

כאבי האיגוח של בתי המשפט בארצות-הברית - ראי שיפוטי למשבר הסאב-פריים

ורד שיידמן, עו"ד¹

תוכן העניינים

- א. הקדמה
- ב. רעיון האיגוח (securitization) ומשבר הסאב פריים - בקליפת אגוז בלבד
- ג. מי אתן פאני מיי, פרדי מאק וג'יני מיי?
- ד. ארבעה דיונים, ארבעה שחקנים וארבע תוצאות שונות בשאלת האחריות בגין המשבר הפיננסי של שוק איגוח המשכנתאות
 - 1ד. דיון ראשון - מצגים כוזבים בתשקיפי הנפקת האג"ח של המנפיקות
 - 2ד. דיון שני - דירוג אשראי כוזב ומטעה של חברות דירוג האשראי
 - 3ג. דיון שלישי - האם השקעות כושלות של כספי הפנסיות של העובדים ב-RMBS על ידי בתי ההשקעות, התגבשו להפרה של חובות אמונים?
 - 4ד. דיון רביעי - אמונתו העיוורת של השוק בפאני מיי, פרדי מאק וג'יני מיי
- ה. אז מי נמצאו אחראים בבית המשפט לתוצאות המשבר הפיננסי של שנת 2008? - סיכומים ומסקנות

א. הקדמה

ניתן לבחון את השלכותיו של משבר כלכלי וחברתי, הסיבות לקרותו, האחראים לו, והדרכים העתידיות למניעתו, במספר דרכים ותוך התייחסות לאספקטים שונים. אחד מאספקטים אלה, הוא יחסו של בית המשפט, וגישתו ההולכת ומתגבשת מאירוע לאירוע, ככל שהאירועים הללו מובאים לפניו במסגרת תיקים משפטיים בהם הוא נדרש לפסוק.

בחינת אירוע ציבורי, כדוגמת המשבר הכלכלי של שנת 2008, מראות עיניו של בית המשפט, היא בחינה צרה מלכתחילה, משום שהתמודדותו של בית המשפט היא מצומצמת לסוגיות משפטיות ספציפיות, ובית המשפט מוגבל בסמכותו להסיק מסקנות נרחבות מעבר לכתליו ולגבולותיו של התיק הנדון לפניו. אפילו

1. הכותבת הינה עורכת ראשית וחברת מערכת ב-GCL - Global Comparative Law. אני מודה לעו"ד סיגל לזרוביץ על הערותיה המצויינות.

כאשר בית המשפט בוחר לדון במטרות ובאמצעי אכיפה ראויים, הדיון שלו ממוקד, ואינו מתפרס מעבר למטרת הדיון המשפטי עצמו.

עם זאת, ניתן ללמוד ממקבץ של פסקי הדין, העוסקים כולם באירוע פיננסי וציבורי שאירע, על השפעותיו ועל השלכותיו החברתיות, על תחילת היווצרותם של מסקנות משפטיות ועל טיב החקיקה והרגולציה הנדרשות על מנת לשפר את כושר זיהוי של הנורות האדומות בטרם כשל שוק הופך למשבר פיננסי כולל. הדיון בגישת בתי המשפט לאירועי משבר הסאב-פריים, הוא חשוב, משום שיש בו יסודות ראשוניים לגיבוש מסקנות, או לכל הפחות, מראה המשקפת הלך רוח כולל. ובהקשרו של משבר הסאב-פריים, ייאמר לזכותם של בתי המשפט בארצות-הברית, כי עמדותיהם ודעותיהם של השופטים הובעו מעל ומעבר לגבולותיו הספציפיים של תיק כזה או אחר. מתוך פסקי הדין הללו, נשקפת אי-שביעות רצונם הבולטת של בתי המשפט, מהמטלה הכבדה שהוטלה על כתפיהם, לבצע פיקוח רטרואקטיבי בלתי אפשרי כמעט, על פעולות שכבר בוצעו. בנוסף לכך, מהתוצאות החד-משמעיות של פסיקותיהם, ניתן ללמוד, כי ארוכה עוד הדרך להבטיח שוק הון יעיל, יציב, ובפרט - הוגן.

הצצה לנבכי ההתמודדות של מערכת השיפוט מאפשרת את למידת קצוות האירוע הידוע כיום גם כמשבר הסאב-פריים (או למי שחושש מפני פגיעה במעמדו של שוק האיגוח - המשבר הכלכלי של 2008). דווקא הבחינה הצרה של בדיקת משבר הסאב-פריים בפסקי הדין, משקפת בצורה מיטבית את ההתנהלות הקוטבית של השחקנים השונים שהביאו למשבר. התנהלות זו כללה, בין היתר: אדישות מוחלטת עד כדי חוסר אכפתיות לתוצאות - מצב נפשי ששרר במשק האמריקאי עד לערב קריסת השוק; עיוורון סלקטיבי של שחקנים רבים מאוד, שלגבי חלקם ייקבע, כי אי-הידיעה כביכול, אינה מספיקה על מנת לפטור אותם מאחריות, בפרט מרגע שנקבע על ידי בית המשפט, כי עסקינן בדפוס התנהלות שאינו מקובל; המאמצים וההשקעה של השחקנים השונים להעביר מידיהם במהירות את אותו "תפוח אדמה לוהט", כדי שלא יצאו כשידיהם כוויות; וכן סינדרום "היפיפיה הנמה" שאחז ברגולטורים, דווקא בעת שהפיקוח נדרש יותר מכול, ושבדומה לשחקני השוק עצמם, קיוו כי אירועי המשבר אינם תחת אחריותם.

נקודה מעניינת נוספת הראויה להדגשה היא, כי מבחינה משפטית, משבר הסאב-פריים נבחן במסגרת עילה משפטית אחת בלבד הקשורה בדיני התרמית בשוק ההון. משבר הסאב-פריים נבחן בעילה של מצג שווא ואי-גילוי נאות. סודות מזיקים, אם תרצו. משבר הסאב-פריים שהוליד משבר כלכלי עולמי גורף, נגרם בדרך של אי-גילוי, אי-עשייה. לא נדרשה כל פעולה אקטיבית ואגרסיבית יותר, כדוגמת הרצת מניות או מסחר במידע פנים. במקרה של משבר הסאב-פריים, סמיכות הערפל הולידה את התוצאות האפקטיביות ביותר, מעבר לכל מניפולציה אקטיבית שאדם אחד או קבוצה של פרטים, היו יכולים לבצע.

במאמר זה, אסקור ארבעה סוגים של שחקנים שונים בשוק האיגוח: (א) החברות המנפיקות וגורמים נוספים שסייעו בפעולות האיגוח ובמכירתם

של המכשירים הפיננסיים בשוק; (ב) חברות דירוג האשראי; (ג) בתי ההשקעות שהשקיעו כספי פנסיה של עובדים; וכן (ד) החברות הממשלתיות - פאני מיי, פרדי מאק וג'יני מיי, ותרומתם השונה של אותם גורמים שונים למשבר הסאב-פריים. בתוך כך, אבחן את דעתו של בית המשפט לגבי כל אחד ואחד מהם, מי יצא אחראי מכף ורגל ועד ראש, ומי נותר נקי וחף מאחריות.

למען הסדר הטוב יוסף, כי אין במאמר זה כדי לחרוץ דעה ביחס לשוק האיגוח לכשעצמו, למקומו ולחשיבותו בשוק ההון או בשוק המימון, ובוודאי שאין במאמר זה כדי לבסס יחס אוהד או חשדן כלפי שוק זה. במאמר אדון במשבר הסאב-פריים, כפי שהוא ניבט מעיניהם המוטרדות והטרודות של שופטי בתי המשפט בארצות-הברית. לכך אוסיף, כי עמדה בפני הדילמה, כיצד להציג את מונחי היסוד של שוק האיגוח. לבסוף, בחרתי להסתמך בעיקר על ההגדרות כפי שהן נקבעו בפסקי הדין המובאים להלן, ולהימנע משילוב רב מידי של מקורות אחרים שאינם משפטיים.

ב. רעיון האיגוח (securitization) ומשבר הסאב פריים - בקליפת אגוז בלבד

פעולת האיגוח (securitization) מתבססת בראש ובראשונה, על התפיסה, כי חוב הוא נכס הראוי למכירה. הרעיון הכללי שמאחורי פעולת האיגוח הוא, כי באמצעות מכירת חוב, ניתן להסיט תזרים מזומנים ולהפוך אותו להון זמין. מן ההיבט המימוני, האיגוח נתפס כשיטה של מימון חוץ-בנקאי באמצעות איגרות חוב. בשיטה זו, מאגמים (או מאגדים) נכסים הומוגניים לא-סחירים המייצרים תזרימי מזומנים ומנפיקים ניירות ערך המגובים בנכסים אלה. במאמר זה לא אביע עמדה בשאלה, האם שיטת מימון זו ומכשיר פיננסי זה, הינם ראויים ומקדמים.

משבר הסאב-פריים הוא משבר אשר התרחש בשוק איגוח המשכנתאות בארצות-הברית בסתיו 2008. עסקינן במשבר כלכלי עמוק, שתחילתו בפעולות איגוח שבוצעו על ידי שחקנים רבים. החובות שאוגדו ונמכרו, היו הלוואות משכנתא מדרגה נמוכה (סאב-פריים) שהסיכון לאי-פירעון היה גבוה, מסיבות הקשורות לטיב הנכס שבגינו ניטלה המשכנתא, כמו גם ליכולות ההחזר של נוטליה. על שיטות האיגוח ועל השחקנים השונים שלקחו חלק פעיל בשוק זה, אעמוד ביתר פירוט בהמשך מאמר זה.

הסיבות למשבר הפיננסי בשוק הסאב-פריים הן רבות, וחלקן עדיין בגדר נעלם. באופן כללי ביותר ניתן לומר, כי בספטמבר 2008, נודע קיומו של פער עצום בין ערכי ניירות הערך (איגרות החוב) שנמכרו לציבור ובין ערכם של הנכסים שגיבו אותם. ידיעה זו הובילה לקריסה של השוק ולהפסדים כלכליים עצומים. גם בשאלת הסיבות למשבר, לא אדון במאמר זה.

מלבד נזקים פיננסיים עצומים, משבר הסאב-פריים הוליד שאלות משפטיות מורכבות הנובעות מפעולת האיגוח. אחת השאלות הנפוצות היא שאלת סיווג

העסקה כ-True Sale. מאחר שלעסקה נלווים לעתים מאפיינים של עסקת אשראי (הותרת סיכונים בידי החברה המעבירה, זכויות שארית, ניהול הגבייה והמימוש וכיוצ"ב), קיים חוסר ודאות בנוגע לסיווג העסקה כעסקת מכר אמיתית (True Sale) או כעסקת אשראי מגובה במשכון. לסיווג העסקה השלכות משפטיות על זכויותיו של כל צד בהליך, שכן אם העסקה תסווג כאשראי מגובה במשכון, יש חשש שהתשלומים העתידיים למחזיקי ניירות הערך לא יועברו כסדרם במקרה של חדלות פירעון של היזם. לפיכך, סיווג עסקת האיגוח כעסקת מכר הוא מהותי לכדאיות העסקה, ויש לו השלכות על הריבית שתידרש ועל דירוג איגרות החוב. כמו כן, יש לכך השלכות על הסיכונים של גופים בנקאיים, ומכאן גם על כמות ההון הפנויה לצורכי אשראי.² גם בשאלה זו, לא יתקיים דיון במאמר זה.

במאמר זה אדון בגורמים השונים שפעלו בשוק איגוח משכנתאות הסאב-פריים, גורמים אשר לאחר המשבר, נתבעו בבתי המשפט השונים בארצות-הברית. משהמחלוקת הובאה לפתחם, נדרשו בתי המשפט לבחון את מידת אחריותם, אם בכלל, של הנתבעים השונים למצגים שהוצגו במסגרת פעולות האיגוח, ואשר לא היה חולק לגביהם, כי לא שיקפו נאמנה את השווי האמיתי של הנכס שנמכר למשקיעים או לחילופין, כי לא שיקפו את גובה הסיכון האמיתי של ההשקעות במכשירים פיננסיים אלה.

ג. מי אתן פאני מיי, פרדי מאק וג'יני מיי?

בטרם אדון בתביעות לגופן, מן הראוי להרחיב במקצת את הדיון על שלוש שחקניות מפתח בשוק האיגוח - פאני מיי, פרדי מאק וג'יני מיי - שהינן שלוש חברות הנהנות ממעמד של חברות GSE.³ פאני מיי ופרדי מאק נוסדו על ידי הקונגרס האמריקאי על מנת להעניק תמיכה לשוק המשכנתאות בארצות-הברית. חברות ה-GSE מספקות נזילות, יציבות והתאפשרות כלכלית (affordability) לנוטלי המשכנתאות, בין היתר, בשל התמיכה הממשלתית להם זוכים, והטבות המס המיוחדות מהן הן נהנות. תמיכה והטבות אלה, נועדו על מנת להגדיל את ההתאפשרות הפיננסית גם לטובתם של נוטלי משכנתאות בעלי רקע כלכלי צנוע. שלוש החברות הללו הוקמו על ידי הקונגרס, והן מספקות מימון לבנקים ולתאגידים מעניקי משכנתאות לשם הענקת הלוואות משכנתא לאזרחי ארצות-הברית.

במסגרת פעולותיהן, פאני מיי ופרדי מאק נוהגות לרכוש הלוואות משכנתא מהבנקים, ולאחר השלמת הרכישה, להחזיק את הלוואות המשכנתא במסגרת

2. ראו דוח הביניים של הצוות לקידום האיגוח בישראל, עמ' 3 - http://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/Reports/177/Documents/IsaFile_19081_43.pdf.

3. פירוט נרחב יותר בקשר להטבות שמחן נהנות חברות GSE (Government Sponsored Enterprises - GSE's) ולמעמדן המיוחד, יינתן גם בהמשך ובדיון בפסקי הדין עצמם.

תיקי השקעה המנוהלים על ידן. לחלופין, פאני מיי ופרדי מאק נוהגות לאגח את מקבץ המשכנתאות לניירות ערך מסוג MBS לצורכי מכירתם. בפועל, קרי איגוח המשכנתאות לניירות ערך מסוג MBS סחירים, ובהבטחת פירעון תשלומי הלוואת המשכנתא והריבית העיתיים, משכו פאני מיי ופרדי מאק משקיעים רבים לשוק המשכנתאות המשני (secondary market), אשר אלמלא פועל זה, לא היו מבצעים השקעות בשוק המשכנתאות המאוגחות. בהגדלת מספר המשקיעים בשוק המשכנתאות המשני, הורחב מאגר המימון בשוק הדיור. פעולת האיגוח הפכה את שוק המשכנתאות המשני לשוק נויל יותר, אשר בעקבותיו צמחו תנאים מיטיבים יותר לנוטלי המשכנתאות, כמו למשל, הפחתה משמעותית בשיעורי הריבית המשולמים בגין הלוואת המשכנתא. פועלן וכוחן המשמעותיים של פאני מיי ופרדי מאק בשוק המשכנתאות בכלל, ובשוק המשכנתאות המשני בפרט, מאפשרים לחברות ה-GSE להוות גורם מאזן ומונע הפסדים כבדים בתקופות של קשיים כלכליים.

פאני מיי הייתה החברה הראשונה שנוסדה על ידי הקונגרס האמריקאי בשנת 1938, לאחר המשבר הכלכלי של שנות ה-30 המוקדמות בארצות-הברית. כאמור לעיל, פאני מיי הינה חברה הנהנית מסבסוד ומהגנה ממשלתית (GSE), ובשנת 1968 הפכה לחברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה בארצות-הברית. פאני מיי הוקמה לצורך הרחבת שוק המשכנתאות המשני (the secondary mortgage market) על ידי איגוחן של המשכנתאות בדרך של MBS, כלומר על ידי הנפקת ניירות ערך המגובים במשכנתאות (mortgaged-backed securities). פרדי מאק נוסדה בשנות ה-70 מתוך רצון לתת תגבורת לפעילותה של פאני מיי באמצעות חברה ממשלתית נוספת.

לסיכום נקודה זו - במקורו, האיגוח, אשר היסטורית בוצע בתחילה על ידי פאני מיי, פרדי מאק וגייני מיי, נועד לשחרר את כספי המלווים על מנת לאפשר להם לשוב ולהשקיע את נכסיהם במתן הלוואות נוספות ללווים, תוך הגדלת מספר ההלוואות המוענקות למשקי הבית, הפחתת מחיר הלוואת המשכנתא (קרי הריבית המשולמת בגין) והפחתת ההסתמכות של שוק ההלוואות למשכנתאות על המלווים הקלאסיים, קרי הבנקים. במידה מסויימת ניתן לומר כי לאור מטרות חברתיות וכלכליות אלו, משבר הסאב-פריים מבחינות רבות, הוא תולדה של תכנית טובה שהניבה תוצאה גרועה.

ד. **ארבעה דיונים, ארבעה שחקנים וארבע תוצאות שונות בשאלת האחריות בגין המשבר הפיננסי של שוק איגוח המשכנתאות**

ד1. דיון ראשון - מצגים כוזבים בתשקיפי הנפקת האג"ח של המנפיקות

האחריות הישירה של מנפיקי ניירות ערך למצגים שהמנפיקה מוסרת לציבור - פרשת נומורה

מבחינת סדר הזמנים, פרשת נומורה⁴ היא הפרשה האחרונה בזמן והמאוחרת ביותר. פסק הדין ניתן בשנת 2015. תרומתה העיקרית של פרשה זו ניכרת בשתי צורות: ראשית, ניתן פירוט רב מאוד ביחס לפעולות האיגוח, להולדתו של מכשיר פיננסי זה ולהתנהלותו של שוק האיגוח בכללותו; שנית, הפרשה משקפת היטב את יחסו של בית המשפט ואת מגמת הרחבת האחריות על השחקנים השונים בשוק האיגוח. במקרה דנן, בית המשפט נדרש לבחון את אחריותה של מנפיקת איגרות החוב ואת שלל השחקנים אשר נדרשו למנפיקה על מנת להוציא מן הכוח אל הפועל, את הנפקתם של המכשירים הפיננסיים ואת הפצתם בשוק.

במאי 2015, בית המשפט של המחוז הדרומי בניו-יורק נתן את פסיקתו בתביעה שביקשה לבחון שאלה משפטית פשוטה אחת: האם הנתבעים תיארו במדויק במסמכי ההנפקה (Offering Documents) את הנכסים (משכנתאות) שגיבו את ניירות הערך? התשובה הסופית לשאלה זו הייתה חד-משמעית - מסמכי ההנפקה לא כללו תיאור מדויק של הלוואות המשכנתא, ועקב כך מימדי הנזקים בגין אי-הגילוי הנאות הנ"ל, בהערכה שמרנית, היו עצומים.

בספטמבר 2011, הגישה התובעת - the Federal Housing Finance Agency, 16 תביעות נגד בנקים, תאגידים ואנשים פרטיים קשורים, בתביעה לקבלת סעד של פיצוי בגין נזקים שנסבו עקב אי-עמידת הנתבעים בחובותיהם המשפטיות. התביעה הוגשה בשם שני גופים הנהנים ממימון ומהגנה ממשלתית (Government Sponsored Enterprises - GSE's) - Fannie Mae (the Federal National Mortgage Association) ו-Freddie Mac (the Federal Home Loan Mortgage Corporation) (להלן בהתאמה וביחד: "פאני מיי", "פרדי מאק", "GSE's"). התביעה הוגשה עקב נזקים אשר נבעו מהשקעות שביצעו פאני מיי ופרדי מאק בניירות ערך מגובי משכנתאות (residential mortgage-backed securities RMBS) (- RMBS) (להלן: "RMBS"), ובפרט מהשקעותיהם המכונות "Private Lable RMBS" (להלן: "PLS").

התובעת בתיק זה - Federal Housing Finance Agency - הוקמה בשלהי המשבר הכלכלי, בשנת 2008, בהמשך לחוק Economic Recovery Act of

4. Federal Housing Finance Agency, Plaintiff, v. Nomura Holding America, Inc., et al., Defendants, 11cv6201 (DCL) Opinion & Order (פורסם באתר GCL – Global Comparative Law) (להלן: "פרשת נומורה").

2008, על מנת לפקח על פעילותן של פאני מיי ופרדי מאק, כמו גם על פעולותיהם של בנקים פדרליים מעניקי משכנתאות. מבין 16 התביעות שהוגשו בהקשר לפרשת **נומורה**, רק תביעה זו המשיכה לבירור מלא בבית המשפט, ותיק זה כונה בשם "the Nomura Action".

נתבעי נומורה הם למעשה, מספר חברות הקשורות לאשכול נומורה, ועימן אף נתבעו מספר דירקטורים ונושאי משרה בחברות נומורה. נתבעת נוספת הינה RBS Securities Inc., אשר כונתה במועדים הרלוונטיים "Greenwich Capital Markets Inc.", ופעלה כחתם של שבעה אג"חים שהונפקו (להלן: **"החתם"**).

בתביעה, טענה התובעת, כי הנתבעים אחראים וחבים, מכוח הסנקציה הקבועה בסעיף 12(a)(2) ובסעיף 15 לחוק ניירות ערך משנת 1933. התובעת טענה לארבעה סוגים של מצגים כוזבים בכל אחד משבעת התשקיפים שפורסמו במסגרת איגוחים שיצרו הנתבעים. מצגים אלה התייחסו למקור ולחיתום של ההלוואות ולערכן, לרבות עמידתן בסטנדרטים חוקיים של הערכה מקצועית של שוויין.

מכשירים פיננסיים מסוג RMBS⁵

בשנים 2005-2007, שוק ה-RMBS היווה כוח עיקרי ומהותי בשוק הפיננסי, והנתבעים, שהיו תאגידי מלווים המעניקים משכנתאות לצורכי רכישת דיור, מכרו ניירות ערך אלה לפרדי מאק ולפאני מיי בתקופה זו.

ה-RMBS הינם מכשירים פיננסיים המגובים על ידי מאות או אלפי משכנתאות של אנשים פרטיים אשר ניטלו לצורכי דיור פרטי. זהו למעשה, הליך של איגוח חובות המשכנתא, כלומר - הפיכת מקבץ של חובות משכנתא המגובים על ידי נכסי הנדל"ן עצמם, קרי הבתים של נוטלי המשכנתא, לנייר ערך סחיר. RMBS מעניקים למחזיקים בהם, תזרים הכנסה ממאגר של הלוואות משכנתא המוחזקות בנאמנות.

Non-agency RMBS הינם מכשירים פיננסיים המוצעים לציבור המשקיעים על ידי גופים שאינם בגדר חברות GSE (פאני מיי, פרדי מאק או ג'יני מיי), ושאינם חלק מהאיגוד הממשלתי למשכנתאות. RMBS כאלה ידועים גם כ-PLS.⁶ ה-PLS אשר נרכשו על ידי פרדי מאק ופאני מיי, גובו במשכנתאות סאב-פריים ובמשכנתאות מסוג Alt-A. משכנתאות מסוג Alt-A מוצעות ללווים בעלי אשראי חזק יותר, והן מהוות הלוואות בעלות סיכון גבוה יותר. בשל היותן בעלות סיכון גבוה יותר מהלוואות

5. ההסברים על השחקנים השונים והמכשירים הפיננסיים עצמם, לקוחים, לרוב, מניתוח שערך בית המשפט בפרשת **נומורה**.

6. פאני מיי ופרדי מאק לא רק איגחו ומכרו ניירות ערך מסוג MBS, אלא אף רכשו וניהלו בתיקי השקעותיהן, גם מכשירים פיננסיים מסוג PLS.

פריים, הלוואות סאב-פריים והלוואות Alt A הן בעלות שיעורי ריבית גבוהים יותר.

הענקת הלוואות המשכנתא על ידי המלווה המקורי (the originator) וקווי ההנחיה של החתם

המלווים המעניקים הלוואות סאב-פריים והלוואות Alt-A, הינם אף הגופים האמונים על ביצוע פעולות של הערכה ושל אישור בקשות ההלוואה של הלווים. בעוד שהליך זה מחייב מידה של שיפוט, הקווים המנחים של החתמים הינם, באופן אובייקטיבי, עיקריים ומהותיים להליך עצמו, על מנת להבטיח, כי ההלוואות מאושרות באופן אחיד והולם לכלל עסקאות אלו בתאגיד.

קווי ההנחיה של החתמים מסייעים למלווה המקורי (the originator) להעריך את יכולת הלווה להחזיר את ההלוואה שנטל וכן את יעילות הערובות שירכיבו את הבטוחות שיועמדו כנגד ההלוואה. כמו כן, קווי ההנחיה של החתם מסייעים למלווה לקבוע את התנאים שבהם תאושר הלוואה. כאשר המלווה מתכוון למכור את ההלוואה שהעניק, הקווים המנחים של החתם מאפשרים ומתירים למלווה לפרט ולתאר את המאפיינים, אשר על בסיסם קבוצת ההלוואות יכולה לשאת ולתת את מכירת ההלוואות.

כיצד מוענקים הלוואה או מתן אשראי?

בדרך כלל, לוויים נוטלים הלוואה על ידי מילוי טופס הלוואה סטנדרטי לצורכי דיוור, הידוע גם כטופס 1003. במילוי טופס 1003, הלווה חושף פרטים אישיים, שאמיתותם או היעדר אמיתותם מקימים כלפי הלווה אחריות פלילית ואזרחית. הפרטים כוללים, בין היתר: הכנסה, תעסוקה, היסטוריית דיוור, נכסים, התחייבויות, מטרות שלשמן הנכס נרכש וכן מקורות המימון של תשלום ההלוואה הניטלת.

על מנת להעניק הלוואה, המלווה מסתמך, בין היתר, על פרמטרים אובייקטיביים, כדוגמת האשראי של הלווה והיסטוריית נטילת האשראי, לרבות היחס בין התחייבויות החייב להכנסותיו (debt-to-income - DTI), שנועדו לבחון את כושרו ואת יכולתו של הלווה לפרוע את הלוואתו. פרמטרים אלה מכונים "FICO", והם בעלי השלכה מהותית על גובה ההלוואה שתוענק. מקרים שבהם קיימת חקירת אשראי בדוח האשראי של הלווה, אשר אינה מגובה בהסברים, עשויים להעיד על אפשרות של תרמית שבוצעה על ידי הלווה. מנגד, חקירות אשראי של הלווה בסמיכות למועד נטילת המשכנתא, עשויות להעיד דווקא על סקר שוק שערך הלווה למציאת ההלוואה הטובה ביותר עבורו. כמו כן, מידת החקירה של המלווה את חיי האשראי של הלווה, תלויה במידה רבה בדרגת ההלוואה

המבוקשת. ככל שההלוואה גדולה יותר, כך הבדיקה המוקדמת של מצבו הפיננסי של הלווה ומספר הנתונים שיילקטו, יהיו מקיפים יותר.

כאשר לווה אינו עומד בקריטריונים הקבועים בקווים המנחים של החתם, מלווים רבים מתירים לחתמים שלהם לקבל החלטות על פי שיקול דעתם, באופן ספציפי ובהתייחס למקרה ספציפי, ובכך לאפשר את קיומם של חריגים. הלוואות הניתנות במסגרת "חריגים", כוללות בדרך כלל, מרכיב של התאמות. כך לדוגמה, כאשר היחס שבין ההכנסה לגובה ההלוואה אינו יחס ראוי, ההלוואה תותנה בדרגת בטוחה גבוהה יותר.

עריבות ובטוחות (collateral) ולחצי השמאים

במהלך תקופת הליכי החיתום, המלווה המקורי חייב לקבוע, האם ערך ההלוואה הוא מספיק על מנת להבטיח את פירעון ההלוואה במקרה של כישלון לבצע תשלומי סילוקין תקופתיים. הכלי העיקרי להערכת שווי ההלוואה, הינו הערכת השווי של הנכס. במקרה זה, הבטוחה תיקבע בדרך כלל, על פי הנמוך מבין השניים - מחיר המכירה או שווי הנכס. הערכות שווי של נכסים מתבצעות לא רק לצורכי קביעת הבטוחה, אלא גם לשם שינוי מבנה ההלוואה. שאלת הבטוחה (ערכה, טיבה וחוזקה) היא בעלת משמעות גדולה במיוחד כאשר מלווה נוטל מספר הלוואות המשועבדות על ידי נכס אחד, דוגמת משכנתא מדרגה שנייה.

הערכות השווי לצורכי קביעת הבטוחות חייבות להתבצע בתום לב ובדיוק רב, אולם עם זאת, קל לשמאים ולמעריכים לנפח את שווי הנכס באמצעות בחירת וברירת האלמנטים המרכיבים את הערכת השווי. כך למשל, שמאי יכול לבחור להתמקד בהשוואת הנכס לנכס דומה הממוקם בסביבת מגורים טובה יותר, בהתעלם ממחיר הרכישה או להתעלם מנתונים חדשים אשר מעידים על כך שערך הנכס ירד. שמאי עלול אף להכניס בתחשיביו נתונים כפולים מבלי להבחין בכך, או לא להתמיד במעקב אחר התפתחויות סביבתיות של הנכס המשנות את ערכו. שמאים גם עלולים לנפח את הערכתם לנוכח לחצים המופעלים עליהם מצד נושאי המשרה של המלווים. כך למשל, במבדק שנערך בסוף שנת 2006, 90% מהערכות השווי של השמאים שיקפו לחץ שהפעילו המלווים על השמאים כדי לשפר את הערכותיהם המקוריות. נתון זה היווה עלייה של 35% במקרים שבהם בוצע "מקצה שיפורים" בהשוואה לאירועים כאלה שלוש שנים קודם לכן. תחושת לחץ זו הובילה לפנייה מרוכזת של כ-11,000 שמאים ומעריכים בשנת 2007, לקונגרס ולגורמי רגולציה נוספים, על מנת להגביר את הפיקוח בשוק זה.

על רקע דברים אלה, בשנת 2008 הודיעה התובעת על קוד התנהלות חדש (the Home Valuation Code of Conduct - HVCC). על פי קוד זה, נדרש המלווה, בין אם היה תאגיד בנקאי ובין אם היה חברת משכנתאות, שלא לעמוד בקשר ישיר עם השמאים והמעריכים. אף על פי שה-HVCC היה

בתוקף תקופה קצרה בלבד, אחד השמאים שהובא ליתן עדות בפרשה זו, אכן מסר על שיפור ועל הפחתת הלחצים מצד המלווים בנושא זה.

הליכי האיגוח

ההלוואות נשוא פרשת **נומורה**, נמכרו כמעט מיידית לאחר הנפקתן על ידי המלווה המקורי. בין השנים 2005-2007, מכרו המלווים המקוריים לרוכשי הלוואות (Sponsors), כדוגמת נומורה, הלוואות סאב-פריים והלוואות Alt-A באופן אינדיווידואלי או באופן מרוכז, במסגרת מה שהיה ידוע גם כמאגרי מסחר. מכירות אלו של ההלוואות איפשרו למלווים המקוריים (the originators) שהינם הבנקים בדרך כלל, לקבל תמורה כספית בעד המכירה. מכירה זו הניבה שתי תוצאות טובות בדרך כלל: האחת - הפחתת מצבת החובות הפתוחים כלפי הבנק; השנייה - שחרור תזרים מזומנים של הבנק לצורך הענקת הלוואות נוספות.

ספונסר (רוכש הלוואות) היה יכול לרכוש עשרות אלפי הלוואות מהמלווים המקוריים (בנקים וגופים מעניקי מימון). בשלב זה, הספונסרים נהגו לבחור מתוך כלל ההלוואות אותן רכשו, הלוואות ספציפיות בעלות מאפיינים דומים, לצורך איגודן למקבץ של הלוואות והפיכתן לנייר ערך (capitalization) סחיר. ניירות ערך אלה נמכרו לאחר איגודם ל**מפקידים** (depositors), שבאופן טיפוסי היו לעיתים רבות, גופים מקורבים לספונסרים.

המפקידים היו מעבירים את מקבץ ההלוואות לקרנות נאמנות שהוקמו באופן ספציפי לצרכיו של כל מקבץ הלוואות מאוגח. ההלוואות שבקרנות, שימשו כתמיכה (supporting loan groups - SLG's), שהחזרים בעדן, כמו גם תשלומי ריבית בגינן, שימשו לביצוע תשלומים לטובת המשקיעים ופירעון השקעתם. המפקידים היו אלה אשר הנפיקו תעודות שזיכו את מחזיקיהן בתשלומים. תעודות אלו נסחרו ונמכרו על ידי חתמים. בעת מכירה של מאגר הלוואות, המלווה המקורי (בנק או מממן מסוג אחר) סיפק מידע לגבי הערובות והבטוחות של הלווים בהקשר של כל הלוואה והלוואה. מסמכי מידע זה הנקראים "loan tape", היוו את המקור העיקרי של נתוני בסיס ושל מידע לצורכי הליכי הגילוי למשקיעים ולרשות לניירות ערך שבוצעו במסמכי ההנפקה.

הספונסר (the Sponsor)

כל RMBS נדרש לספונסר. הספונסרים כאמור לעיל, רוכשים את ההלוואות מהמלווים המקוריים, עסקה אשר בדרך כלל, מגובה בהסכם רכישה הכולל מצגים והתחייבויות. הספונסר הופך הלכה למעשה, לבעלים של ההלוואות בטרם הן מועברות למפקדי ה-RMBS. במהלך הליך האיגוח, לספונסרים קיימת גישה למידע הקשור להלוואות, לרבות תיקי ההלוואות שנפתחו בעת נטילתן ולרבות קווי ההנחיות של החתמים. ככל

שההלוואות מתקרבות למועד בשלותן, הספונסר מקבל לידי מידע הקשור למוסר הביצוע של פירעון ההלוואה.

המפקיד (the Depositor)

המפקידים מהווים, הלכה למעשה, מכשיר לקידום צורך מסויים (a special purpose vehicles - SPV's), אשר בעיקרו מהווה, הלכה למעשה, חברת קש אשר קיימת לצורך מטרה אחת בלבד, לרכוש את ההלוואות מהספונסר ולהפקידן בקרן נאמנות. צעד זה מייצר מכירה אמיתית (true sale) של נכסים, ולכן מייצר הגנה לטובת מחזיקי התעודות מפני סיכון של פשיטת רגל של הספונסר.⁷ המפקיד אף מנפיק את מסמכי ההנפקה הכוללים: מסמכי רישום, תשקיפים, תוספות וכן מסמכים נוספים ככל שנדרש.⁸ מלבד הדירקטורים ונושאי המשרה שלהם, ה-SPV's אינם שוכרים את שירותיהם של עובדים נוספים ואינם עוסקים בעסקים אחרים.

קרנות הנאמנות הנפתחות על ידי הספונסרים, נעשות בדרך כלל, באמצעות הסכם לאיגום ולמתן שירותים (a Pooling and Servicing Agreement - PSA). הנאמן על כל קרן וקרן כזו, אחראי בדרך כלל, לפעול כמשמורן בהקשרם של מסמכים אופרטיביים הקשורים להלוואות, לקבל את המזומן כל חודש מהגופים האחראים על ניהול ההלוואות ולהעביר את המזומנים הללו למחזיקי התעודות על פי הכללים הקבועים ב-PSA.

החתם (the Underwriter)

על מנת לשלם עבור ההלוואות אותן רכש, מוכר המפקיד את התעודות שהונפקו במהלך הקמת קרן הנאמנות לחתמים, והם למעשה, מעבירים את התעודות למסחר בשוקי ניירות הערך.

7. כאמור לעיל, שאלת ה-True Sale מעוררת שאלות משפטיות מהותיות, וביניהן השאלה, האם הייתה מכירה קניינית של חוב ההלוואות, או שמא המחאת הזכות לפירעון בלבד? שאלות משפטיות מורכבות אלו, הן נושא משמעותי בפני עצמו אשר לא אדון בו במאמר זה.

8. המספר הרב של המשתתפים בהליכי האיגום, מעורר שאלות רבות בקשר לאחריות המשפטית של כל אחד ואחד מהם. כך למשל, בפרשת ACE Securities Corp. (11.6.2015), ערכאת הערעורים של ניו-יורק נדרשה לאחריותו של ספונסר בעסקת איגום וכן למצגים ולהתחייבויות שהציג והתחייב בעסקה. בתוך כך, דיון מעניין מאוד בתפקידים השונים ובאחריות השונה של הגורמים בעסקאות איגום, ובשאלה - אימתי הופרו המצגים והתחייבויות של הספונסר? באופן ספציפי, בית המשפט נדרש לשאלה, האם הספונסר התחייב, כהתחייבות עתידית (future performance), לפירעון הלוואות המשכנתא נשוא האיגום? פסק דין זה מהווה דוגמה חשובה למורכבות שבהטלת אחריות וחבות משפטיות על השחקנים השונים בשוק זה (פסק הדין פורסם באתר GCL - Global Comparative Law).

לעיתים רבות, עריכת מבנה ה-RMBS נקבעת על ידי החתם המוביל יחד עם סוכנויות הדירוג על מנת לקבל דירוג לעסקאות. באופן טיפוסי, החתם המוביל אף אחראי על עריכת בדיקת הנאותות (due diligence) על מנת להבטיח, כי מסמכי ההנפקה מדויקים ומלאים. אם בדיקות הנאותות של החתם חושפות אי-התאמות בין ההלוואות שעתידות לעבור איגוח ל-RMBS, ובין ההלוואות המתוארות במסמכי ההנפקה במסגרת האיגוח, החתם הראשי עשוי לבחור למחוק חלק מההלוואות מהמאגר הנבחר או לתקן את מסמכי ההנפקה לאיגוח, כך שתובטח התאמה בין המתואר ובין ההלוואות.

השרת (the Servicer)

גורם נוסף הנוטל תפקיד חשוב באיגוח, הינו השרת. השרת פועל מול הלוויים האינדיווידואליים בשם קרן הנאמנות. הוא גובה את המשכנתא החודשית ומעביר את הקבלות לשרת ראשי (the Master Servicer) או לנאמן. כאשר הלוואה אינה נפרעת במועדה, השרת נוקט צעדים על מנת לתקן את האיחור בפירעון. צעדים אלה עשויים לכלול גם את הליכי מימוש הנכס אם ההלוואה אינה נפרעת, ובתוך כך ליטול את הבעלות בנכס (Real Estate Owned - REO). בשלב הזה, השרת אחראי על מכירת ה-REO ועל העברת התמורה הנזילה לשרת הראשי.

מבנה ה-RMBS והגדרת האשראי

ה-RMBS הינם למעשה תעודות המגובות בקבוצה אחת או יותר של הלוואות המגבשות תעודת איגוח אחת. תזרים התשלומים המבוצע למשקיעים ב-RMBS לאורך זמן, כולל את תשלום הקרן וכן את הריבית בגין האג"ח. סכומים אלה נפרעים כלפי המשקיעים מפירעון ההלוואות של הלוויים בתוך ה-SLG. התעריף של הריבית המשולמת למשקיעים ב-RMBS, נקרא "the Coupon Rate".

פרופיל האשראי של RMBS עשוי לזכות במקצה שיפורים באמצעות מאפייני אשראי מוגברים (credit enhancement features). מאפיינים אלה חשובים ומהותיים לחברות דירוג אשראי, ובפרט למכשירים פיננסיים מסוג RMBS המגובים בהלוואות סאב-פריים ובהלוואות Alt-A. מאפייני אשראי מוגברים נועדו להגן מפני הפסדים של משקיעים בהקשר של תעודות יקרות יותר הנושאות סיכון נמוך יותר והמדורגות כתעודות בדרגה גבוהה יותר. מאפייני אשראי מוגברים יכולים להיות חיצוניים או פנימיים. מאפיינים חיצוניים עשויים לכלול ביטוח אג"ח או ערבויות פיננסיות, ומאפיינים פנימיים עשויים לכלול מדרגי נחיתות (subordination tranches) ואיגוח מוגבר (overcollateralization).

מדרגי נחיתות - בהקשרו כאן, מדרג הנחיתות מתייחס למבנה שבו כל קבוצה או tranche נושאים זכאות שונה לקבלת תזרימי מזומנים או לנשיאה בסיכונים. לפיכך, סיכוני האשראי במאגר ההלוואות, מפוזרים באופן שונה בין מחזיקי התעודות השונות, כאשר בדרך כלל, מחזיקי התעודות הבכירות (Senior Certificates) זכאים לפירעון ראשוני של החוב כלפיהם, ורק לאחר שאלה קיבלו את התשלום, זכאים מחזיקי התעודות המשניות בדרגתם, לקבלת תשלום. להליך זה קוראים "filled up", כלומר רק לאחר שהתשלומים למחזיקי התעודות הבכירות "התמלאו", הנאמן מבצע תשלומים למחזיקי התעודות המשניות בדרגתם. אירוע זה נקרא גם "waterfall", משום שהתשלומים מבוצעים בצורה של מפל מים. משום שמחזיקי התעודות הבכירות נושאים בסיכון נמוך יותר, דירוג האשראי שלהם גבוה יותר, ורווחיהם מריבית נמוכים יותר. בשנים 2005-2007, ה-RMBS מהמדרגים הנחותים, קרי אלה שגובו בהלוואות סאב-פריים, נבנו לספוג הפסד מלא הנע בין 20% ל-30% מהבטוחה. באג"חים מסוג Alt-A, המדרגים הנחותים נבנו להגן מפני הפסד בשיעור הנע בין 5% ל-10%.

איגוח מוגבר - אירוע המתאר מצב שבו איזון מלא של הלוואות המשכנתא שאוגחה (securitizations), עולה על איזון מלא של הלוואות משכנתא שעל בסיסה הונפקה התעודה. מצב זה יוצר בטוחה הגוברת על גובה החוב ומבודדת את התעודה מכלל הפסד.

הבטחת דירוג אשראי

דירוג האשראי לניירות ערך משקף את סיכוני האשראי המוטלים על מי שמחזיק בנייר הערך. דירוג אשראי גבוה יותר משקף נייר ערך בר-סיכון נמוך יותר. תעודות בכירות מדורגות בדרך כלל AAA, המהווה את הדירוג הגבוה ביותר. תעודות בדרגה נמוכה יותר נושאות בדרך כלל, דירוג אשראי נמוך יותר. הואיל ודירוג AAA משקף את אותו סיכון אשראי, בין אם נייר הערך מגובה בהלוואות פריים ובין אם נייר הערך מגובה בהלוואות ללא פריים, RMBS מגובי הלוואות non-prime מצריכים באופן אינהרנטי, אשראי מוגדל על מנת להגיע לדירוג של AAA.

שלוש חברות דירוג אשראי היו מעורבות בדירוגם של ה-RMBS - S&P, Moody's ו-Fitch. הספונסר, המפקיד או החתם דאגו לספק לחברות דירוג האשראי מידע, על מנת שהן תוכלנה להעריך את הסיכון שבמאגר ההלוואות ולהנפיק דירוגי אשראי עבור התעודות. מידע זה הוחזק על גבי ה-loan tapes. חשוב לציין, כי לחברות דירוג האשראי לא הייתה כל גישה למסמכי ההלוואות עצמם, ולפיכך, כאמור, על מנת לדרג את האשראי של אג"חים אלה, הן הסתמכו רבות על המידע שב-loan tapes וכן על הקווים המנחים של החתמים.

הלוואות Scratch and Dent (הלוואות פגומות)

RMBS הינם ניירות ערך שטיבם האמיתי נגזר ביחס ישיר לטיב ההלוואות שבהן גובו. הלוואות שהלווים לא עמדו בפירעון, או שחסרו להן מסמכים המשקפים נתונים חשובים וכיוצ"ב, כונו הלוואות "Scratch and Dent" (הלוואות פגומות). על מנת להשיג דירוג AAA, דרשו חברות דירוג האשראי להגביר את האיגוח המוגבר, בפרט לגבי ההלוואות הפגומות. כאשר ניירות הערך המאוגחים כללו הלוואות פגומות, הדבר צוין במסמכי ההנפקה.

דינמיקת שוק ה-RMBS

בתקופה שבין שנת 2005 לשלהי שנת 2007, הביקוש וההיצע של RMBS עלו באופן משמעותי, ובהתאם לכך, התחרות בין ספונסרים שונים של RMBS הייתה אינטנסיבית. על מנת לתפקד, שוק האיגוח (RMBS) נדרש לשיתוף פעולה מלא בכל הרבדים. כך למשל, המשתתפים היו מעורבים באופן מאוזן בהליכים השונים של האיגוח - הספונסר, החתם, המפקיד וכיוצ"ב היו לעיתים רבות, בבחינת חברות קשורות. משמעות הדבר הייתה, כי פעמים רבות, מי שכיהן כספונסר, חתם ומפקיד, היה לעיתים אותו האיש.

שבע איגרות החוב שהנפיקה נומורה

בית המשפט סקר בהרחבה את העובדות ואת איגרות החוב שהוקמו על בסיס ההלוואות שניטלו. בקצרה, עסקין בשבע איגרות חוב שהונפקו על בסיס מסמכי תשקיף אשר גובו בלמעלה מ-32,000 הלוואות, מתוכן 15,806 הלוואות נכללו במסגרת קבוצות התמיכה להלוואות (SLG) אשר תמכו בשבע איגרות החוב. מרבית מההלוואות שגיבו את התעודות, ניטלו חודשים רבים לפני איגוחן (בקירוב, בין שלושה לארבעה חודשים). כל תעודה הועמדה כתעודה בכירה (senior certificates), וזאת על מנת למנוע הפסדים פוטנציאליים. בין היתר, כל תעודה זכתה להגנות שבין חמישה לשבעה מדרגי נחיתות, כלומר, תעודות אלו זכו להגנה בסך כ-220 מיליון דולר לפני שמחזיקי האג"ח היו נדרשים לספוג הפסדים כלשהם.

בדיקות נאותות (Due Diligence)

נומורה נכנסה לשוק האיגוח בשלבים מאוחרים יחסית, באביב של 2005, ויצאה משוק זה כשהוא החל לצנוח במהלך שנת 2007. מחלקת המסחר של נומורה רכשה 16,000 הלוואות, אשר גיבו את שבע איגרות החוב שנרכשו על ידי פאני מיי ופרדי מאק.

במסגרת רכישות אלו, ביצעה נומורה בדיקות נאותות של ההלוואות שבמאגר. קבוצת העובדים בנומורה שערכה את בדיקות הנאותות, הייתה קבוצה קטנה אשר הייתה מעורבת ביתר פעולות החברה, עובדה שפגמה ביכולתה לבצע בדיקות נאותות באופן הולם ועצמאי. כמו כן, נומורה מעולם לא כתבה או הנחילה דרכים ונהלים סדורים לביצוע של בדיקות

הנאותות בחברה, וקבוצת בדיקת הנאותות הייתה כפופה למחלקת ההשקעות אשר קיבלה את ההחלטות האופרטיביות ביחס להשקעות החברה. ההחלטות שהתקבלו על ידי קבוצת בדיקת הנאותות, בוצעו תוך שימת דגש על חיסכון ועל טובת מוכרי ההלוואות. באופן תדיר, נומורה נהגה לרכוש הלוואות פגומות, ולא ביצעה הערכת שווי כראוי לגביהן. נומורה אף לא המשיכה לעקוב ולבחון את עמידת נוטליהן בתנאי ההלוואות, מרגע שאותן ההלוואות נבחרו לגבות את איגרות החוב שהוציאה. תוצאות בדיקות הנאותות לא קיבלו כל ביטוי במסמכי תיאור ההלוואות, כפי שהיה צפוי שיתבצע על ידי נומורה.

חברת RBS אשר שימשה כחתם ראשי, אף היא לא ערכה בדיקות נאותות מקיפות יותר מזו שערכה נומורה. למעשה, RBS הסתמכה כמעט באופן מלא על בדיקות הנאותות של נומורה. בית המשפט סקר בהרחבה את פעולות הדיו-דיליג'נס של נומורה; את היעדר ההתייחסות הראויה להערכות שבוצעו, אם כבר בוצעו; את חוזקן של ההלוואות ככס; ואת התעלמותה הבוטה של נומורה מ"הדגלים האדומים" שהתנוססו באופן מפורש על ההלוואות שבחרה לאגח.

נומורה איגדה ואיגחה יחדיו את ההלוואות שרכשה לצורך מכירתן למשקיעים. מחלקת ההשקעות של נומורה ליקטה הלוואות שנרשמו בספריה, ובאמצעות תוכנת מחשב, ביצעה הערכה מה יהיה הדירוג של אותן איגרות חוב. קבוצת בדיקת הנאותות של החברה לא הייתה שותפה להחלטות ולקטלוגים אלה שביצעה מחלקת ההשקעות של נומורה.

מחלקת ההשקעות של נומורה הייתה גם האחראית על קבלת דירוגי האשראי משלוש חברות דירוג האשראי העיקריות. במסגרת זו, נשלחו לחברות דירוג האשראי loan tapes שכללו נתונים שונים כדי שחברות דירוג האשראי ינתחו אותם. חברות דירוג האשראי ערכו את חקירותיהן ותוך כדי הליך זה, ביקשו מנומורה לבצע מספר התאמות, על מנת שיהיה ניתן ליתן לניירות הערך דירוג AAA.

חברת RBS שימשה כאמור, כחתם העיקרי לשלוש מתוך שבע איגרות החוב של נומורה וכן כחתם מוביל במשותף לאיגרת החוב הרביעית. משום ש-RBS לא רכשה את ההלוואות ישירות מהמלווים המקוריים, הזמן היחיד שבו עלה בידיה לבצע בדיקות נאותות להלוואות, היה בשלב שבו הצטרפה כחתם להנפקה. בפועל, RBS לא ביצעה כל בדיקת נאותות ראויה, גם בשלב זה.

הדינים החלים על RMBS ותכליתם הנגזרת, בין היתר, מן ההשוואה למשבר הכלכלי משנת 1929

איגרות החוב נשוא פרשת **נומורה**, הונפקו באמצעות מסמכי הנפקה. על כן, בית המשפט פסק, כי מסמכים אלה כפופים לדיני הגילוי והשקיפות הקבועים בחוק ניירות ערך משנת 1933.

בהתייחסו לתכלית חוק ניירות ערך משנת 1933 ביחס להליכי האיגוח, בית המשפט בפרשת **נומורה** הסביר ופרט, כי החוק הוא תולדה ותוצר של המסקנות שהוסקו לאחר קריסת הבורסה בשנת 1929, משבר פיננסי שעצם קרותו, ובוודאי שמימדיו, לא נצפו מראש. לאחר קריסת הבורסה ובשנים של שפל כלכלי עמוק, נחקק חוק זה מתוך מטרה לעצור ולמנוע ניצול והסתרת פרטים אשר בפועל, איפשרו ליצירת הבועה שהתנפצה בשנת 1929. החוק ביקש למנוע מקרי ניצול נוספים של הציבור ולמנוע את מכירתם של ניירות ערך ריקים מתוכן, נטולי כל ערך וכיוצ"ב, בדרכי תרמית ובמצגים כוזבים. הקונגרס חוקק את החוק והציב תנאים שלא היה להם זכר בהיסטוריה, על מנת להבטיח קבלתו של מידע הולם ואמיתי לציבור המשקיעים. הקונגרס היה בעמדה, כי מידע וזהירות יהיו הפרמטרים שעל בסיסם יקום שוק הון ראוי.

חוק ניירות ערך מבקש לספק למשקיעים גילוי מלא של מידע מהותי בהקשר של הנפקות של ניירות ערך לציבור, להגן על ציבור המשקיעים מפני תרמית ולקדם התנהלות מסחרית אתית והוגנת. כמו כן, חוק ניירות ערך מבקש להגן על ציבור המשקיעים על ידי הצבת דרישת פרסומם של פרטים מהותיים שנראה, כי הם חיוניים לציבור על מנת לקבל החלטות השקעה שקולה בהקשר של מסחר בניירות ערך. במסגרת זו, הטיל הקונגרס נטל רב ומשמעותי על צדדים בעלי נגישות קלה ואף שליטה על מידע הקשור לניירות הערך, קרי אלה שהציעו את מכירתם.

ההיסטוריה שקדמה לחקיקת סעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך, ביקשה להדגיש את אחריותם של שחקנים משמעותיים בשוק אשר היו עתידים לשאת בנטל אישי כבד, ובפרט מי שחתם על מסמכי הרישום, החתמים, הדירקטורים שחתמו על ההנפקה, רואי החשבון, מהנדסים, המעריכים והשומאים וכן אנשי מקצוע נוספים אשר ערכו ונתנו תוקף לתשקיף. כל אלה כאמור, היו עתידים לשאת באחריות אישית כלפי רוכש נייר הערך, לא רק כאשר לא עלה בידיהם להוכיח, כי לא ידעו על הפגם שבמידע שהוצע לציבור, אלא גם כאשר לא עלה בידיהם להוכיח את השימוש במידת הזהירות הנדרשת (due care). עניין זה מטיל על המנפיקים המקוריים של ניירות הערך, לא רק את החובה לעמוד בכישורים הנדרשים, אלא אף את החובה להיות תם (innocence). הקונגרס הצהיר מפורשות, כי הטלת אחריות אישית רבה ומשמעותית הינה הכרחית לשמירה על יושרו של שוק ההון.

חוק המסחר בניירות ערך וסעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך

הזכות לאכיפה פרטית על פי חוק ניירות הערך, נועדה להבטיח את עמידתם של שחקני השוק בחובת הגילוי על ידי הטלת אחריות וחובות אישיות כבדות כלפי כל מי שנטל חלק פעיל בהנפקה הראשונית והמקורית של ניירות הערך. באמצעות סעיפים 11 ו-12(a)(2) לחוק ניירות ערך, החוק מבטיח לרוכשים של ניירות ערך רשומים, הגנה על ידי הטלת אחריות קפדנית בגין אי-גילוי מלא ונאות של פרט מהותי או הסתרתו של פרט כזה, במסמכי הרישום המוגשים לרשות לניירות ערך, לרבות מידע המופיע בתשקיף.

התרמית שבפרשת נומורה

בפרשת **נומורה**, נדרשה התובעת (Federal Housing Finance Agency) להראות ולהוכיח באמצעות ראיות, את קיומו של פרט מהותי מטעה וכוזב או את אי-גילוי של פרט מהותי, כקבוע בסעיפים 11 ו-12(a)(2) לחוק ניירות ערך. במסגרת הסעיפים הללו, אין דרישה להוכחה של יסוד נפשי (scienter), הסתמכות (reliance) או קשר סיבתי (loss causation).

במקרה דנן, התובעת ביקשה להטיל חבות על שני מפקידים (depositors) - NAAC ו-NHELI, ועימם גם שני חתמים - נומורה ו-RBS - כמוכרים על פי דין (statutory sellers).

חוק ניירות ערך קובע, כי מוכר על פי דין, לפי סעיף 12(a)(2) לחוק, הוא מי שביצע את אחת מהפעולות הבאות:

(א) העביר קניין או אינטרס בר-העברה אחר בנייר הערך לרוכש בתמורה; או

(ב) שידל בהצלחה את הרכישה של נייר ערך, תוך שהוא מונע, ולו באופן חלקי בלבד, מרצונו להשיג רווחים כלכליים או להשיג רווחים כלכליים לבעל נייר הערך. בית המשפט פסק זה מכבר, כי ניתן לראות במפקיד כמוכר לצורכי סעיף זה.

חוק ניירות ערך אף מגדיר מיהו חתם. על פי החוק, חתם הינו כל אדם אשר רכש ממנפיק מתוך מטרה למכור עבור המנפיק, או נטל חלק מהתחייבויות המנפיק בעת המכירה, או נטל חלק כחתם של התחייבות כזו. התביעה הייתה בעמדה, כי נומורה ו-RBS שידלו את פרדי מאק ואת פאני מיי לרכוש את התעודות, בין היתר, על ידי כך שסיפקו להן מידע במסגרת ליווי ההנפקה כחתמים.

מצגים מהותיים כוזבים לפי סעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך משנת 1933

על מנת להצליח בתביעה שעילתה מצג כוזב ואי-גילוי נאות לפי סעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך, על התביעה להראות: (א) קיומו של מצג כוזב

או מטעה או הסתרתו של פרט כזה; (ב) מהותיות של הפרט הכוזב או של הפרט שהוסתר.

לעמדת התביעה, כל תשקיף שהונפק, כלל בתוכו פרטים מהותיים כוזבים או הסתרה של פרטים מהותיים הקשורים ל: (א) עמידת המנפיקה בקווים המנחים של החתמים; (ב) יחס LTV (loan-to-value), קרי היחס שבין ההלוואה ובין הנכס שכנגדו הוענקה ההלוואה; (ג) פרטי נוטלי ההלוואות (מצבו התעסוקתי בפרט); וכן (ד) דירוג אשראי.

כזיבות (falsity)

בית המשפט בפרשת **נומורה** ציין, כי התשובה לשאלה אם מצג הוא כוזב ומטעה, תלויה בתפיסתו של המשקיע הסביר. בדומה לבדיקה של מהותיותו של הפרט, בדיקת הכזיבות היא בדיקה אובייקטיבית.⁹ הקביעה, כי פרט שנמסר לציבור בתשקיף או במסמך אחר הינו כוזב, תיבחן באמצעות קריאת המסמך כולו כמכלול.¹⁰

נפסק, כי בתי המשפט בוחנים, האם הגילויים והמצגים יחדיו, ובתוך הקשרם, עלולים להטעות משקיע סביר בקשר לטבעם האמיתי של ניירות הערך. האמת הליטרלית של הצהרה מבודדת אינה מספיקה. לפיכך, כאשר משתתף בהנפקה מוסר הצהרה או גילוי בקשר לנושא מסוים, בין אם באופן וולונטרי או בין אם משום שהוא נדרש לכך, על המצג להיות מלא ומדויק.¹¹

על אף שסעיף 12(a)(2) לחוק אוסר על מסירת מצגים כוזבים של עובדה, הצהרות כוזבות של עמדה או של אמונה עשויות אף הן, להקים חבות ואחריות לפי סעיף זה, בשני אופנים לפחות:

ראשית, כל הצהרה כזו טומנת בחובה עובדה אחת לפחות - כי הדובר האמין שהוא דובר אמת.¹² על כן, עמדת דעה יכולה להגיע לכדי מצג שווא ביחס לעובדה, אם הדובר אינו מאמין במה שהוא מוסר, כלומר אם ההצהרה מתארת באופן כוזב את מצבו הנפשי של מוסרה. ערכאת הערעור השנייה זיהתה זאת כבסיס לקביעת אחריותו וחבותו של מוסר הודעה, גם כשההודעה שנמסרה היתה בבחינת הבעת עמדה לפי סעיף 12(a)(2) לחוק. במקרים אלה, התובע יידרש להוכיח, הן את היות ההצהרה הכוזבת באופן

9. *Omnicare, Inc. ET AL v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund ET AL.*, 23.3.2015 No. 13-435, פורסם באתר GCL – Global Comparative Law (להלן: "הלכת *Omnicare*").
10. *In Re Proshares Trust Securities Litigation, Mark Karasick and others. V. Proshares Trust and others*, Docket No. 12-3981, 22.7.2013, פורסם באתר GCL – Global Comparative Law.
11. *Vaughn Leroy Meyer and others and Macro Peters and others v. JinkoSolar Holdings Co., Ltd and others*, Docket No. 13-616-cv, 31.7.2014, פורסם באתר GCL – Global Comparative Law.
12. ראו הלכת *Omnicare*, ה"ש 9 לעיל.

אובייקטיבי והן את אי-אמונתו של נותנה באמיתות ההצהרה אותה מסר. תוך יישום עיקרון זה בפרשת **נומורה**, הבהיר בית המשפט, כי בהתייחס למצגים שנמסרו בהקשר ליחס LTV ולשימוש בהערכות שמאים ומעריכים, ניתן לגזור את שלושת הממצאים הבאים: הערך המקורי של ההלוואה נגזר מהערכות השמאים; ה-LTV אשר נגזר מאותה הערכה, היה מנופח (קרי, כוזב באופן אובייקטיבי); והמערך עצמו לא האמין לערך ההערכה שנתן, כי הינו מדויק או נכון (קרי, כוזב באופן סובייקטיבי).

שנית, פרשת **Omnicare**¹³ שהינה הלכה חדשה (מרץ 2015) של בית המשפט העליון בארצות-הברית, התפרסמה בעת שתביעה זו התבררה. כפי שצויין לעיל, חברת **Omnicare** אישרה את ההלכה, לפיה הבעת עמדה לציבור עלולה להגיע לכדי מסירה של מצג עובדתי כוזב, אם מוסרה אינו מאמין באמיתות ההצהרה אותה הוא מוסר. ואולם, הלכת **Omnicare** אף הבהירה, כי ישנה דרך נוספת שבה הצהרה או אמונה או הבעת עמדה יכולה להקים חבות ואחריות לפי סעיף 12(a)(2) לחוק, וזאת על בסיס האיסור להעלים פרט מהותי (omission).

מהותיות

התובעת נושאת בנטל להוכיח את מהותיות הפרט המטעה או הכוזב. על מנת שפרט כוזב או פרט שהוסתר ייחשב לפרט מהותי, חייבת להיות סבירות משמעותית (substantial likelihood), כי גילוי מלא ונאות היה מתקבל על ידי המשקיע הסביר כבעל השפעה מהותית על מכלול המידעים שהוצגו על ידי החברה. תערובת המידעים המלאה הרלוונטית לשאלת המהותיות, עשויה לכלול גם מידע אשר כבר חשוף וגלוי לציבור. המבחן, האם הצהרה היא מטעה באופן מהותי לפי סעיף 12(a)(2) לחוק ניירות ערך, הוא בשאלה, האם במצגים כמכלול, יש כדי להטעות משקיע סביר.

מהותיות נבחנת לאור הנסיבות הקיימות במועד מסירת ההצהרה המטעה. פרט מהותי אינו צריך להיות בבחינת פרט חשוב מספיק, שיש בו כדי להשפיע על החלטתו של המשקיע הסביר, אלא על הפרט להיות חשוב מספיק באופן שניתן לשער לגביו, כי הוא בעל השפעה על המשקיע הסביר בעת שהמשקיע שוקל, האם לרכוש את נייר הערך או למכור אותו.

שאלת המהותיות היא שאלה שבאופן אינהרנטי, קשורה לממצאים עובדתיים המתגבשים לאחר שהתובע טוען להצהרה או להסתרה של פרט מהותי, שמשקיע סביר היה רואה בו פרט משמעותי לקבלת ההחלטה, האם לרכוש את נייר הערך. בהקשר של פרשת **נומורה**, נפסק כי מהותיות הינה סטנדרט אובייקטיבי הנקבע על ידי סוחר ה-PLS (מכשירים פיננסיים המנוהלים על ידי גופים פרטיים, ולא על ידי סוכני ממשל),

כלומר הציבור שהשקיע במכשירים אלה. מבחינה זו, סוחרים דוגמת פרדי מאק ופאני מיי אינם בבחינת "משקיע סביר".

בעת בירור תביעה בעילת תרמית בניירות ערך עקב מצג שווא ואי-גילוי נאות, בית המשפט נדרש לבחון מרכיבים של כמות ושל איכות, בהעריכו האם פרט מסויים היה מהותי, ושיקולים אלה נלקחים בחשבון באופן אינטגרטיבי. ערכאת הערעורים השנייה (Second Circuit) דחתה שוב ושוב, ניסיונות לקבוע נוסחה אחידה לקביעה של מהותיות הפרט שנטען לגביו, כי היה מטעה או כוזב, אולם מצאה לנכון להכיר במידה מסויימת, בהמלצותיה של הרשות לניירות ערך, כפי שפורסמו באחת מהנחיותיה, לשימוש באחוזים. כך למשל, מידע המדורג כ-5%, עשוי להקים הנחה ראשונית בלבד של מהותיות, אולם בכל מקרה, נפסק כי שיטת האחוזים אינה יכולה להוות תחליף של ניתוח מכלול הפרמטרים הרלוונטיים לקביעה של מהותיות הפרט.

במקרה דנן, על פי התשקיפים שהונפקו במסגרת הנפקת איגרות החוב, נמסר לציבור כי לא צפויים שינויים מהותיים בתנאי ה-SLG, ובפרט לא צפויים שינויים מהותיים אשר בהתאם להנחיות הרשות לניירות ערך, מתייחסים לשינוי של 5% או יותר ממאגר ההלוואות. עוד נמסר, כי אם וכאשר שינויים אלה יתרחשו - הרי שהם יימסרו וידווחו לציבור המשקיעים. בהמשך להנחיותיה של הרשות לניירות ערך ביחס לניירות ערך מגובים (AB - asset backed), נתונים מהותיים של מאפייני מאגר ההלוואות של RMBS כוללים יחס LTV ותנאי תעסוקתם של המלווים. נתונים אלה מצריכים גילוי מפורט בקשר לכל סטייה מהמידע המקורי שנמסר, לרבות סטייה מהנחיות החתמים. כפי שערכאת הערעור הסבירה זה מכבר בקונטקסט אחר, מידע זה נדרש לגילוי לפי חוקי ניירות ערך. אין בקביעה זו כדי לקבוע, כי נתונים אלה הינם מהותיים per-se, אולם יש בה כדי להוות ראיה למהותיות שלהם.

לגופו של עניין, ובתום ניתוח מעמיק של הראיות שהובאו, בית המשפט בפרשת **נומורה** פסק, כי המצגים בתשקיפים ובמסמכים הנלווים להם, בקשר ל-LTV ובשאלת עמידתן של ההלוואות בדרישות הקווים המנחים של החתמים, היו מצגים מהותיים וכוזבים כאחד.

לגופו של עניין נומורה

בית המשפט סקר בהרחבה את טענות התביעה בדבר מצגים כוזבים שהוצגו על ידי הנתבעים, ואת טענות ההגנה כנגדם שנטענו על ידי הנתבעים. כמו כן, בית המשפט בחן את התנהלותן של חברות דירוג האשראי ואת הסתמכותן על הנתונים שנמסרו להן על ידי השחקנים השונים. בית המשפט אף בחן את מהותיות המצגים, את דרגת בדיקת הנאותות שבוצעה וכיוצ"ב. לבסוף, בית המשפט בחן את מידת ההסתמכות של חברות ה-GSE (פאני מיי ופרדי מאק) על דירוגי האשראי,

במסגרת טענות ההגנה שנטענו על ידי הנתבעים. בית המשפט היה בעמדה, כי המצגים שהוצגו אכן היו מהותיים, ולא שיקפו נאמנה את ניירות הערך שנמכרו. נפסק כי המנפיקה הציגה מצגים כוזבים ביחס לפרטים מהותיים של ניירות הערך אותם הנפיקה לציבור.

אחריות אישית של גורמי שליטה בנומורה (Control Person Liability)

בפרשת **נומורה**, התובעת טענה, כי יש לקבוע את אחריותם של אנשי מפתח ושל אנשים בעמדות שליטה אשר פיקחו בפועל, על ניירות הערך שהנפיקה נומורה. עסקינן בטענות בגין ניצול לרעה של שליטה בתאגיד.

סעיף 15 לחוק ניירות ערך, קובע את אחריותם של גורמי השליטה, לעבירות בניירות ערך שמבצעת חברה. לצד קביעת האחריות, קיימת גם הגנה לטובת גורם השליטה מפני נשיאה באחריות מכוח שליטתו, וזאת במקרה שגורם השליטה מוכיח, כי לא ידע כי נעשה שימוש במעמדו זה, לצורך ביצוע העבירה. על מנת לבסס אחריות כזו לפי סעיף 15 לחוק ניירות ערך, על התובע להראות הפרה של החוק וכן שליטה של הנתבעים על פעולות המפר. סעיף 15 לחוק ניירות ערך קובע את אחריותו של בעל השליטה על הפרות שמתבצעות באמצעות ניצול שליטתו. סעיף זה, בצירוף ההגנה האינהרנטית שבסעיף, מקים לבעל השליטה יסוד נפשי של רשלנות, על מנת שיחוב על פי הסעיף.

חוק ניירות ערך נועד להבטיח, כי המשקיעים יקבלו מידע מלא, כן ומדויק. מטרה זו מושגת, בין היתר, על ידי אכיפת אחריות וחבות על שחקנים מהותיים בשוק. שחקנים אלה כוללים את: הפרטים החותמים על הצהרות הרישום, החתמים, הדירקטורים של המנפיקה, רואי החשבון, המהנדסים של ההנפקה, השמאים והמעריכים וכן אנשי מקצוע נוספים אשר נותנים תוקף לתשקיף ולמצגים שבו. דיני ניירות הערך הפדרליים עוגנו במטרה להבטיח את יישומם של חובות הגילוי הנאות, על ידי קביעת אחריות וחבות נוקשות על המשתתפים הנוטלים חלק פעיל בהנפקות, תוך הטלת חובות גילוי נאות על דירקטורים ועל נושאי המשרה בחברה.

שליטה

סעיף 15 לחוק ניירות ערך משנת 1933, קובע טענת הגנה, לפיה בעל השליטה יכול להראות, כי לא ידע ולא היה לו יסוד סביר לחשוד, כי בגין פעולה שהוא מבצע, הוא עלול להיות מוחזק כמי שמנצל לרעה את כוח השליטה שבידו.¹⁴ תפקידו של בית המשפט הוא לבחון, האם לבעל

14. המונחים "שליטה" או "בעל שליטה" שבסעיף 15 לחוק ניירות ערך, לא הוגדרו על ידי המחוקק בסעיף 15 האמור, ואף לא בסעיף 20 המקביל לו בחוק המסחר בניירות ערך משנת 1934. ההיסטוריה החקיקתית

השליטה היה יסוד סביר להאמין (reasonable ground to believe), כי מתבצעת הפעולה האסורה. אין מדובר בנקיטת מדיניות של עיוורון וחירשות (see-no-evil, hear-no-evil), אלא בדרישה שעל בעל השליטה להביא ראיות, וזאת בעיקר באמצעות הפרמטרים של מעמדו של הגוף השולט ופעולות שבוצעו בשם התאגיד הנשלט.

בפרשת נומורה, התביעה ביקשה להטיל אחריות של בעל שליטה על NHA, NCCI (חברות מקבוצת נתבעי נומורה) וכן על מספר נתבעים אינדיווידואליים. שתי החברות הנתבעות הללו היו למעשה, חברות ריקות שלא היו להן עובדים משל עצמן, וכל תכליתן הייתה להפעיל את מחלקת ה-RMBS של נומורה. למעשה, תפקידן העיקרי היה לשמש כמפקידים (depositors) בהליך האיגוח, לרבות אותם שבעה אג"חים נשוא תביעה זו. לגופו של עניין, בית המשפט מצא, כי נתבעים אלה, אשר כנגדם נטענה שליטה אפקטיבית ושליטה בפועל, לא השכילו להוכיח את ההגנה הקיימת להם, לפי סעיף 15 כאמור לעיל.

נזק

סעיף 12 לחוק ניירות ערך קובע נוסחה ברורה של קביעת פיצוי השבת המחיר של ניירות הערך שנרכשו, לרבות ריבית, ובקיזוז סכומי הכנסות, ככל שכאלה התקבלו מניירות הערך, או לחלופין פיצוי בגין נזקים, אם התובע כבר אינו מחזיק בניירות הערך.

קשר סיבתי (loss causation) וניתוקו (defense of negative loss causation)

של חוקים אלה מצביעה על כך, שההשמטה או הלאקונה שבמתן הגדרה למונחים אלה, הייתה מכוונת. כוונת המחוקק הייתה, כי המונח "שליטה" יכלול, הן שליטה מכוח החזקה בשיעורי החזקות גבוהים בהון, והן שליטה בפועל, קרי שליטה אפקטיבית. השמטתה של הגדרה קונקלוסיבית נועדה שלא לכבול את בית המשפט בקביעה מיהו בעל שליטה, לנוכח המצבים והאפשרויות הרבים לבסס שליטה אפקטיבית בתאגיד. בין היתר, הוכרו זה מכבר, שליטה ושליטה אפקטיבית באמצעות החזקות מניות, שכירות, הסכמים ומכוח דיני שליחות. כמו כן, ידוע הוא, כי שליטה עשויה להתקיים גם כאשר המחזיק בניירות ערך אינו מחזיק בשיעורים גבוהים בתאגיד, ובוודאי שלא בשיעורי שליטה, וזאת בשילובם של מרכיבים נוספים אשר ביססו את שליטתו. בעוד שהקונגרס לא קבע ועיגן את המונח "שליטה" בדיני ניירות הערך, בין במישרין ובין בעקיפין, הציעה הרשות לניירות ערך (SEC) הגדרה משלה, המיושמת רבות גם על חוק ניירות ערך ועל חוק המסחר בניירות ערך. על פי הרשות, "המונח שליטה לרבות אמצעי שליטה, משמעו גם האחזקה, במישרין או בעקיפין, של הכוח לכוון או לגרום להכוונת הניהול והמדיניות של אדם, בין בדרך של בעלות על ניירות ערך המקנים זכויות הצבעה, בין מכוח חוזה או בכל אמצעי אחר". ערכאת הערעורים השנייה (Second Circuit) אימצה את הגדרת הרשות ופסקה, כי "שליטה" מכוח סעיף 15 לחוק, היא הכוח לכוון או לגרום להכוונת הניהול והמדיניות של אדם, בין בדרך של בעלות על ניירות ערך המקנים זכויות הצבעה, ובין מכוח חוזה או בכל אמצעי אחר. עם זאת, מלבד ההגדרה, בית המשפט נוהג להתייחס למספר פרמטרים הקשורים לשליטה, וביניהם: טבע הגוף הנשלט, מעמדו של הגוף השולט ופעולות שבוצעו בשם התאגיד הנשלט.

כטענת הגנה מפני האחריות הקבועה בסעיף 12 לחוק ניירות ערך, טענו הנתבעים להגנת קשר סיבתי שלילי (defense of negative loss causation). החוק קובע, כי אם אדם אשר מכר ניירות ערך או הציע אותם למכירה, מוכיח כי הנזק הנוטען והנתבע בתביעה נגדו, מתבסס על ערכים שאינם קשורים למצג כזה או אחר של התשקיף, אזי הסכום האמור, המתבסס על מרכיב אחר מלבד הצהרות התשקיף, לא ישולם לתובע. כלומר, החוק מאפשר לנתבעים לקזז את סכום הנזק שאינו נובע מהמצג הכוזב, עד למלוא הסכום המגיע מכוח סעיף 12(a)(2) לחוק, וכן מקים לנתבעים את הנטל להוכיח, כי היה זה פרמטר אחר אשר השפיע על התגבשות הנזק, ולא המצג הכוזב כביכול, הנוטען כלפיהם.

קשר סיבתי הוא הסיבה המקשרת בין הפעולה האסורה ובין הנזק הכלכלי שנגרם לתובע, והוא קשור בדיני הנזיקין. עקרונית, מצג כוזב הוא הגורם להפסדיו של משקיע, אם הסיכון שגרם להפסד היה במתחם הסיכון (the zone of risk) שהוסתר על ידי המצג הכוזב. מתחם הסיכון נקבע על ידי תכלית החקיקה של דיני ניירות ערך, המבקשת להבטיח, כי הרוכשים של ניירות ערך מקבלים את המוצר שהם חשבו שרכשו. על כן, על מנת להצליח בטענת ההגנה לפי סעיף 12 לחוק, על הנתבעים מוטל הנטל להראות ולהוכיח, כי הנזק הנוטען על ידי התביעה, נגרם מסיבות וממקורות אחרים ובמנותק ממה שנטען לגביו, כי היווה מצג כוזב.

בפרשת **נומורה**, טענו הנתבעים, כי מלוא הנזק הנוטען נגרם עקב קריסת השוק הפיננסי בשנת 2008. זו איננה הפעם הראשונה שבת המשפט בארצות הברית נתקלים בטענת הגנה כזו, אשר ביקשה לנתק את הקשר הסיבתי בין המצג הכוזב, לנזקי התובע. הגישה הרווחת לגבי טענת הגנה זו הינה, כי הנסיבות שהובילו לקריסת השוק, ואשר גרמו במישרין לנזק, נבעו למעשה, מהתנהלות הנתבעים עצמם, אף על פי שקשה לבסס קשר ספציפי בין הנתבעים בתיק ובין קריסת השוק בכללותו. בהתייחס עקרונית, לתביעות שעניינן משבר הסאב-פריים, פסק בית המשפט זה מכבר, כי יש להסתמך גם על הדוח הממשלתי של הוועדה שהוקמה על מנת לקבוע את הסיבות לקריסה הכלכלית, והיא זו שקישרה בין ההתנהלות המפוקפקת ונעדרת השקיפות של השחקנים השונים בשוק האגוח, ובין קריסת השוק בכללותו. במקרה דנן, הנתבעים לא עמדו בחובתם להוכיח, כי הייתה סיבה אחרת שגרמה לנזק, וממילא אין להסתפק בטענות ההגנה, כי יש להטיל את האשם לנזקים, בקריסה הכלכלית, בשעה שעל פי דו"ח הוועדה, הנתבעים ואחרים דוגמתם, נטלו בה חלק פעיל להיווצרותו של המשבר הפיננסי.

סופה של פרשת נומורה

82 שנה קודם לפסק דין זה, במהלך המשבר הכלכלי הגדול, חוקק הקונגרס את חוקי ניירות הערך, בתקווה כי גילוי מלא ונאות של מידע מהותי יבוצע כראוי, לטובת ציבור המשקיעים ולטובת איתנותו

ומהימנותו של שוק ההון בכללותו. כעת, לאחר המשבר הפיננסי, התובעת ביקשה ליישם עקרונות אלה של שמירה והגנה על דיני ניירות הערך בארצות-הברית, על ידי הטלת אחריות על השחקנים השונים בשוק איגוח המשכנתאות. נפסק, כי הנתבעים בפרשת **נומורה** נושאים למעשה, באחריות הישירה לאי-עמידת המוצר שייצרו בדרישות הדין ובחובות השקיפות הקבועות בדיני ניירות הערך האמריקאים. בפרשת **נומורה** בית המשפט פסק לטובת התובעת והורה לה להגיש נתונים לצורך חישובי הנזק בהתאם לעקרונות שפורטו בפסק דין זה.

ד. דיון שני - דירוג אשראי כוזב ומטעה של חברות דירוג האשראי

אחריותן של חברות דירוג האשראי - פרשת **Claude Reese**, פרשת **Moody's** ופרשת **Moody's**

הדיון בהקשרן של חברות דירוג האשראי הוא דיון מורכב. מחד, חברות דירוג האשראי לא היו בבחינת גורמים פעילים ביצירת האיגוח ובהפצת המכשירים הפיננסיים בשוק ההון. "תרומתן" של חברות דירוג האשראי באה לידי ביטוי בעיקר בכך, שהן העניקו סיוע משמעותי וממשי למצגים של המנפיקות ושל המשתתפים הנוספים בהליכי האיגוח, בדבר חוזקם, חסינותם וכדאיות ההשקעה במכשירים הפיננסיים, מצגים שהתבררו מאוחר יותר, ככוזבים. השאלה שנבחנה בפסקי הדין שנביא בפניכם הייתה, האם פעולותיהן אלו של חברות דירוג האשראי, התגבשו לכלל עבירה בדיני ניירות ערך, שבגינה יש להטיל אחריות על חברות דירוג האשראי?

דירוג אשראי של ניירות ערך משקף הליך שיפוטי מקצועי שמבצעת חברת דירוג אשראי, בקשר לסיכון האשראי הניטל מעצם האחזקה בנייר ערך.¹⁵ דירוג גבוה יותר משקף סיכון נמוך יותר, ולהיפך.

כך, בפרשת **נומורה**, הספונסר, המפקיד והחתם של ה-RMBS סיפקו את כלל המידע הנדרש לחברות דירוג האשראי, על מנת שהן תוכלנה להעריך את הסיכון הקיים במאגר ההלוואות ולקבוע דירוג אשראי ראוי לניירות הערך המונפקים. המידע הרלוונטי לדירוג האשראי היה מצוי על ה-loan tapes. מבין המידעים החשובים ביותר לחברות דירוג האשראי, היה הנתון שקבע את יחס ההלוואה לנכס, ה-LTV (loan-to-value ratio), ובפרט נתון ה-LTV הכולל, של ההלוואות אשר אוגדו בהקשר לנייר הערך המוצע.¹⁶ בפרשת **נומורה**, חברות דירוג האשראי היו בעמדה, כי יחס LTV היווה נתון מפתח לקביעה של שיעורי מימוש הנכסים המגבים את נייר הערך (foreclosure rates), וכי יחס של 80% היווה רף חיוני, הכרחי וקריטי. כך

15. ראו פרשת **נומורה**, ה"ש 4 לעיל.

16. שם.

למשל, על פי הקריטריונים של S&P לקביעת עסקאות סאב-פריים, הלוואות עם LTV הנע בין 80%-90%, היו עסקאות בעלות סיכוי של פי 1.5 להסתיים במימוש הנכסים (עיקול), בהשוואה להלוואות עם LTV נמוך מ-80%, והלוואות עם LTV הנע בין 95%-100%, היו בעלות סיכוי של פי 4.5 להסתיים בעיקול, ביחס להלוואות עם LTV נמוך מ-80%.

חברות דירוג האשראי אף ייחסו חשיבות רבה לסטטוס התעסוקה של נוטלי המשכנתא, משום שלווים נוטים לייחס חשיבות רבה יותר להסדרת תשלומים ולפירעון הלוואות שניטלו לצורכי הבטחת מקום מגוריהם העיקרי, על פני רכישות נדל"ן לצורכי השקעה, ומשום שנתון זה אף היה נתון חשוב למלווים המקוריים (the originators) ולהתחייבותם כלפי החתמים שלהם לעמוד בקווי ההנחיה שלהם, כערובה לכך שההלוואה היא עסקת הלוואה כדאית וטובה.

הדרישה להטלת אחריות בגין מצגים שהציגה S&P בדבר יכולותיה לבצע דירוג אשראי אמין - פרשת Claude Reese

בפרשת *Claude Reese*,¹⁷ בית המשפט הפדרלי בניו-יורק, נדרש לבחינת מצגי שווא של חברה שבוצעו באמצעות חברת דירוג האשראי Standard & Poor. אבקש להפנות את תשומת לב הקורא לעובדה, כי פרשה זו ניתנה בשנת 2013, לפני שבית המשפט העליון נתן את פסיקתו בפרשת *Omnicare*,¹⁸ אשר יצרה סדקים משמעותיים באחד מנמלי המבטחים הידועים שמהם נהנים אנשי פנים של חברה, עת הם מציגים מצגים כלפי הציבור.

תביעה זו, שעילתה תרמית בניירות ערך, הוגשה בשם קבוצת בעלי מניות לשעבר של חברת MCGRAW-HILL Companies, Inc. (להלן: "החברה"), כדי לזכות בסעד של השבה בגין נזקיהם אשר נגרמו כתוצאה ממצגי השווא כביכול, של החברה, אשר בוצעו בפועל על ידי חברת Standard & Poor (להלן: "S&P"). התביעה הוגשה כנגד החברה וכנגד שני נושאי המשרה בה, מר הארולד מק'גרו ומר רוברט באש, על פי סעיף 10(b) לחוק המסחר בניירות ערך משנת 1934, וכן כלל 10b-5 של הרשות לניירות ערך (SEC) מכוחו. כמו כן, התביעה הוגשה על בסיס הפרתו של סעיף 20 לחוק המסחר בניירות.

כאמור לעיל, עילות התביעה התבססו, רובן ככולן, על מצגי שווא שהציגה S&P בעת שהיא נדרשה להעריך את החברה. באופן ספציפי, התביעה תקפה את המצגים המתייחסים לגודל חשיפתה של החברה לניירות ערך

¹⁷ *Claude Reese and others v. The MCGRAW-HILL Companies, Inc. and others*, 08 Civ. 7202 (SHS), 2013.9.24, פורסם באתר GCL – Global Comparative Law (להלן: "פרשת Claude Reese"). הנושאים בתיק זה, נדונו במסגרת בקשה לדיון חוזר שהוגשה על ידי התובעים.

¹⁸ ראו הלכת *Omnicare*, ה"ש 9 לעיל.

מגובי משכנתאות (RMBS) וכן למכשירים פיננסיים מסוג CDO (collateralized debt obligations). על פי התביעה, S&P דירגה את המכשירים הפיננסיים הללו, ובעשותה כן, הונעה לא על ידי איכותן ודיוקן של ההערכות אותן נתנה, אלא הונעה מכוח הרווחים שהייתה עתידה להרוויח וכן מהצורך לשמר את מעמדה כחברה הפועלת בשוק התחרותי של דירוגי האשראי.

לגופו של עניין, בקשת התובעים נדחתה, אך לפני כן, בית המשפט הפשיל את שרוליו ודן בתביעה לעומקה. נפסק, כי המגיש את תביעתו בתרמית בניירות ערך לפי סעיף 10(b) וכלל 10b-5 מכוחו, חייב להוכיח את יסודות העבירה הכוללים: (א) מצג שווא מהותי (a material misrepresentation) או השמטה (omission) על ידי הנתבע; (ב) של מידע; (ג) קשר בין המצג הכוזב או המושמט ובין רכישת נייר הערך או מכירתו; (ד) הסתמכות על המצג הכוזב או ההשמטה; (ה) נזק כס (נזק כלכלי).¹⁹

דיוניו הקודמים של בית המשפט בפרשה זו, התמקדו בשני המרכיבים הראשונים של עבירת התרמית בניירות ערך, ונפסק כי התביעה לא עמדה בדרישות אלו. בבוחנו את הצהרותיה של S&P לגופן, קבע בית המשפט, כי הצהרות S&P באשר ליושרה ולעצמאות דירוגה, היוו הצהרות שניתנו במסגרת שיווקית (commercial puffery), והן אינן יכולות להוות בסיס לעילת תביעה מכוח סעיף 10(b) לחוק ניירות ערך. בהליך זה נפסק, כי גם אותן "ראיות חדשות" לכאורה, אינן מספיקות, וכי התביעה לא הצליחה להראות, איך הצהרות אלו הטעו את ציבור המשקיעים. בית המשפט בפרשת **Claude Reese**, היה בעמדה, כי תיאורים שהציגה S&P בקשר לטיב עבודתה, כגון: הצהרת החברה, כי היא מיישמת קריטריונים קשיחים וקבועים מראש; ההצהרה, כי ייתכן דיאלוג בין S&P ובין החברה נשוא ההערכה, בקשר לעיסקה במכשירים פיננסיים; או ההצהרה, כי S&P אימצה מודלים חדשים להערכה עקב הקשיים שהתעוררו בשוק הסאב-פריים - כל אלה לא התגבשו לכדי מצגי שווא מצד S&P.

פרשת **Claude Reese** אינה הדוגמה היחידה להיסוסו של בית המשפט להטיל אחריות ישירה על חברות דירוג האשראי, לביצוע מצגים כוזבים או לסיוע לחברות אותן דירגו בעבירה זו. בפועל, בית המשפט לא מצא, כי התקיימה עבירה של תרמית בניירות ערך על ידי חברת דירוג האשראי S&P. הליך זה, שהיה למעשה דיון בבקשה לבחינה מחודשת של החלטה שיפוטית שניתנה זה מכבר, לא הוליד את התוצאות המיוחלות. בית המשפט לא שוכנע, כי עליו לשנות מהכרעתו הקודמת, אשר לפיה

19. כבכל עבירות של תרמית, גם בעילה של תרמית בניירות ערך, על הטוען לתרמית לעמוד בסטנדרט של טיעון כנדרש בחוק הפדרלי. לפי סעיף 9(b) לחוק הפדרלי, על הטוען לתרמית, להתכבד ולפרט את פרטי העובדות המגבשות את התרמית הנטענת, ולאחר חקיקת האכיפה הפרטית בניירות ערך (Private Securities Litigation Reform Act of 1995 - PSLRA), צד הטוען לתרמית בניירות ערך חייב לציין "ברחל בתך הקטנה", כל אירוע ואירוע שלגביו נטען, כי גיבש תרמית בניירות ערך.

הצהרותיה של S&P לגבי יושרתה ועצמאותה כגוף מדרג, לא התגבשו לכדי מצג כוזב, ובוודאי לא הוכח, כי S&P דאגה להשיא את רווחיה שלה על חשבון יושרת הדירוג אותו היא נותנת.

הדרישה להטלת אחריות בגין מצגים שהציגה Moody's ביחס לטיב ולאמינות הערכים שעל בסיסם היא מעניקה דירוג אשראי - פרשת Moody's Corporation

באוגוסט 2013, בית המשפט הפדרלי בניו-יורק דחה על הסף תביעה שהוגשה כנגד חברת דירוג האשראי Moody's, בגין מעורבותה בשוק הסאב-פריים, ובגין הטענה בדבר מצגי השווא שהציגה כלפי המשקיעים, ביחס לערכים שעל בסיסם היא מעניקה דירוגי אשראי לחברות.²⁰

בית המשפט דן בתביעתם של מר צ'ארלס מק'קורלי ומר לוויס ווטסטיין, אשר השקיעו בקרן פנסיה Teamsters Local 282 Pension Trust Fund (להלן: "הקרן"). התביעה הוגשה נגד חברת Moody's (להלן: "החברה"), וכנגד מר ריימונד מק'דניאל, בגין עבירות של חוקי ניירות ערך.

החברה הנתבעת הינה למעשה, החברה-האם של חברת Moody's Investors Services, שהינה חברה לדירוג אשראי הרשומה ברשות לניירות ערך בארצות-הברית כגוף בין-לאומי מוכר לדירוג סטטיסטי (a Nationally Recognized Statistical Rating Organization NRSRO). החברה הינה אחת החברות היחידות בארצות-הברית מסוג NRSRO, ואחת מחברות הדירוג הגדולות ביותר בארצות-הברית, אשר מחזיקה בנפח פעילות של כ-40% מכלל פעילותן של חברות דירוג האשראי. החברה מספקת דירוג אשראי לחברות, ואף דירוג למכשירים פיננסיים שונים. בין יתר המכשירים הפיננסיים שהחברה סיפקה עבורם את שירותיה, נכללו גם מכשירים פיננסיים מגובי נכסים, ובין אלה נכללו גם חברות המעניקות הלוואות לשוק הדיור בכל רחבי ארצות-הברית.

עד שנת 2006, הגיעו הכנסות החברה לכדי 1,635 מיליארד דולר מעסקי הדירוג, ומתוך אלה 54.2% היו הכנסות מחשבונות פיננסיים מובנים (structured finance account). הכנסות החברה ממכשירים אלה בשנת 2006 בלבד, היוו 43.5% מהכנסותיה הכוללות של החברה במהלך אותה השנה.

כנגד שירותי הדירוג שהעניקה החברה, קיבלה החברה בתמורה איגרות חוב מסוג issuers of the debt obligations. צורת תשלום תמורה זו נקראת

20. In Re Moody's Corporation Securities Litigation, 07 Civ. 8375 (GBD) (23.8.2013), (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law) (להלן: "פרשת Moody's Corporation").

גם "issuer pays". עקב ניגוד העניינים האינהרנטי שבין השירות הניתן על ידי החברה ובין התמורה, פרסמה החברה קוד התנהלות (Code of Conduct), אשר שיקף לציבור את מדיניות ניהול ניגודי העניינים שלה, בעת שהיא מקבלת תמורה בדרך של איגרות החוב. בית המשפט ציין, כי אופן תשלום זה לחברות דירוג האשראי, היווה מוקד לבחינה מעמיקה מצד הרגולטורים ומצד המחוקק, והיו מספר חברי קונגרס אשר אכן הביעו את חששם מפני הפוטנציאל לניגוד עניינים בלתי פתור, של חברות דירוג אשראי.

בשנת 2001, מספר ההנפקות של ניירות ערך מגובי משכנתאות בשוק המשכנתאות המשני (סאב-פריים), גדל משמעותית. חלק גדול מהצמיחה של פעילות זו, מיוחס להערכות השווי המנופחות של הדיור, עובדה אשר איפשרה ללווים רבים למכור את בתיהם ברווחים ולפרוע את המשכנתא אותה נטלו, וזאת על בסיס אותן הערכות לא ריאליות. בשנת 2006, הערכות השווי של שוק הדיור החל לספוג האטה ולאחר מכן צניחה. בשלהי שנת 2007, משכנתאות שניתנו בשוק הסאב-פריים בארצות-הברית, ספגו הפסדים משמעותיים. בתחילת שנת 2007, גופים מממנים צמצמו משמעותית את מספר ההנפקות של ניירות ערך של מכשירים פיננסיים מובנים. אחת הסיבות העיקריות לצניחה בשוק הייתה הפגיעה בנזילות. באותה התקופה, החברה, כמו גם חברות דירוג נוספות כמוה, החלה להוריד את דירוגי האשראי לניירות ערך מגובי משכנתאות מהשוק המשני מסוג RMBS. גם תשואת החברה מ-RMBS ירדה ב-52% ברבעון השלישי של שנת 2007.

בתביעה זו נגד Moody's נטען, כי באופן סיסטמטי כמעט, היא ויתרה על עצמאותה ונכנעה לניגוד עניינים, בעת שקבעה דירוגי אשראי למכשירים פיננסיים שונים. באופן ספציפי נטען, כי החברה הציגה מצגים כוזבים במסמכים המתארים את קוד התנהלותה, בדוחות שנתיים לבעלי מניותיה, ואף במסמכי K-10, לרבות דוחות כספיים נוספים והצהרות עיתונאיות לציבור.

החברה הצהירה, בין היתר, כי דירוגי האשראי שהיא מעניקה, משקפים את כל האינפורמציה המצויה בידיה, וכי היא תנקוט צעדים כדי למנוע הפקת דירוגים שהינם מטעים, ותשתמש בפרמטרים שהינם רלוונטיים לקביעת דירוג האשראי.

באשר לדירוג מכשירים פיננסיים מורכבים מסוג CDO's ו-RMBS, Moody's הצהירה כלפי הציבור, כי היא מבינה את החשיבות של בחינת סוגי ההלוואות שעל בסיסם נבנו אותם מכשירים פיננסיים, וכי ביצעה מעקב אחר תנועותיהן של אותן ההלוואות על מנת להשביח את רמת הדירוג.

Moody's טענה שתי טענות הגנה עיקריות ביחס למהותיות המצגים הכוזבים שנטענו כנגדה: ראשית, כי מצגי השווא, ככל שהיו כאלה, לא היו מהותיים, משום שלא היה בהם כדי להשפיע על מחיר מניות החברה עצמה; שנית, כי חשיבות העצמאות והאובייקטיביות של Moody's בעת עריכת הדירוג, אינה קשורה לשאלת המצגים הכוזבים שלגביהם נטען כי היו מהותיים.

בית המשפט פסק, כי הגם ש-Moody's הצליחה להראות, כי לא היה במצגי השווא שהציגה, כדי להשפיע על מחיר מניותיה, וכי בהוכחה זו יש כדי לפגוע בדרישת המהותיות, עדיין, מוטלת על בית המשפט החובה לבחון את כלל התנהלותה כמכלול, תוך שקילת ההגינות, הסבירות וההיגיון, וזאת על מנת להשיב על השאלה - האם משקיע סביר היה רואה במצגים כוזבים אלה, מצגים מהותיים להתנהלותו המסחרית. נפסק, כי מקום שהחברה יצאה מגדרה במסמכים שונים ומגוונים, והצהירה בפני הציבור, כי היא מעניקה דירוגי אשראי באופן עצמאי, בלתי מוטה ועל בסיס ערכים של יושר - לא ניתן לקבל כעת את טענתה, כי מצגים אלה לא היו מהותיים למשקיע הסביר. לפיכך, טענת החברה בדבר היעדר מהותיות הנושא נשוא מצג השווא, נדחתה על ידי בית המשפט.

עם זאת, ביחס למרכיבים אחרים של עבירת התרמית, לא עלה בידי התביעה לעמוד בדרישות הדין ולהוכיחן:

על מנת לעמוד בדרישת ההסתמכות הקבועה בסעיף 10(b) בתביעה שעילתה תרמית בניירות ערך, על התובע להוכיח, כי אלמלא המצג הכוזב, הוא לא היה סוחר בנייר הערך. הדרך המסורתית להראות הסתמכות, היא בטענת התובע, כי היה מודע למצגי החברה, וכי ביצע פעולות מסחר בניירות הערך של החברה לאחר פרסום המצגים. אם התובע הפרטי אינו מסוגל להוכיח הסתמכות בפועל, הוא נדרש להוכיח, כי הוא ראוי להיעזר בחזקת ההסתמכות הידועה גם כחזקת כלל ה"תרמית בשוק" (fraud-on-the-market) על פי פסק הדין Basic.²¹ במקרה דנן, החברה טענה, כי הלכה למעשה, לא הייתה תזוזה במחירי מניות החברה, ועל כן עלה בידיה לסתור את חזקת כלל ה"תרמית בשוק". בית המשפט הסכים עם Moody's בעניין זה וקבע, כי התובעים אינם זכאים ליהנות מחזקת Basic.²²

21. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988), (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law) (להלן: "פרשת Basic"). בפרשת Basic, בית המשפט העליון בארצות-הברית קבע, כי חזקת כלל ה"תרמית בשוק" מניחה את קיומו של שוק ניירות ערך פתוח ומפותח, ועל כן מחירי ניירות הערך משוערכים ונקבעים על בסיס המידע הגלוי בשוק. לפיכך, מצגים כוזבים או פרטים מטעים יגבשו תרמית בניירות ערך, אפילו אם לא הייתה הסתמכות בפועל של ציבור המשקיעים, וזאת על בסיס ההנחה, כי הציבור משלם את מחיר המניה, וכי זו נקבעת על בסיס ערך החברה, כפי שהיא נאמדת באמצעות המידעים הנחשפים לציבור. במקרה כזה, על פי החזקה, רואים במי שרכש ניירות ערך בשעה שהוצגו מצגים כוזבים לגביהם, כמי שרכש את ניירות הערך, בהסתמך על אותם המצגים הכוזבים.

22. להשלמה יצויין, כי כאשר עילת התרמית בתביעה נטענת בגין אי-עמידת הנתבע בחובות הגילוי הנאות, התובע אינו נדרש להוכיח הסתמכות פוזיטיבית על אי-הגילוי. על מנת ליהנות מהנחה זו, על התובע

יתר על כן, על מנת לבסס עילת תביעה של תרמית בניירות ערך לפי סעיפים 10(b) לחוק ניירות ערך וכלל 10b-5 מכוחו, התובע נושא בנטל להוכיח את נזקיו בגין התרמית.²³ הנזק במקרה דנן, הוא נזק אשר לעמדת התובעות, נבע מניפוח מופרז של מחירי מניות Moody's עצמה, עקב מצגיה הכוזבים, לפיהם: (א) היא עורכת דירוגים עצמאיים ובלתי מוטים; (ב) היא פועלת בהתאם לקוד ההתנהלות שהיא פרסמה; (ג) היא טשטשה את ניגוד העניינים שבו הייתה מצויה, עת קיבלה כתמורה איגרות חוב. טענות אלו כנגד Moody's, מעוררות שאלות נוקבות מאוד ביחס לפעילותן של חברות דירוג האשראי בארצות-הברית, אולם בפועל, בית המשפט פסק, כי לא עלה בידי התביעה להוכיח נזק, והתביעה נדחתה.

שימוש המנפיקות בדירוגים כושלים של חברות דירוג אשראי, כראיה נוספת לאחריות המנפיקות עצמן לתרמית שביצעו - פרשת נומורה

בפרשת נומורה,²⁴ שכאמור, הייתה מאוחרת לפרשת Claude Reese²⁵ ולפרשת Moody's Corporation, הקדיש בית המשפט דיון בשאלת אחריותן של חברות דירוג האשראי לתרומת המצגים הכוזבים של המנפיקות שנתבעו באותה פרשה. שלוש חברות דירוג האשראי שהשתתפו בדירוג ניירות הערך נשוא פרשת נומורה, היו Moody's, S&P ו-Fitch. חשוב להדגיש, כי ההתייחסות לחברות דירוג האשראי כאן, לא היתה התייחסות ישירה כלפי חברות דירוג האשראי. בפרשה זו, בית המשפט ביקש לראות בדירוג האשראי שבוצע, חיזוק לעבירות של המנפיקות עצמן.

בפרשת נומורה נפסק, כי התביעה לא טענה, כי חברות הדירוג עצמן ביצעו תרמית, וכי במתכוון דירגו את החברות באופן מטעה או כוזב. תחת זאת, נטען כנגד חברות הדירוג, כי הדירוגים היו מנופחים לנוכח הצורך והחשיבות של הנתבעים (המנפיקות) להשיג דירוג AAA.

הכשל נובע מעצם הליך שהוא בבחינת הליך סיבובי. למעשה, נומורה סיפקה לחברות דירוג האשראי את המידעים שעל בסיסם דורגו החברות. הטענות שנטענו בתביעה, נטענו כנגד מסמכים שהנפיקה נומורה, וביניהם התשקיף ומסמכי ההנפקה.

להראות, כי המידע שלא גולה היה מהותי באופן כזה, שניתן להניח, כי המשקיע הסביר היה רואה מידע זה כמידע חשוב לקבלת החלטותיו.

23. תובע יוכיח נזקיו אם יעלה בידו להראות, כי: (א) השוק הגיב באופן שלילי לגילוי מתקן, אשר היווה למעשה, גם גילוי על דבר המצג הכוזב; (ב) ההפסד היה צפוי (foreseeable) וגרם מהבשלת הסיכון שבאי-הגילוי ומאכזבת המשקיע הסביר, משגילה כי הוא פעל על בסיס מצגים כוזבים.

24. ראו פרשת נומורה, ה"ש 4 לעיל.

25. ראו פרשת Claude Reese, ה"ש 17 לעיל.

הדירוג נעשה באופן צמוד לנתונים שהתקבלו מה-loan tapes. מרבית מטענות התביעה בקשר לטיב דירוגי האשראי, נגזרו ברובן מטענות הקשורות לשני נתונים עיקריים: (א) יחסי ה-LTV (loan-to-value ratio); (ב) עמידת החברות בקווים המנחים של החתמים. לפיכך, לממצאי בית המשפט בקשר לקטגוריות אלו של מצגים כוזבים, יש השפעה גדולה על ממצאי בית המשפט בקשר לתביעה כנגד הדירוג. מהממצאים עלה, כי אחוז הנתונים שלא דווחו (השמטה) בהקשרו של ה-LTV לכל SLG, נע בין 18% ל-36%. מרבית מהמקרים של דיווח כוזב של ה-LTV, הובילו לסטייה של כלל הנתונים מ-80% ל-100%. כמו כן, ממצאי בית המשפט ביחס לאי-דיוקים שב-SLG בשיעור שנאמד על כ-45%, הטילו ספק רב מאוד באמינות של כלל נתוני ה-loan tape. בתרגום למספרים - מתוך 723 הלוואות שנבדקו, 321 הלוואות המהוות 44%, נמצאו כנושאות נתונים שגויים ב-loan tapes וכבעלות אשראי בסיכון גבוה.

בפרשת **נומורה** נפסק, כי לאור נתונים אלה, הרי שבנקל התובעת הראתה, כי הפרטים שנמסרו בתשקיפים היו מטעים וכוזבים, בין היתר, ביחס לדירוג האשראי שהתייחס גם לבטוחות שניטלו להבטחת אותן ההלוואות.

37. **דיון שלישי - האם השקעות כושלות של כספי הפנסיות של העובדים ב-RMBS על ידי בתי ההשקעות, התגבשו להפרה של חובות אמונים?**

אחריותן של חברות ההשקעות כלפי העובדים בגין נזקי משבר הסאב-פריים - פרשת מורגן סטנלי

כאשר בכספי עובדים עסקין, ובפרט בכספי הפנסיות שלהם, בית המשפט מרכז את עמדתו. דומה, כי בית המשפט מבקש ליישם מדיניות רכה לגבי נטלי הראיה וההוכחה המוטלים על עובדים המגישים תביעות בגין הפסדים שהפסידו, בהשוואה לנטלים המוטלים על תובעים אחרים.

כך לדוגמה, ערכאת הערעורים השנייה בארצות-הברית (Second Circuit) בחנה את התנהלותו של בית ההשקעות Morgan Stanley Investment Management Inc. (להלן: "**מורגן סטנלי**"), ואת השאלה, האם הפר את חובות האמונים כלפי לקוחותיו הקבועות בחוקי הפנסיה (ERISA),²⁶ עת ניהל את כספי הפנסיות של לקוחותיו, והשקיע אותם בהשקעות בשוק הסאב-פריים.²⁷

26. Employee Retirement Income Security Act of 1974.

27. Pension Benefit Guaranty Corp. on behalf of Saint Vincent Catholic Medical Centers Retirement Plan and others, v. Morgan Stanley Investment Management Inc., Docket No. 10-4497-cv, (2.4.2013), פורסם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "**פרשת מורגן סטנלי**").

התביעה במקורה, הוגשה בבית המשפט המחוזי (הפדרלי) בניו-יורק כנגד בית ההשקעות מורגן סטנלי, בגין ניהול תיק השקעות שכלל השקעות רבות בשוק המשכנתאות המשני (שוק הסאב-פריים). בערעור, בית המשפט התבקש לבחון את אחריותו של בית ההשקעות להשקעת כספי הפנסיה בשוק זה. באופן ספציפי, בית המשפט נדרש לבחון, האם בית ההשקעות מורגן סטנלי הפר את חוק ERISA, שעה שניהל את תיקי הפנסיות של העובדים.

על מנת להגן על הפנסיות של העובדים, חוק הפנסיה בארצות-הברית מקים כלפי יועצי ההשקעות חובות אמונים, אשר באות לידי ביטוי בכך, שעל מנהלי תיקי ההשקעות להשקיע את כספי הפנסיות בתשומת לב, בזהירות, במיומנות ובחריצות, בהתאם לנסיבות המחוייבות במועד ההשקעה, ובכל מקרה, באותה מידת הזהירות שאדם המתמצא בתחום היה נוהג, וכן לשם אותה מטרה. התובעים טענו, כי מורגן סטנלי הפרה את חובות הזהירות החלות עליה על פי חוק ERISA. לטענתם, מורגן סטנלי השקיעה באופן לא פרופורציונלי בתיקי השקעות בשוק הסאב-פריים, ואף בהשקעות נוספות שנחשבו להשקעות "מסוכנות" יותר, וזאת למרות סימני האזהרה הברורים, כי אלו אינן השקעות בטוחות.

בעת התקשרות התובעים עם מורגן סטנלי, קבעו הצדדים, כי המדד להשקעות שייבחרו לתיק ההשקעות, יהיה זה של סיטיגרופ. למעשה, הייתה ציפייה, כי תיק ההשקעות יעלה אך במעט, מביצועי מדד סיטיגרופ. בהתאם לתביעה, הבחירה במדד סיטיגרופ כקו מנחה לניהול תיק ההשקעות, נתפשה על ידי מורגן סטנלי, כמי שמונתה ליועץ ולמנהל תיק ההשקעות על פי חוק הפנסיה, כציפייה לנהל תיק השקעות בעל סיכון נמוך ועל בסיס אסטרטגיית השקעה שמרנית.

בטרם בחינת המחלוקת שלפניה, ערכאת הערעורים בחנה את המונחים הרלוונטיים בשוק האגוח, בין היתר, על מנת ללמוד ולאמוד את הסיכון האמיתי שנטלה מורגן סטנלי בהשקעות כספי העובדים. אציין, כי על אף שהמונחים הוזכרו ונדונו בתחילת מאמר זה באופן מפורט, בהקשר של פרשת נומורה,²⁸ אשוב ואזכיר את משמעותם, כפי שהם הוגדרו על ידי בית המשפט בפרשה זו:

נייר ערך מגובה משכנתאות (mortgage backed securities) - מייצג
ניירות ערך המובטחים כאחוז ממקבץ של משכנתאות. על מנת לבנות מכשיר פיננסי זה, המנפיק ירכוש מקבץ של משכנתאות, יקבצן במאגר אחד, וימיר את ערכן לניירות ערך שיימכרו מאוחר יותר למשקיעים. ככל שהמשכנתאות הללו נפרעות, גורם שלישי מקבץ את החזרי המשכנתאות

28. ראו פרשת נומורה, הי"ש 4 לעיל.

ומחלקם לבעלי נייר הערך ביחס ישיר (פרו-רטה) לשיעור החזקותיהם, בהפחתה של דמי ניהול.

נייר ערך מגובה משכנתאות באמצעות סוכן (Agency mortgage-backed securities) - לעיתים, נייר ערך מגובה משכנתאות נהנה מסוג של פטרונו של סוכן שהוא בבחינת גוף ממשלתי. פטרונו כזאת ניתנת לניירות ערך מגובי משכנתאות, אשר עומדים בתנאי סף מסויימים. למעשה, ישנם שלושה סוכנים כאלה: Freddie Mac (אלו הן חברות ה-GSE's). כאשר נייר ערך כזה מקבל חסות של GSE, הרי שהחזרים מובטחים על ידי אוצר המדינה, תוך הפחתה משמעותית מהסיכון שנוטל המשקיע. התנאים המחמירים לקבלת חסות מטעם ה-GSE's, כוללים פרמטרים לשמירה על יחס הלוואה אל מול גובה ההלוואה ואל מול יכולת החזרים (יחס LTV), כדלקמן: (א) יחס מסויים בין גובה ההכנסה ובין מחיר סילוקין חודשי למשכנתא; (ב) יחס מסויים בין גובה המשכנתא הניטלת ובין ערך הנכס המשמש כבטוחה לפירעון המשכנתא; (ג) גובה מקסימלי מסויים של המשכנתא. עם זאת, נייר ערך מגובה משכנתאות ללא סוכן או "פרטי", קרי, nonagency mortgage-backed securities, הידועים בכינויים גם כ-private-label, נושא בחובו סיכון רב יותר לאי-פרעון ההשקעה בו. משכנתאות אשר אינן נהנות מתמיכה של GSE, ידועות בארצות-הברית כמשכנתאות Jumbo, משכנתאות סאב-פריים ומשכנתאות Alt-A.

משכנתאות מסוג Jumbo - הינן המשכנתאות הוותיקות ביותר מסוג המשכנתאות הניתנות ללא סוכן. למעשה, גובה משכנתאות אלו גבוה מגובה ההלוואות המותרות למשכנתאות הניתנות בתמיכתו של סוכן. הלוואות Jumbo עשויות להיות הלוואות בדרגה ראשונה (פריים), ועדיין ייחשבו להלוואות בעלות סיכון גבוה יותר, נוכח גובה ההלוואה שניטלה על ידי הלווה, אשר עוברת את הרף העליון של גובה ההלוואות הנהנות מחסות של סוכן.

משכנתאות הסאב-פריים - הינן הלוואות אשר אינן נושאות הגדרה ספציפית אחת. ההגדרה הקרובה ביותר להגדרת ההלוואות בשוק משכנתאות זה, הינה כי אלו הן הלוואות הניתנות למי שיכולת החזר שלו נמצאת בסיכון גבוה יחסית.

משכנתאות מסוג Alt-A - אף הן אינן משכנתאות שניתן להגדירן כסוג מסויים של משכנתאות. משכנתאות מסוג זה הן בדרך כלל, הלוואות גבוהות יותר מההלוואות בשוק משכנתאות הסאב-פריים, ובעלות סיכון גבוה יותר מבחינת יכולת הנוטלים אותן לפרוע אותן.

המטרה של חוק ERISA שמכוחו בוצעו ההשקעות, היא להגן על הנהנים (המוטבים) מתכניות פנסיה לעובדים. על מנת להשיג מטרה זו, חוק ERISA מטיל על הגורמים המנהלים את קרנות הפנסיה מכוח חוק זה,

חובות אמונים המתבטאות, בין היתר, בחובת זהירות גבוהה מהמצופה מאדם זהיר ("prudent man standard of care"). חובת זהירות זו, משמעה בדרך כלל, כי על מנהל הקרן לדאוג לאינטרסים של הנהנים-המוטבים, ושלחם בלבד.

ניתן לחלק את חובות האמונים הללו לארבעה כדלקמן: (א) על בעל החובה לפעול אך ורק למען ולטובת הנהנים מכוח חוק ERISA, ותוך שאיפה להפחתת הוצאותיהם; (ב) על בעל החובה לפעול תוך נקיטה בכל אמצעי הזהירות המצופים מאדם זהיר (prudent man) בנסיבות הקיימות, על מנת להגשים את מטרות חוק ERISA; (ג) על בעל החובה לדאוג לפזר את השקעות התיק שהוא מנהל על מנת להפחית, עד כמה שניתן, את הסיכון להפסדים משמעותיים הנובעים מניהול תיק ריכוזי; (ד) על בעל חובות האמונים להתפטר מכהונתו זו, אם הוא אינו מצליח לעמוד בתנאי ניהול הקרן ובתנאים הקבועים בחוק ERISA. לטענת התובעים, מורגן סטנלי הפרה את שלושת התנאים האחרונים של חובות האמונים שהוטלו עליה.

בפרשת **מורגן סטנלי**, בית המשפט היה בדעה, כי יש ליישם את סטנדרט האדם הזהיר בהתאם לדיני הנאמנות (common law of trusts). בחינת העמידה בחובות הזהירות בניהול כספי קרנות הפנסיה, נעשתה על ידי בחינת ניהול תיק ההשקעות כמכלול, ולא על ידי בחינת אקט יחיד כזה או אחר. עוד נפסק, כי ניהול זהיר של השקעות כספיות פנסיה, מחייב התייחסות של מנהל תיק ההשקעות לתמורות ולשינויים הנסיבתיים, והוא אינו יכול להתעלם משינויים מהותיים כאמור, באופן אשר מעמיד את תיק ההשקעות בסיכון להפסדים משמעותיים. באותו האופן, החובה להשקיע בהשקעות מגוונות, אינה נבחנת באמצעות נוסחאות מתמטיות. בקובעו, האם "חובת הפיזור" בוצעה, אם לאו, יבחן בית המשפט את הפרמטרים הבאים: (א) מטרת תכנית ההשקעות; (ב) מספר ההשקעות (plan assets); (ג) תנאים מימוניים ומסחריים; (ד) סוג ההשקעה; (ה) הפצת ההשקעות מבחינה גיאוגרפית; (ו) הפצת ההשקעות מבחינה מסחרית (סוגי המסחר שבהם השקיעו); (ז) מועדי הבשלת ההשקעות.

השאלה העובדתית העומדת בפני בית המשפט הינה, האם מורגן סטנלי פעלה בזהירות הנדרשת ממנה, הן באשר לטיב ההשקעות שביצעה בכספי הפנסיה, והן באשר לגיוון הנדרש ממנה?

בית המשפט התייחס לקביעתו של בית המשפט קמא, אשר לפיה התביעה כשלה בהצגת המסכת העובדתית הרלוונטית לגיבוש עילת התביעה של הפרת חוק ERISA. בעניין זה נפסק, כי תביעות על בסיס עילה מכוח חוק ERISA, ובמיוחד בטענה של הפרת חובות האמונים של מנהלי קרנות הפנסיה, המוגשות על ידי המוטבים, בדרך כלל לוקות בהיעדר המידע הרלוונטי לביסוס המסכת העובדתית. מטבע הדברים במקרה כזה, העובדות הרלוונטיות מצויות בידי הנתבעים עצמם. לפיכך, בתביעות כאלו, בית המשפט מוסמך להיעזר בראיות נסיבתיות, ובוודאי שהיעדר

מסכת עובדתית מפורטת לא יגבש עילה לדחיית התביעה על הסף. מבחינה זו אציין, כי גישה זו לא הייתה הגישה שננקטה ביחס לתביעות שבהן התובעים ביקשו להטיל אחריות על חברות דירוג האשראי לדוגמה.²⁹ כלומר, כאשר ההשקעות בוצעו מכספי הפנסיה על ידי בתי ההשקעות, נמצא כי בית המשפט לא הזדרז לדחות את התביעה על הסף, עקב אי-עמידה בפירוט עובדתי מלא בכתב התביעה.

נפסק, כי הפרה של חובות האמונים אינה כוללת אי-השגת התנאים הטובים ביותר להשקעה. תביעות ERISA עשויות להעלות טענות לגיטימיות, דוגמת נטילת סיכונים גבוהים מידי בתיקי ההשקעות. על התביעה להעלות עובדות המצביעות על האפשרות להפרת חובות אמונים, ואין להסתפק במסקנות התובעים בלבד.

נפסק, כי חוק ERISA קובע חובות גילוי מוגברים באשר לאופן ניהול קרנות הפנסיה, כדי לאפשר לתובעים (שהינם המוטבים של קרנות אלו) לקבל תמונה מלאה באשר לנעשה בכספיהם, וכדי לוודא שמנהלי הקרנות אכן ביצעו את חובות האמונים שלהם כראוי.

בין יתר החובות, על המנהלים לערוך דוחות כספיים המפרטים את הנכסים ואת ההתחייבויות (assets and liabilities) של תיקי ההשקעות, וכן עליהם לדווח, ברחל בתך הקטנה, על השינויים שאירעו בנכסים ובהתחייבויות, תוך שימת דגש, בין היתר, גם על השינויים בהשוואה למצב התיק בשנה הפיסקאלית הקודמת. משהתובעים "חומשו" במידע רב באשר לניהול כספי הפנסיה שלהם, עליהם להראות בתביעתם, כי ההחלטות שקיבלו מנהלי התיקים, לא עמדו בחובות האמונים הקבועות בחוק ERISA.

לגופו של עניין התובעים טענו, כי מורגן סטנלי לא עמדה בחובות האמונים שלה לפי חוקי ERISA, מקום שלא השכילה לראות את אותם "הדגלים האדומים" בהשקעות כספים בשוק הסאב-פריים.

בית המשפט דחה את התביעה בעניין זה. נפסק, כי למרות ההפסדים הברורים שאירעו בתיקי ההשקעות, מורגן סטנלי לא הייתה יכולה לחזות ולצפות את ההפסדים בשוק זה. אפילו הירידה ברווחים, לא היה בה כשלעצמה, כדי להוות הוכחה, כי ההשקעה אינה בטוחה. ההפסדים הללו מעידים בדיעבד, כי ההשקעה לא הייתה השקעה טובה, זאת ותו לא. צניחה ברווחי ההשקעה, גם אם דרמטית, אין בה לבדה כדי להוכיח, כי ההשקעה לא הייתה השקעה בטוחה. נפסק, כי לא עלה בידי התביעה להוכיח הפרת חובות אמונים מצד מנהלי התיקים, בניגוד לחוק ERISA. בית המשפט הוסיף ופסק, כי היה ניתן לצפות לאחר ירידה דרמטית

29. ראו פרשת Claude Reese, ה"ש 17 לעיל; פרשת Moody's, ה"ש 20 לעיל; וכן פרשת נומורה, ה"ש 4 לעיל.

ברווחי ההשקעות, כי מנהלי התיקים יערכו בירורים וחקירות מקיפים, על מנת לבדוק את סיבת ההפסדים. ואולם בפועל, התביעה לא טענה כאמור, וממילא לא הביאה הוכחות בקשר לכך.

עולה מכך, כי עצם ההשקעה בשוק המשכנתאות המשני (שוק הסאב-פריים) כשלעצמה, אינה מהווה פעולה שיש לראות בה הפרה של חוק ERISA ושל חובות האמונים של מנהלי התיקים הקבועות בו. הירידה ברווחי ההשקעות, אף היא אינה מהווה הפרה של חובות האמונים.

טענה נוספת שנטענה בתביעה, העלתה את שאלת עמידתה של מורגן סטנלי בחובות פיזור ההשקעות על פי החוק. התביעה הביאה את שיעורי ההשקעות במכשירים הפיננסיים השונים המפורטים לעיל. בית המשפט היה בעמדה, כי לא היה בנתונים אלה כדי להוכיח את היעדרו של פיזור. בית המשפט אף פסק, כי התביעה לא השכילה להוכיח, שמורגן סטנלי ביצעה פעולות שלא תאמו את תכנית ההשקעה הקבועה.

47. **דיון רביעי - אמונתו העיוורת של השוק בפאני מיי, פרדי מאק וג'יני מיי**

האם יש מקום להטיל אחריות על נושאי המשרה הבכירים של ה-GSE's לדירוגי האשראי הפנימיים ולמצגים שהציגו ביחס לגובה השקעותיהם בשוק הסאב-פריים? - תביעת ה-SEC נגד פרדי מאק

פתחתי את מאמר זה, בהצגה של שלוש חברות ה-GSE (פרדי מאק, פאני מיי וג'יני מיי), סיבת היווסדן, הגדרת תפקידיהן והמשמעות האופרטיבית של פועלן לעיצוב וליצוב שוק המשכנתאות המשני בארצות-הברית. שאלת אחריותן של חברות ה-GSE או נושאי המשרה בהן, משמעה, במידה לא מבוטלת, גם שאלת אחריותו של הממשל האמריקאי אשר הקים את החברות הללו והעניק להן תמיכה פיננסית וחסינות משפטית לפעול באופן חופשי בשוק הלוואות המשכנתא בתחילה, ומאוחר יותר גם בשוק ההון, מרגע שהלוואות המשכנתא עברו הליך איגוח ונמכרו לכל המעוניין. בפרק זה, אדון בשאלת אחריותן וחבותן, אם בכלל, של שלושת החברות הללו, ובתרומתן למשבר הפיננסי של שנת 2008. הנושא יודגם על ידי דיון בתביעה שהוגשה בסוף שנת 2013. לתשומת לב הקוראים, התביעה לא הוגשה כנגד פרדי מאק, אלא כנגד נושאי המשרה הבכירים בה.

התביעה³⁰ הוגשה בבית המשפט המחוזי (פדרלי) בניו-יורק על ידי גוף בעל כוח רב משל עצמו - הרשות לניירות ערך בארצות-הברית (SEC), אשר ביקשה להטיל אחריות וחבות על נושאי המשרה הבכירים של פרדי מאק,

30. U.S. Securities and Exchange Commission v. Richard F. Syron, et al., No 11 Civ. 9201 (RJS) (פורסם באתר GCL - Global Comparative Law (להלן: "פרשת פרדי מאק"). (28.3.2013).

בגין הטעיית ציבור המשקיעים בקשר לגובה תיק השקעותיה של פרדי מאק בשוק המשכנתאות המשני.

בית המשפט נדרש לבחון באופן ספציפי, האם שלושת הנתבעים - מר ריצ'ארד סיירון, גב' פאטרישיה קוק ומר דונאלד ביזניוס (להלן: "הנתבעים"), נושאים בהשלכות המשפטיות של מצגים כוזבים שמסרה פרדי מאק. שלושת הנתבעים כאמור, הינם נושאי משרה לשעבר של פרדי מאק (להלן: "פרדי מאק", "החברה") אשר נתבעו בגין הפרת האיסור לבצע תרמית בניירות ערך, שבעטייה המשקיעים הולכו שולל באשר לגובה חשיפתה האמיתית של פרדי מאק להלוואות הסאב-פריים. סיירון כיהן כמנכ"ל בפרדי מאק משנת 2003 ועד לשנת 2008, ואף כיו"ר הדירקטוריון. סיירון ישב במספר רב של ועדות הדירקטוריון, והיה בעל כוח ובר-סמכא להוביל את פרדי מאק ולהשפיע על קביעת מדיניות פעילותה העסקית. סיירון הגיע לכהן כנושא משרה בכיר בפרדי מאק לאחר שכהן בתפקידים בכירים ב-Federal Reserve Bank of Boston and the Federal Home Loan Bank of Boston. הגב' קוק כיהנה כמנכ"לית החברה בתחום שוק ההון. ביזניוס, אף הוא היה בכיר בפרדי מאק, ופעל בתחומי ניהול הסיכונים ודירוגי המכשירים הפיננסיים פרי יצירת החברה.

על פי פסק הדין, החברה נוסדה בשנת 1970 כחברה בבעלות הממשל האמריקאי ובהתאם לכך, נהנתה מסבסוד ממשלתי. החברה הוקמה במטרה לקדם הלוואות משכנתא על ידי הבטחת נזילות בשוק זה, וזאת עשתה על ידי רכישת ומתן ערובה להלוואות משכנתא ולניירות ערך שגובו בנכסי שוק זה. מניות החברה נסחרו ב-NYSE. על אף שהחברה הייתה פטורה מהגשת דוחות כספיים ומהגשת דיווחים שוטפים, כפי שנדרשו חברות אחרות שנסחרו בבורסת NYSE, החברה הגישה דיווחים באופן מלא ושוטף. פעילות החברה נחלקה למספר תחומים, שהעיקרי שבהם היה מתן ערבות למשכנתאות שניטלו בשוק משקי הבית (Single Family Guaranty). במסגרת פעילותה בשוק משקי הבית, רכשה החברה משכנתאות דיור בשוק המשני והבטיחה את השקעותיה אלו בבטוחות משניות.

פעילות החברה בתחום המשכנתאות למשקי בית, כללה גם רכישה והשקעה בניירות ערך מובנים ונגזרות (Structured Securities). שוק משקי הבית היווה את עיקר עסקיה של פרדי מאק ומימוש מטרות הקמתה, קרי - רכישת הלוואות משכנתא וניירות ערך קשורים לשוק המשכנתאות המשני, ואיגוחן של המשכנתאות כאגרות חוב אותן הנפיקה. האג"חים של פרדי מאק היו ידועות גם כ"תעודות השתתפות" (Participation - PC's).

בתקופה שבין מרץ 2007 לאוגוסט 2008, גודל תיק ההשקעות המדווח של פרדי מאק בשוק המשכנתאות למשקי הבית, גדל מ-1.4 ל-1.8 טריליון דולר. הפעילות בתחום המימון המובנה והנגזרות הגיעה לכדי 29.4

מיליארד דולר בתקופה הרלוונטית, השקעה שהיוותה בין 1% ל-2% מתיק ההשקעות של החברה בשוק המשכנתאות למשקי בית.

הנתבע, מר סיירון, היה מנכ"ל החברה בין שנת 2003 ועד לספטמבר 2008. במסגרת תפקידו, מינה סיירון ועדת ניהול בכירה אשר תכננה את מהלכי העסקיים של החברה ואף נטלה חלק בישיבותיה השונות של החברה, וביניהן: ישיבות הדירקטוריון, ישיבות ועדת מימון וטכנולוגיה וכן ישיבות ועדת ניהול סיכונים.

הנתבעת גב' פטרישיה קוק, כיהנה כסמנכ"לית וכמנהלת עסקית במועדים הרלוונטיים, ומתוקף כך, פיקחה באופן ישיר על פעילותה העיקרית של החברה בתחום המשכנתאות בשוק משקי הבית.

מר דונלד ביזניוס כיהן במספר משרות בכירות בחברה, ובמסגרתן היה אחראי באופן ישיר על ניהול סיכונים האשראי ודירוגים. באופן מיוחד, חברה בסדר גודל של פרדי מאק, לא נהגה להוציא את ניהול הדירוגים לחברות דירוג אשראי חיצוניות, ועד למשבר הפיננסי של שנת 2008, נהגה לבצע את הדירוגים בעצמה.

דירוגי הלוואות המשכנתא ששימשו מאוחר יותר, לאיגוח ולמכירה כניירות ערך, בוצעו באופן הבא:

בתחום משכנתאות משקי הבית אשר נשאו בסיכון גבוה, החברה נהגה לדרג את הלוואות לשישה דירוגי סיכון, החל מסיכון נמוך ועד לסיכון גבוה. דירוגי הסיכונים A+, A1, A2, A3 דורגו כהלוואות בעלות סיכון נמוך (כלומר שסיכויי פירעון של הלוואות הוא גבוה) ואושרו באופן אוטומטי ("הלוואות מקובלות"). הלוואות בדירוג C1, C2 נחשבו כבעלות סיכון רב וקוטלגו כ"הלוואות זהירות". הלוואות אלו כללו, פעמים רבות, מספר סיכונים מסוגים שונים: יחס שלילי בין גובה הלוואה לערך הנכס (LTV ratio), כלומר הלוואה גבוהה מהנכס המגבה אותה; לוויים עם ניקוד אשראי נמוך; סוגי נכסים לא סטנדרטיים; פער גבוה בין הכנסת הלווה ובין גובה החוב. בגין הלוואות זהירות, הועמדו כלפי הלוויים תנאים נוספים לקבלת הלוואה.

למרות קיומם של סטנדרטים קבועים לקביעת דירוגי הלוואות, כבר בשנות ה-90, החברה החלה לרפות את ידיה מן התנאים המחמירים שבהם נדרשו מלוויים לעמוד בעסקאות הלוואה זהירות. כך למשל, התאפשר למלוויים שהלוואתם דורגה כהלוואה זהירה, לקבל את הלוואה באותם תנאים של הלוואה מקובלת, בתוספת תשלום מסויים ששילם מוכר הנכס. הקלה זו ודירוג חדש זה נקראו פרוייקט A מינוס (A-). על פי מסמכים פנימיים של פרדי מאק, החברה עיגנה את שינויי הדירוג הללו במסמך מדיניות חדש. במסמך זה, פרדי מאק קטלגה בין 54%-ל-56% מההלוואות

אשר נכללו בפרוייקט A, כהלוואות סאב-פריים. כמו כן, במסמך חדש זה, הלוואות משכנתא שזכו לדירוג איכות C2, קוטלגו כשוק הסאב-פריים.

מר ביזניוס אישר את ההקלות שבהלוואות הזהירות. ביזניוס אף שיכלל עבור החברה "מדד רווחיות", על מנת להגדיל את יכולתה לזהות הלוואות סאב-פריים, ובין השנים 1999-2007, פיתחה החברה מספר תכניות לרכישת הלוואות שלהן מאפייני אשראי בעלי סיכון גבוה. אחת התכניות המהותיות ביותר שפותחו, נודעה כ"אישור נרחב" (Expanded Approval - EA), כאשר ההלוואות שניתנו על בסיס דירוג זה, היו בעלות אותם תנאי הלוואה בדירוג A, אך בפועל, רמת הסיכון שלהן הייתה כשל הלוואה בדירוג C. מסמך פנימי של הצהרת מדיניות החברה שהופק באוגוסט 2005, תיאר הלוואות EA כהלוואות סאב-פריים באופיין וכבעלות סיכון גבוה. ההשלכות של תכניות מסוג EA היו דרמטיות, כיוון שהן הגדילו באופן ניכר את תיק ההשקעות של החברה בתחום המשכנתאות המשפחתיות.

לטענת שלושת הנתבעים, רמת חשיפתה של פרדי מאק לשוק הסאב-פריים נודעה להם לראשונה רק בשנת 2006 ובתחילת שנת 2007. בחודשים פברואר ומרץ של שנת 2007, שלושת הנתבעים נכחו בישיבות הנהלה ודירקטוריון החברה, אשר על סדר יומן היה גידול החשיפה לסיכונים האשראי בתיק המשכנתאות למשקי הבית. בישיבות אלו הובהר, כי השקעותיה של פרדי מאק, אם בכלל, בשוק הסאב-פריים, היו זניחות ביותר. ואולם, עוד קודם לכן, קברניטי החברה החלו להשתעשע עם עצם ההגדרה של הלוואות סאב-פריים. בין היתר, זו הוגדרה כהלוואה הנושאת סיכון אשראי ממונף, ונטען כי הלוואה כזו ניתנה לבעלי יכולת החזרים נמוכה. זאת ועוד, בישיבות אלו נמסר למשתתפים, כי פרדי מאק לא נטלה הלוואות סאב-פריים, אלא הלוואות "דמויי סאב-פריים" או הלוואות "בעלות מאפייני סאב-פריים" ועוד כהנה וכהנה משחקי מילים. מאוחר יותר, בדוחותיה השנתיים של החברה לשנים 2006 ו-2007, נכללה פסקה שהבהירה למשקיעים, כי למעשה, לא קיימת כלל הגדרה אחת לסאב-פריים, וכי החברה אינה מגדירה את פעילותה בשוק המשכנתאות למשקי הבית כ"פריים" או כ"סאב-פריים". בדוחותיה הרבעוניים לשנת 2007, דיווחה החברה על מספר הלוואות קטן משמעותית ממה שהיה בפועל, בשוק הסאב-פריים.

בתביעתה, טענה הרשות לניירות ערך, כי פרדי מאק הציגה כלפי ציבור המשקיעים, מצגים כוזבים ומטעים ביחס לגודל חשיפתה לשוק הסאב-פריים ולהשקעות המורכבות בשוק זה. כנגד נושאי המשרה הנתבעים נטען, כי ביצעו תרמית בניירות ערך, וכי למעשה, הפרו את סעיף 10(b)

לחוק המסחר בניירות ערך משנת 1933, וכן כלל 10b-5 של הרשות לניירות ערך מכוחו.³¹

לגופה של טענת המצג הכוזב והטעיית המשקיעים, הגדיר בית המשפט את טענת הרשות לניירות ערך כדלקמן: בשנת 2007 ו-2008, כאשר החברה דיווחה על נתוני פעילותה וכימתה אותם, היא העניקה הגדרה צרה לשוק הסאב-פריים, הגדרה אשר הטעתה את ציבור המשקיעים באשר לגובה החשיפה האמיתי של החברה לסכנות שוק זה. השאלה המשפטית שהובאה לפתחו של בית המשפט הייתה - כאשר החברה נושאי המשרה בה הגדירו את שוק הסאב-פריים, מה המשקיע הסביר היה יכול להבין מהגדרה זו?

הרשות לניירות ערך הייתה בעמדה, כי בהתבסס על דוחותיה הכספיים של פרדי מאק ועל הדיווחים השוטפים, הבין המשקיע הסביר, כי תיק השקעות החברה בסאב-פריים מתייחס לתיק השקעות החברה במשכנתאות משקי הבית בעלות סיכון גבוה, כלומר כאלו המדורגות כ-C1, C2 ו-EA. מנגד, החברה טענה, כי הגדרתה לסאב-פריים הייתה "אילוטרטיבית ובעלת מאפיינים אימפרסיוניסטיים בלבד", ולא התיימרה להוות הגדרה שממנה ניתן לכמת את השקעת החברה בשוק זה.

בית המשפט פסק, כי ההיגיון מחייב, שאפילו אם אין הגדרה אוניברסלית ל"סאב-פריים" בשוק המשכנתאות, משקיע סביר היה מתרגם את התיאור שבספרי החברה כהגדרה פוזיטיבית למונח "סאב-פריים". זאת ועוד, ההטעיה התחזקה בדברים שנרשמו בדיווחים בשנת 2007, אשר לפיהם הוצג, כי השקעות שניתן להגדירן כסאב-פריים, היו ממילא זניחות לחברה. נפסק, כי מצג זה מבלבל כשלעצמו, מקום שתחילה, החברה טענה, כי אינה מגדירה את השקעותיה בשוק המשכנתאות למשקי הבית כ"סאב-פריים", ולאחר מכן, עשתה בדיוק זאת.

בית המשפט מצא, כי המשקיע הסביר היה עשוי להבין, כי החברה משתמשת במונח "סאב-פריים" כדי לתאר השקעות בעלות סיכון גבוה. הבנה זו הייתה עלולה להוביל למצג שווא באשר לחשיפה האמיתית של

31. בתחילת המשפט, בית המשפט נדרש לניהול דיון מקדמי בשאלה, האם נושאי המשרה בחברה פטורים מנשיאה באחריות לעבירות הנטענות נגדם, וזאת לנוכח פטור המוענק לחברות ממשלתיות ולנושאי משרה בהן, מפני נשיאה באחריות פלילית על פי דיני ניירות הערך האמריקאיים. החוק הפדרלי המעניק חסינות, יוצר אבחנה ברורה בין תאגידים המשרתים את הממשל והינם אינסטרומנטליים עבורו (Instrumentalities), ובין גופים שלטוניים עצמאיים (Independent establishments). נפסק, כי החסינות וההגנה מפני תביעה בעבירות של ניירות ערך, הוענקה רק לגורמים המהווים גופים שלטוניים אינטגרליים (על אף שהם עצמאיים), אך לא הוענקה לגופים המעניקים סיוע לממשל, והינם אינסטרומנטליים למילוי תפקידיו. בית המשפט פסק, כי אילו המחוקק רצה להעניק לפרדי מאק מעמד מיוחד של גוף עצמאי (Independent establishments), הוא היה עושה כן ברחל בתוך הקטנה. על כן, טענתם המקדמית של הנתבעים לחסינות, נדחתה.

החברה לשוק המשכנתאות למשקי הבית, בקשר לאותן הלוואות שקוטלגו כ-C1, C2, ו-EA, כאשר כימות אותה חשיפה לשוק הסאב-פריים, אשר לא הייתה ידועה למשקיע הסביר, הגיע לכדי 141 מיליארד דולר (מתוך הערכה כללית, לפיה הציבור היה מזהה בין 2-3 מיליארד דולר חשיפה לפעילות שוק הסאב-פריים).

בית המשפט סקר בהרחבה את המקרים הרבים שבהם, במסגרת דיווחי החברה, ניתנו תיאורים שהיה בהם כדי להטעות את ציבור המשקיעים, בין במישרין ובין בעקיפין (בקונטקסט הופעתם). בית המשפט פסק, כי חוק ניירות ערך הוא ברור במקרים כאלה, ומסירתם של חצאי אמיתות, דהיינו, עובדות אמת שאופן הצגתן החלקי עלול להטעות, מגבשת עילה של תרמית בניירות ערך. עוד נפסק, כי מרגע שחברה בוחרת להביא לידיעת הציבור מידע מהותי, קמה עליה החובה להציג מידע זה באופן מדויק ומלא, ובכך להימנע מהטעיית הציבור.

בית המשפט פסק, כי התנהלות הנתבעים (מר סיירון וגב' קוק) בקשר לדוחות החברה ולהצהרותיהם האישיות, הגיעה לכדי רשלנות (recklessness), וכי התקיים היסוד הנפשי (scienter) של עבירת התרמית בעניינם. עוד נפסק, כי מר ביזניוס ידע בפועל, שהלוואות שהחברה דירגה כהלוואות ברמת סיכון C1, C2, ו-EA, היו למעשה, הלוואות סאב-פריים, ולפיכך גם ידע, כי דיווחי החברה בקשר לחשיפתה להלוואות סאב-פריים, היו מטעים. היסוד הנפשי, איפוא, התקיים לגבי כלל הנתבעים.

בית המשפט פסק, כי שלושת הנתבעים חבים ואחראים מכוח עבירת הסיוע, כיוון שהם הוסיפו הצהרות משלהם למצגיה של פרדי מאק, ובכך סייעו לה להציג את מצגיה הכוזבים ולהטעות את ציבור המשקיעים ביחס לגובה חשיפתה לשוק הסאב-פריים.

ה. אז מי נמצאו אחראים בבית המשפט לתוצאות המשבר הפיננסי של שנת 2008? - סיכומים ומסקנות

פסקי דין רבים ניתנו, ועודם ניתנים גם בימים אלה, בבתי המשפט הפדרליים בעיקר, המתייחסים למשבר הסאב פריים, להשלכותיו, לנזקים שהוא הסב ולאחראים לו.

והמסקנות?

ראשית, העבירה העיקרית המיוחסת לשחקני המשבר הפיננסי של שנת 2008, ואולי אפילו לשוק האגרוח בכללותו, מתייחסת לתרמית בניירות ערך עקב מצגים כוזבים ומטעים ואי-גילוי נאות באשר לסכנות ולחולשות של שוק זה. טיב הדיווחים ודרגת אמיתותם לפני התרסקות השווקים במשבר הפיננסי של שנת 2008, הגדילו לעשות בכך, שלא רק שהמצגים היו עמומים ומטעים, אלא

שהם אף יצרו תחושת ביטחון כוזב ומשלה של שוק זה, ביטחון שנעדר כל ביסוס עובדתי.

שנית, כולם נטלו חלק פעיל! המשבר הפיננסי הוא תולדה של מאמץ משותף ורב משתתפים, ולמרות זאת, לא כולם נמצאו אחראים מכוח עבירת התרמית בניירות ערך:

האשמים - מן המקבץ הצנוע שהובא, ניתן ללמוד, בראש ובראשונה, כי תמה תקופת הסובלנות של בית המשפט, כלפי המנפיקות ויוצרות האיגוח בהקשר למצגים הכוזבים ולהטעיית המשקיעים. מנקודת מבטם של בתי המשפט, החברות המאגחות - המנפיקות - אחראיות וחבות על פי דין לנזקים שאירעו למשקיעים אשר השקיעו בניירות RMBS מתוצרתן, על בסיס מידע כוזב, מטעה וחלקי.³² בתוך כך, אציין אגב אורחא, כי בימים אלה, קרי אמצע שנת 2015, הגביר בית המשפט את רזולוציית האחריות על השחקנים השונים ביצירת האיגוח, ובתוך כך, כבר הספיק לבחון גם את אחריותו של ספונסר, שנטען לגביו, כי לא עמד בהתחייבותו לרכוש חזרה את ההלוואות הבלתי נפרעות במסגרת תנאי האיגוח.³³ בראשן של המנפיקות יוצרות האיגוח והמאמינות הגדולות במכשירים מסוג RMBS, ניצבות גם שלוש המוסקטריות, הלא הן פרדי מאק, פאני מיי וג'יני מיי, חברות תוצרת הממשל האמריקאי (GSE's), שלהן כוח אדיר בשוק הלוואות המשכנתא, פריים וסאב-פריים, ולפעולותיהן השפעה עצומה לא רק על ציבור המשקיעים שהשקיע בחברות אלו, אלא גם על ציבור המשקיעים בשוק המשכנתאות המשניות בכללותו, אשר למד להאמין בשוק זה, לעיתים רק משום שחברות ה-GSE's שמו בו את מבטחיהן. וכשאני אומרת מבטחיהן, אזכיר, כי נזקיהן של שלוש החברות בגין המשבר הפיננסי של שנת 2008, נאמד במאות מילארדי דולרים. גודלן של חברות ה-GSE, איתנותן והיותן תולדת הממשל האמריקאי, סייעו ביצירת האווירה הפסטורלית הכללית, כי זהו שוק בטוח, בדומה לתחושה הכללית סביב בניית הטיטאניק, שהרי מעולם לא נבנתה ספינה גדולה או חזקה מזו. כאמור, נושאי המשרה הבכירים, וביניהם מנכ"ל החברה ויו"ר הדירקטוריון, נמצאו אחראים למצגים כוזבים שביצעה פרדי מאק.

המתחמקים - חברות דירוג האשראי זכו מן ההפקר. זו אימרה קשה, ועמדה זו כמובן, מייצגת את עמדת הכותבת בלבד. במספר פסקי דין, הצליחו חברות דירוג האשראי לצאת כשידן על העליונה, ולהתחמק מנשיאה באחריות לאירועי

32. מלבד מכשירים מסוג RMBS, ישנם גם מכשירים מסוג CDO וכן CDS שהינם מכשירים בעלי סיכון גבוה במיוחד. באופן עקרוני, הרווח מהחזקה במכשירים אלה, מתבסס, לעיתים, דווקא על אי-עמידת הלווים, בפירעון הלוואתם. לא נכנסנו במסגרת מאמר זה, להסביר על מורכבות מכשירים אלה, אך יצוין, כי היו בעלי השפעה משמעותית על שוק האיגוח ועל משבר הסאב-פריים.

33. ראו ACE Securities Corp. Appellant, v. DB Structured Products Inc., Respondent, Docket No. 85 (11.6.2015), פורסם באתר GCL - Global Comparative Law.

המשבר הפיננסי של שנת 2008.³⁴ שאלת היסוד הנפשי הייתה, ככל הנראה, בלב הזיכוי בבתי המשפט, אולם לעמדתי, היה ניתן, במאמצים סבירים, להכיר ברשלנותן (recklessness) של חברות הדירוג, עת הסתמכו על חומרים ששלחו אליהן יוצרי האיגוח (המנפיקות) לצורך קביעת הדירוג, מבלי לערוך דיו-דיליג'נס ראוי, ומבלי לבצע מעקבים עוקבים, תקופתיים ומובנים אחר פירעון הלוואות המשכנתא אשר גיבו את ניירות הערך נשוא האיגוח. לכך אוסיף את "פעולות ההגמשה" שביצעו חברות דירוג האשראי כדי לסייע המנפיקות, ולאפשר להן להשיג יעדי דירוג גבוהים שהיו כה הכרחיים להצלחת המצגים הכוזבים שמסרו. פעולות אלו שהיטיבו עם המנפיקות, היו מסמר נוסף בארונם של המשקיעים ושל שקיפות שוק זה ערב המשבר. המצגים שנבחנו ביחס למשבר הפיננסי של שנת 2008, התייחסו לשני אספקטים: **ראשית**, מצגים מטעים שהציגו ביחס לטיב ולאיכות הדירוג שביצעו חברות דירוג האשראי; **שנית**, מצגים מטעים שהציגו חברות דירוג האשראי, ביחס למכשירים אותם דירגו, ואשר שימשו לבסוף, בעיקר כראיה חשובה לקביעת אחריותן של המנפיקות למצגים כוזבים שהן מסרו ביחס לאיתנות של נייר הערך נשוא פעולת האיגוח. לאחר המשבר הפיננסי של שנת 2008, ניתן לומר באופן כללי, כי טיב ואיכות עבודתם של חברות דירוג האשראי, עודם עומדים לדיון ציבורי ולבחינה מחודשת.

עוד מאמץ קטן - בקטגוריה זו נמנים אותם בתי השקעות שהשקיעו באופן פזיז את כספי הפנסיות מכוח חוק ERISA. ויובהר - ספק רב, אם מאמץ זה של בתי המשפט היה מושקע ביחס לכספיהם של המשקיעים הרגילים. יחסו של בית המשפט לכספי הפנסיה נמצא כאוהד במיוחד, ובפסק הדין שמתייחס לכספים אלה, ניכרו מאמציו של בית המשפט לקבוע אחריות כלפי נושאי המשרה הבכירים של בית ההשקעות שניהל את כספי הפנסיה הללו, והשקיעם מבלי לבצע את הבדיקות הראויות. אמרתי מאמץ, כי בפועל, גם מאמץ זה של בית המשפט לא הוליד את התוצאה הראויה (כך לפחות, לעמדת הכותבת).

והסוף - עוד לא נאמרה המילה האחרונה ביחס להשלכותיו של המשבר הפיננסי של שנת 2008, וטרם גובשו כלל המסקנות. אבל לעניות דעתי, עמדה מחמירה קצת יותר של בתי המשפט, גם עם האחראים בשוליים, תוליד שוק הון שקוף והוגן יותר בטווח הרחוק.

לפני סיום אעזכן, כי בערכאות הערעורים הפדרליות השונות, יוצאים בימים אלה, פסקי דין רבים העוסקים בשאלת אחריותם של הגורמים השונים בהליכי האיגוח. כאמור, הסוגיות המשפטיות הללו נמצאות בעיצומם של פיתוח והתהוות, אך ניתן לזהות את המגמות גם כעת.

34. ייתכנו גם פסקי דין אחרים שלא צויינו כאן, שבהם מובאת עמדה אחרת של בית המשפט, אבל אין חולק, כי מגמה ברורה ובעייתית נלמדה מפסקי הדין שהובאו במאמר זה.

משפט משווה גלובלי

Debate כרך ב' 2