח הקריטריונים הנ"ל, עולה כי קיימת חפיפה כמעט מלאה בין השיקולים לפסיקת הגמול לתובע המייצג לבין השיקולים לפסיקת שכר הטרחה לב"כ המייצג. יחד עם זאת, המחוקק הוסיף לשיקולים לפסיקת שכ"ט שני מדדים נוספים: האופן בו ניהל ב"כ המייצג את ההליך, והפער שבין הסעדים הנתבעים בבקשה לאישור לבין הסעדים שפסק בית המשפט בתובענה הייצוגית.

ניתן לחלק את רשימת השיקולים לגמול לתובע המייצג ולשכר הטרחה לבא כוחו לשלוש קטגוריות עיקריות: שיקולי תשומה, שיקולי תפוקה לקבוצה המיוצגת, ושיקולי הכוונה ציבורית. (ד"ר אלון קלמנט, 'קווים מנחים לפרשנות חוק התובענות הייצוגיות, התשס"ו-2006', הפרקליט מט, תשס"ז, 131, בעמ' 158-162 (להלן: קלמנט, תובענות ייצוגיות). הראשונה, שיקולי התשומה, הם שיקולים

הנוגעים לעלויות ולסיכון שנטלו על עצמם התובע המייצג ועוה"ד, כגון שכר טרחה, סיכון, הוצאות ומורכבות ההליך; הקטגוריה השנייה, שיקולי התפוקה לקבוצה המיוצגת, הם שיקולים הנוגעים לתועלת שהביאה התובענה הייצוגית לקבוצה המיוצגת; הקטגוריה השלישית, שיקולי הכוונה ציבורית, הם שיקולים הנוגעים לתועלת הציבורית מן התובענה הייצוגית, כגון: קידום אכיפת הדין, הרתעה, יעילות

והוגנות, ולהכוונת המשאבים להגשת תובענות ייצוגיות שתועלתן הציבורית גדולה ביותר.

א. שיקולי תשומה (שכ"ט, הוצאות, סיכון ומורכבות ההליך)

תובענה זו הינה התובענה הייצוגית הראשונה בניירות ערך שנוהלה מתחילתה ועד סופה על פני כחמש עשרה שנה, וכללה כל הליך ביניים אשר ניתן להעלות על הדעת, בסוגיות שונות ורבות, חלקן תקדימיות: אישור התובענה כתובענה ייצוגית; בקשה למחיקת התובענה הייצוגית מחמת אי תשלום אגרה; עשרות הודעות לצדדים שלישיים; הליכים לצורך צירוף החברה כנתבעת; הליך גילוי מסמכים מאת המפרק; הליך הסרת חיסיון שהוטל על ידי מס הכנסה לצורך חשיפת מסמכי החקירה; הסכמי פשרה והליך אישור הפשרה; בקשות עיקולים כנגד מנשה כהן; תשעה ימי הוכחות וסיכומים אשר הסתיימו בפסק הדין של בית המשפט המחוזי; דיונים בערעור בבית המשפט העליון וסיכומים בכתב אשר הסתיימו בפסק הדין של בית המשפט העליון; דיונים בהליך שנוהל לפניי במסגרתו הוגשו חוות דעת מומחים, חוות דעת משלימות, נכתבו סיכומים חלקיים ונחקרו מומחים. מעבר להליכים הרבים שנוהלו בבתי המשפט בתובענה ייצוגית זו, אופי התובענה דרש עבודה רבה ומורכבת של איסוף נתונים, כגון איתור שמות המחזיקים בקבוצה. התובענה גם דרשה עבודה נוספת של הגשת תביעות חוב נגד מנשה כהן ועוד. אין ספק, אפוא, שהושקעו על ידי התובע המייצג ובאי כוחו אלפי שעות עבודה בטיפול בתובענה זו. יחד עם זאת, מהעובדה שסכום הנזק שהוכח בפועל, לאחר ניהול התובענה הייצוגית, קרוב לסכום הפשרה ואף נמוך ממנו, עולה כי לא היתה הצדקה להמשיך בניהול התובענה לאחר שהושגה הפשרה, ומכאן שכל הטרחה שהיתה כרוכה בניהול התובענה לאחר הפשרה לא הביאה לתועלת נוספת לקבוצה.

ב. שיקולי הכוונה ציבורית ותועלת לחברי הקבוצה

תובענה ייצוגית זו הינה התובענה הייצוגית היחידה בישראל בניירות ערך שהסתיימה בפסק דין, ומכאן תרומתה לעיצוב דיני התובענות הייצוגיות בכלל ובניירות ערך בפרט, בשיטת המשפט הישראלית. בנוסף, התובענה זכתה לבירור מעמיק וכללה החלטות בסוגיות רבות אשר חלקן מהוות תקדימים חשובים וחדשניים.

אולם, לעניין התועלת לחברי הקבוצה, יש להבחין בין עצם הגשת התובענה, לבין ההחלטה להמשיך בניהולה לאחר שהושגה הפשרה עם מרבית הנתבעים. נוכח העובדה שבסופו של יום הנזק המצרפי

שהוכח קרוב ואף נמוך מסכום הפשרה, התועלת לחברי הקבוצה הושגה במסגרת הפשרה. המשך ניהול התובענה לא רק שלא הביא לחברי הקבוצה תועלת נוספת, אלא אף גרם לנזק, שכן במהלך השנים הרבות של ניהול התובענה כספי הפשרה לא חולקו, והוצאו הוצאות ניכרות על שכר טרחה לעורכי דין ולמומחים.

מנגד, כששוקלים שיקולי הכוונה ציבורית, יש לזכור כי מטרתה המרכזית של התובענה הייצוגית בדיני ניירות ערך היא אכיפה והגברת האמון בשוק ההון. עמד על כך הנשיא א' ברק ברע"א 4556/94 רמי טצת נ' אברהם זילברשץ, פ"ד מט(5) 774, 785 (ניתן ביום 26.5.96):

"השיקול השני עניינו אינטרס הציבור. ביסוד אינטרס זה מונח הצורך לאכוף את הוראות החוק שבגדריו מצויה התובענה הייצוגית. לתובענה הייצוגית ערך מרתייע. מפרי החוק יודעים כי לניזוקים יכולת פעולה נגדם...עמד על כך פרופ' גולדשטיין, בציינו:

The main purpose of class actions... is to use private "litigation not primarily for compensatory purposes, but rather as a procedural...device to assure adherence to substantive legal norms... We are dealing "here with privatization of law enforcement.

על מכלול שיקולים אלה עמדו מ' אגמון ו-ד' לחמן-מסר, בציינו: "הרעיון הוא לתת תמריץ לבעלי-מניות, שנפגעו פגיעה קטנה-יחסית, לתבוע את זכויותיהם ובכך לאכוף על החברה ונושאי-המשרה בה את קיום ובותיהם. המטרה ביסוד התביעה הקבוצתית היא לאפשר לבעלי-המניות כלי יעיל וזול לשמירה על זכויותיהם אף כאשר הנזק לכל אחד מהם הוא קטן-יחסית ואינו מצדיק הגשת תביעה נפרדת. בעל-מניות יחיד, שאולי לא היה עומד על זכויותיו, יעשה כן אם יוכל להצטרף לקבוצה המנהלת הליכים במשותף, כדי לעודד, כאמור, בעלי-מניות אינדיבידואלים להגיש תביעה ולהביא לאכיפת הוראות החוק" (מ' אגמון ו-ד' לחמן-מסר, "תיאוריית האכיפה בהצעת חוק החברות החדש" משפטים כו (תשנ"ו) 543, 577).

היטיבה להביע זאת באת-כוח היועץ המשפטי לממשלה, גב' ט' ששון, בציינה:

"מכשיר זה נועד למספר מטרות חשובות וחיוניות כל אחת כשלעצמה. מטרה אחת הינה הטבת נזקו של ציבור המשקיעים והגנה על האינטרסים של בעלי ניירות ערך מן הציבור שאינם

בעלי השליטה בחברה. מטרה שניה שאינה נופלת בחשיבותה מהראשונה היא להוות מנגנון הרתעה כנגד החברה ובעלי השליטה מפני ניצול כוחם נגד האינטרסים של מחזיקי ניירות ערך מן הציבור. בכך בנוסף להגנה על משקיעים ספציפיים והטבת נזקם כאמור, יש די להשיג תכלית רחבה יותר והיא, הגברת אמון הציבור בשוק ההון ובכך יש כדי לתרום ליציבותו".

כלומר יש חשיבות לעודד תובענות ייצוגיות בתחום דיני ניירות ערך כדי להביא לאכיפה, מקום בו הנזק שנגרם לכל אחד מבעלי המניות הוא קטן יחסית, כך שלא סביר שיתבעו, ומנגד הנזק שנגרם, ובמקרים רבים, הרווח שגורפים המעורבים בפרשה כתוצאה ממעשיהם עצום. אכיפה זו תביא להגברת אמון הציבור בשוק ההון ומכאן ליציבותו.

בפסיקת גמול לתובע המייצג ושכר הטרחה לבאי כוחו יש לאזן בין יצירת תמריץ חיובי להגשת תביעות ייצוגיות ראויות, לבין הצורך למנוע הגשתן של תובענות מנופחות יתר על המידה [ע אליעזר לויט, עו"ד נ' קו-אופ צפון, אגודה שיתופית לשירותים בע"מ (לא פורסם, ניתן ביום 7.2.08)].

במקרה זה הסכום שנפסק קרוב לסכום שנתבע, כך שלא ניתן לומר שהתובענה הייתה מנופחת. עם זאת, כאמור, המשך ניהולה לאחר הפשרה לא הביאו לתועלת לקבוצה. הגמול לתובע המייצג ושר הטרחה לבאי כוחו ייגזרו על כן מהעובדה שניהול התובענה למעשה לא הביא לסכום גדול יותר מאשר הסכום שנפסק בהסכם הפשרה, ומאידך כי תובענה זו הביאה לאכיפה במקרה זה ולהרתעה מפני מעשים דומים בעתיד.

לאור האמור אני מעמידה את שכר טרחת ב"כ התובע המייצג על סך 1,300,000 ₪. סכום זה מהווה כ- 13% המקובל כפיצוי נזיקי. עם זאת, בחרתי לקבוע סכום מדויק כולל הוצאות בכדי שניתן יהיה לשלם סכום זה מתוך כספי הפשרה.

התובע טוען כנגד סכום הגמול שנפסק לו על ידי כבוד השופטת אליעז, כי הוא נפסק ללא כל בירור עובדתי. ואולם, התובע לא צירף לסיכומיו כל ראיה לעניין הוצאותיו וטענותיו בעניין זה הן טענות כלליות בלבד.

לאור סכום הנזק שנקבע, ולאור הדברים שנאמרו לעיל הסכום שפסקה כב' השופטת אליעז, שעה שקבעה סכום פיצוי גבוה יותר הינו סביר, ולכן יעמוד הגמול לתובע ע"ס 400,000 ₪ (כולל הסכום שנפסק בהסכם הפשרה).

הנתבעים ישאו בחלקים שווים בסכום הגמול ושכ"ט כיוון שבחרו לנהל את ההליך.

6. חלוקת הכספים המופקדים בקופת בית המשפט, תשלום הגמול ושכר הטרחה

סכום הנזק שנפסק עומד על 9,043,384 ₪ בצירוף הפרשי הצמדה וריבית כחוק מיום הגילוי ועד התשלום המלא בפועל. יש להצמיד את הסכום מיום הגילוי, כי במועד זה התגבש הנזק שנגרם, ולכן העובדה שהתביעה הוגשה מאוחר יותר אינה צריכה לפגוע בגובה הפיצוי.

לסכום זה יש להוסיף 1,300,000 ₪ שכ"ט ו-300,000 ₪ גמול לתובע המייצג. סכומים אלו יישאו הפרשי הצמדה וריבית כחוק מהיום ועד התשלום המלא בפועל.

בקופת בית המשפט הופקדו 10 מיליון שקלים שנושאים הפרשי הצמדה וריבית מעת הפקדתם (בשנת 2000). היינו, הסכום בקופת בית המשפט יכסה, ככל הנראה, לאחר חישובי ההצמדות, את מלוא

סכום הנזק אך לא כולל הגמול ושכר הטרחה. לפיכך, וכדי לא לעכב את חלוקת הכספים המצויים בקופת בית המשפט ישולמו בראש ובראשונה נזקו של התובע המייצג, הגמול ושכר הטרחה. לאחר מכן תתפרסם מודעה בעיתון שתפרט את תמצית פסק הדין והפיצוי שנפסק. במודעה יצויין כי כל מי שנמנה על הגדרת הקבוצה יוכל לפנות בתוך 60 ימים ולדרוש את הפיצוי.

בתום אותם 60 ימים יערך חישוב כדי לבחון האם יש יתרה לשלם לכל התובעים שפנו. אם תהיה יתרה מתאימה ישולם מלוא הנזק לכל אחד מהתובעים. אם לא תהיה יתרה מתאימה, ישולם לכל אחד מהתובעים חלקו היחסי בהתאם ליתרה שנשארה. לאחר שהנתבעים ישלמו את שנפסק נגדם, ישולם ההפרש ככל שיוותר כזה. ככל שתותר יתרה לאחר תשלום מלוא הנזק לתובעים, ההפרש יוחזר למי שהפקידו את הכספים במסגרת הפשרה על פי חלקם היחסי.

אני ממנה את עו"ד רמי בן נתן ועו"ד נדב אולגן, ב"כ התובע המייצג כנאמנים למימוש פסק הדין. עוה"ד בן נתן ועוה"ד אולגן יגישו נוסח מודעה בעיתונים לאישור בית המשפט, ויפנו לכל אחד מהתובעים שפנו בזמנו, לאחר פסק הדין הראשון, במכתב שיפרט את האמור לעיל. עוה"ד בן נתן ועוה"ד אולגן יבחנו את זכאותו של כל אחד מהתובעים וישלמו לו כמפורט לעיל. הגזברות תעביר לעוה"ד רמי בן נתן ולעוה"ד נדב אולגן את מלוא הסכום המצוי בקופת בית המשפט לצורך ביצוע פסק הדין.

ניתן היום יב' שבט, תש"ע (27/01/2010). על מתן פסק הדין הודע לצדדים ביום 24.1.10, והיום קיבלו את פסק הדין.

ד"ר מיכל אגמון-גונן, שופטת

3 מתוך 37