

בבית המשפט המחוזי בירושלים

10.4.1994

חלק ג

ת"פ 524/90

- בפני כבוד השופטת : מרים נאור
- המאשימה : מדינת ישראל
ע"י עוה"ד : מ. לדור ; י. כהן ; ג. הוכוולד
- נגד
- הנאשמים:
- בנק לאומי : 1. בנק לאומי לישראל בע"מ
3. מרדכי בן מנחם איינהורן
4. חיים בן שמואל בוקסבום
- ע"י עוה"ד : י. קנטור ; א. סלונים ; ג. אדרת מ. הרצוג דן בן אליעזר בבלי
ע"י עוה"ד : ח. מלצר ; ד. שיינמן ; ד. פדר ; א. ברק
- בנק הפועלים : 7. בנק הפועלים בע"מ
8. גיורא בן יוסף גזית
9. אמנון בן יעקב שדה
ע"י עוה"ד : מ. קירש ; י.ע. בן פורת ; ד. שיינמן ; ר. בר ; נ. נגב
- קבוצת דיסקונט : 12. בנק דיסקונט לישראל בע"מ
13. אי.די.בי. חברה לאחזקות בנקאיות בע"מ
14. רפאל בן ליאון רקנאטי
15. אליהו בן-ציון כהן
16. אודי בן רפאל רקנאטי
17. רפאל בן יחזקאל בן ברוך
ע"י עוה"ד : ד"ר א. גולדנברג ; א. וגמן ; ד"ר א. קלגסבלד ; ב. אוקון
- בנק המזרחי : 19. בנק המזרחי המאוחד בע"מ
20. אהרון בן יצחק מאיר
21. דב בן אברהם נווה

ע"י עוה"ד : י. ארנון ; ב. טל

כתבי עת :

ע' שפירא, "הסכמה מדעת לטיפול רפואי", עיוני משפט, כרך יד (תשמ"ט) 225

חקיקה שאוזכרה:

- [חוק החוזים \(חלק כללי\), תשל"ג-1973: סע' 12, 15](#)
[חוק הבנקאות \(שירות ללקוח\), תשמ"א-1981: סע' 3, 5](#)
[חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968: סע' 53, סעף 54](#)

ספרות:

[דניאל פרידמן, נילי כהן, חוזים \(כרך ב, 1992\)](#)

ועוד נחدد: מנגנון היעוץ במובנו הרחב שימש, בנסיבות שתארתי, כידם הארוכה של מנהלי הבנק. לענין זה נחזור עוד כשהדון באישום השני. בבחינת היסוד הנפשי הנדרש לעבירה הקובע הוא מחשבתם של מנהלי הבנק וידיעותיהם, ולא אלה של היועץ. במישור האחריות האזרחית יכול להיות גם מצב הפוך: אחריות אזרחית של הבנק תתכן בגין מעשי היועץ עצמו אפילו לא "כוון" על ידי מנהלי הבנק. לא באלה עסקינן כאן אלא ביועצי השקעות שפעלו ברוח המסרים שזרמו מלמעלה. דרכם של מסרים הזורמים מן ההנהלה במהלך העניינים הטבעי והרגיל להשפיע על מספר רב של יועצים. לעמדת ההנהלה משקל יתר בסטואציה שבה עוסקים במניות הבנק עצמו המווסתות על ידי הבנק, כשמנהלי הבנק הם בעלי המידע הטוב ביותר בענין כוונותיהם ואפשרויותיהם. אינה דומה הערכה כללית בדבר הצפוי בשוק ההון בתקופה הקרובה (בה נתקלנו בחוזרי בנק שונים) לאמרות של "הנחתום המעיד על עיסותו" בדבר העתיד לקרות למניה המווסתת. בצדק ציין אלי כהן בעדותו שאין תעודות ביטוח בענין "הצלחתו" של יועץ בתחום ניירות ערך.

יועצים שונים מבנקים שונים אז מנהלי בנקים עמדו בעדויותיהם על העקרון הנכון

של "פזור השקעות". אך בהנחיה בענין "פזור השקעות" אין היועץ יוצא ידי

חובתו. אמרות כמו - המלצנו לרכוש את המניה הבנקאית בשעור זה או אחר מתיק ההשקעות הכולל - אין בהם כדי לענות על הצורך ביעוץ ראוי, דהיינו יעוץ שאין עמו מצג שוא רשלני או מרמה. גם בתחומים השונים בהם "מפוזרות" ההשקעות היעוץ צריך להיות נכון ומלא, ובדאי בלא נגוד אינטרסים. אני סבורה שפרופסור ברנע, שאיננו משפטן, היטיב לתאר נכונה בחקירתו הנגדית את תפקידו של יועץ ההשקעות: לתת למשקיע הערכה מודעת של האינפורמציה שישנה, של האלטרנטיבות השונות, אותה יש "לצנזר" בצורה של המלצה (10852). הרעיון של החלטה מודעת מלווה את תחומי המשפט

השונים בהם נזקק אדם לעצתו של מומחה בעולם של סכויים וסכונים (ראה, למשל,

בסוגית informed consent - בתחום היעוץ הרפואי ע'י [שפירא "הסכמה מדעת לטיפול](#)

[רפואי](#) - הדין המצוי והרצוי" עיוני משפט י"ד 225(1989).

עמדנו על סוגית היעוץ בכל בנק ובנק, אך עתה נפנה להכללה. ישנן אמרות שיש בהן, כשלעצמן מצג פוזיטיבי בלתי נכון כגון האמירה שהמניה "סולידית" או "בטוחה". נסוח כזה מתעלם, ועמדנו על כך מ"צידה האפלי" של המניה. עצה לרכוש את המניה או להמנע ממכירתה יכולם לבוא לידי ביטוי במגוון רב מאוד של מלים. ראוי, בדרך של הכללה, לעמוד על מכנה משותף רחב: כל עצה לרכוש את המניה או להמנע ממכירתה שלא היתה מלווה בתאור מלא של סכוני המניה: הזכות התשקיפים להפסיק את הוויסות. ירידת השערים הצפויה ברגע הפסקתו ומידת ההסתברות שהוויסות ייפסק מגבש הן את העוולה הנזיקית של מצג שוא רשלני והן (בנסיבות הענין שבפנינו) את עוולת התרמית (לסקירה נרחבת של התפתחות הדין המקומי בענין מצג שוא רשלני ר' ע"א 209/85 עיריית קרית אתא נ' אלינקו פ"ד מד(1) 190).

לענייננו חשובה במיוחד עוולת התרמית בשל הקורלציה עם היסוד הנפשי הנדרש

בפלילים. יסודות העוולה הם:

א. היצג כוזב של עובדה;

ב. העדר עמונה באמיתותו של ההיצג;

ג. כוונה שהתובע יטעה על ידי ההיצג ויסתמך עליו;

ד. התובע הוטעה ופעל על סמך טעותו;

ה. התובע סבל נזק ממון עקב פעולתו על סמך ההיצג.

(ע"א 611/81 ספיר נ' אשד, פד מא (2), 225, 229).

ענפי המשפט השונים בשיטתנו בסוגיות דוחות שואבים השראה זה מזה ויונקים זה מזה. תיתכנה תוצאות משפטיות שונות מעילת תביעה כזו או אחרת בה נוקט התובע: לר הרי הסעד בגין הטעיה לפי [סעיף 15 לחוק החוזים](#) כסעד בעוולה נזיקית. בתחומים שונים רוחה של השיטה פרושה על ענפי המשפט הרלוונטיים השונים שניתן להביאם בחשבון: משא ומתן בתום לב לפי [סעיף 12 לחוק החוזים](#), הטעיה לפי [סעיף 15 לחוק החוזים](#), מצג שוא רשלני, תרמית, מרמה פלילית, חיובים סטוטוריים המיועדים להגנת הצרכן ולא התכוונתי למצות. רוחה של השיטה מכתובה את נורמות ההתנהגות הראויות, כשהתחומים יונקים זה מזה. דוגמא יפה להשראה ההדדית שבין התחומים השונים יוכל למצוא המעיין בפרק על ההטעיה החוזית בספרם של פרידמן וכהן, [דיני חוזים \(כרך ב' תשנ"ג\)](#), עמודים 780 ואילך (להלן - פרידמן וכהן). כפי שהם מציינים בצדק (שם, בעמוד 789) "לאמיתו של דבר יכולה הפסיקה בסוגית המרמה ומצג

השוא הרשלני לספק דוגמאות לא מעטות אשר אילו היו מתעוררות בהקשר לכריתת החוזה, היו יכולות לשמש בסיס לביטולו, מכח האמור ב**סעיף 15 לחוק החוזים**. פרק ההטעיה (החוזית) בספרם הנ"ל זרוע דוגמאות מתחומים שונים של המשפט - הן מתחום הנזיקין, והן מתחום דיני המרמה הפלילית. הדיון בספרם של פרידמן וכהן הוא כה מקיף וכמעט עדכני שנוכל להעזר בו רבות "ולקצר את הדרך" בנושא ההפניות לספרות הרלוונטית. כפי שמצויין שם לעתים ההבחנה בין העלמה לבין מצג שוא ממש מטשטשת, ובין הקטגוריות הללו ישנה קטגוריה גבולית של "חצי אמת" - הצגת דברים חלקית, שבעקבותיה מתקבלת תמונה מסולפת. קטגוריה זו, משוייכת על ידי המחברים למצג שוא ממש, להבדיל מאי גילוי. אין צורך לחזור ולהפנות לדוגמאות שונות שמביאים המחברים שם לאותה אמירת "חצי אמת". אני סבורה שההמלצות לרכוש את המניה הבנקאית בלא תאור הסכונים הינן המלצות "נגועות" באמירת חצאי אמת. ודוק: אינני קובעת שבמהלך כל

תקופה הרלוונטית המלצה ש"ששורתה התחתונה" היתה שכדאי לרכוש (בין השאר) מניות בנקאיות היתה המלצה לא ראויה. עדים רבים עמדו על כך שבמהלך תקופת הויסות הרווחו משקיעים סכומים נכבדים ביותר; הבעיה ברוב התקופה לא היתה ב"שורה התחתונה" אלא ב"שורות" שקדמו לה: העדר הסבר בענין הסיכונים עליהם עמדנו. ככל שהלכה והתגברה הסכנה של הפסקת הויסות הפכה גם השורה התחתונה של ההמלצה לרכוש להמלצה "נגועה".

היה איפוא מקור לתביעות הן בגין תרמית שנוצרה ע"י מצג שוא פוזיטיבי לא נגון, והן בגדר אמירת חצאי אמת שדינם כדין מצג שוא לא נגון. יתרה מזו: בהמלצות שלא כללו את תאור הסכונים היה גם אי גילוי. האמור לענין אי גילוי מתוסף על האמור בענין מצג שוא. סוגית אי הגילוי מעוררת את שאלת מקור החובה לגלות. אני סבורה שבענייננו החובה לגלות מקורה גם בכך שהמשפט מכיר ביחסי בנקאי לקוח כקטגוריה מיוחדת של יחסי אמון, וגם בחקוקים ספציפיים. לענין חובת האמון של בנק ללקוחותיו ראה: ע"א 22/85 חוגי נ' הבנק הבינלאומי הראשון, פ"ד מא 04 65,

69. אשר לחקוקים ספציפיים נפנה לחוק הבנקאות, (שירות ללקוח) התשמ"א-1981.

סעיף 3 לחוק אוסר על בנקאי לעשות - במעשה או במחדל - דבר העלול להטעות לקוח בכל ענין מהותי למתן השירות. סעיף 15 קובע כי נזק שנגרם לאדם על ידי עבירה על החוק או תקנה על פיו כדין נזק שמותר לתבוע עליו פיצויים לפי פקודת הנזיקין. סעיף 10 קובע עבירה פלילית בגין הפרת החוק. בענייננו - באישום השני - נזכרת בין השאר העבירה הפלילית לפי חוק זה. שם ישנה טענה שעבירה זו התיישנה. כאן נבהיר כי כשאנו דנים באחריות האזרחית שהיתה צומחת ממעשי מנהלי הבנקים אין חשיבות לשאלה האם היום התיישנה העבירה.

פרידמן וכהן מצביעים (שם, בעמודים 83 ואילך) על ספקות בשאלה האם **סעיף 3** עצמו קובע חובת גילוי, לאור קיומו של **סעיף 5 לחוק** המתייחס במישרין לגילוי נאות (בעת הרלוונטית לא הוצאו עדיין כללים לפי סעיף זה. רק בשנת תשמ"ו יצאו הכללים שכבר הוזכרו לעיל). עמדתני שלי היא כי **סעיף 3** כשלעצמו אוסר על אי גילוי בדרך של מחדל. אכן - תתכן פרשנות אחרת, ואני מזכירה את חוק הבנקאות כמקור נוסף ולא בלעדי - לחובת הגילוי. בדומה הזכיר בנפרד כמקור לחובת גילוי את **סעיף 54 לחוק ניירות ערך**, שעל פרשנותו נעמוד ביתר הרחבה אגב דיון באישום השני. קובל עלינו שאין "תעודות בטוח" בתחום ההשקעות בניירות ערך. הדבר הוא פועל יוצא מכך שהשקעות בניירות ערך כרוכות בהערכה ובחזוין, וכל מי שנוקד ליעוץ בתחום זה חייב להבין זאת. אך לעקרון בדבר העדר אחריות בגין חיזוי ישנם סייגים. סייג מרכזי אחד נוגע למרמה. כפי שמציינים פרידמן וכהן "כל צד נוטל על עצמו סיכון שחוות דעתו של הצד שכנגד תוכח כמוטעית, אך אין הוא נוטל על עצמו את הסיכון שזו חוות דעת כוזבת, שאיננה משקפת את דעתו האמיתית של המצהיר". סייג שני, בעל חשיבות מרכזית המכרסם במידה רבה בכלל הבסיסי נוגע, בין השאר למקרה בו הנתונים הדרושים להערכה או לתחזית הם בידיעתו המיוחדת של צד (ראה דיון מקיף אצל פרידמן וכהן שם, בעמודים 796-799, 616-818). כך היה המצב בענין המניות הבנקאיות ו"הנחתום" שמסר תחזית על סיכויי "עיסתו" לתפוח.

לכך נקשר קשר דוק נושא המסר שהועבר בתקופה האחרונה. המסר שהויסות יימשך.

טענת הבנקאים היא, בנסוחים מנסוחים שונים שמסר זה שקף את מצב דעתם הכן והאמיתי עד לרגע האחרון. כך, למשל, הדגיש הנאשם גזית שעד לפגישה אצל שר האוצר ב-5.10.83 שנחשפה על ידי עתונאים האמין שהויסות יימשך, ומאותו רגע התרוצץ משיבה לשיבה יהיה מבולבל ולא

נתן דעתו לנושא אם צריך לערוך שינויים ביעוץ. עוד מדגישים הבנקאים את ה"מחזוריות" במלאים, ואת העובדה שכבר היו בעבר מלאים נכבדים שהבנקים הצליחו למכור אותם. בפרק המבוא הדגשנו כי התקופה האחרונה, ולפחות החודשים ספטמבר ואוקטובר היא תקופה בה התקשורת עוררה ספקות בשאלה האם יוכלו הבנקים להמשיך לווסת. עוד עמדנו על כך שהתמהמהות הפיחות היתה רק ה"טריגר" למשבר

שארע בפועל. ספקות המתעוררים ביכולת לווסת עלולים להיות נבואה המגשימה את עצמה. ההסתברות לאירוע הפסקת הוויסות גדלה לא רק בשל הצטברות המלאים כשלעצמם אלא בגלל אותו חשש מנבואה המגשימה את עצמה. בלשון אחרת - בתקופה האחרונה מאופיינת בכך שההסתברות לכך שלא יהיה מנוס מהפסקת הוויסות - גברה ולהלכה ולא רק בגלל הצטברות המלאים והחשש לפיחות. התוצאה המשפטית - במישור האזרחי ממצב דברים זה היא פועל יוצא ממה שכבר נאמר לעיל בדבר הצורך ביעוץ שאיננו בגדר חצי אמת. הבנקאים לא העבירו את המסר: אנו מעוניינים להמשיך לווסת, אך זכותנו להפסיק לווסת. אם נאלץ להפסק לווסת תהיה ירידת מחירים גדולה. יש קשיים - אך אנו מקווים ומאמינים שנוכל להתגבר עליהם. אילו כך נאמר (או ברוח זו) היתה בפני הלקוח אפשרות לאותה החלטה מודעת. יכול היה להחליט לעבור להשקעה אלטרנטיבית עד יעבור זעם; כול היה לקחת סיכון. ההחלטה היתה שלו. המלצה שאיננה כוללת הסברים

אלה היא "חצי אמת", ויש בה גם הפרת חובת הגילוי. העובדה שהמלצה ראויה היתה עלולה ללבות את האש ולהביא בפועל להפסקת הוויסות בה לא רצו הבנקים איננה מצדיקה מרמה.

עד כה עסקנו במקור האחריות ביעוץ הישיר - ובכרנו להתמקד באחריות הנזיקית

בגין מצג-שוא רשלני ומצג-שוא במרמה. אני סבורה שתלי התלים של האסמכתאות שהובאו אין בהם כדי לשלול את המשמעות הפשוטה של העובדות שנתבררו במשפט. המלצות שניתנו בניסוחים עליהם עמדנו, ותוך ההעלמות עליהן עמדנו, מגבשות את שלושת היסודות הראשונים של עוולת התרמית כפי שפורטו בע"מ 611/81 שהוזכר לעיל. הדברים אמורים גם ב"מבצעים" שונים בתקופה האחרונה בהם פעלו הבנקים בניגוד אינטרסים ברור תוך העלמתו. נעבור איפוא אל היסוד הרביעי של המרמה הדרישה שהתובע הוטעה ופעל על סמך טעותו. זוהי דרישת ההסתמכות שהיא יסוד-מוסד בשיטות המשפט השונות בענפים שונים של המשפט. תרמית נזיקית, מצג-שוא נזיקי, מרמה פלילית ועוד.

לגבי אדם, שקיבל במישרין יעוץ כוזב כלקוח בבנק איננה מתעוררת בענפי הנזיקין השונים טענה של העדר יריבות או טענה של העדר חובת זהירות של הבנק כלפיו. עשוי להטען, ואף להתקבל - טענה של העדר הסתמכות. לענין טענת העדר הסתמכות יפים דבריו של בית השפט בע"מ 44/70 נהוראי ובניו בע"מ נ' ריינגברך ואח' פ"ד כה (1) 449: מוסבר שם שהיצג כוזב יכול שלא יהיה מהותי אך הניע את התובע להתקשר בחוזה, ויכול שיהיה מהותי, אך לא השפיע עליו, ובשני המקרים האלה, הנתבע פטור. אך אם היה ההיצג מהותי, לכאורה אתה מסיק - כך הוסבר שם - שגם שימש מניע, שאילמלא מגמתו ומטרתו היתה להניע את התובע להתקשר בחוזה, לא היה מהותי. על מסקנת - חובה זו הנובעת לכאורה ממהותיותו של היצג כוזב, יכול הנתבע - כך הוסבר שם - להתגבר בכמה דרכים. דרך אחת המצויינת שם היא שעל אף מטרתו ומגמתו של ההיצג התובע היה אדיש לענין אמיתות המצג. כדוגמא לכך מובא מקרה בו תובע טען שרכש מניות על יסוד תשקיף בו נאמר שפלונג, חבר פרלמנט יהא מנהל החברה החדשה, אך התובע הודה על

דוכן העדים שלא שמע על אותו פלונג, ואשר כי האמור בתשקיף לא השפיע עליו.

דרך אחרת היא להראות שהיצג משתמע לשתי פנים, והתובע לא פרש אותו כמשמעותו הכוזבת; דרך נוספת היא להראות על סמך חומר הראיות שהתובע ידע על דבר הכוזב, ואף על פי כן התקשר בחוזה, ומכאן שההיצג הכוזב לא מנע אותו מלעשות את החוזה. עוד מובהר שם כי כשאדם הוטעה בענין מהותי בנוהג שבעולם מתחייבת המסקנה, באין ראיה לסתור, כי הטעות פעלה ככוונת המטעה, ולכאורה יוצא התובע ידי חובתו. לא עמוד כאן על פרטי הנתוח העובדתי שנעשה באותו ענין, אף שגם בו יש ענין (לענין הסתמכות התובע על ההיצג הכוזב ראה גם בר שירה, "התרמית", דיני הנזיקין, העוולות השונות בעריכת טדסקי, עמודים 14-15; פרידמן וכהן עמודים 854-859; כדוגמא להעדרה של הסתמכות ר' ע"מ 280/87 קופלמן נ' בינקין פ"ד מג(2), 753).

הארכתי בהבאת חלק מדברי בית המשפט בע"מ 444/70 הנ"ל. פסק דינו זה של השופט זוסמן הוא מעט המכיל את המרובה. ישנם קוי דמיון בין פסק דין זה שעניינו תביעה אינדבידואלית של מי שטוען שרומה כנגד המרמה לבין הלכת ה"fraud on the Market" -

"Market האמריקאית, עליה עמדנו לעיל. פסק הדין הנזכר איננו עוסק ב"מרמה"

כלפי השוק", אלא במרמה האינדבידואלית; עניינו איננו הענף המיוחד של מרמה בניירות ערך, מרמה ככלל, אף שהוא מאזכר גם דוגמאות מתחום ניירות הערך. אך למרות המפריד בין שני העניינים ישנה נקודת דמיון רבת חשיבות: כשנעשה מצג-שוא במרמה ואדם פועל בעקבותיו (כגון - מתקשר בחוזה) - חזקה היא שהפעולה שנעשת היא בעקבות ההסתמכות על מצג השוא, והכל, בהעדר ראיה לסתור. אותה הנחה של נסיון החיים משמשת שיטות משפט שונות. לעתים היא תלבש דמות של "תאוריה"; לעתים, כמו בע"מ 440/70 הנ"ל היא משמשת כאחד הכלים שבידי השופט הקובע את העובדות.

דומה שלא היתה מחלוקת של ממש על כך שעשויה להתקיים חבות של הבנקים כלפי לקוחות שקיבלו יעוץ, לבדיל ממחלוקות בשאלות בדבר המשמעות שיש ליתן לתכנן של אמרות אלו ואחרות. להבדיל ממחלוקות בשאלות בדבר המשמעות שיש ליתן לתכנן של אמרות אלו ואחרות. הטענות נסובו בעיקר, אך לא רק על כך שהתביעה לא הוכיחה כמה אנשים כאלה היו. בהעדר הוכחה כזו - כך נטען - אין משמעות - בגדרי האישום הראשון - למסקנה שהיו אנשים שיכלו להצליח בתביעות נגד הבנקים בגין היעוץ, וזאת בהעדר אפשרות להערכה כמותית של הנזק לבנק. טענה אחרת שהועלתה היא העדר אפשרות להתגונן בפני טענת מרמה "המונית" כלפי אנשים בלתי ידועים. לא ניתן, למשל, לחקור מרומים פוטנציאליים כאלה ולהוכיח בדרכים שונות שגם בהנחה שהיתה מרמה - לא היתה הסתמכות. עמדתי לעיל, אגב דיון בע"מ 444/70 על דרכים שונות (ובלתי ממצות) להפריך את החזקה העובדתית שנוצרת עקב ההטעיה.

אכן - מספר המרומים איננו ידוע. אני מביאה גם בהחלט בחשבון שבתביעות אינדבידואליות בהן היתה מוכחת תרמית ניתן יהיה להראות כי על אף התרמית תובעים לא סמכו על ההיצע הכוזב. התביעה צודקת בהדגישה בטענותיה את החשיבות שמקנה המשפט לאלמנט ההסתמכות; הפן האחר של אותה טענה עצמה הוא, כמובן, כשאין הסתמכות אין אחריות על אף קיומו של מצג כוזב. חולשתה של טענת "ההתחייבות הכללית" לה טוענת התביעה היא שיש עמה הנחה חלוטה שהיתה, בפועל, הסתמכות. אך הסתמכות בפועל הינה יסוד מוסד של שיטות המשפט השונות בענייני מרמה (פלילית), תרמית (אזרחית), הטעיה (חוזית) ועוד ועוד.

המנייה הבנקאית כבטוחה לאשראי

המניות של שלושת הבנקים הגדולים ושל I.d.b. נלקחו כבטחון לאשראי באחוזים

גבוהים. לגבי בנק המזרחי התמונה שונה, ונעמוד עליה בנפרד. פרופסור ברנע ייחס חשיבות רבה למקדם הגבוה שניתן למניות הבנקים כבטחון אשראי.

יש להבחין כאן בין הנושא של ה"סיגנל" בו עסקינן כרגע, ובין הנושא של סכנות ליציבותו של הבנק כתוצאה מלקיחת מניותיו הוא כבטחון לאשראי. כדי שתהיה סכנה לבנק יש צורך להראות (בין השאר) שהמניות שמשו רכיב כמותי נכבד בסל הבטחונות של הבנק. לעומת זאת, כשעוסקים ב"סיגנל" של המנייה כבטוחה אין זה חשוב מהו היקף הבטחונות (ברנע, 10657). החשיבות היא לעצם העובדה שכך נוהג הבנק, ושעובדה זו ידועה. בלשונו של פרופסור ברנע:

"ת. אני שוב אומר, הסיגנאל צריך להתפזר. זאת אומרת הסיגנאל לא יכול להיעשות בעיסקה ספציפית בין בנק ולקוח שאף אחד לא יודע עליה. הסיגנאל צריך להיות מצב שבו אדם יודע שלוקח מניות בנקאיות לבנק. יכול לקבל נגדן אשראי וכמעט בסכום מלא לערך המניות האלה. הוא יודע שהוא יכול לעשות את זה. הפוטנציה לעשות את זה והאפשרות לעשות את זה בשטח כשמישהו צריך לאשראי כזה - היא זו שנותנת את הסיגנאל".

וכן:

"ת. הערך של האינפורמציה הזאת כסיגנאל הוא שחשוב. מספיק שהם יודעים שהבנק באופן פוטנציאלי מקבל את המניות האלה לאשראי, זה נותן להם בטחון שהבנק יעמוד מאחורי ההתחייבות שדיברנו עליה קודם להגן על ערכן".

(עמ' 10676-10675)

חיזוק לכך שלקיחת המנייה כבטוחה באחוז גבוה מערכה שימש איתות למשקיעים נמצא במאמרו של יעקב אשד בכספים מיום 6.12.81, שכבר הוזכר בהקשר אחר (נ/233/ל).

נמצא שם בין השאר, לאחר הסבר על כך שמניות הבנקים עולות ללא קשר לארועים כלכליים, ונסחרות במכפיל גבוה "למרות זאת, האמון שרוחשים הבנקים למניותיהם הם הוא כה גבוה עד שהם מוכנים לקבל אותן כבטחונות לאשראי בשעורים של עד 90%". אני מזכירה קטע עתונות זה כנגד טענה שהושמעה שמדובר היה במדיניות פנימית, לא ידועה. בבנק הפועלים, וכבר עמדנו על כך, הועלה האחוז בימים האחרונים מטעמים "פסיכולוגיים". היו גם מסרים סותרים - כך, למשל, הבנק הבינלאומי קיבל את מניות הבנקים הגדולים רק בשעור 75%; מזה ניתן ללמוד שהוא לא ראה דרגה כה גבוהה של בטחון במניות אלו. מי שידע גם על מדיניות הבנקים המווסתים וגם על מדיניות הבנק הבינלאומי היה למד שיש גם התבוננות אחרת. בסופו של דבר - מדובר בעוד סיגנל - המצטרף אל אחרים. היקף התפשטותו גם אינו ברור די הצורך. כאן - להבדיל מהשפעת היעוץ ככלל, אין לי די נתונים, ולו נסיבתיים המאפשרים לי לקבוע שהסיגנל "חלחל" בפועל בצורה מוצלחת. מקובל עלי שהדברים לא היו סוד, אף שאין ראיה שהבנקים פרסמו בפומבי את מדיניות האשראי שלהם. ראינו פרסום אחד בעתונות המאזכר ענין זה. לא אוכל עם

זאת לקבוע, בהעדר ראיות מספיקות שהסיגנל "חלחל" בצורה נרחבת. "סיגנל" זה שונה מההתנהגות שערי המניות המתפרסמת בעתונות יום יום. מטעם זה, ולמרות הדגש הרב שקיבל סיגנל זה בעדותו של ברנע לא אוכל לקבוע שהיתה לסיגנל זה השפעה נרחבת, אף שמתקבל על דעתי שהיו משקיעים שהביאו זאת בחשבון.

ההבטחות שהויות יימשך

עמדתי על המסרים השונים שהועברו. אך ישנו מסר מלולי אחד - הנקשר שוב למנגנון היעוץ ה"מאפיל" על הסיגנלים הלא מלוליים. ראינו לגבי כל אחד ואחד מהבנקים בנפרד שבשלהי התקופה הרלוונטית הועברו - באמצעות מנגנון היעוץ מסרים מלוליים לפיו הויות יימשך. ראינו גם דברי בנקאים שצוטטו בעתונות בענין התמדה במדיניות הויות. אין ענייני כרגע בשאלה המשפטית האם אמרות אלה "גוברות" על הזכות התשקיפית להפסיק את הויות. במסגרת הדיון במחוייבות הכלכלית ניתן אפילו לצאת מן ההנחה שלבנקים נשמרה הזכות להפסיק את הויות. אך מי שמודיע ללקוחותיו כי הויות יימשך, יתקשה מאוד, מתוך אותו חשש ל"ענישה כלכלית" להפסיקו כעבור זמן קצר. בהקשר זה מספר האנשים שהמידע שנמסר בסניפים הגיע אליהם במישרין או בדרך של "חלחול" - אינו בעל משמעות. את ההבטחה להמשיך את הויות (להבדיל מפיצוי על הפרת הבטחה) - לא ניתן לקיים באופן סלקטיבי, לגבי חלק מן המשקיעים בלבד. הויות יכול להימשך או להפסק. במישור הטכני הוא אינו יכול להפסק לגבי מקצת המשקיעים להימשך לגבי אחרים. ההבטחות שנתנו מעת לעת, ועד הרגע האחרון להמשכת הויות הם ביטוי מובהק לפחות ליצירת מחוייבות כלכלית. ביטוי זה "מאפיל" על שאלות כמו האם משודר סיגנל בכך שהמניה נלקחת כבטחה באחוזים גבוהים.

לא פלא הוא, איפוא, שהויות נפסק כפי שתואר רק כשהבנקים הגיעו, בנסיבות שנוצרו בתחילת אוקטובר 1983 לצבירה מאסיבית של מלאים, לעתים - תוך שימוש במישרין במקורות כספיים של הבנק, בנגוד למדיניות קודמת. זה טיבה של המחוייבות הכלכלית שנטלו על עצמם, מחוייבות שבהכרח מביאה לכך שהויות יימשך עד נקודת השפל הנמוכה ביותר שהבנקים יכולים להגיע אליה. הויות ייפסק בהכרח במצב משברי ולא במצב "נוח".

כך ארע, בדיוק בגלל המחוייבות הכלכלית. את הביטוי מחוייבות כלכלית בו השתמש

פרופסור ברנע ניתן ל"המיר" בביטוי של פרופסור בבצוק "מחוייבות פנימית של

מפעילי הויות" (23225). הבנקים היו מחוייבים (committed) לויות.

זה המקום להתייחס לטענה אחרת שהועלתה: נטען שאם הבנק עשה ככל אשר ביכולתו

כדי לקיים את מדיניות הויות וחדל ממנה רק כשאין לו ברירה והוא חייב להפסיק

הצבור יתייחס לכך בהבנה ולא "יעניש" את הבנקים ענישה כלכלית. אין בידי

לקבל טענה זו. אין בידי לקבל אותה משום שהצורך להפסיק את הויות בשלב זה או

אחר, - טבוע בעצם מהותו של הויות (השווה לחלופי הדברים עם פרופסור ברנע

עמודים 10868-10874, ובחקירתו החוזרת בעמוד 10952).

פני הדברים היו שונים אילו הצהירו הבנקים מראש על הקיום האדומים של הויות. דא עקא שהצהרה פומבית ברורה שיש לויות קיום אדומים ומהם אותם קיום - היתה מביאה ל"כשלון" הויות, משום שאיש לא היה רוצה להשאר עם המניה עד שלב הפסקתה. אין לקבל את הטענה הנזכרת מטעם נוסף: הבנקים הפיצו בין לקוחותיהם את המסר שהויות יימשך דווקא באותם שלבים בהם התעוררו ספקות האם ביכולתם לעשות כן. המשקיעים לא היו מקבלים ב"הבנה" שהצהרה כאמור ניתנת וזמן קצר לאחר מכן נפסק הויות.

ההתחייבות המשפטית

אומרים הנאשמים: התנהגות השוק של המניות ושאר "סיגנלים" מלמדים אולי (ולטענתם או לטענת חלקם אין הם מלמדים) מהי מדיניות הויות. לא ניתן דרכה לעלות מדרגה נוספת ולקבוע כי ההתנהגות בפועל ושאר ה"סיגנלים" הצביעו גם על הבטחה מחייבת משפטית שמה שהיה הוא שיהיה בעתיד. כל שניתן ללמוד מהם, אם בכלל, הוא כיצד הבנק מתנהג כל עוד הוא מקיים את

מדיניות הויות. הבנקים השונים, כך נטען, הבהירו מראש בתשקיפים את זכותם להפסיק את הויות. בנוסחים שונים עליהם עמדנו לגבי כל בנק ובנק חזרו הבנקים בתשקיפים על זכותם להפסיק את הויות בכל עת. האם האמור בתשקיף גובר על מסרים אחרים? המסרים הועברו כאמור בדרכים מדרכים שונות, אך דומני שהעמדה הפשוטה ביותר של הדברים - והיא מספיקה לענייננו היא בחינת התשקיף מול המצגים המאוחרים יותר שנעשו בעל פה. אני מוכנה לקבל שלא כל הסיגנלים היוצרים את המחוייבות הכלכלית -

יוצרים גם מחוייבות משפטית. מבין כל המסרים שהועברו היו כאמור מסרים מילוליים בדבר תכונות המניה והמשך הויסות. המסרים המילוליים "מאפילים" על שאר המסרים. המשפט "מורגל" ל"לטפל" במסרים מילוליים. טיבם של מסרים מילוליים הוא שהם חדים במשמעותם, יותר מ"סינגלים" כגון התנהגות שערים. המשפט מורגל גם לטפל ביחס שבין מסרים מילוליים בעל פה לבין מסרים אחרים, כגון מצג בכתב. הדגשתי את העובדה כי המסרים המילוליים היו מאוחרים לתשקיפים. אין אנו ניצבים בפני השאלה שגם עמה "מורגל" המשפט להתמודד של היחס בין משא ומתן בעל פה לפני חתימת חוזה לבין התניות שבכתב בחוזה המאוחר. בתי המשפט בארה"ב התמודדו לעתים עם שאלת היחס בין מצגים בעל פה שקדמו לרכישת מניות על פי תשקיף שנמסר למשקיעים שלא עלו בקנה אחד עם האמור בתשקיף גופו. אפילו בסיטואציות כאלה העוסקות במצגים שנעשו לפני הרכישה ניתנה, לעתים ולא תמיד, עדיפות למצג בעל פה לסוגיה זו ראה:

. 1198F supp (1987n.d. cal) : zobrist v. Coal 1511D 2f 708, x inc- (1983th cir10)
675, luiksch v. Latham

בענינו נאמר אמנם מה שנאמר מעת לעת בתשקיפים, אך למרות האמור בתשקיפים זכות ההפסקה לא "נוצלה" והמדיניות משכה משך תקופה ארוכה. לאחר מכן, כשבאו משקיעים לשאול האם הויסות יימשך - ניתנה להם תשובה חיובית. או - כשבקשו משקיעים להמיר את השקעתם במניות בהשקעה אחרת,

הרגיעו אותם שהויסות יימשך הכל כפי שפורט בענין הבנקים השונים. בעיני אין ספק בכך שהודעה למשקיעים שהויסות יימשך כמוה כהודעה שאין הבנק מתכוון להשתמש בזכותו התשקיפית. המסרים שזרמו מלמעלה למטה אל היועצים לא כללו בשום בנק בקשה להזכיר למשקיעים שקיימת זכות הפסקה. הודעה כזו למשקיע השוקל אם לקנות מניות, או למכור מניות שברשותו, ומוסרים לו בשם הנהלת הבנק שהויסות יימשך - היא בגדר הסכם חדש. הסכם שתוכנו הוא לווסת מכאן ולהבא, למרות האמור בתשקיפים (ומענין להשוות - בבצויק עמוד 27681).

המסר המילולי שהויסות יימשך קשור כמובן קשר בל יינתן עם ה"סינגלים" האחרים. התנהגות השערים הינה מימוש ההבטחה שהויסות יימשך. שום מסרים מילוליים לא היו "מועילים" לעצור גל של מוכרים אילו התנהגות השערים בפועל היתה התנהגות של הפסקת הויסות או ירידת שערים. משקיעים היו מתייחסים בחשדנות יתרה למסרים מילוליים כאלה אילו הסתבר להם שהבנק מקטין את האחוז בו נלקחת המניה כבטחון, ו"מאותת" בכך שהוא עצמו אינו בטוח בעתיד מניותיו. המסרים - ובראשם המסר המילולי המצטרפים לכדי תמונה אחת, שכל חלקיה משתבצים היטב.

ועוד: הידיעה, אפילו היא קיימת, שמותר לבנק להפסיק לווסת, איננה חזות הכל. בידיעה זו לא מקופלת או לא בהכרח מקופלת ההבנה שהפסקת הויסות גוררת מפולת שערים.

לא כל המשקיעים מודעים לשאלת היחס בין הערך הכלכלי ושווי השוק, ובחלק מהבנקים - כפי שתואר - היה גם מצג פוזיטיבי, וכך נטען אפילו היום, שהויסות שיקף ערך כלכלי. ענין אחד הוא הפסקת הויסות; ענין אחר הוא מפולת שערים. מוכנה אני לקבל שהודעה שהבנקים ימשיכו לווסת - אין כוחה לנצח נצחים.

כוחה של התחייבות שאיננה קצובה בזמן - לזמן סביר.

סבירותו של פרק הזמן לביצועה של התחייבות שאיננה מוגבלת בזמן תלויה בכל נסיבות הענין. בין נסיבות הענין ניתן למנות, בראש ובראשונה את משך הזמן הארוך בו הויסות כבר נמשך. אין לי צורך לקבוע מהו הזמן הסביר. נכון יותר לבחון שאלה זו מן הכיוון ההפוך: מי שמודיע - בכל שלב של המחצית השניה של שנת 1983 שהויסות יימשך, אינו זכאי לכאורה להפסיקו בתחילת אוקטובר של אותה השנה. המילה לכאורה - תובהר בהמשך הדברים. כאן נעוצים הדברים באחד ממילכודי הויסות עליהם כבר עמדנו: שאלות בענין המשך הויסות מתעוררות, מטבע הדברים ב"מצבי מצוקה", כשעול הויסות כבד על הבנק. דווקא בסיטואציות כאלה, ועמדנו על כך בהקשרים אחרים, "יגמגום" של הבנק בתשובה לשאלה - ביא מיד להפסקת הויסות.

זה המקום לעמוד ביתר הרחבה על טענת המאשימה בענין התביעות האזרחיות נגד

הבנקים ואופן "שבוצה" בכתב האישום. בעמוד 16 לכתב האישום נטען, בין השאר

כי:

"...בהודיעם בכתב, בעל פה ובהתנהגות כי מדיניות הויסות תמשך, נטלו על עצמם הבנקים התחייבות כלפי המשקיעים להמשיך במדיניות התשוואה החיובית, ולמצטער - למנוע ירידה בשערי מניותיהם". בהמשך הדברים נטען כי הפסקת הויסות היתה גוררת מפולת בשערי המניות והיתה חושפת את הבנקים לתובענות של "כלל המחזיקים במניותיהם..."

אכן, הבנקים נטלו על עצמם על ידי הבטחות בעל פה, וכלפי מספר בלתי מוגדר של

אנשים במהלך קיץ 1983 להמשיך במדיניות הויסות. משגברו ההצעים הבנקים לא יכלו לעמוד בכוחות עצמם בהתחייבויות שניתנו, ועל כן פנו בתחילת אוקטובר לאוצר ולבנק ישראל באותה בקשה לחלון אשראי.

התחייבות כזו (להבדיל ממתן פיצוי) - איננה ניתנת ל"פיצול" בין משקיעים שונים. לענין זה אין משמעות להעדר נתונים בדבר מספר האנשים שקיבלו את ההבטחה. יחד עם זאת - אינני מבססת את מסקנתי בענין אי יכולת התאגידים לקיים את התחייבויותיהם במישרין על "אי יכולת" להמשיך לווסת, בנגוד להתחייבות, אף שבהתחייבות זו לא יכלו הבנקים לעמוד. אי יכולת לעמוד בהתחייבות לווסת הובאה כאמור על ידי המאשימה במסגרת הנושא של תביעות אזרחיות נגד הבנקים. הנחתה היתה כנראה - ויש רגלים להנחה זו - שבתמי המשפט לא היו אוכפים על הבנקים את המשך הויסות, אלא היו מפצים את הנפגעים ממצג שוא (וראה גם נ/259/ד מיום 13.10.83 - דווחים בעתונות על מהלכים משפטיים שכשלו שתכליתם היתה לכפות את המשך הויסות). גישה

זו של המאשימה מובנת לאור טענתה שלה - שהבנקים היו חייבים להפסיק את הויסות בשלב מוקדם ויפה שעה אחת קודם.

נוכח עמדת המאשימה עצמה אין אני רואה צורך להכנס לסוגיה האם אי יכולת לעמוד בהתחייבות להמשיך לווסת גוררת, כשלעצמה הרשעה בעבירות נשוא האישום הראשון. אתייחס להבטחות להמשיך לווסת באותה מסגרת שהתוותה המאשימה בכתב האישום מסגרת התביעות הצפויות. לענין המחוייבות הכלכלית שנדונה לעיל אין זה מעלה או מוריד האם בתי המשפט היו אוכפים את ההתחייבות. ההתחייבות הכלכלית עניינה, כמתואר, בענישה כלכלית, שאין בהכרח חפיפה בינה לבין תגובה משפטית. פיסקת הויסות איננה "גוברת" על מצגים מאוחרים - שלא היו מסוייגים - בדבר המשך הויסות. חשיבותם של מצגים מאוחרים - שלא היו מסוייגים - בדבר המשך הויסות. חשיבותם של מצגים אלה תבחן רק בהקשר של התביעות האזרחיות לפיצויים, וזאת בעקבות הדרך שהתוותה המאשימה בכתב האישום.

זה המקום להעצר ולפרט טענה שנטענה על ידי הנאשמים בדבר "אי סבירותה של ההתחייבות הכוללת". לאחר הבהרת טענה זו נוכל לעבור אל השאלות המשפטיות הנוגעות לטענת ההתחייבות.

טענת הנאשמים בדבר אי סבירותה של ההתחייבות הכוללת

כדי להבהיר נושא זה אפנה לחוות דעתו של פרופסור בבצ'יק שהיטיב לבאר את

הטענה. תחילה אסקור את הטענה כפי שהובאה, ורק בהמשך הדברים אבהיר את ההשלכות לענייננו.

פרופסור בבצ'יק עומד על כך שאין, למיטב ידיעתו, אף תקדים אחד של חברה שהתחייבה שערך כלל מניותיה לא ירד מתחת למחיר נתון, או התחייבה לפדות את כלל מניותיה תמורה מחיר נתון אם ירצו בכך בעלי המניות. אין זה ענין מקרי: התחייבות כזו היא צעד בעל אי סבירות כלכלית קיצונית, שאינה יכולה להועיל לאף לא אחת מקבוצות הנוגעים בדבר החברה.

התוצאה הבלתי נמנעת של התחייבות כמתואר על ידו הינה כניסת החברה להליכי פירוק, וזאת גם במקרה בו, בשלב הראשון, ירדת המחיר איננה "מחסלת" את נכסי החברה, והיא יכולה לכבד את ההתחייבות, ומכבדת אותה. טעם הדבר נעוץ בכך שלאחר כיבוד ההתחייבות ירד ערך הנכסים, ומחיר המניה צפוי לרדת, מה שיעורר מחדש גל תביעות שמביא למעגל קסמים שאיננו מאפשר לכבד התחייבות כזו כלפי בעלי המניות (דוגמאות מספריות לאותו מעגל קסמים מובאות שם בחוות הדעת).

כשהחברה נקלעת להליכי פירוק חלוקת הנכסים תהיה על פי הכללים החלים על חברה לא סולבנטית. פרופסור בבצ'יק יוצא כאן מהנחה משפטית ש"נמסרה לו" לפיה לבעלי המניות תהיה בפירוק קדימות נמוכה מזו של נושי החברה. להנחה זו עוד אשוב. לדבריו מה שיקבלו בעלי המניות בהנחה זו הוא את חלקם הפרופורציוני מתוך הערך שנתר לאחר תשלום לנושי החברה (במקרה של בנק הנושים כוללים את בעלי הפקדונות). תוצאה זו תקרה עם התחייבות או בלעדיה. בהנחה זו, אם ערך המניות נופל מתחת לרצפה מובטחת קיום

ההתחייבות לא יאפשר לבעלי המניות (כקבוצה) לקבל יותר מאשר את הערך ה"שירורי" השמור ממילא לבעלי המניות כקבוצה גם ללא ההתחייבות. מתן ההתחייבות שקול, מבחינת תוצאותיו הכלכליות להכללת הסדר בתזכיר החברה לפיו במקרה שערך המניות יפול מתחת לרצפה ראלית קודמת בחברה תפורק, והערך השירורי יחולק בין בעלי המניות. פרופסור בבצ'יק מזכיר גם את העלות של הליכי הפירוק עצמם, המקטינה, בהכרח, את הערך השירורי.

המומחה מסכים כאן שבתקופות בהן רכש בנק דיסקונט מלאים, דהיינו רכש את

מנייתיהם של בעלי מניות מסויימים, אם הדבר נעשה במחיר גבוה מן הערך הכלכלי - שופר מצבם של בעלי המניות היוצאים. לענין זה הוא מציין ש"השיפור המתואר לעיל במצבם של בעלי המניות מסויימים, היינו תוצאה של פעולות ויסות בפועל... ולא תוצאת קיומה של זכות בידי כל בעלי המניות לקבל את הרצפה הראלית הקודמת". בלשון אחרת - כל עוד הויסות נמשך בפועל הוא יכול לעזור לבעלי המניות מסויימים, אך אם הבנק יבחר או יאלץ להפסיק את פעולות הויסות והשער יפול קיום ההתחייבות הכוללת לא יועיל לבעלי המניות כלל ועיקר. פרופסור בבצ'וק מסכם ואומר שמתן התחייבות מן הסוג הנטען הוא צעד בלתי סביר לחלוטין מבחינה כלכלית, שאינו צפוי לשרת לא את החברה ולא את בעלי מניותיה.

בהמשך הסברים עומד פרופסור בבצ'וק על כך שקיום ההתחייבות מאין את הסיכונים של הפסדים ממלאי הויסות ומקריסת בטחונות. הוא מסביר כי אם ההתחייבות קיימת גובה הפסדים ממלאי הויסות אינו רלוונטי כלל לקביעת הפסדי הבנק וכך גם הפסדים מקריסת בטחונות.

לטענה זו, אומר במאמר מוסגר - הסכימו מומחי התביעה בחקירתם. הזכרתי בהקשר קודם שהכל מסכימים שאם אכן קיימת התחייבות משפטית כלפי כלל המשקיעים הבנק אינו יכול לקיים את התחייבויותיו.

פרופסור בבצ'וק מסכם פרק זה באופן הבא: "רואינו כי המחוייבות הנטענת היא חסרת תקדים, בלתי סבירה מבחינה כלכלית, ומעוררת קשיים מושגיים. מכאן שלמשקיעים היה בסיס להסיק, והם היו צפויים להסיק, את דבר קיומה רק אם הסיגנלים שנתקבלו שידרו מחוייבות כזו באופן ברור וחד ביותר". מכאן הוא פונה לנתוח הסיגנלים השונים.

מן הניתוח העקרוני של פרופסור בבצ'וק נחזור לענין הויסות: הבנק, בהבטחותיו להמשיך לווסת מעולם לא נקט לשון של התחייבות בנוסח זה המובא על ידי פרופסור בבצ'וק. הוא מעולם לא התייחס לשאלת ההתחייבות לפדות את כלל המניות תמורת מחיר נתון אם ירצו בכך בעלי המניות. במסרים המילוליים שהעביר הבנק לא הוזכרו מעולם כלל בעלי המניות. המסרים נגעו לשאלת המשך הויסות. המסרים לא נגעו גם לשאלת הפיצוי במקרה של הפסקת הויסות. נתוחו של פרופסור בבצ'וק עצמו מתאר "גלים" אפשריים, כאשר בחלק מהם יוצאים בעלי המניות המוכרים את מניותיהם נשכרים (בהנחה שקיים נתק). האמירה "הבנק ימשיך לווסת" איננה, כשלעצמה, אמירה שאיננה מעוררת אימון. כל עוד אין כל בעלי המניות או רבים מבעלי המניות מתעוררים לממש את הזכות - הבנק יכול לעמוד בה. זה בדיוק מה שאירע לאורך תקופת הויסות. הבנקים הבהירו (כשהתעורר הצורך בכך) את כוונתם להמשיך לווסת, והמשיכו לווסת בפועל, משום שלא הגיעו עד סיום התקופה לאותה רגע ממנו כה חששו - הרגע בו הצעעים "יכריעו" את הבנק. כל עוד הגלים אינם גדולים מדי - הבנק עומד בהם. ה"אקוטית" של הבעיה מתעוררת, אכן, באותו "גל" שבו ממוש ההתחייבות להמשיך לווסת הוא מעל לכוחו של הבנק. כך - כדוגמא, אילמלא נסגרה הבורסה בפקודת של האוצר בתחילת אוקטובר היה הבנק עושה לעצמו חשבון נפש וחשבון כיס בימים הבאים. יתכן והיה קולט הצעעים נוספים ב-9.10.83, ויתכן וכבר באותו יום או כעבור כמה ימים היה מגיע למסקנה שאיננו יכול עוד

להעמיד ביקושים מטעמו והיה מפסיק את הויסות.

בלשון אחרת: התחייבות המנוסחת בלשון של: "הבנק ימשיך לווסת" איננה התחייבות המעוררת אי אמן. הבנקים הנחו את יועציהם להעביר מסר זה דווקא כדי שאמון המשקיעים בבנקים לא יאבד. אכן, משקיעים מתוחכמים יותר שהעריכו נכונה את הסיכון שהבנק יגיע לקצה יכולתו מכרו את מניותיהם. מומחי המימון בשפתם המקצועית יאמרו שהם "ראו" את "הזנב השמאלי של ההתפלגות". לדידי דיניי אם אומר בלשונם של הדיוטות שמשקיעים חכמים ידעו מתי לברוח. משקיעים מתוחכמים הבינו, גם אם שמעו במישרין הבטחות של פקידי בנק שהבנק ימשיך לווסת - שכוחה של הבטחה זו תלוי בכוחו של הבנק לעמוד מאחוריה, וכי כוח זה הולך ואוזל. אחרים - לא הבינו זאת. ראינו דוגמאות של מתלוננים שהבטחת הבנק - באמצעות פקידי - הניחה את דעתם. אמירות בנוסח: "הבנק ימשיך לווסת" - כשהמשקיע איננו יודע עד כמה הבנק מתקרב בצעדי ענק ל"קו האדום" - אינן אמירות שנשמעות בלתי סבורות. אין כאן חשיבות לשאלה האם הקוים האדומים הוגדרו מראש או שמנהלי הבנקים אמרו לעצמם כי "כשיראו קו אדום" - הם כבר יכירו אותו. פרופסור בבצ'וק בחקירתו לא שלל סבירותה של התחייבות לווסת ליום או ליומיים. להתחייבות זו אין לדבריו אותה "קיצוניות" (23733). כשנשאל על יותר מיומיים הבהיר שמדובר ב"רצף" התלוי באורך הזמן וברצפה של התחייבות. ובלשונו: "אם קיימת הסתברות משמעותית שישתמשו (רשום - השתמשו) בהתחייבות, אז ההתחייבות הופכת לדבר בלתי סביר" (23755 וראה גם 23746). אכן, כשישנם הצעעים כבדים ההסתברות לכך שיבואו משקיעים רבים יותר ויבקשו למכור את מניותיהם - גוברת. אך ההסתברות איננה תלויה רק בגודל הצעעים אלא גם - בנתון הידוע רק לבנק מהם הקוים האדומים וגם בשאלת הסיבות להצעעים. ההתחייבות להמשיך לווסת, כשלעצמה, איננה בלתי סבירה.

בעוד שבענין מדיניות התשואה החיובית הבעתי תרעומת על פרופסור בבצ'יק שלא בחן, ולו מטעמי "זהירות" את המיניות לפי פרשנות התביעה, בהקשר בו עסקינן אין לי תרעומת עליו. ניתוחו של פרופסור בבצ'יק בענין אי הסבירות הכלכלית של ההתחייבות הנטענת, בא להשיב, בין השאר, על טענה של פרופסור בן חורין לפיה הבנקים הפכו למעשה את מניותיהם ממניה רגילה למניה בעלת תכונות משופרות ולמעשה הפכו המניות לסוג מורכב של puttable stock (להלן - ps). המדובר במניות שלבעליהם האופציה למכירתם חזרה לחברה (ראה עמודים 21-24 לחוות דעתו של בן חורין). לעתים מנפיקות חברות מספר מצומצם של מניות מסוג ps, אך אין שום תקדים לכך שכל מניותיה של פירמה נושאות עימן אופציה כזו. נתוח זה של פרופסור בן חורין, אף שהוא משתמש במילים "סוג מורכב" של ps שהוא ניתוח מרחיק לכת, בדיוק מהסיבה עליה עמדתי לעיל: הבנקים לא השתמשו מעולם במינוחים כמו נקנה מכל בעלי המניות את המניות במחיר רצפה. המניה הבנקאית היתה יצור מיוחד במינו. היו לה - כל עוד נמשך הויסות - קווי דמיון עם מכשירים פננסיים אחרים. היו עדים רבים שדמוה לאגרת חוב צמודה, או לכסף מזומן. ההשוואות הללו למכשירים מוכרים מועילה במובן זה שהיא משתמשת בטרמינולוגיה מוכרת, אך את קווי הדמיון אין למשוך ל"קיצוניות". בסופו של דבר יש לבחון את תכונותיו היחודיות של המכשיר הפיננסי יוצא הדופן שיצרו הבנקים. אכן - היה מדובר במניה "בעלת תכונות משופרות" - כל עוד הויסות פעל. טיבו של הויסות היה (בין השאר) קליטת הצעים. ברגע שהויסות נפסק הפכה המניה למניה שתכונותיה נופלות מאלו של מניה "רגילה". פרופסור בן חורין ערך את הנתוח שערך כשאת "ההתחייבות" עצמה כאן - במובנה המשפטי, הוא נוטל מן התביעה. בעקבות מה שקיבל כנתון מן התביעה ראה את המניה כצורה מורכבת של ps. זהו תרגום כלכלי להנחה משפטית. הבנקים מעולם לא נקטו כאמור בלשון הקיצונית המדברת על רכישת כל המניות במחיר רצפה. דיבוריהם

נסובו על המשך הויסות. לבנקים היה ברור שיש גבול לרמות ההצעים שהם יכולים

לקלוט. לאמיתו של דבר - הרגע בו יגיעו גלי הצעים גדולים - מעבר ליכולת הקליטה - היו "חלום בלהות" בבנקים השונים. התבטאויות בענין המשך הויסות לא היו התבטאויות שיש עימן אי סבירות קיצונית, מנקודת ראותו של מי ששמע את ההתבטאות. הנתוח של פרופסור בן חורין - ובעקבותיו - הנתוח של פרופסור בבצ'יק, עוסקים במסר אחר, שאיננו המסר שהועבר בפועל.

נשמעה טענה, בנסוחים שונים, במהלך החקירות ולימים בסיכומים לפיה "המשקיעים אינם טפשים" ולא צריך להניח שהם טפשים. הוזכרה לא אחת בחקירות ובסיכומים התאוריה הכלכלית של מילטון פרידמן לפיה "יד נעלמה" מכוונת את פעולתם של המשקיעים, ואלה פועלים ברציונליות "כאילו" (as if) כל האינפורמציה הצבורית (ובכללה האינפורמציה שהבנקים אוגרים מלאים נכבדים, אינפורמציה שפורסמה כאמור בעתונים) - ידועה להם.

[ראה Friedman, "the methodology of positive economics" in essays in

M

3economics (1953)].

Positive

פרופסור בבצ'יק הזכיר בענין זה כי לא כל האנשים יבינו את הנתוח שהוא עשה בענין אי הסבירות הכלכלית של ההתחייבות (23747), אך הוא מסביר שההנחה של הכלכלנים היא שבני אדם אינם טפשים וההנחה היא שמה שאפשר להסיק בנתוח רציונלי נותן תמונה על מה שאנשים יכולים לחשוב (23749), והשווה גם לנתוח הכללי בעמוד 23400 ואילך).

הנתוח כאן איננו הופך את המשקיעים לטפשים, ואיננו סותר את התאוריה של מילטון פרידמן. בפעולת הבורסה התערב גורם: שר האוצר שהורה על סגירתה. סביר מאוד - וכבר עמדתי על כך בהקשר אחר, שאילמלא התערבות

זו היה גל מוכרי המניות מציף את הבנקים בימים הקרובים, בהשפעת פעולתם של משקיעים מתוחכמים יותר שכבר הספיקו "לברוח". סביר גם שאם הגל הראשון ביום א' ה-9.10.83 לא היה גל "מכריע" הבנקים היו ממשיכים בקליטת המניות לעוד זמן מה, אך בהעדר שינוי בנסיבות, וכזה לא היה צפוי - היו ממשיכים בקליטת הצעים עד שהיו "מרימים ידיים". אך מה שחשוב מזה: צבור המשקיעים פועל, על פי התאוריה כאילו כל האינפורמציה הצבורית ידוע לו. דא עקא שבענייננו האינפורמציות היו סותרות. מחד היו אותם פרסומים על קליטה מאסיבית של מניות על ידי הבנקים, והיו פרסומים המזהירים שהויסות עלול להפסק. מן הצד האחר "מקבילית הכוחות" נמשכה לכוון השני על ידי הבנקים, בהבטחותיהם למשקיעים שהויסות יימשך.

התאוריה של מילטון פרידמן עלתה רבות בחקירה הנגדית של בן חורין. בחקירתו

החוזרת נדרש לענין זה והסביר:

"הרעיון למעשה אומר את הדבר הבא שהתנהגות השוק יש לה איזה שהוא הסבר כלכלי, וההסבר הכלכלי הזה איננו בהכרח ידוע לכל אחד ממשותפי המשחק... יחד עם זאת כאשר אנחנו מסתכלים מהצד על מה שקורה בשוק מבחינת

קביעת המחיר, היחסים בין תשואה וסיכון, התנהגות של מחירי המניות ותופעות אחרות דומות, ההתנהגות הזאת היא כאילו כל אחד מהמשתתפים ידע את כללי המשחק ידע והבין את חוקי הכלכלה".

את המילה "כאילו" - הסביר כך: "מכיוון שאדם לא חייב להבין את הכללים הללו

בצורה מדוייקת, יכול להיות שהוא לא מסוגל לנסח אותם. הוא לא מבין את הנוסחאות, הוא לא מבין מה זה שווי משקל... הוא לא מבין... שהביקוש וההיצע משתווים, דברים מהסוג הזה. אין לו צורך לדעת. כל מה שאדם צריך לעשות זה לפעול לפי האינטרסים שלו. ואנחנו בסופו של דבר מנסחים את ההתנהגות בהתאם לכללים ונוסחאות ותאוריות

שהם בתחום הכלכלה ואחר כך אנחנו אומרים סך ההתנהגות היא כאילו כל אחד מהמשתתפים ידע את הכללים הללו" (והשווה גם בבצ'וק 23400 ואילך). לגבי ידיעת העובדות, להבדיל מחוקי הכלכלה, הוסיף ואמר:

"לא חייב כל אחד בהכרח לדעת את כל העובדות. כל אחד נאמר יכול להגיע לאינפורמציה, אני עובר עכשיו לענין יותר רלוונטי לעניינינו, נאמר לאינפורמציה הצבורית. אבל זה לא אומר שכל אחד בפועל הלך ואסף את כל האינפורמציה הצבורית הקיימת. הוא פועל לפי האינטרסים שלו. יכול גם אדם לבוא ולהגיד, אתה יודע מה אין לי חשק לקנות עתון, אני החלטתי, אני קונה את זה. זה לא מענין, זה לא מענין מבחינה זאת שזה לא יפריע לנו להסביר את התנהגות השוק, השוק עדיין יפעל בצורה כזאת שיהיה איזון בין תשואה לסיכון, וכן הלאה..."

בהמשך הדברים נשאל כיצד יפעל הצבור כאשר ישנה אינפורמציה צבורית סותרת, ועל

כך הגיב:

"במקרה כזה... האינפורמציה הצבורית בעצם כוללת אלמנטים שהם

בקונפליקט אחד עם השני. לדוגמא, נניח שבתשקיף מופיעה פיסקה שהבנק יכול להיות שיפסיק לווסת, ומצד שני אדם שבא לבנק מקבל את האינפורמציה אנחנו עומדים מאחורי המניה, או אנחנו לא ניתן למחיר לרדת... ברור ששתי פיסות האינפורמציה הללו הן בקונפליקט מסויים, אני לא יכול לקבוע מה הדומיננטי. אני מניח שהדבר היותר מעודכן והדבר שנאמר ביותר תוקף וביותר חוזקה וליותר אנשים בצורה יותר תדירה הוא כנראה הדבר שיהיה הדומיננטי אבל אני כאן חושב ששיקול דעתי בענין הזה בדיוק כמו שיקול דעת של כל אחד שאיננו מומחה לענין. כי לי אין דרך להעריך מה תהיה ההתנהגות או מה תהיה התגובה לשתי פיסות אינפורמציה שהן בקונפליקט, והן

בתחום האינפורמציה הצבורית (הציטוטים מתוך עמודים 10225-10228, וראה המשך הדיון עד עמוד 10232).

המומחה לא יכול היה לקבוע מכח מומחיותו, להבדיל מאשר מכח הגיונו, כיצד יגיבו המשקיעים לאינפורמציות סותרות (והשווה, בבצ'וק עמודים 23343-23349). כעקרון מקובל על המומחים של שני הצדדים ש"הצבור אינו טיפש". הציבור אינו טיפש, אך כשניתנת לו אינפורמציה בלתי נכונה הוא עשוי להיות מוטעה, נקטתי לשון זהירה של "עשוי להיות מוטעה", מפני שלמרות המסרים ששודרו בימים האחרונים של הויסות - רבים מכרו את מניותיהם.

נחזור איפוא אל נתוחו של פרופסור בבצ'וק בענין אי הסבירות הכלכלית של

ההתחייבות הנטענת:

חולשתו של הנתוח היפה של פרופסור בבצ'וק היא בכך שהוא מניח ביסוד הנתוח מסר

אחר מהמסר ששודר בפועל. בכך הוא הולך כאמור בעקבות הנתוח של פרופסור בן חורין בחוות דעתו. המסר העומד בלשון הנתוח הוא אמירה לפיה נתנה התחייבות "לפדות את כלל המניות תמורת מחיר נתון, אם ירצו בכך בעלי המניות". המסר שהועבר איננו כזה: המסר שהועבר הוא שהויסות יימשך; שהבנק עומד מאחורי המניה. מסר זה איננו בלתי סביר על פניו.

בקטע העומד לדיון התייחס פרופסור בבצ'וק לכך שטענת ההתחייבות הנטענת מעוררת

"קשיים מושגיים". אכן כך הוא, אך הויסות כולו מעורר "קשיים מושגיים" בלתי

נמנעים. קשיים אלה אינם נובעים מטענת ההתחייבות הכוללת של התביעה, אלא מעצם

הויסות. הויסות "שובר את כללי המשחק", והמדובר הן בכללים הכלכליים והן בכללים המשפטיים. קשיים אלה מתעוררים גם ביחסים בין בעלי המניות בינם לבין עצמם, וגם ביחסים בין בעלי המניות

קבוצה לבין בעלי ההון הזר כקבוצה. על היחסים בין בעלי המניות עמדנו בהקשר אחר: רכישת מניות בסיטואציה של "נתק" שהיא טבועה בוויסות, כמוה, בכל רגע ורגע של רכישה, כהעברת עושר מבעלי המניות הנשארים לבעלי המניות היוצאים. גם

ביחסים בין בעלי המניות קבוצה לבין בעלי ההון הזר מתעוררים, באופן בלתי נמנע "קשיים מושגיים". הנחת העבודה המשפטית ממנה יצא פרופסור בבצ'וק בנתוחו היתה, כזכור שהמשקיעים מקבלי ההבטחות נמצאים בעדיפות נדחית כלפי בעלי ההון הזר (בבנקים - בעיקר המפקידים) בהליכי פירוק. אכן, ככלל, בעלי ההון הזר קודמים לבעלי ההון העצמי ואלה האחרונים נוטלים בפירוק רק ממה שותר, אם נותר. זהו כלל בסיסי של דיני הפירוק. אך בענייננו בעלי המניות אינם "רק" בעלי מניות. טול מקרה שבו לכל אחד ואחד מהם או לחלקם ישנה גם תביעה משפטית צודקת בגין יעוץ כוזב. לבעלי מניות כאלה יש, לדעתי "שני כובעים". כובע של בעל מניה, וכובע של מי שתובע מן החברה בגין התחייבות שניתנה. אני סבורה שבזכות כובעים השני יעמדו מקבלי ההבטחות במסגרת חלוקת דיוידנדים בפירוק, בדרגה שווה לבעלי ההון הזר (מבלי יכולת להפרע פעמים, בכובעים הראשון, ובהתעלם מקדמיונות אחרות בהליכי הפירוק). הערתי זו היא למעלה מן הצורך. השאלה הצריכה באמת לפנינו איננה האם ההתחייבות הכללית כפי שנוסחה בקטע העומד לדיון היא בלתי סבירה. אני מוכנה לקבל שהתחייבות זו היא בלתי סבירה גם בלא לעסוק בתוצאותיה במקרה של פירוק. השאלה שנוקק לה היא משמעותן המשפטית של ההצהרות כפי שניתנו בפועל, הצהרות המעבירות את המסר שהבנק ימשיך לווסת. ראיתי לנכון עם זאת להעיר מה שהערתי לבל יתפרשו הדברים כהסכמה עם ההנחה המשפטית הגלומה בנתוח.

בין בהליכי פירוק ובין במהלך הויסות יכולות היו להתעורר שאלות עיוניות כבדות משקל כגון השאלה האם מפקידים היו יכולים, בעזרת הליך משפטי, למנוע את המשך הויסות. הליכים כאלה לא ננקטו בפועל. אין צורך

להחליט בהם כאן. כשלעצמי אינני שוללת את האפשרות שאילו היו ננקטים הליכים כאלה היו בתי המשפט מורים על הפסקת הויסות. סביר גם בעיני ועמדתי על כך בהקשר אחר, שבתי המשפט לא היו נותנים צו אכיפה להמשך הויסות לבקשתו של מחזיק המניה שנתנה לו הבטחה שהויסות יימשך. כל השאלות הללו ואחרות מתעוררות בגלל אותם "קשיים מושגיים" שמעורר הויסות. לבד מ"שבירת הכלים" של בורסה תקינה, "שבר" הויסות כללים אחרים: הבנקאים אינם אלכימיים, ואין אפשרות כפי שהזכיר ברנע בעדותו ליצור כסף יש מאין (ראה גם עמוד 24 לחוות הדעת של בן חורין). השמוש בפועל, (ואני מתעלמת כרגע משאלת ההתחייבות) ב"כספי הבנק" לצורך רכישת מלאים מן הצבור משמעותו, מבחינה כלכלית, הפחתת הון, תוך העברת כספים לבעלי ההון העצמי. פעילות הויסות בפועל מעוררת, איפוא בהכרח "קשיים מושגיים", ואלה אינם נובעים רק משאלת ההתחייבות. הם נובעים מעצם הויסות.

האינפורמציה הצבורית בתקופת הויסות - מסרים סותרים ממקורות אינפורמציה שונים

האינפורמציה הצבורית בתקופת הויסות כללה כאמור אינפורמציה סותרת. מצד אחד תשקיפי הבנקים השונים שכללו, בנסוח כזה או אחר את ה"זכות" להפסיק את הויסות. הידיעה על הזכות התשקיפית לא היתה רק נחלתם של אלה שקוראים בפועל את התשקיף: הדברים קיבלו ביטוי בעתונות (ראה, למשל, וישנן דוגמאות אחרות, עתון דבר מיום 30.8.81, נ/124/9 בו מדווח על פסקת הויסות של בנק הפועלים, או דברי דובר בנק לאומי בכתבה נ/233/5 מיום 6.12.81 "למיטב ידיעתי הבנקים אינם מבטיחים את מחיר מניותיהם ואינם מבטיחים המשך הויסות"). גם בדוחות בנק ישראל היה ביטוי לרעיון זה.

ה"מסר" שהבנקים אינם מתחייבים להמשיך בוויסות היה איפוא בגדר אינפורמציה

צבורית. מן הצד האחר - מנגנון היעוץ, ולעתים - כפי שראינו - גם הכרזות פומביות של מנהלי הבנקים שפורסמו (המהווים ראייה - באותם מקרים שלא היתה חקירה על תוכן הפרסום - רק לעובדת הפרסום, אך לפרסום כשלעצמו יש חשיבות) העביר בנסוח זה או אחר מסרים מהנהלות הבנקים בדבר המשך הויסות. באף בנק לא כללו ההנחיות ליועצים בקשה להוסיף להסברים את "הזכות התשקיפית", אין פירוש הדברים שניתן לקבוע כי כל היועצים נמנעו מלהזכיר זאת. התקופה האחרונה מאופיינת בפרסומים המטילים ספק ביכולתם של הבנקים להמשיך ולווסת, ומולם הצהרות בדבר כוונה להמשיך לווסת.

כך, בנוגע לזכות להפסיק את הוויסות. תופעה דומה נראה בשאלת ה"ערך הכלכלי" של המניות, שאלה הכרוכה ושלובה - כפי שראינו בשאלה מה יקרה עם הפסקת הוויסות. הזכרנו שבאחדים מן הבנקים (לא בכולם) דובר רבות על ה"פוטנציאל" של המניה, חוסנו של הבנק, וכל כיוצא באלו, כמסרים המיועדים להעברה ללקוחות. בצד מסרים אלה נמצא בעתונות הכלכלית מסרים סותרים: עמדנו על כך שימי העיון בהם הרצו פרופסור ברנע, פרופסור לב ואחרים זכו ל"תהודה" בעתונות. בדומה נמצא רעיונות דומים (ולא בהכרח לא תלויים) בעתונות מאותה תקופה: כך למשל כותב ד"ר חת במאמר נ/281 פ משנת 1982: "...אין כל אפשרות להבטיח למשקיעים במניות תשואות ראליות של 30%-40%. שינוי שיטת הוויסות הקיימת בשלב הנוכחי עשוי למנוע משבר חמור בעתיד". ובהמשך: "...עריכה של מניה תלוי בזרמי הרווחים העתידיים של החברה שהנפיקה אותה. מי שמעלה את שער המניה בפעולה של 'טיפול' אינו יכול להיות בטוח ששער המניה ישאר ברמה זו לאורך זמן. מכפילי הרווח של המניות הבנקאיות - כלומר היחס בין מחירי השוק שלהן לרווחי הבנק - הם גבוהים למה שאנו מוצאים במרבית הבורסות בעולם...".

בדומה בנ/233 ל שהוזכר לעיל מצוטט מפי ברוקרים מסויימים כי אין קשר בין השווי האמיתי של המניות למכפיל הגבוה; לכך שהוויסות נעשה בלא קשר לערך הכלכלי היה ביטוי גם בדוחות שונים של בנק ישראל. על הפרסומים בסיומה של התקופה עמדנו בהקשר אחר - ולא נחזור.

כל העניינים הללו ודומיהם היו בגדר אינפורמציה ציבורית. היו באינפורמציה

הציבורית סתירות. אך לאורך כל הדרך הבנקים - באמצעות מנגנון היעוץ - שדרו אינפורמציה "חיובית", הן בדבר תכונות המניה והן בדבר המשך הוויסות. לאורך כל התקופה נראה מסרים שונים של הבנקים - מהם שעצמתם גדולה יותר, ומהם שעצמתם גדולה פחות שמשכו את מקבילית הכוחות לכוון של החזקה במניותיהם. בצד האינפורמציה הזו היתה גם הבנה של משקיעים מתוחכמים - דוגמת ברנע וגופים גדולים שנהנו מיעוץ, שהרשויות לא יעמדו מנגד אם תקרה מפולת במניות הבנקאיות. ההבנה שהרשויות לא תעמודנה מנגד לא היתה מלווה, ולא היתה יכולה להיות מלווה בהערכה "מספרית" מה יהיה שער ההגנה, האם ההגנה תהיה מיידית או נדחית, וכל כיוצא באלו שאלות. ההבנה שהרשויות "יעשו משהו" נבעה מכמה מקורות: ראשית, הוויסות היה גלוי וידוע, והרשויות לא פעלו להפסקתו. הממונה על שוק ההון מר דרורי התבטא לענין זה באמרו (17027) שהצבור - בצדק או שלא בצדק התייחס למניה כאל "נייר ערך ממשלתי".

בעת משבר בשוק המניות החופשיות נאמרו גם אמירות על ידי ראשי המשק שהתפרשו

כתמיכה בבנקים. כך, למשל, פורסם בדבר מיום 26.1.83 (נ/22 פ) "מקורות באוצר: הבנקים יודעים שאנו עומדים מאחוריהם". או - בפרסום אחר מאותה תקופה: (נ/23 פ מיום 30.1.83) "דריכות רבה לקראת חידוש המסחר במניות: האוצר ובנק ישראל יתמכו

בבנקים - אם יהיה צורך". לעתים פורסמו בעתונות ידיעות שמחומר הראיות עולה שהן בלתי נכונות,

אך החשיבות היא לעצם עובדת פרסומם. כך דווח בהארץ מיום 17.5.83 (נ/105 ד) כי בפגישה סודית של מר דרורי עם ראשי הבנקים סוכם כי הבנקים יתמכו במניותיהם שלהם וכן במניות אחרות שמחירן הכלכלי נראה סביר, וכי האוצר יעביר כספים לבנקים, בשלב הראשון על ידי דחיה לשבועיים של תשלומים. מחומר הראיות עולה בעליל שהסיכום עם הבנקים היה שהאוצר יאפשר עיכוב כספי מיסים כדי שהבנקים יתמכו בשוק המניות החופשיות. אך לעצם פרסומה של הידיעה - אף שלא היתה נכונה, אך, ככל הידוע, לא הוכחשה, היתה משמעות במכלול האינפורמציה הציבורית. עמדנו בהקשר אחר - ולא נחזור - על אמרות שונות של שר האוצר ופרשנותן האפשרית.

מר גזית - שלא שידר מפורשות מסר בדבר ה"פוטנציאל" (הערך הכלכלי) של מנית

בנק הפועלים טרח עם זאת לשדר בפומבי מסר אחר, בדבר ה"מחוייבות הכלכלית" של

הרשויות לעמוד מאחורי הבנקים. כך דווח מפיו בעתון שער נ/94 פ מיום 2.6.83

"מצב דומה של תלות בין אינטרס משקי כללי לבין רווחיות הבנקים קיים גם בתחום של ויסות מניות הבנקים. כל פגיעה ברווחיות הבנקים לאורך זמן פירושה המעשי עלול להיות פגיעה במעמד מניות הבנקים בבורסה, עם כל ההשלכות הכלכליות והחברתיות והפוליטיות שיש לכך. גם לתלות הדדית זו מודעים כל הגורמים, ומכאן נובעת המסקנה שההסתברות של פגיעה ארוכת טווח בבנקים הינה בעת סבירות לא כל כך גבוהה" (וראה גם נ/95 פ, נ/96 פ מאותו תאריך).

היו איפוא משקיעים, ושמעתי גם עדים שהתבטאו ברוח זו, שהעריכו שבאופן כזה או

אחר הממשלה תעמוד מאחורי המניות הבנקאיות במקרה של משבר.

עמדתי על קשת אפשרית של שיקולים של משקיעים, ואין בכוונתי למצות לעניין זה.

החלטותיהם של משקיעים - למכור מניות, לקנות מניות להחזיק מניות (בשלבם שונים של תהליך הויסות, לרבות שלבין האחרונים) הן התוצאה של השפעת אותו בליל נתונים, לעתים סותרים, על המשקיע מקבל ההחלטה. למשקיעים שונים היו נתונים שונים. ביניהם מי שלא קראו את התשקיף ולא ידעו משום מקור אחר על תוכן פיסקת הויסות ומי שידעו על פיסקת הויסות (בין מתוך קריאת התשקיף ובין ממקור אחר, כגון מדווחים בעתונות); ביניהם שסמכו רק על הבנקים וביניהם שהעריכו שבמקרה של משבר הממשלה תתערב, ביניהם שלא הבינו מה טיבו של הויסות, וביניהם שהיו בעלי ידיעות מרובות יחסית. ביניהם ששמעו בבנק הצהרה מפורשת בענין המשך הויסות, וביניהם שלא שמעו. ראינו בקרב מתלוננים, פקידי בנק שונים וגם מנהלים שהעידו במשפט (בלי לומר שאלה מדגם מייצג) משקיעים כאלה ואחרים. מתוחכמים - מול חסרי הבנה. ניתן להעלות על הדעת מגוון רחב של נתונים שהיו או לא היו בידי כל אחד מן המשקיעים במהלך תקופת הויסות, ובשלבם שונים של תקופת הויסות.

ההכרעה בטענת ההתחייבות צריכה, איפוא, להביא בחשבון את האינפורמציות הסותרות שהיו בנמצא.

טענת ההתחייבות - ניתוח משפטי

טענת ההתחייבות הכללית היא טענה גורפת, ה"חובקת" את כל מי ש"נשארו" עם המניה ב-6.10.83. אין היא מתייחסת אליהם לא משום שלא נעשה, לטענת המאשימה, נסיון לרמות גם אותם, אלא משום שלמי שיצא בזמן לא נגרם, בפועל, נזק. טענת ההתחייבות הכללית מאיינת, כאמור בדברי פרופסור בבצ'וק, את כל נזקי הויסות האחרים, אם היא נכונה - אין מחלוקת על כך שנפגעה יכולת הבנקים לקיים את התחייבויותיהם.

לטענת התביעה - כל מי שהחזיק במניה ב-6.10.83 רומה על ידי הבנקים. תרגומה

של טענה זו הוא שכל מחזיק מניות כזה שהיה מגיש תביעה - היה זוכה.

יש להבחין הבחן היטב בין שתי שאלות שיש ביניהן קשר, אך הן שונות. בין שאלת "ההתחייבות הגדולה", כפי שהדבר כונה לעתים במשפט, דהיינו התחייבות כלפי כל מי שהחזיק במניה ביום הפסקת הויסות, לבין השאלה האם נוצרה התחייבות מצומצמת יותר בהיקפה כלפי מספר (בלתי מסויים) של משקיעים. לענין האפשרות של חיוב משפטי כלפי מספר בלתי מסויים של משקיעים יתכנו גם, כעקרון, כמה "מעגלים" אפשריים של סוגי משקיעים: מי ששמעו מה ששמעו במישרין ממנגנון היעוץ של הבנקים על תכונות המניה או על המשך הויסות מול ציבור שקיבל "מסרים" שלא במישרין ממנגנון היעוץ, אלא בדרך של "חלחול" אינפורמציה; משקיעים אחרים שהשקיעו במניה על סמך "ביצועיה" בלבד או על סמך הביצועים, והידיעה הכללית שיש ויסות. אין בכוונתי - ואינני יודעת אם הדבר ניתן גם - לעמוד על כל המעגלים האפשריים.

בשל היותה של טענת "ההתחייבות הכללית" טענה גורפת, טענה המתיחסת לכל המשקיעים שנתרו עם מניות ברשותם עם הפסקת הויסות, ניטשה, מטבע הדברים, "מערכה" כבדה סביב טענה זו, על פני אלפי עמודי סיכומים ומאות (אם לא למעלה מכך) אסמכתאות מתחומי החוזים, הנזיקין, דיני המעין חוזים, ועוד ועוד. למרות כל העמל שהושקע בענין על ידי כל הצדדים לדידי הדיון בשאלת ההתחייבות ה"כוללת" יהיה קצר, מן הטעמים שיפורטו מיד. אקדים מסקנה להנמקה ואומר: אינני סבורה שהיתה קיימת התחייבות כה גורפת, כלפי כל אחד ואחד מהמשקיעים. עם זאת אני סבורה שהבנקים היו צפויים, אילמלא ההסדר, לתביעות בהיקף נרחב.

חולשתה של טענת ההתחייבות הכללית היא בהיותה טענה גורפת, טענה שאין עימה

שום חריג. היא מניחה שתי הנחות, האחת עובדתית והשניה משפטית. ההנחה העובדתית היא שכל מי שנשאר עם המניה היה מגיש תביעה. ההנחה המשפטית היא שכל תביעה כזו - היתה מצליחה.

אשר להנחה העובדתית: אין בידי נתונים, לגבי כל בנק ובנק בידי מי היו מוחזקות המניות. מחזיקי המניות יכולים, כעקרון להיות מסוגים שונים: ראשית, ידוע כעובדה שמניות הוחזקו על ידי גופים "קשורים" לבנק כגון קופות גמל וקרנות נאמנות (לענין זה ניתן, לפחות לגבי חלק מהבנקים, לבודד נתונים מספריים אך איני רואה צורך לעשות כן). היו "משקיעים קטנים", והיו גם גופים גדולים שהחזיקו מניות. לענין הסוג האחרון הזכרנו כבר שפרופסור ברנע סיפר על יעוץ שנתן למשקיעים גדולים, שרכשו מניות בנקים. מחומר הראיות עלה, למשל, שחברת שופרסל החזיקה בשלבים מסויים מניות בנקים, אך כשקיבל לידיו מר וינשל, לשעבר יו"ר רשות ניירות ערך את ניהולה של החברה היה אחד מצעדיו הראשונים הוראה על מכירת המניות הללו. הזכרתי את שופרסל כדוגמא בלבד, ויש להניח שמניות היו מצויות גם בידי גופים גדולים אחרים. גוף גדול יכול, כעקרון, להחזיק מספר מניות רב מזה של הרבה משקיעים "קטנים". בכל העניינים הללו אין נתונים שעובדה.

טענת ההתחייבות הכללית מתייחסת, בנשימה אחת, לכל סוגי המשקיעים הללו. לגבי חלקם לפחות לא סביר להניח, באוירה המשפטית של אותן שנים, שהם יגישו תביעות עם הפסקת הוויסות. ודוק: אין ענייני בזכות התביעה המשפטית. "אוירה משפטית" איננה קובעת זכויות וחובות. אני יוצאת מן ההנחה שהיתה קיימת אפשרות לתביעה משפטית שתצליח. שמענו למשל מפי מר ויג, מנהל קרנות הנאמנות של בנק דיסקונט שגם הוא קיבל מסר בדבר המשך הוויסות. לצורך הדיון כרגע אני יוצאת מן ההנחה שהיתה זכות תביעה גם בידי גופים שהיו קשורים לבנקים. אני מוכנה להניח שמנהלי הבנקים

לא העריכו, באוירה המשפטית של אותה תקופה, שתביעות כאלה תוגשנה בפועל. לעומת זאת, ייאמר במאמר מוסגר, דווקא כלפי גופים שהיו כמעט חלק בלתי נפרד מן הבנק, או גופים שפעלו בשיתוף פעולה עם הבנקים בנושא הוויסות - המחוייבות "הכלכלית" חזקה ביותר. במידה רבה בשל הקשר עם גופים כאלה לא ראו עצמם הבנקאים "חופשיים", לפחות במישור הכלכלי - להפסיק את הוויסות.

"המרמה ההמונית" וההליך השיפוטי

כיצד מתמודד המשפט האזרחי או הפלילי עם טענת מרמה או הטעיה כלפי מספר עצום

של בני אדם? שאלה זו, אף שאיננה מעוררת קשיים עיוניים, מעוררת קשיים מעשיים. שאלה זו היא שאלת מפתח בנושא ההתחייבות הכללית.

הקשיים המעשיים נובעים ממגבלות ההליך השיפוטי. באופן עיוני - ניתן להעלות אל דוכן העדים מאות ואלפי מרומים, ולאפשר חקירה נגדית של כל אחד ואחד מהם. אין צריך להכביר מילים על כך שענין זה איננו מעשי. זהו "קרבת התשה" קשה ומייגע, ש"יחסום" כליל את ההליך השיפוטי. די לראות מה קרה בעניינינו בנושא המתלוננים של קבוצת דיסקונט. המדובר הוא בקבוצה קטנה, שמעולם לא היתה לתביעה יומרה שהיא מייצגת מדגם סטטיסטי. עדויות המתלוננים נוגעות רק לארועי הימים האחרונים. הדיון בנושא המתלוננים

הפתרון של הבאת מאות או אלפי מתלוננים לבית המשפט - איננו פתרון שהמשפט

יכול "לחיות" עמו.

לעתים נוקט המשפט הפלילי בפתרון של פשרה: התביעה איננה נוטלת על עצמה להוכיח כי אלפים רבים של אנשים רומו בפועל. היא לוקחת על עצמה משימה "צנועה" בהרבה, משימה להוכיח פעולה שתכליתה להטעות. הוזכרה בסיכומים בעל פה לענין זה האפשרות של העמדה לדין של קשירת

קשר לרמות ולכך עוד נשוב. דיני ניירות ערך הינם תחום שבו מטבע הדברים

לפעולות של הטעיה יכולה להיות השלכה על רבים, להבדיל מעבירת מרמה בעסקאות

מסחריות רגילות בין שני הצדדים. [חוק ניירות ערך](#) תשכ"ח-1968, כפי שהיה

בתקופו בעת הרלוונטית קובע שורה של עבירות שאין צורך להוכיח בהן שמישהו רומה בפועל. כדוגמה נזכיר את [סעיף 53](#) לחוק הון בשורת עבירות על הפרת הוראות החוק, וביניהן, מתן דו"ח או חוות דעת שנזכרו בתשקיף שיש בהם פרט מטעה. [סעיף 54](#) לחוק קובע עבירה לגבי מי ש"הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך..." תוך הטעיה, או מי שהשפיע בערכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך. פתרונות כאלה ודומיהם הינם, כאמור, פתרונות של פשרה. המאשימה נקטה בעניינינו גם בהם, לענין האישום השני. לענין האישום הראשון ישנה עם זאת חשיבות לא רק לשאלה של נסיונות מרמה או הטעיה, אלא גם להצלחתם. פתרונות כאלה של פשרה בתחום הפלילי משאירים כמובן בידי הנזוקים, בין כפרטים ובין בתביעה קיבוצית את האפשרות להגיש תביעה אזרחית לגבי נזקיהם הספציפיים.

אינני שוללת גם את האפשרות לעשיית שימוש בכלים מתחום מדע הסטטיסטיקה בכגון

דא, תוך הסתייעות בעדים מומחים, וזאת גם במשפט פלילי (לשימוש בכלים סטטיסטיים בתחום המשפטי ראה:

"human information processing and adjudication" saks and kidd

Hillel- bar; 123, law and society review 15"trial by heuristics

Acta psychologica 56,"probabilistic analysis in legal factfindings"

, North holland 285-267).

(1984)

בעניינינו לא טענה המאשימה כי קבוצת המתלוננים המנהלים, היועצים וכו'

שהובאו מומחים מהוות מדגם סטטיסטי. קבוצת דיסקונט הביאה חוות

דעת של מומחה - ד"ר מינה צמח - כדי להראות שאין המדובר במדגם (ראה גם חקירתה, עמודים 10499-20536). אני מעלה על הדעת שגם נסיון לנקוט בדרך כזו אילו נקטה בו המאשימה היה מעורר מחלוקות ממחלוקות שונות, ובמיוחד במשפט פלילי בו אין "פיצול" לשלבים, והכרעות ביניים. לא אאריך את הדיבור על ענין זה, משום שבעניינינו לא נעשה נסיון להעזר בכלים סטטיסטיים. המתלוננים שבפני התמקדו בספורם האישי - מה שדובר בינם לבין פקיד בנק כזה או אחר. פה ושם היו רמזים כלליים יותר על טיבה של המניה, אך זה לא היה מרכז הכובד של אף עדות. לעתים - וראינו זאת דווקא בענין קבוצת דיסקונט - העיסוק האינטנסיבי בתלונות, בהבאת יועצים ומנהלים לעדות, איפשר דווקא לראות תמונה כוללת בדבר מה שהתרחש בבנק בגזרת זמן מצומצמת בתקופה האחרונה של הויסות.

דרך אחרת של המשפט להתמודד עם בעיה של "מרמה המונית" היא דרך השמוש בחזקות, המעבירות את נטל הראיה, בדיני ניירות הערך במשפט האמריקאי ידועה התורה של "fraud on the market":

פסק הדין המנחה בסוגיה זו הוא:

194D .2L.ed 99, . 224U.s 485basic inc. V. Levinson (1988).

פסיקה זו עוסקת בהפיכת נטל הראיה בתביעה קבוצתית (class action) היא מהווה קיצור דרך להוכחת "יסוד ההסתמכות" בתביעות המבוססות על תרמית, בדרך של הפיכת נטל הראיה. הרעיון מאחורי הפסיקה היא "היפוזת השוק היעיל" שמתחום תורת המימון שהוזכרה כבר בהקשר אחר. התאוריה מסתמכת על ההנחה שבשוק יעיל משקפים מחירי המניות את ההשקפה המצטברת של ציבור המשקיעים לגבי שווי המניות בהסתמך על כל האינפורמציה הציבורית שישנה בנמצא. ההנחה היא, בקצרה, שמשקיע זכאי להסתמך על ה "integrity of price" ואם שווי השוק מושפע מאינפורמציה כוזבת -

ניתן להניח, לצורך התביעה, שמשקיעים הסתמכו על המצב הכוזב שהוחדר לשוק, בין אם ידעו עליו בפועל, ובין אם לאו. מדובר בחזקה הניתנת לסתירה.

המדובר הוא בפסיקה מתחום המשפט האזרחי. לא עלה בידי למצוא, וגם בא כוח

המאשימה לא הפנה, לשימוש שנעשה בדוקטרינה זו במשפט הפלילי.

בפסק הדין גופו ישנה גם דעת מיעוט (השופט white) . הוא זכה, ולא נפרט,

להתייחסות נרחבת בספרות המקצועית.

גם על ענין זה לא אאריך את הדיבור, אף שגם הוא תפס מקום נכבד עוד במהלך

שמיעת הראיות. אראה להלן - במשפטנו המקומי שאכן ישנם כלליים ההופכים את נטל הראיה בתביעות אישיות בגין תרמית. התאוריה הנזכרת כפי שהיא איננה ישימה, לדעתי לגבי מניה מווסתת במוצהר. כפועל יוצא מעקרונות עליהם עמדנו בענין הנתק נוכל הפעם לקצר ולומר כי מחירה של מניה מווסתת איננו משקף, לפי הגדרה, את הערכה המצרפית של המשקיעים בענין שוויה של המניה. נכון הוא שהמשקיעים יכולים "להכריע" את הבנק על ידי עודף הצעים שהבנק אינו יכול לעמוד בו, אך כל עוד לא "הכריעו" אותו, והויסות נמשך, המחיר מעוצב, במידה רבה לפחות, על ידי הבנק. המחיר של המניה המווסתת הוא כפי שהתבטא פרופסור בן חורין בהקשר מסויים - "מחיר מזויף".

התאוריה, שצמחה על רקע שוק יעיל ומשוכלל שהוא שוק חופשי, איננה ישימה כפי שהיא על שוק

מווסת. ישנו קושי נוסף בשימוש בתאוריה לגבי "מרמה המונית" לצורך הכוחת "ההתחייבות הכוללת".

הקושי נובע מכך שאין המדובר בחזקה חלוטה, אלא בחזקה הניתנת לסתירה. טענת ההתחייבות הכוללת מניחה, וזו חולשתה, שהחזקה לא היתה נסתרת לעולם. קשה גם

להחיל את הדוקטרינה כפי שהיא על אנשים שלא ידעו על הויסות, כיוון שהויסות גולה בתשקיפים. הזכרתי את הלכת ה"מרמה בשוק" רק כדי להדגים כיצד שיטת משפט מתקדמת בדיני ניירות ערך "מתמודדת" בתחום האזרחי עם בעיה של מרמה המונית. גם המאשימה לא בקשה בסופו של דבר להסתמך במישרין על הלכה זו.

בדוקטרינה האמריקאית של "מרמה בשוק" כפי שהיא לא נוכל איפוא לעשות שימוש בעניינינו. לא נוכל להשתמש בה כפי שהיא, אך עוד נראה להן מידה רבה של דמיון בינה לבין הכללים בענין הוכחת התרמית במשפטנו.

בשלב זה נניח לנושא של התמודדות שיטת המשפט עם טענה בענין מרמה המונית.

נניח לנושא, אך לא סיימנו את הדיון בו. עוד נשוב ונראה כיצד משתבצות בענייננו ראיות נסיבתיות עם השכל הישר. נקדים ונזכיר את המסקנה עליה כבר רמזנו: המסקנה לא תהיה קיומה של התחייבות כוללת, אך היא תהיה קיומה של התחייבות נרחבת.

חזרה אל טענת ההתחייבות הכוללת

טענת ה"התחייבות הכוללת" מניחה שכל אחד ואחד מן המחזיקים במניה ב-6.10.83 הוטעה על ידי הבנקים. היא מניחה מגוון של תביעות, שבהן ישנן וראציות עובדתיות שונות, שדין כולן להתקבל. כדי לשלול אותה בצורה הגורפת בה הועמדה די להעמיד דוגמאות בהן לדעתי אין לקבל תביעות היפוטטיות כאלה. טול מקרה של מי שרכש במהלך שנת 1983 סוגים שונים של מניות, על סמך החלטתו שלו, ובלא שהתייעץ בשום אדם, ולא שינה את הרכב תיק השקעותיו עד למשבר. הוא ידע על הויסות, ידע שבתשקיף נאמר שהבנק זכאי להפסיקו, הניח שהויסות אינו נצחי, קרא גם על הרצאותיו של אמיר ברנע בענין הנתק, וכל מה שנבדק על ידו מעת לעת הוא ש"תיק" בכללותו מניב תשואה סבירה. בספטמבר-אוקטובר 1983,

ומדובר ב"תקופת החגים" ובסמוך לה לא ניגש לבנק ולא התייעץ בשאלה האם להמשיך

להחזיק במניות. לאחר המפולת הוא מגיש תביעה. על דוכן העדים הוא אומר גלויות: ידעתי שיש סיכון במניה; במסגרת פיזור השקעותי לקחתי על עצמי סיכון מסויים בשל הסכוי לתשואה נאה. עמדתי היא שלאדם כזה, וניתן לתאר אחרים כדוגמתו, בוראציות עובדתיות שונות - לא תהיה עלית תביעה מוכרת נגד הבנק. אדם כזה לא הסתמך על מצגי הבנק.

מקובל על בא כוח המאשימה כי איש מהנאשמים לא רצה ליצור "התחייבות כללית"

שמשמעותה היא שהבנק יהיה חייב לפצות (בשעור כזה או אחר) את כל מחזיקי המניות ברגע שבו הויסות ייפסק. יחד עם זאת, אדם או מנהל בנק, איננו צריך לדעת את רזי המשפט האזרחי כדי להבין שאם מתארים בפני אדם באופן לא נכון את המניה, או שמוסרים לו בודאות שהויסות יימשך, תוך העלמת קשייו של הבנק נוצרת חבות אזרחית.

אני חוזרת ומדגישה, לפני המשך הדיון: יש להבדיל בין המחוייבות הכלכלית וההתחייבות המשפטית. תיתכן חפיפה בין התחומים, אך האמירה "נוצרה מחוייבות משפטית". עם זאת - למחוייבות הכלכלית ישנן, כאמור, תוצאות שאינן מתבטאות דווקא בזכיה בהליך שיפוטי.

בכוונתי לדון כאן מעט יותר בהרחבה. לא במכלול הוראציות העובדתיות שניתן להעלות על הדעת - לגבי ההתחייבות המשפטית אלא בשני מעגלים: יעוץ ישיר, ויעוץ "מחלחל".

היעוץ "הישיר"

בכתב האישום נטען כי הנאשמים פעלו להצגת המניות כבעלות התכונות הבאות:

א. הן נסחרות בבורסה במגמת עליית שערים מתמדת ונעדרת תנודות כלפי מטה,

המעניקה לבעליהן תשואה ריאלית (כאן נקטתי לשון קיצור לענין כל מה שדובר לעיל בענין מדיניות התשואה החיובית).

ב. ההשקעה היא סולידית ובטוחה, וזאת על יסוד האמון שניטע בציבור בדבר

יציבות הבנקים, רווחיותם וחוסנם הכלכלי, ובדבר כושרם לייצב את רווחי

בעלי המניות על התשואה החיובית המתוארת.

(לענין הנטען עד כה ראה חלק שני, פרק א' סעיף (3) שבמוד 10 לכתב

האישום).

ג. בנושא התביעות הצפויות נגד הבנקים, נושא שכבר הוזכר רבות (עמ' 16 סעיף 2 לכתב האישום) נטען כי המשקיעים האמינו למציג הנאשמים כי השקעתם הינה

סולידית ובטוחה, בין היתר במובן זה שמגמת העליה בשערי המניות מייצגת עליה מתאימה לערכן הכלכלי.

ד. בקטע הנזכר בענין התביעות האזרחיות נגד הבנקים צויין גם כי הנאשמים הודיעו בכתב בע"פ ובהתנהגות כי מדיניות הויסות תמשך. בהמשך נטען כי המשקיעים הסתמכו על הבטחות חוזרות ונשנות של הנאשמים בדבר כוונתם ויכולתם להמשיך בייצוב השערים.

עמדנו לעיל על מצגים שונים שזרעו הבנקים באמצעות מנגנון היעוץ. מצגים בדבר

היות המניה "סולידית", "בטוחה", "בעלת סיכון נמוך" וכיוצא באלו. הכל כפי

שפורט בענין הבנקים השונים אחד לאחד. לעתים תוארו התשואות שבעבר תוך השואתן עם תשואות באלטרנטיבות אחרות. עמדנו גם על כך שהועבר המסר בדבר המשך הויסות, לא נחזור על מה שנאמר בענין כל בנק בנפרד.

הנתוח המשפטי להלן יעסוק במי שניזון במישרין מפי היעוץ, בהמשך הדברים נדון בסוגית היעוץ המחלחל."

הצדדים בסיכומיהם עמדו על כל ענף משפט אפשרי כמקור לחיוב - דיני

החוזים מעין חוזים, דיני הנזיקין (מצג שוא ותרמית), חיובים סטטוטריים מכח [חוק הבנקאות \(שירות ללקוח\)](#) תשמ"א-1981 ועוד. אינני סבורה שיש צורך להגדיל תורה ולהאדיר כאן לשיטתם ובחירתי להתמקד בסוגית היעוץ הישיר בדיני הנזיקין, היוצרים בעיני מקור חיוב ברור המאפשר במקרה של גבוש העוולה - קבלת סעד של פיצויים.

כדי להסיר ספק אבהיר כי אינני עוסקת כאן במתן אינפורמציה בתשובה לשאלות הלקוח כגון מה היו בצועי המניה בהשואה להשקעות אלטרנטיביות; עוד אינני עוסקת בלקוחות שנתנו בבנק הוראות קניה או מכירה (מה שמכונה בעגה של יועצי השקעות שונות שהעידו במשפט "מילוי אורדרים"). להגדרת תחומי היעוץ נוכל להעזר בחיקוק מאוחר לתקופה הרלוונטית: כללי הבנקאות (שירות ללקוח) התשח"ו-1981. בכללים אלה מוגדר "יעוץ לשקעות" כ"מתן עצה ללקוח, בכתב או בעל פה, להשקעות כספים בנכס פיננסי ובלבד שלא יראו במסירת מידע או בקבלת הורה מלקוח, בלבד, מתן עצה לאותו לקוח". כללים אלה הם, כאמור, כללים מאוחרים לתקופה הרלוונטית, אך אני סבורה שהם מגדירים נכונה לענין זה את היוצא מכלל היעוץ. לעומת זאת הגדרת, יועץ להשקעות" בכללים הנזכרים ("מי שתאגיד בנקאי מעסיקו ביעוץ להשקעות") עשוי להוציא, לפי לשונו, ושמעתי טעות בכוון זה מנהלים בהם נועצו לקוחות לענין רכישת המניות, או מי שאינו יושב בבנק תחת "שלט" השקעות. להגדרתו של "יועץ" אין חשיבות לענייננו לא רק משום שמדובר בחיקוק מאוחר, אלא מפני שגם על מי שאינו יועץ, הנוטל על עצמו תפקיד ליעץ בשם הבנק פרושה רשתם של דיני מצג השוא הרשלני ודיני התרמית.

נוסח זה כפוף לשינויי עריכה וניסוח

מרים נאור 54678313-524/90

נוסח מסמך זה כפוף לשינויי ניסוח ועריכה