

פרק ג'

עקרונות יסוד בדיני ניירות ערך

תוכן עניינים

38	1. עקרון ה"גילוי הנאות"
47	2. עקרון "המהותיות"
	2.1 כללי — עקרון המהותיות כעיקרון חוצה-גבולות בדיני ניירות ערך
47	2.2 עקרון המהותיות: מספר הערות מקדימות
50	2.3 המבחן האמפירי והמבחן התיאורטי לבחינת "מהותיות" המידע — נימוקים בעד ונגד
52	2.4 אינדיקציות לכך שמידע הינו אכן "מהותי"
56	2.5 נושא "עוצמת" המידע וסוגיית ה"איכות" כנגד ה"כמות"
68	2.6 האם המהותיות הנדרשת לעניין שימוש ב"במידע פנים" זהה ל"מהותיות" הנדרשת לעניין חובות הגילוי והדיווח או לעניין עבירת התרמית בניירות ערך
69	2.7 גישת המשפט האמריקאי בנושא ה"מהותיות"
73	2.8 גישת המשפט הישראלי בנושא ה"מהותיות"
76	

1. עקרון ה"גילוי הנאות"

1.1 "אור השמש הוא המטהר הטוב ביותר, ואור המנורה הוא השוטר היעיל ביותר"¹

עקרון הגילוי הנאות הוכר, זה מכבר, כאחד מעקרונות היסוד של דיני ניירות הערך. אכן, כבר נפסק לא אחת, כי –

"לב לבו של חוק ניירות ערך הוא עקרון הגילוי הנאות, אשר מטרתו להבטיח שוק הון יעיל, על ידי חשיפת כל האינפורמציה הרלבנטית למשקיע הסביר"².

באופן דומה פסק בית המשפט העליון בפרשת גיבור סבריינה –

"...עקרון-הגילוי – כתנאי למיסחר בשוק ההון – הוא עקרון-על בדיני ניירות ערך בישראל, וכשמו: עקרון הגילוי הנאות. רק גילוי נאות – גילוי ראוי – יאפשר למשקיעים להחליט באורח רציונלי מה יעשו, ובה-בעת ירתיע בעלי-כוח ומקורבים מהתנהגות מניפולטיבית תוך פיקוח על פעילותם"³.

ברוח זו נקבע גם בפרשת ברנוביץ –

"עקרון יסוד בכל תחיקה מודרנית, המסדירה את דיני ניירות הערך המוצעים לציבור, הוא עקרון הגילוי הנאות של מידע אודות התאגיד-המנפיק. עקרון זה התגבש על מנת לחשוף בפני המשקיע את כל האינפורמציה הרלבנטית, אשר עליו להביא בחשבון כאשר הוא שוקל אם להשקיע בניירות הערך המוצעים לו"⁴.

1 ראו דברי ברנדייס בספרו L. Brandeis, *Other People's Money* (1914) ch. 5. מצוטט בכג"צ 1601-1604/90; בשג"צ 1890/90 שליט נ' פרס ואח', פ"ד מד(3) 353, בעמ' 364. כן ראו בג"צ 1635/90 ז'רז'בסקי נ' ראש הממשלה ואח', פ"ד מה(1) 479, בעמ' 787.

2 ראו ת"פ (ת"א) 3594/91 מדינת ישראל נ. ח.ל. שירותי מימון בע"מ (להלן פרשת ח.ל. שירותי מימון-שלום) (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז', 304, בעמ' 10. כן ראו ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך (להלן: "פרשת ברנוביץ-עליון") פ"ד מו (2) 818, בעמ' 830-831. כן ראו רע"פ 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ נ. מדינת ישראל (להלן: "פרשת פולק – עליון"), פ"ד נד (2), 97, בעמ' 105-106. ראו גם ת"פ (ת"א) 2769/90 מדינת ישראל נ' חברת סיסמיקה חיפושי נפט (1983) בע"מ (להלן: "פרשת סיסמיקה") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז', 333, בעמ' 9. כן ראו ת"פ (ת"א) 1590/90 מדינת ישראל נ' קלאב הוטלס אינטרנשיונל בע"מ (להלן: "פרשת קלאב הוטלס-שלום") פ"מ תשנ"ב (4) 446. כן ראו ת"פ (ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון (להלן: "פרשת אברון"), פ"מ תשל"ז 1, 329 בעמ' 338, וכן ראו ע"ש (ת"א) 272/89 נמרודי לנד דבלופמנט בע"מ ואח' נ' הבורסה לניירות ערך (להלן: "פרשת נמרודי") פ"מ תש"ן (2) 89, בעמ' 99. ראו גם ת"פ (ת"א) 3889/90 מדינת ישראל נ' רשף מחשבים בע"מ (להלן: "פרשת רשף מחשבים") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז', 301, בעמ' 4.

3 ראו ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת גיבור סבריינה-עליון"), פ"ד נג (4) 337, בעמ' 353. כן ראה פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 381.

4 ראו ע"ש (ת"א) 737/89 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (להלן: "פרשת ברנוביץ-מחוזי") פ"מ תשנ"א (2) 89, בעמ' 94. כן ראו פרשת קלאב הוטלס, לעיל הערה

וראה שם בהמשך הדברים —

"ואכן, ללא גילוי נאות של האינפורמציה הרלבנטית למשקיע הסביר, בדבר מצבו של התאגיד-המנפיק, נשללת מן המשקיע הסביר האפשרות לקבוע את מדיניות ההשקעה שלו. ובמילים אחרות: נשללת ממנו האפשרות לבחור את אלטרנטיבת ההשקעה שתואמת את רמת הסיכון, שאליה הוא מוכן להיחשף".⁵

באופן דומה נפסק כי —

"עיקרו של חוק ניירות ערך הוא הקפדה על גילוי נאות של כל העובדות הרלוונטיות הצריכות להיות בידיעת ציבור המשקיעים הפוטנציאליים. מטרת הגילוי המוטלת על חברה שניירות הערך שלה נסחרות בבורסה, היא להביא לאיזון אינטרסים, כאשר מחד, עומד הצורך לשמור על ציבור המשקיעים הפוטנציאלי ולהביא לידיעתו פרטים חשובים בעת הוצאת התשקיף, ומאידך, הרצון לשמור גם על האינטרסים הכלכליים של החברה המנפיקה".⁶

1.2 ביסודו של עקרון הגילוי הנאות ניצבת תיזת ההגינות. תיזה זו סוברת, כי על מנת ששוק ההון יתקיים לאורך זמן ובאורח תקין ומסודר, חובה עליו להיות — בראש ובראשונה — הוגן. עליו לאפשר למשקיע הקטן מהציבור, שבידיו סכום זעום בלבד שחסך בעמל רב, להשקיע את כספו על סמך אותו מידע המצוי ברשותו של איש עסקים מבוסס ומקושר.

"The duty of disclosure stems from the necessity of preventing a corporate insider from utilizing his position to take unfair advantage of the uninformed minority stockholders.

It is an attempt to provide some degree of equalization of bargaining position in order that the minority may exercise an informed judgment in any such transaction".⁷

2. בנוסף, ראו פרשת רשף מחשבים, לעיל הערה 2, בעמ' 4. כן ראו פרשת ח.ל. מימון-שלום, לעיל הערה 2, בעמ' 10. עוד ראו פרשת סיסמיקה, לעיל הערה 2, בעמ' 9. כן ראו פרשת פולק-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 105-106.

כן ראו ע"א 218/96 ישקר בע"מ ואח' נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ ואח' (להלן: "פרשת ישקר-עליון"), (לא פורסם), דינים עליון, כרך נב, 521, בעמ' 12.

5 ראו פרשת ברנוביץ-מחוזי, לעיל הערה 4, בעמ' 94. כן ראו פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 4, בעמ' 12.

6 ראו ע"פ (ת"א) 595/93 החברה לכבלים ולחוטי חשמל בישראל בע"מ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת כבלים-מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך לג (1), 205, בעמ' 9.

7 ראו *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808, at pp. 828-829. וכך — *Kohler v. Kohler Co.*, 319 F. 2d 634 (1963) p. 638. כן ראו פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 4, בעמ' 12.

בלעדי יסוד ההגינות, לא יוכל שוק ההון לשרוד לאורך זמן, שכן ציבור המשקיעים ידיר רגליו ממנו. ברור, אם כן, כי השמירה על הגינות ושוויון במסחר בניירות ערך, אינה רק בגדר עיקרון מוסרי, ואף אין מדובר במאוויי-לב של עדת צדקנים. זהו אינטרס מובנה של כל שוק הון, ושל הגורמים המנהלים אותו, להבטיח כי המסחר יהא הוגן ושוויוני, פן ידיר הציבור הרחב את רגליו משוק זה. במצב דברים זה, לא יצליח להתקיים שוק ההון לאורך זמן, והוא ידעך מעצמו.

עקרון ההגינות מחייב, כי בעלי הידע והמידע, קרי – החברה הבורסאית ובעלי השליטה והעניין בה, ישתפו את ציבור המשקיעים כולו במידע המצוי בידיהם ובאופן זה יצטמצמו, ככל האפשר, פערי המידע בין ה"מקורבים" לבין ה"משקיע הקטן". בלעדי צמצום זה של פער המידע, לא ייתכן שוק תחרותי. בלעדיו, למעשה, לא ייכון שוק הון כלשהו לאורך זמן.⁸

ראוי לציין, עם זאת, כי השאיפה לצמצום פערי המידע, היא אכן לצמצום אך לא לסילוקם המלא. שכן סילוק וביטול מלא של פערי המידע נראה, במידה רבה, כמטרה אוטופית שאינה מציאותית. פערי מידע מסוימים תמיד יהיו קיימים בין אלו המקורבים לחברה הבורסאית לבין אלו המרוחקים מזירת ההתרחשות.

1.3 לחובת הגילוי ארבעה יעדים מרכזיים:

הראשון – לספק מידע מלא ושוטף למשקיעים, לשם קבלת החלטות בשוק ההון. השני – לאפשר קיומו של שוק יעיל לניירות ערך. שוק זה מתאפיין בכך שזורם בו מידע אמין, מקיף ורציף, לציבור המשקיעים, באופן המאפשר לציבור להגיב במהירות למידע המופץ ולבצע פעולות בניירות ערך.

השלישי – להרתיע את בעלי השליטה בחברות הבורסאיות מפני ניצול לרעה של כח שליטתם.

הרביעי – והנובע מהגשמת כל יתר שלושת המטרות דלעיל – חיזוק אמון ציבור המשקיעים בשוק ההון. אמון הציבור יוגשם ויושג רק אם אכן יושגו כל המטרות שנזכרו לעיל, שכן לא ניתן להקנות לציבור המשקיעים תחושת אמון בשוק ההון, אם שוק זה לא יהיה מבוסס על הגינות, על שוויון הזדמנויות ושוויון בנגישות למידע המשותף – לכל.

ואכן, בית המשפט העליון פסק בפרשת פולק כי –

"עקרון הגילוי הנאות בא גם להרתיע בעלי כוח בחברות ציבוריות ולפקח על פעולתם."⁹

8 ראו בעניין זה, פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 830–832. כן ראו ע"פ (ת"א) 1805/95 טמפו תעשיות בירה בע"מ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת טמפו-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו (6), 957, בעמ' 16.

9 ראו פרשת פולק-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 105. ראו גם ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גיבור סבריינה מפעלי טכסטיל בע"מ (להלן: "פרשת הרשות לניירות-ערך נ' גיבור סבריינה"), פ"ד מט(3)177, בעמ' 186–187. כן ראו פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 4, בעמ' 12.

יפים לעניין זה הדברים אשר נאמרו על-ידי הנשיא ברק בפרשת ואקנין לעניין עבירת התרמית בניירות ערך, ומתאימים גם לסוגיית הגילוי הנאות:

"הוראה זו (סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך – ר' ע') באה להגן על הציבור הרחב בכלל, ועל ציבור המשקיעים בפרט, מפני תרמית בניירות ערך. היא נועדה להבטיח הגינות במסחר בניירות ערך. היא באה למנוע יתרון בלתי הוגן. היא באה לאפשר קיומו של שוק ניירות ערך משוכלל ובורסה תקינה. היא מכוונת להבטיח מידע אמין אשר יאפשר הערכת הסיכון והסיכוי בכל השקעה. היא מבוססת על הצורך לקיים את אמון הציבור בשוק ניירות הערך...
...ודוק: סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות הערך לא בא להבטיח השקעות מוצלחות; הוא לא בא למנוע מעשי טפשות וסכלות; הוא לא בא להסיר סיכונים טבעיים המונחים ביסוד השקעות כספיות. כל מטרתו של סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות הערך היא לאפשר הכרעה ראציונאלית, על בסיס מידע גלוי ונאות".¹⁰

1.4 ברור, אם כן, כי עקרון הגילוי הנאות אינו עומד בחלל ריק, ואין הוא עיקרון-על, המבטל כל אינטרס אחר. בהחלט קיימים אינטרסים מנוגדים, השואפים – מטבעם – לצמצם ולהגביל את הגילוי הנאות, המבקשים לשמור בסודיות פרטים ונתונים נוספים, בין כאלה הנוגעים לעניינים האישיים או הפרטיים של בעלי העניין בחברה, ובין כאלה הנוגעים לתאגיד עצמו. כך, לדוגמא, אין חולק, כי גם תאגיד ציבורי רשאי וזכאי לכך שפרטים הנוגעים למידע עסקי סודי, יישמר הרחק מידעת הציבור בכלל, ומידעת גורמים מתחרים בפרט.

מתוך הבנת צרכים אלו אכן הקנה המחוקק לרשות לניירות ערך סמכות לפטור תאגיד ממסירת פרטים או נתונים מסוימים, הן בתשקיף, הן בדו"חות המידיים והן בדו"חות התקופתיים.¹¹

1.5 העימות בין אינטרס הגילוי של הציבור הרחב לבין אינטרס הפרטיות של חברה פרטית, התגלע בישראל במלוא עוצמתו בפרשת דיסקונט השקעות וחברת ישקר.¹² באותה פרשה, עמדו מנגד שתי חברות הקשורות זו בזו, כאשר כל אחת מודרכת על פי מערכת נפרדת של אינטרסים ורצונות, ועל כל אחת מהן חלה מערכת נפרדת ושוונה בתכלית של הוראות דין.

מחד גיסא, ניצבה חברת השקעות דיסקונט, חברה ציבורית ובורסאית, שאחזה בכ-27% ממניותיה של חברה פרטית, ישקר בע"מ, אשר ניצבה מעברו השני של המתרס

10 ראו ע"פ 5052/95 ואקנין ואח' נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת ואקנין"), פ"ד נ(2) 642, בעמ' 653-654.

11 ראו סעיף 19 וסעיף 36 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"). כן ראו תקנות 44(ב) ו-45(ב) לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, וכן תקנות 23(ב) ו-36(ב)(2)(ג) לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), התשנ"ג-1993.

12 פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 4.

דיני ניירות ערך

המשפטי דגן. החברה הפרטית היתה מקור מהותי לרווחי החברה הציבורית, ולאור זאת תבעה רשות ניירות ערך מהחברה הבורסאית לכלול בדו"חותיה את דו"חותיה הכספיים של החברה הפרטית. החברה הפרטית "נעמדה על רגליה האחוריות" ומיאנה בכל תוקף לחשוף בפני ציבור המשקיעים את דו"חותיה, תוך שהיא מגייסת לטובתה את כל הטיעונים מתחום הגנת הפרטיות. ואולם, עמדתה זו של החברה הפרטית נדחתה מכל וכל על ידי שתי הערכאות שדנו בנושא.

בפרשה זו כיטאו בית המשפט המחוזי ובית המשפט העליון את עמדתם, כי במפגש האינטרסים האמורים תינתן עדיפות ברורה לאלה של הציבור הרחב, וכי חובת הגילוי הנאות תגבר על חובת שמירת הסודיות ושמירת הפרטיות של החברה הפרטית.

יתרה מזאת, בית המשפט העליון פסק באותו מקרה כי חובת הגילוי, החלה על פי הדין על החברה הציבורית, משליכה וחלה גם על החברה הפרטית, מעצם אחזקתה של החברה הציבורית בה, בשיעור המחייב אותה לכלול את דו"חותיה הכספיים של החברה הפרטית בדו"חות החברה הבורסאית.¹³ זאת, אף שהחברה הפרטית אינה מחויבת, בסדר הרגיל של הדברים, לפרסם את דו"חותיה הכספיים.

1.6 ראוי לציין, כי אף שהמסקנה העולה לכאורה מפסקי הדין שניתנו בפרשת ישקר היא מתן עדיפות מוחלטת וברורה לאינטרס הציבורי על פני האינטרס הפרטי, הרי שראוי לסייג את הדברים ולראותם בהקשרם המיוחד של אותו מקרה. לא בהכרח תהא התוצאה זהה גם במקרה אחר, בו הנסיבות יהיו שונות. גישת בתי המשפט, כפי שבאה לידי ביטוי בפרשת ישקר היא תלוית-נסיבות, ובנסיבות המקרה של ישקר, נדמה, כי לא היה מנוס מהתוצאה שאליה הגיעו הן בית המשפט המחוזי והן בית המשפט העליון.¹⁴

1.7 חובת הגילוי הנאות אין פירושה נקיטת גישה פטרנליסטית ביחס למשקיע הסביר ולהחלטותיו. היא לא נועדה להבטיח, כי המשקיע לא יטעה או לא יפעל בטיפשות. היא רק נועדה לאפשר לו התמודדות הוגנת בשוק ההון על בסיס מידע שווה, אשר יהיה משותף לכל יתר השחקנים בשוק ההון. כפי שאכן נקבע על ידי בית המשפט המחוזי בפרשת טמפו-לוינהר –

"תכליתו של גילוי זה איננה לשלול מצד כלשהו השותף ל'משחק' הבורסאי

13 שם, בעמ' 15.

14 הנסיבות המיוחדות של המקרה האמור הן העובדה שישקר לא רק שהיתה חברה פרטית הנשלטת על ידי חברה בורסאית, אך גם ובעיקר העובדה כי אותה חברה פרטית היתה מקור מהותי ומרכזי ברווחי החברה הבורסאית: למעלה מ-40% מרווחי החברה הבורסאית – השקעות דיסקונט, נבעו מפעילותה של החברה הפרטית, ישקר.

את גמישות הפעולה, את ניצול כשרי הניתוח, התחזית והנכונות ליטול סיכונים. התכלית היא למנוע הטעייה שתהפוך את יתר שותפי 'המשחק' לנטולי תבונה".¹⁵

1.8 ניתן להצביע על שתי דרכים מרכזיות באמצעותן ניתן להגביל את עקרון הגילוי הנאות, ואת חובות הגילוי והדיווח הנובעות ממנו. הדרך האחת, נזכרה לעיל, והיא הסמכת הרשות לניירות ערך לפטור, בנסיבות מסוימות, את התאגיד מחובות הדיווח. הדרך השנייה, המפורטת בפרק 2 לפרק זה להלן, היא אותה מסננת הקרויה — עקרון "המהותיות". באמצעות מסננת נורמטיבית זו ניתן להגביל את כמות המידע שיש חובה לגלותו לציבור המשקיעים.

1.9 דרישת הגילוי הנאות נוצרה, מלכתחילה, בשל טיבו המיוחד של המוצר הקרוי "נייר ערך". אין מדובר במוצר גשמי, הקיים בעולמנו הפיסי. בדומה למושגים נוספים מתחום דיני החברות, גם נייר הערך הוא, בעיקר, יציר נורמות משפטיות. אדם הרוכש מכונית יכול לבדוק אותה, להציץ מתחת למכסה המנוע שלה. לא כך לגבי נייר ערך. זהו מוצר ייחודי, אשר כולו הקניית זכויות למחזיק החוקי בו. הוא מקנה זכות לבעליו לקבל את שוויו של נייר הערך, במועד המכירה. יתרה מזאת, נייר הערך, מעצם טבעו ומהותו, הוא מוצר שערכו נגזר מערכם של "מוצרים" אחרים. משום כך ברור, כי ערכה של מניה מסוימת נגזר מערך החברה. חברה מפסידה תשפיע לרעה על שווי מניותיה, ולהיפך.

1.10 טיבו המיוחד, אם כך, של נייר הערך, מחייב את מי שהנפיקו להעניק לבעל הנייר מידע רב ככל האפשר, על מנת שזה יוכל להעריך כהלכה אם להמשיך ולהחזיק בו, או שמא למכרו. במקביל, אמור מי שהנפיק והציע את נייר הערך לציבור הרחב למסור לאותו ציבור רחב ובלתי מסוים מידע רב, שנועד לאפשר לו לשקול אם לרכוש כלל, מלכתחילה, את ניירות הערך של אותו תאגיד. אופיו של "נייר הערך" הוא אשר מציב בפני התאגיד, שניירות הערך שלו הוצעו לציבור, חובה לגלות לציבור המשקיעים מידע רב, וזאת, לא רק באופן חד-פעמי, במועד ההצעה לציבור, אלא באופן שוטף, שיטתי ועקבי.¹⁶

1.11 כנזכר לעיל, תכליתו של עקרון הגילוי הנאות להשיג שלוש מטרות מקבילות: האחת, אספקת מידע מלא לציבור המשקיעים, לשם קבלת החלטות בהשקעות בניירות ערך.¹⁷

15 ראו פרשת טמפור-מחוזי, לעיל הערה 8, בעמ' 16.

16 ראו *Basic Incorporated v. Max L. Levinson*, 485 U.S. 224.

17 ראו פרשת פולק-עליון, לעיל הערה 2, עמ' 105.

דיני ניירות ערך

השנייה, הרתעת בעלי השליטה וההון מביצוע פעולות בעלות אופי מניפולטיבי.¹⁸ השלישית, יצירת שוק הון יעיל, שכן תנאי ליעילות הוא זרימת מידע באופן שוטף וקבוע.

הנשיא ברק קבע כבר בפרשת פולק כי —

“חובת גילוי זו מבוססת בעיקרה על ההכרה בחשיבותה של זרימת מידע מלאה בין המשתתפים בשוק ההון. היא באה להבטיח כי ההשקעה בשוק ההון תהיה על בסיס נתונים אמיתיים ומהימנים ככל האפשר. היא באה למנוע קבלת החלטות על בסיס מידע שגוי. היא באה למנוע מעשי מרמה. היא באה לשמור על אמון הציבור.”¹⁹

בהמשך הדברים קבע הנשיא ברק —

“אכן, התכלית המונחת ביסוד סעיף 53(א)(4) לחוק ניירות ערך היא להגן על המשקיע הסביר. ניתן לראות בעקרון הגילוי הנאות חוליה אחת בשרשרת הבטחון המגינה על המשקיע הסביר.”²⁰

1.12 ראוי להעיר, כי בפסיקה האמריקאית הודגש, זה מכבר, כי נזנחה גישת “יזוהר הקונה” (Caveat Emptor), המקובלת מימים ימימה בדיני המכר. תחתה אומצה גישת “הגילוי הנאות”, או במילים אחרות — “ידווח המוכר”.²¹ בדין האמריקאי הוגדר עקרון הגילוי הנאות כעיקרון-על בדיני ניירות ערך האמריקאיים וכ-“לב ליבו של חוק ניירות הערך האמריקאי.”²²

1.13 ניתן לאפיין שתי גישות יסוד בכל הנוגע לסוגיית הגילוי הנאות:

1.13.1 מחד גיסא, ניצבת הגישה המסורתית, פרי המשפט האנגלי, המצדדת בדרישות רחבות של גילוי ודיווח. עם זאת, מסתפקת אותה גישה בהצבת חובות סטטוטוריות בפני המנפיק, תוך שהיא שוללת התערבות ממשית ורחבה מצד רשויות האכיפה והביקורת. במילים אחרות, הגישה המסורתית נמנעת מלאפשר התערבות מצד רשויות פיקוח בהכתבת תוכן התשקיף ומידת הפירוט בו. תחת זאת היא מבכרת לקבוע בחקיקה את היקף הגילוי

18 ראו פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 831, וכן פרשת פולק-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 105. כן ראו פרשת רשות לניירות-ערך נ' גיבור סברניה, לעיל הערה 9, בעמ' 186–187.

19 ראו פרשת פולק-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 105.

20 ראו שם, בעמ' 107.

21 ראו *Affiliated Ute Citizens v. U.S.*, 406 U. S. 128, 31 L. Ed. 2d 741, p. 760.

22 כן ראו *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180. גישה זו אומצה למשפט הישראלי — ראו פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 4, בעמ' 12.

22 ראו Norman S. Poser, “Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions”, 40 U. Miami L. Rev. 671, at p. 686.

הנדרש, ומותרת לתאגידים המנפיקים לעמוד, בכוחות עצמם, בדרישות החוק. התאגידים, לפי שיטה זו, יישאו בתוצאות מעשיהם, אם יתברר בדיעבד כי עברו על הוראות הדין. ברור, אם כן, כי עמדה זו, המצדדת בהגבלת מעורבות הרשויות בפיקוח ובהסדרת שוק ההון, נושאת עימה "מחיר" מסוים, בדמות חובות גילוי ודיווח נרחבות ומקיפות.

1.13.2 מאידך גיסא, מצויה גישה שונה בתכלית – גישת המשפט האמריקאי, המצדדת דווקא בהתערבות רבה ואינטנסיבית מצד רשויות הפיקוח בשוק ההון, בפעילותו של השוק, בניהול המסחר בו ובפיקוח צמוד אחר הנעשה בו.

הדין האמריקאי הקנה לרשויות הפיקוח, ובעיקר אמורים הדברים ברשות לניירות ערך בארה"ב (SEC), סמכויות מקיפות לא רק של פיקוח על המסחר, אלא גם של פיקוח ושליטה על תוכן ההצעה לציבור ועל מידת הגילוי בה. לרשות לניירות ערך בארה"ב יש סמכות רחבה בכל הנוגע להתערבות בשיקול דעת התאגיד והנהלתו, באשר לפרטים אשר יפורטו וייחשפו במסגרת ההצעה לציבור (התשקיף).

ניתן לאפיין את גישת המשפט האמריקאי לעניין זה כפטרנליסטית. אין היא מסתפקת בקביעת חובות תחיקתיות. היא מבקשת להרחיק לכת ולנקוט אמצעים לשם בדיקה ובקרה, אם אכן, ובאיזו מידה, מקיימים התאגידים את חובות הדין. גישה זו מקנה, משום כך, לרשויות הפיקוח סמכויות רחבות לכפות על התאגיד לגלות לציבור המשקיעים עובדות ונתונים מסוימים. באופן דומה, מוסמכות הרשויות להתערב גם בעניין דרך הצגתן של עובדות; לדרוש הצגה באורח מסוים דווקא, אשר ימנע הטעיית המשקיע הסביר, לדעתן, ועוד.²³

1.14 השאלה, איזה מודל אומץ על ידי המשפט הישראלי, אינה קלה, והתשובה עליה מעורפלת לא פחות. בפסיקה הישראלית הובעה הדעה כי המחוקק בישראל אימץ את הגישה האנגלית, המסורתית של גילוי ללא התערבות.²⁴ זאת, על יסוד הוראות החוק, ובמיוחד הוראת סעיף 36 לחוק.

אין לומר בוודאות כי אכן זו הגישה אשר אומצה בפועל בישראל. אף אם לשון החוק אינה מרחיבה מילים על סמכויות התערבות רחבות ומפורטות מצד הרשות לניירות ערך, הרי שאותן הוראות חוק בהן נקבעו סמכויות הרשות לניירות ערך והבורסה לניירות ערך, הקנו בכל זאת לאותם גופים סמכויות התערבות משמעותיות ביותר.

23 L. Loss & J. Seligman, *Securities Regulation*, (3rd V.1) pp. 174–175

24 ראו פרשת ברנוביץ-מחוזי, לעיל הערה 4, בעמ' 95.

ראו למשל, סמכות הרשות לניירות ערך, מכח סעיף 36(ו) לחוק, להורות לתאגיד למסור בכתב –

“הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בדו”ח או בהודעה לפי פרק זה”.

באופן דומה, מקנה סעיף 36(ז) לחוק לרשות ניירות ערך סמכות לדרוש מתאגיד הגשת דו”ח מתוקן, לרבות דו”ח אשר יכלול חוות דעת לעניין נתונים שנמסרו על ידי התאגיד בדו”ח המקורי. עוד מסמיך הסעיף את הרשות לדרוש הגשת דו”חות כספיים מתוקנים, או חוות דעת מתוקנת או סקירה מתוקנת של רואה חשבון, אם לדעת הרשות אותם מסמכים מקוריים אינם עומדים בכללי חשבונאות נאותים, או שאינם משקפים כהלכה את “מצב עסקי התאגיד”.

אך בכך אין די. המחוקק הרחיב את סמכויות הרשות לניירות ערך והקנה לה סמכויות רחבות, כאמור בסעיף 36א לחוק, לעניין דרך הצגת נתונים מסוימים בדו”חות הכספיים של התאגיד, או בדו”ח התקופתי או המידי, שפורסם על ידו.

1.15 נדמה, כי הוראות דין אלו, ורבות אחרות שלא צוטטו לעיל, ממחישות עד כמה לא הסתפק המחוקק בישראל בגישה המסורתית, וכיצד בחר דווקא לאמץ, אף אם לא במלואה, את הגישה האמריקאית, המצדדת בהתערבות רבה מצד רשויות הפיקוח. יתר על כן, נדמה, כי במובנים רבים הסמכויות המוקנות לרשות לניירות ערך בישראל אינן נופלות כהוא-זה מאלו המוקנות ל-SEC בארה”ב.

יתרה מזאת, יש נושאים, כדוגמת נושא הדיווח של “מידע רך”, קרי – מידע לא-ודאי (כגון, למשל, מו”מ למיזוג וכד’) בהן דרישות הדיווח על פי הדין הישראלי אף מרחיקות לכת יותר מאלו של הדין האמריקאי. כך, למשל, תקנה 36(א) לתקנות ניירות ערך (דו”חות תקופתיים ומידיים), התש”ל-1970. מדרישות דיווח מקיפות אלו צומחות סמכויות פיקוח ואכיפה שהוקנו לרשות לניירות ערך בישראל.

1.16 זאת ועוד, אין ספק, כי גם פסיקת בתי המשפט בסוגיות שונות, שנגעו לסמכויות הבורסה והרשות לניירות ערך להתערב בשיקול דעתם של התאגידים ולחייבם לחשוף נתונים שונים, מעידה על הרחבת סמכויות ההתערבות של רשויות הפיקוח.²⁵ אכן, הפרקטיקה הנוהגת לעניין פרסום הצעה לציבור לרכישת ניירות ערך, מעידה על מידה רבה ביותר של התערבות הרשות לניירות ערך בתוכן התשקיף, בדרך הצגת הנתונים הנכללים בו ובכפיית התאגיד לפרט ולהוסיף נתונים לשם מתן תמונת מצב מלאה ומדויקת יותר בפני ציבור המשקיעים.

25 ראו, למשל, פרשת ברנוביץ-מחוזי, לעיל הערה 4, פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, וכן פרשת ישקר-עליון, לעיל הערה 4.

1.17 ניתן לסכם ולומר, כי המשפט הישראלי אימץ ומאמץ בהדרגה, את הגישה המצדדת בהתערבות רבה של רשויות הפיקוח, קרי – הרשות לניירות ערך והבורסה לניירות ערך. ניתן לאפיין את עמדת המשפט הישראלי בסוגיה זו כגישה מעורבת, המשלבת חובות דיווח וגילוי נרחבות (כגון אלה הנדרשות על פי המשפט האנגלי), עם סמכויות גוברות והולכות של הרשויות (כגון אלה המוקנות על פי הדין האמריקאי).

2. עקרון "המהותיות"

2.1 כללי – עקרון המהותיות כעיקרון חוצה גבולות בדיני ניירות הערך

2.1.1 עקרון המהותיות הינו עיקרון מרכזי בתחום ניירות הערך בכלל, ובתחום העבירות בניירות ערך בפרט. ניתן להמשיל עיקרון זה למעין נייר-לקמוס, דרכו עובר כמעט כל נושא בתחום ניירות הערך. הצבע, שמעניק מבחן "המהותיות" כמעט לכל אירוע ולכל מעשה או מחדל, הוא שיכריע, כמבחן-סף, אם נעברה עבירה.

2.1.2 אם ננסה להגדיר את עקרון המהותיות ולתמצתו, הרי שהכוונה היא לכל מידע שיש לו חשיבות לגבי קבלת החלטותיו של "משקיע סביר", או כזה שיש בכוחו כדי להשפיע על שערן של נייר ערך, אם יודע אותו מידע לציבור המשקיעים.

2.1.3 בעזרת הפסיקה המקיפה בנושא ניתן לשרטט מבחן למהותיות, הטומן בחובו שני רכיבים מרכזיים:

אחד – הסתברות גבוהה (substantial likelihood), שהאירוע בו עוסק המידע, אכן יתרחש בפועל.²⁶

שני – המידע יגרום להשפעה ממשית או משמעותית ("substantial effect" או "actual significance") על שיקול דעתו של המשקיע הסביר.²⁷

יצוין, עם זאת, כי במרוצת השנים אומץ בארה"ב, אם כי לא באופן אחיד, מבחן נוסף, הוא מבחן "השפעת השוק" (Market Impact). מבחן זה מבוסס על בחינת השפעתו של פרסום המידע על ניירות הערך אליהם מתייחס המידע. במרבית המקרים מדובר על השפעת המידע על שערי ניירות הערך, אך לעתים יכול הדבר להתבטא גם

26 כפי שיפורט להלן בפרק זה, הפסיקה האמריקאית קבעה בפסק דין מנחה בסוגיה זו, בפרשת TSC, כי מידע הינו מהותי אם יש הסתברות גבוהה ("substantial likelihood") שמשקיע סביר יראה בו מידע חשוב בקבלת החלטותיו, TSC Industries Inc v. Northway Inc., 426 U.S. 438, p. 449.

ראו גם Harkavy v. Apparel Industries Inc., 571 F. 2d 737 (1978) 741.

Hoffman Elect. Inc. v. Emerson Elec. Co., 754 F. Supp. 1070 (1991) p. 1080.

27 ראו SEC v. Bausch & Lomb Inc., 565 F. 2d 8 (1977) p. 15.

כן ראו TSC Industries, Inc., supra note 26, at p. 449.

ראו גם List v. Fashion Park Inc., 340 F. 2d 457 (1965).

וכן Kohler, supra note 7, p. 642.

דיני ניירות ערך

בשינוי מחזורי המסחר והיקפיהם. לעתים, כך נקבע, עצם הפסקת המסחר בנייר ערך מסויים מעידה על "השפעה" משמעותית דיה.²⁸

2.1.4 עקרון המהותיות מהווה נדבך חשוב לא רק בהגדרתו של "מידע פנים", אלא גם בהגדרת מידע שחובה לגלות לציבור המשקיעים, בין בדרך של גילוי מיידית ובין בגילוי תקופתי. בה במידה, מהווה עקרון המהותיות גורם-מפתח בהגדרת חובת הגילוי במסגרת הצעה לציבור של ניירות ערך, הן כאשר ההצעה נעשית בדרך של תשקיף והן בדרך של מתאר של הצעה פרטית, מיפרט של הצעת רכש וכיוצא בזה. משכך הדבר, רלוונטי מונח זה גם, לא-אחת, לעבירות של תרמית בניירות ערך ושל ושימוש במידע פנים. ואמנם, עקרון המהותיות זכה בפסיקת בתי המשפט בארה"ב ובישראל להתייחסות נרחבת בקשר לעבירות בתחום ניירות הערך.

2.1.5 לעקרון המהותיות שמורה חשיבות רבה בשל היותו אמצעי לסינון מידע שאינו רלוונטי, או שאינו חשוב ואשר אין ביכולתו להשפיע על מכלול הנתונים העומדים לרשות המשקיע הסביר.²⁹

אכן, הדעה המקובלת כיום היא שעקרון המהותיות מהווה את לב ליבה של שיטת הגילוי המלא או ה"גילוי הנאות".³⁰ מטבע הדברים, פיתחה פסיקת בתי המשפט בנושא שימוש במידע פנים, את עקרונות מבחן המהותיות, ולו רק משום שבעבירה זו בולטת חשיבותו של מבחן זה. ואולם, גם בעבירות נוספות, ובמיוחד בעבירות של דיווח וגילוי, יש לעיקרון זה משקל נכבד.

עבירת השימוש במידע פנים הינה אחד הנושאים היותר מורכבים בתחום העבירות בניירות ערך. בארה"ב מצויה בנושא זה פסיקה נרחבת וחקיקה מתפתחת³¹ ואף בישראל מתרבים המקרים בהם נדרש בית המשפט ליתן דעתו לנושא זה, על היבטיו השונים. אין ספק, כי גם האכיפה הנמרצת בשנים האחרונות בישראל מצד הרשות לניירות ערך ומחלקת החקירות שלה, תורמת להרחבת העיסוק בנושא זה ולפיתוח גיבוש מדיניות שיפוטית ביחס אליו.³²

28 ראו Bromberg and Lowenfels, *Securities Fraud & Commodities Fraud* (1995, V. 2) p. 7:158.10.

29 Thomas Earl Patton & Terry Rose Saunders, "Elements of Proving A Rule 10b-5 Violation", *Securities Fraud: Litigating Under Rule 10b-5* (1993) p. 2:32.

30 א' אברמזון, "תחזיות ומידע רך בחברה ציבורית – החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" (להלן: "אברמזון"), משפטים כב 56, בעמ' 59.

31 ראו *Insider Trading Sanctions Act 1984*.
וכן — *Insider Trading and Security Fraud Enforcement Act 1988*.

32 מעניין לציין, כי גם רשות ניירות הערך האמריקאית (SEC) מעידה בגלוי על כך שהיא הגבירה, במהלך שנות ה-80 את האכיפה בתחום השימוש במידע פנים וכי היא רואה בעבירה זו יעד מרכזי במדיניות האכיפה שלה.

ראו Barbara S. Thomas, "Insider Trading Revisited: The SEC's New Initiative" *Corporate Practice Commentator*, V.24, 435, at pp. 436-437.

2.1.6 בהקשר זה ייאמר, כי לספר החוקים של מדינת ישראל הוכנסה העבירה של שימוש במידע פנים רק בשנת 1981, במסגרת תיקון מס' 6 לחוק. הרציונל העומד מאחורי האיסור על שימוש במידע פנים ומאחורי החובה לגלות גילוי מלא של כל מידע "מהותי", הוא קביעת קנה-מידה של הגינות ותחרות בתנאי שוויון בין השחקנים השונים בשוק ההון.³³ בפסיקת בתי המשפט בארה"ב כבר נפסק, כי הרציונל באיסור השימוש במידע פנים, והעומד גם ביסוד גישת "הגילוי הנאות" בתחום ניירות הערך, הוא להחליף את גישת "יזהר הקונה" (Caveat Emptor) בגישה של "גילוי מלא" (Full Disclosure), ולקבוע סטנדרט גבוה של אתיקה בתחום ניירות הערך.³⁴

כנגזר מכך מתבקשים שוויון ואחידות בנגישותם של השחקנים השונים בשוק ההון למידע שהינו רלוונטי לקבלת החלטותיהם. באופן זה התפתחה הדוקטוריינה, המקובלת כיום ללא עוררין, המכונה "גישה שווה למידע" (The Equal Access of Information) ולפיה על אנשי פנים להימנע מלעשות שימוש במידע פנים המצוי ברשותם, כל עוד לא יהיה מצוי אותו מידע בידי הציבור הרחב. לחלופין, עליהם להביא לגילוי ולפרסום אותו המידע לציבור הרחב. גישה זו, המכונה Disclose or Abstain Rule, נועדה לרכוש את אמון הציבור הרחב בשוק ההון, ולהחדיר בו אלמנטים של הגינות ושוויון.³⁵

2.1.7 על אף שלשונו של חוק ניירות ערך בישראל (להבדיל מהחוק האמריקאי³⁶)

33 להרחבה בנושא עבירת השימוש במידע פנים, ראו פרק ט' לספר זה.

34 ראו Ute Citizens, *supra* note 21, at p. 760.

ראו גם "גרוס", "האיסור בדבר ניצול מידע פנים בחברות" עיוני משפט טו(3) 481, בעמ' 489. כן ראו ת"פ (ת"א) 9144/94 מדינת ישראל נ' בש (לא פורסם), דינים שלום, כרך ד', 477, בעמ' 41-40.

35 L. Loss and J. Seligman, *supra* note 23, at pp. 3490-3493.

36 החוק האמריקאי קובע כדלקמן: בלשון סעיף 10b-5 לכללי SEC — נקבע:

"It shall be unlawful for any person...:

(a)...

(b) To make any untrue statement of a *material* fact or to omit to state a *material* fact necessary in order to make the statement made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading". (ההדגשה אינה במקור)

בסעיף 10b לחוק ניירות-ערך האמריקאי (The Securities Exchange Act 1934) נקבע:

"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange —

(a) ...

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection on investors".

אינה דורשת ש"מידע פנים" יהא מידע "מהותי", הרי שפסיקת בתי המשפט בישראל דרשה כתנאי יסודי להגדרת מידע כ"מידע פנימי", כי אותו מידע יהא "מהותי".³⁷

הפסיקה בארה"ב ובמדינות נוספות התלבטה רבות בשאלה כיצד יש להגדיר "מידע מהותי". בקליפת אגוז, השאלה מתמצית בבחירה בין שתי גישות עיקריות. הגישה האחת מעדיפה את המבחן התיאורטי-היפותטי (גישת ההתכוננות-מראש — ex-ante). גישה זו מתמקדת בשאלה מהו מידע היכול להיחשב כמהותי, מעצם טיבו. לפי גישה זו, גם בנסיבות בהן כלל לא ברור, או לא הוכח, כי המידע הפנימי היה בעל השלכות כלשהן על שער נייר הערך הרלוונטי, גם אז תוטל אחריות על ה"עושה" בגין שימוש במידע הפנים.

הגישה האחרת, מצדדת במבחן אמפירי, שלאחר-מעשה (Post Factum), והיא בודקת את השפעתו בפועל של מידע הפנים על שער נייר הערך הרלוונטי, באופן שרק אם וכאשר מתברר כי אכן היתה השפעה כזו בפועל, אזי התקיים הרכיב של "מידע פנים" לעניין העבירה האמורה.

2.1.8 בפסיקת בתי המשפט בישראל אומץ, כפי שיפורט להלן, המבחן התיאורטי, אף שהובעה גם דעה המכירה במבחן משולב של שתי הגישות.³⁸ אין לומר בביטחה, כי חובה לאמץ למשפטנו את המבחן האמפירי דווקא. על כל פנים, לשם מניעת ספקות ואי-בהירות מיותרת בנושא זה, רצוי היה, כי המחוקק הישראלי יעגן מבחן זה בחוק ניירות ערך.

2.2 עקרון המהותיות: מספר הערות מקדימות

2.2.1 מן הראוי לאפיין את עקרון המהותיות במספר הערות מקדימות: ראשית, מדובר בעיקרון עמום במידה רבה.³⁹ משום כך, כבר נאמר שחשיבותו של העיקרון אינה כל כך בהגדרתו, כמו בדרכי יישומו בפועל על ידי בתי המשפט. התוכן אשר בית המשפט יוצק לתוכו והשיקולים העומדים ביסוד הפעלתו, הם המעניקים לעיקרון זה את כוח חיותו.⁴⁰

העמימות של עקרון המהותיות נובעת, במידה רבה, מהעובדה שהוא מופעל

והשוו — לשון סעיף 52 לחוק, הקובע: "מידע פנים — מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור, ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי מהותי במחיר נייר הערך של החברה".

37 ראו ת"פ (ת"א) 5322/90 מדינת ישראל נ' גיבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ ואח', פ"מ תשנ"ג (4) 397, בעמ' 428 (להלן: "פרשת גיבור-סבריינה-שלום"). כן ראו פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 833-837.

38 ראו ע"פ 331/94 קרן נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת קרן-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו (7) 797, בעמ' 23. לדיון רחב בסוגיה זו ראו בפרק ט' לספר זה, הדן בעבירת השימוש במידע פנים.

39 Bausch & Lomb, *supra* note 27, p. 10

40 A. Jacobs, *Litigation and Practice Under Rule 10b-5*, 2d ed., V. 5A, Sec. 61.02, p. 3-96

בהתאם לנסיבות כל מקרה, ועל כן עובדה או נתון מסוימים עשויים להיחשב "מהותיים" במערכת נסיבות נתונה ובמועד נתון, בעוד שאותן עובדות לא ייחשבו ככאלו במערכת נסיבות אחרת, או במועד אחר. התוצאה המיידית של עמימות זו היא, שבמקרים רבים אין השחקן בשוק ההון יודע לאשורו, אם העובדות המצויות בידיו הן עובדות מהותיות, אם לאו, וכנגזר מכך – אין הוא יודע כיצד לפעול. במילים אחרות, אם אדם אינו יודע אם המידע שברשותו נחשב למידע "מהותי", אין הוא יודע אם חייב הוא לגלותו, או בנסיבות אחרות – אם רשאי הוא לעשות בו שימוש חופשי. משום כך, לעתים, אין האדם יודע אם עליו לנקוט גישה זהירה ולהימנע מכל פעולה, גישה שגובשה בדין האמריקאי וכונתה – Disclose or Abstain⁴¹.Rule

2.2.2 שנית, המהותיות נבדקת אך ורק בנקודת הזמן בה בוצעה העבירה (למשל – בעת בה נעשה השימוש ב"מידע הפנים").⁴² על כן, כאשר מתבקשים אנו להכריע אם נתון מסוים הינו מהותי, חובה עלינו להגדיר, ראשית, את נקודת הזמן הרלוונטית. שכן, אף אם מידע מסוים הוא מהותי במועד מסוים, אך לא היה כזה במועד בו בוצעה העבירה המיוחסת לנאשם, אזי ברור שלא נעברה כל עבירה. לשם המחשה, אם אדם רכש ניירות ערך של חברת חיפושי נפט לאחר שהגיע לידיעתו מידע כי החברה עומדת לבצע קידוחים באזור הידוע כעשיר בנפט, עדיין אין מדובר, בהכרח, במידע פנים "מהותי", אף אם אין המידע מצוי בידי הציבור הרחב. יתרה מזאת, גם אם יתברר בדיעבד, כי אותו קידוח נפט התגלה כהצלחה מסעירה, הרי שכלל אין זה ברור שה"שימוש" במידע הראשוני היה שימוש אסור. זאת, מאחר שבמועד בו נעשה ה"שימוש", כאמור לעיל, לא היה בידי ה"עושה" המידע הסופי בדבר הצלחת הקידוח, משמע – באותה עת ספק אם היה המידע "מהותי". ההכרעה בשאלה זו מותנית גם בנסיבות במקרה, כגון – עד כמה מדובר בקידוח חשוב במכלול עסקי החברה, אם החברה מרבה לבצע קידוחים, מה הצפי להצלחת אותו קידוח ומה החשיבות שהחברה עצמה מייחסת לקידוח זה. על גורמים אלה ואחרים, בקביעת מהותיות המידע, ראו בהמשך פרק זה.

2.2.3 שלישית, חשיבותו הגדולה של עקרון המהותיות נעוץ בהיותו אמצעי יעיל לסינון מידע לא-חשוב או לא-רלוונטי, בבחינת מעין "מזקקת מידע". אכן, דברים ברוח זו נקבעו על ידי בית המשפט האמריקאי בפסק הדין המנחה בפרשת Basic:

"The role of the materiality requirement is not to attribute to investors a child-like simplicity, an inability to grasp the probabilistic

41 לדיון נרחב בגישה זו ראו בפרק ט' לספר זה העוסק בסוגיית השימוש במידע פנים.

42 *Berman v. Thomson*, 312 F. Supp. 1031, p. 1033.

Kohler v. Kohler Co., *supra* note 7.

significance of negotiations, but to filter out essentially useless information that a reasonable investor would not consider significant, even as part of a larger 'mix' of factors to consider in making his investment decision”.⁴³

הבחינה באמצעות משקפי-המהותיות מאפשרת לבחון אם המידע נוגע לעניין וכן האם הוא בעל חשיבות. שאם לא כן, אין כל איסור וכל הגבלה על השימוש בו. חשוב מכך, נדרש, כי המידע יהיה הן חשוב והן רלוונטי באותה נקודת זמן (מועד השימוש), כאמור לעיל.

2.2.4 רביעית, מבחן “המהותיות” מתייחס לנקודת מבטו של “האדם (או המשקיע) הסביר”, קרי – אמת המידה היא אובייקטיבית, ובשום פנים אינה סובייקטיבית.⁴⁴

2.3 המבחן האמפירי והמבחן התיאורטי לבחינת “מהותיות” המידע – נימוקים בעד ונגד

בספרות ובפסיקת בתי המשפט ניתן למצוא דעות לכאן ולכאן, בעד או נגד המבחן התיאורטי והמבחן האמפירי-מעשי. מרבית הדעות מצדדות דווקא במבחן התיאורטי, השריר במשפטנו, אם כי יש גם הרואים את חסרונותיו של מבחן זה כעולים על מעלותיו, כפי שיפורט להלן.

2.3.1 נימוקים בעד החלת המבחן התיאורטי

ניתן להביא מספר נימוקים בעד אימוצו של המבחן התיאורטי לקביעת ה“מהותיות” של מידע, בין לצורך לעבירת השימוש במידע פנים ובין לצורך עבירות דיווח וגילוי.

2.3.1.1 נימוק אחד מעוגן בלשון אותה נקט המחוקק הישראלי. כך, למשל, קובע סעיף 52א לחוק ניירות ערך, כי “מידע פנים” הוא מידע – “אשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי...” (ההדגשה אינה במקור). ניתן לטעון, כי לשון זו מעידה על אימוץ המבחן התיאורטי.

2.3.1.2 נימוק שני הוא, שהעבירה על פי סעיף 52א לחוק הינה “עבירת התנהגות” הדורשת רק שימוש במידע פנים, ואין היא “עבירת תוצאה” – המחייבת שאכן נגרם שינוי במחירו של שער נייר הערך עקב פרסום “מידע הפנים”. מאפיין זה (עבירת התנהגות), המשותף גם לעבירות הדיווח והגילוי השונות, מעיד על כך שהמבחן התיאורטי, ולא המבחן האמפירי, הוא המתאים לעקרון המהותיות.

43 Basic, *supra* note 16, at p. 210. ראו גם TSC, *supra* note 26, at pp. 448–449.
44 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833, at p. 849.

2.3.1.3 נימוק נוסף, אולי המשכנע מכולם לאימוץ המבחן התיאורטי, הינו כי המבחן האמפירי-מעשי, מבחן ה-Post Factum, מונע מ"העושה" יכולת כלשהי להכריע מלכתחילה (ועוד בטרם עשה שימוש במידע הפנימי) בשאלה, אם אכן המידע שברשותו הינו "מידע פנים", אם לאו. שהרי, רק לאחר שהמידע (הפנימי) שברשותו יפורסם בציבור הרחב, רק אז יתחוויר אם אכן היה המידע שברשותו מידע "מהותי", קרי – השפיע בפועל על מחירו של נייר הערך הרלוונטי.⁴⁵ להבדיל, כך הטיעון, יכול המבחן התיאורטי לתת מענה מלכתחילה לשאלה אם מידע מסוים עשוי להיחשב כ"מהותי", וכנגזר מכך – אם הוא ייחשב כמידע פנים.

2.3.1.4 נימוק אחר להחלת המבחן התיאורטי הוא, שהמבחן האמפירי נגוע ב"פגמים טכניים", קרי – יש קושי של ממש בקביעת קנה המידה הכמותי, אשר יהווה את השינוי המשמעותי הנדרש לשם הוכחת "מהותיות". כך, למשל, קיים קושי בהגדרת משך זמן אחיד וברור, אשר במהלכו ייבדק השינוי בשערי נייר הערך. עוד, יש קושי בכידוד השפעתם של גורמים נוספים, אשר עשויים להשפיע על שערי נייר הערך, למעט השפעת פרסום מידע הפנים.

אכן, בית המשפט בישראל כבר הביע דעתו, כי המכשלות הטכניות של המבחן האמפירי מונעות (ביחד עם סיבות אחרות) את הפיכתו למבחן המכריע בסוגיית המהותיות.⁴⁶

2.3.1.5 הנימוק החמישי, שבפי תומכי המבחן התיאורטי, הוא הנימוק ההרתעתי. המבחן התיאורטי, כך הטיעון, מחמיר יותר עם העבריינים הפוטנציאליים, בעוד המבחן האמפירי עשוי להקל עימם. שכן לפי המבחן האמפירי, אם יתחוויר בדיעבד כי לא התרחש שינוי בפועל בשערי ניירות הערך אזי גם אם ברור שהמידע, מעצם טיבו, הינו מהותי וחשוב, הרי שלא ניתן יהיה להרשיע את מי שעשה שימוש במידע. בכך ייגרע כוחו ההרתעתי של איסור זה. לאיסור על השימוש במידע פנים ערך חברתי חשוב, והוא השמירה על הגינות שוק ההון, וכנובע מכך – שמירת תנאי השוויון בין השחקנים בשוק זה. הכוונה לשוויון במידע העומד לרשות השחקנים בשוק ההון לצורך קבלת החלטותיהם.

2.3.1.6 נימוק נוסף, מעניין כשלעצמו, כנגד אימוץ המבחן האמפירי, הועלה דווקא על ידי בית המשפט בישראל, והוא שאין מקום שמתודולוגיה כמותית, סטטיסטית,

45 ראו פרשת גיבור סבריה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 427-428.

46 ראו, שם, שם.

יצוין, כי בית המשפט אינו מפרט לאלו "פגמים טכניים" מכוונים דבריו. ואולם, נקל לשער כי הכוונה, בין היתר, לבעיות הנזכרות לעיל של קביעת קנה המידה ל"שינוי משמעותי" במחירו של נייר הערך, כמו גם הקושי בכידוד השפעת המידע הפנימי על השוק, תוך הפרדה (או החסרה) של השפעות חיצוניות אחרות, כגון – שינוי במאפייני השוק, השפעות עונתיות, השפעות פוליטיות, השפעות מאקרו-כלכליות (כגון פיחות, ייסוף, שינוי בשערי הריבית) ועוד.

דיני ניירות ערך

תשמש בסיס לקביעה משפטית לגבי ערכיותו של מידע.⁴⁷ קשה לומר, כי דווקא הנמקה זו היא הנכונה והראויה לדחיית המבחן האמפירי, שכן אין פסול בהסתייעות במתודות סטטיסטיות או כמותיות כדי להכריע, לעתים, בין מותר לאסור. הדבר ממילא מקובל בענפים אחרים של המשפט.⁴⁸

2.3.1.7 ביסוס אפשרי לכך שהמבחן התיאורטי הוא הנכון, ניתן למצוא בכך שבפסיקת בתי המשפט – הן בישראל והן בארה"ב – הוכח זה מכבר כי קנה המידה לבחינת "המהותיות" הוא זה של "האדם הסביר", שהוא קנה מידה אובייקטיבי לכל הדעות:

"The basic test for 'materiality' is whether a reasonable man would attach importance (to the fact misrepresented) in determining his choice of action in transaction in question".⁴⁹
(ההדגשה אינה במקור)

וכן ראו –

"There must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total-mix' of information made available".⁵⁰
(ההדגשה אינה במקור)

2.3.2 נימוקים בעד המבחן האמפירי

ניתן להצביע, מן העבר השני, על מספר נימוקים כבדי משקל המחייבים דווקא את אימוץ המבחן האמפירי והפעלתו:

2.3.2.1 הנימוק הראשון לכך הוא, שהמבחן התיאורטי, כשמו, הינו מבחן היפותטי, אשר יישומו בפועל עלול להוליך לתוצאות המנוגדות למידת הצדק וההיגיון. כך, למשל, על פי המבחן התיאורטי תיתכן הרשעה גם כאשר פרסום "מידע הפנים" בציבור לא הניב כל שינוי בפועל (או כל שינוי משמעותי בפועל) בשער נייר הערך. יש יסוד לטענה, כי הדבר מהווה הוכחה ניצחת לכך שאותו מידע לא היה מידע "מהותי".

47 ראו ת"פ (ת"א) 1327/92 מדינת ישראל נ' פריאל וגולדברג (להלן: "פרשת פריאל וגולדברג") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 313, בעמ' 22.

48 כידוע, מקובל להיעזר במתודות סטטיסטיות במדע הרפואה, המשמש לצורך הכרעות בדיני הנזיקין, למשל.

49 ראו *SEC v. Geon Industries, Inc.*, 531 F. 2d 39 (1976), List, *supra* note 27, at p. 462.

50 ראו 15, Bausch, *supra* note 27, at p. 1033 גם *Berman, supra* note 42, at p. 1305. ראו *SEC v. Shapiro*, 494 F. 2d 1301, at p. 1305.

2.3.2.2 הנימוק השני להחלת המבחן האמפירי דווקא הוא, כי מבחן זה בודק את ה"מהותיות" בדרך הטובה ביותר העומדת לרשותנו – לאחר מעשה. המבחן התיאורטי, להבדיל, מתיימר לבדוק את המהותיות-הלכאורית בלבד ("מה היה קורה אילו"), והוא ניזון, על כן, מהשערות ומהערכות בלבד; להבדיל, עומדים לרשות המבחן האמפירי כלים סטטיסטיים-כמותיים, המאפשרים לנסות למדוד ולכמת את "מהותיותו" של המידע.

2.3.2.3 הנימוק השלישי – הנובע למעשה מהנימוק השני – הוא כי מבחן זה מאפשר מדידה מדויקת יחסית, בוודאי מדויקת יותר מהמבחן התיאורטי, של קריטריון "המהותיות"⁵¹.

2.3.2.4 הנימוק הרביעי הוא, שהמבחן התיאורטי, כפי שעוצב בפסק הדין בפרשת Texas Gulf בארה"ב (ולפיו מידע פנים הינו כל מידע "היכול להשפיע על מחיר ניירות-ערך של החברה") הוא בלתי סביר, שכן הוא יוביל לכך שחברה תהיה מחויבת לפרסם ולהודיע כמעט על כל אירוע בחברה, גם אם אינו סופי ובטוח וגם אם אינו מהותי באמת. שהרי יהיה מי שיחשוב שהמידע עשוי להשפיע על מחיר ניירות ערך של החברה.⁵² נוסף לכך, עשוי מבחן מהותי כזה להרחיק כל מי שעשוי להיות בעל מידע פנים לכאורי מפעילות בשוק ההון, תופעה שבוודאי אינה רצויה. זאת, לאור הכלל הידוע, הנזכר לעיל, של "גלה או הימנע משימוש" ("Disclose-or-Abstain Rule").

כנגד טיעון זה ניתן להשיב, כי חובות הגילוי והדיווח של התאגידים הבורסאיים אינן בלתי מוגבלות והן מוגדרות היטב הן בחוק והן בתקנות, שהותקנו על פיו. יתר על כן, אין עדות לכך שחובות הגילוי הרחבות (והן אכן כאלו) מונעות בפועל מחברות להנפיק את ניירות הערך שלהן לציבור בישראל.

2.4 אינדיקציות לכך שהמידע אכן "מהותי"

2.4.1 כללי

בפרשת Texas Gulf קבע בית משפט בארה"ב, כי ניתן לאפיין שלושה פרמטרים

51 בפסקי הדין בעניין "פריאל וגולדברג" ובעניין "פרנקל", ניסו הנתבעים להוכיח כי המידע לא היה מהותי לאור העובדה שלא ארע שינוי משמעותי בשערי ניירות הערך הרלוונטיים, וזאת תוך הסתמכות על הקריטריון הכמותי של סטיות-תקן (שתי סטיות תקן בפרשת "פריאל וגולדברג", ושלוש סטיות תקן בפרשת "פרנקל"). ראו פרשת פריאל וגולדברג, לעיל הערה 47, בעמ' 21–25, וכן ראו ת"פ (ת"א) 3305/92 מדינת ישראל נ' פרנקל (להלן: "פרשת פרנקל") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 315, בעמ' 19.

52 כך סבר, למשל, שופט המיעוט בפרשת Texas Gulf (השופט Moor). ראו: Texas Gulf, supra note 44, at pp. 875–877. כך סבר גם בית המשפט בפרשת TSC, אשר עסק בנושא הפרת חובות הגילוי הנאות ובעבירה של הכללת פרט מטעה. ראו TSC, supra note 26, at pp. 875–876. ראו גם דברי בית המשפט בפרשת כבלים-מחוזי, לעיל הערה 6, בעמ' 12–13. כן ראו בפרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 837.

למהותיות של מידע פנים, וזאת, בהתאם לסעיף 10(b) לחוק ניירות-ערך האמריקאי וכלל 10(b)(5) של כללי ה-SEC (הרשות לניירות ערך בארה"ב):
האחד – אירועים יוצאי דופן במהותם שגילויים עשוי להביא בוודאות סבירה לשינוי מהותי במחירו של נייר ערך.
השני – אירועים שניתן לצפות באורח סביר כי ישפיעו על ערך החברה או על ניירות הערך שלה.
השלישי – אירועים שעשויים להשפיע על עתיד החברה ועל רצון המשקיעים לרכוש ניירות ערך של החברה, או להחזיק בהם.⁵³

פסיקת בתי המשפט בארה"ב ובישראל כאחד מצביעה על מספר מאפיינים, מהם ניתן להסיק אודות קיומה של "מהותיות" המידע. מאפיינים אלו ייסקרו להלן.
כמאמר מוסגר יצוין, כי הדיון נערך ברובו בהקשר של עבירת השימוש במידע פנים, שכן נושא זה הוא המרכז את העיסוק בסוגיית המהותיות. עם זאת, נכונים הדברים בוודאי לסוגיית המהותיות בכלל, לרבות – לעניין עבירות אחרות בניירות ערך, דוגמת פרט מטעה בתשקיף, עבירות דיווח, תרמית בניירות ערך, ועוד.

2.4.2 המחזיקים במידע "הפנימי" רואים בו מידע "מהותי" אחת הדרכים האפשריות ללמוד על קיומה של עובדה "מהותית" היא השימוש במה שכוונה בספרות, "הקריטריון הסובייקטיבי", קרי – התבוננות במעשי הנאשם עצמו. כיצד פעל, כאשר היה בידיו מידע הנחשד להיות מידע "מהותי".⁵⁴
סוגיה קשה ובעייתית היא – אם, ובאיזו מידה, ניתן להסתמך על התנהגותם של הנאשמים עצמם, כאבן-בוחן לכך שהמידע, שהיה מצוי ברשותם, אכן היה בגדר מידע פנים. האם – לשם הדוגמא – ניתן להסיק "מהותיות" מכך שה"עושה" מיהר לעשות שימוש במידע שהגיע לידי, ונקט אמצעים להסתירו מפני אחרים? לחלופין – האם העובדה שה"עושה" כלל לא מיהר לנצל את המידע שהגיע לידי, או לא חלק אותו עם חבריו ומקורביו, מעידה – בהכרח – כי המידע לא היה מהותי, לפחות לא לדעתו?

קשה לקבוע מסמרות ברורים ונוקשים בעניין זה. התשובות לשאלות האמורות תלויות בנסיבותיו של כל מקרה ומקרה. אכן, לעתים, מתגלה מהתנהגות הנאשם כי הוא ייחס חשיבות מרובה למידע שהגיע לידי. ואולם, יש לזכור, כי המבחן לקביעת ערכיות המידע אינו סובייקטיבי אלא אובייקטיבי, ומשום כך ברי, כי דרך ראייתו של ה"עושה" עצמו, תזכה למשקל מוגבל בלבד בשיקולי בית המשפט. זאת, אלא אם כן התנהגותו מסגירה באורח ברור את תפישתו את המידע כמידע "מהותי", אם לאו.

53 ראו Texas Gulf, *supra* note 44, at pp. 848–850. ראו גם פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 46.

54 Jacob, *supra* note 40, at p. 3–96.

כך, למשל, בפסק הדין בפרשת Texas Gulf נקבע, כי על מהותיות המידע ניתן ללמוד מכך שאותם נאשמים, שהיו בעלי המידע הפנימי (מידע שנגע לתוצאות הטובות של קידוח שביצעה החברה), מיהרו לתת פקודות רכישה לטווח קצר, ועשו שימוש במידע זה במהירות רבה. בית המשפט מצא חיזוק לקביעה זו גם בעובדה שחלק מאלה שעשו שימוש במידע הפנים ואשר רכשו ניירות ערך של החברה, מעולם לא רכשו לפני כן ניירות ערך כלשהם ולא פעלו כלל בשוק ההון.⁵⁵

גם בית המשפט בישראל הכיר בכך שהתנהגות הנאשמים עצמם עשויה בהחלט לשמש אינדיקציה למהותיותו של המידע.⁵⁶

עם זאת מקובלת הדעה, הן בפסיקה והן בספרות, ולפיה יש לסייג את ההסתמכות על התנהגות הנאשמים, כאינדיקציה ל"מהותיות", לאותם מקרים בהם ניתן להצביע על שינוי בהתנהגותו של מי שעשה שימוש במידע, בהשוואה להתנהגותו בעבר. וההיגיון ברור – אם תאמר אחרת, עלולה הסתמכות כאמור על התנהגות השחקנים בשוק ההון להרתיע שחקנים אלה מלפעול בשוק, שמא ייחשדו, באופן שיטתי, כמשתמשים במידע פנימי.⁵⁷

2.4.3 אנשים הקשורים לחברה או לשוק ההון רואים במידע זה מידע "מהותי" לעתים, אנשים הקשורים לחברה או המכירים אותה או את פעילותה, במסגרת פעילותם בשוק ההון, כגון אנליסטים, "עושי השוק" או כתבים כלכליים, יכולים אף

⁵⁵ Texas Gulf, *supra* note 44, at p. 851 and pp. 876–877.

באופן דומה הוסקה מהותיות מהתנהגות יו"ר דירקטוריון של חברה אשר עשה שימוש במידע פנים ורכש, בעצמו ובאמצעות אישתו, ניירות ערך של החברה ימים ספורים לפני פרסום המידע על ידי החברה.

ראו: SEC v. MacDonald, 699 F.2d 47, p. 51.

ראו גם Bausch & Lomb, *supra* note 27, at p. 18.

כן ראו פריאל וגולדברג, לעיל הערה 47, בעמ' 17–20.

ובאופן דומה – ראו גם Shapiro, *supra* note 50, at p. 1307.

יצוין, כי דעת המיעוט בפרשת Texas Gulf דחתה את הסקת ה"מהותיות" מהתנהגות העבריינים, ולגישתה – ההתבססות על מבחן סובייקטיבי (הבודק מה חשבו עושי "השימוש" במידע) היא בעייתית. הנימוק לכך הוא שלהתנהגות העבריינים יכולות היו להיות סיבות רבות, שאינן קשורות בהכרח ל"מהותיות" המידע, כגון – תקווה וציפיות אישיות, או עליית שער הנפט בעולם באותה עת, או עלייה בצריכת הנפט בעולם, ושינויים מערכתיים אחרים.

לפי גישת שופט המיעוט בפסק הדין, הרי שעושי השימוש במידע נטלו על עצמם סיכון. נכונותם זו לקחת סיכון ולהמר, אינה מעידה בהכרח על מהותיות המידע.

יצוין, כי דעת הרוב בפרשת Texas Gulf סברה כי המידע הפך "מהותי" רק במועד בו ניתן אישור להצלחת הקידוח, דבר שהיתה יכולה להיות לו השפעה מהותית ("Substantial Impact") על מחיר ניירות הערך של החברה. ואילו העבריינים רכשו מניות ואופציות Call במהלך כמה חודשים לפני כן. מכך הסיקה דעת הרוב כי המידע היה, לדעת העבריינים עצמם, מהותי עוד קודם לכן.

⁵⁶ ראו ת"פ (ת"א) 3348/90 מדינת ישראל נ' קרן (להלן: "פרשת קרן-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 309, בעמ' 18, בעמ' 22–23 ובעמ' 45–48 לפסק הדין.

⁵⁷ התייחסות לבעיה זו ראו שם בעמ' 24 לפסק הדין.

כן ראו Bromberg & Lowenfels, *supra* note 28, at p. 7:158:36.

דיני ניירות ערך

הם לשמש כ"נייר לקמוס" לשאלה האם המידע נתפש כמהותי. להבדיל מהקריטריון האמור בסעיף 2.4.2 לעיל, אין מדובר כאן בעבריינים עצמם אלא באנשים אחרים המכירים את העובדות ממקור ראשון.⁵⁸

לשם המחשה: כאשר מנהל בכיר בחברה מעיד, כי החברה ייחסה חשיבות רבה לזכייה במכרז מסוים, הרי ברור שמידע פנימי בדבר זכיית החברה באותו המכרז יסווג, מטבע הדברים, כמידע מהותי.⁵⁹

גם התנהגותה של החברה עצמה עשויה לשמש אינדיקציה. לשם הדוגמא, כאשר החברה מוצאת לנכון להוציא הודעה דרמטית לעיתונות או לבורסה ולרשות לניירות ערך, הודעה שאינה מצטמצמת, כמקובל, לדיווח הלאקוני, אלא קושרת לאותו אירוע כתרים רבי-חשיבות ורבי-השלכות לעתידה של החברה, אזי בהחלט יש בכך כדי לשמש סממן לחשיבותו של אותו המידע.⁶⁰

יצוין, כי מטבע הדברים, כאשר יוצאת חברה בהודעה דרמטית או חריגה בניסוחה, צפוי הדבר להשפיע גם על תגובתה של הבורסה לניירות ערך, אשר עשויה להורות על הפסקה מיידית של המסחר בניירות הערך של החברה. כמובן, צעד כזה מצד הבורסה מהווה, אף הוא, אינדיקציה ל"מהותיות" המידע. מאידך גיסא, הימנעות הבורסה מלהפסיק את המסחר, על אף פרסום הודעה על ידי החברה, יכולה להעיד כי אין מדובר במידע "מהותי".⁶¹

ראוי להעיר, עם זאת, כי פסיקת בתי המשפט בנושא זה אינה אחידה: בפרשת נורדן, אכן הסתמך בית משפט השלום על כך שהבורסה לניירות ערך נמנעה מלהפסיק את המסחר במניות נורדן, כעדות לכך שהמידע (בדבר קבלת היתר לביצוע בדיקות לגילוי נפט וגז על-ידי חברת נורדן) אינו מהותי. קביעה זו התהפכה בערכאת הערעור, ובית המשפט המחוזי קיבל את עמדת הפרקליטות, לפיה אין לקבוע מסמרות בנושא המהותיות אך ורק בשל החלטת הבורסה שלא להפסיק את המסחר.⁶²

58 ראו למשל *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F. 2d 156 (1980), p. 166, שם הסיק בית המשפט כי מידע בדבר צפי לירידה ברווחי החברה אינו מידע מהותי, בין היתר, גם על סמך התנהגותם של "השחקנים המוסדיים" אשר החזיקו בניירות ערך של אותה חברה. אלה לא מכרו את ניירות הערך שברשותם גם לאחר פרסום המידע בדבר הצפי לירידה ברווחי החברה.

59 ראו פרשת פריאל וגולדברג, לעיל הערה 47, בעמ' 14.

60 כך אכן אירע בעניין זכייתה של "אלביט" במכרז להקמת תחנת "קול אמריקה" בערבה, נושא שנדון בפרשת פריאל וגולדברג הנזכרת לעיל: החברה הוציאה דיווח לעיתונות, דרמטי וחריג בסגנונו, ובו נאמר כי זכיית החברה במכרז הנ"ל הינו, כדבריה, "אחד ההישגים הגדולים ביותר אליהם הגיעה 'אלביט' עד כה. זהו פרוייקט שיוניק את החברה וירחיב את פעילותה באורח משמעותי". עובדה זו רק חיזקה את טיעון התביעה כי הזכייה במכרז (שהיה בגדר מידע פנים, במועד ביצוע העבירה) אכן היה מידע "מהותי".

ראו שם, בעמ' 15.

61 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 56, בעמ' 27-28.

62 ראו ע"פ (ת"א) 4612/98 מדינת ישראל נ' אלרגנד (להלן: "פרשת נורדן-מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך כז (1) 570, בעמ' 23.

פרק ג': עקרונות יסוד בדיני ניירות ערך

מסקנה זו, שנראית נכונה על פניה, נומקה עם זאת בנימוק מאולץ במקצת של בית המשפט: וכך נקבע שם –

”כשמדובר במניות נפט יש התייחסות שונה שאינה מדגימה בהכרח את הכלל שצוטט לעיל, וכבר בשל כך אין אפשרות להסיק מסקנות של ממש מאי-הפסקת המסחר בבורסה”.⁶³

ספק רב אם אכן שיקולי הבורסה בהפסקת המסחר משתנים (או אמורים להשתנות) בהתאם לסוג נייר הערך בו מדובר. ניתן להטיל ספק בקביעה דלעיל, ממנה משתמע כאילו קיים קנה מידה שונה למניות נפט מחד גיסא, ולמניות של חברת ביטוח מאידך גיסא, בכל הנוגע להפסקות מסחר.

עם זאת, נאמרו באותה פרשה דברים חשובים נוספים לענייננו –

”מידע יכול להיות מידע פנים, גם אם אין צורך מייד להפסיק את המסחר כדי להגן על משקיעים מפני פעולות שעלולות להתברר כשגויות או מוטעות”.⁶⁴

2.4.4 המידע עוסק באירועים בעלי השפעה רבה על החברה או בנתונים חשובים אחרים לעסקי החברה

בתי המשפט הכירו בכך, כי מידע בדבר אירוע רב-חשיבות ורב-השלכות ביחס לחיי החברה ולעתידה, הוא, מטבעו, מידע מהותי. זאת, אף אם הסיכויים להתרחשות האירוע אינם גבוהים, או אף אם הם נמוכים.⁶⁵ יתרה מזאת, ככל ש”עוצמתו” של המידע גבוהה יותר, קרי – השפעתו הצפויה על החברה גדולה יותר, כך נאותים בתי המשפט להסתפק ברמה נמוכה יותר של הסתברות שאותו אירוע אכן יתרחש בפועל, כתנאי לכך שהמידע יוכר כ”מהותי”.⁶⁶

יש לציין כי פרמטר העוצמה כולל בתוכו שני רכיבי משנה:

האחד – ”עוצמת” (”Magnitude”) האירוע הצפוי, קרי – השלכותיו הצפויות על החברה.⁶⁷ השני – ההסתברות להתרחשות האירוע.⁶⁸

63 שם, שם.

64 שם, שם.

65 Texas Gulf, *supra* note 44, at pp. 848–849. כן ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 46. ראו גם Harkavy, *supra* note 26, at p. 741.

66 Bromberg & Lowenfels, *supra* note 28, at p. 7:158.20. כן ראו: Geon, *supra* note 49, at pp. 47–48.

67 Bausch & Lomb, *supra* note 27, at p. 17. וכן ראו Geon, *supra* note 49, at p. 47.

68 הפסיקה בארה”ב אינה מספקת הנחיה ברורה בקשר לשאלת הוכחת ההסתברות להתרחשותו בפועל של האירוע הרלוונטי. לעתים מחייבת בדיקת ההסתברות ניתוח סטטיסטי מעשי; לעתים די בבדיקת ההיסטוריה של שערי ניירות הערך של החברה, ולעתים ניתן להסתפק בחוות דעת מומחה לעניין זה. ראו: Bromberg & Lowenfels, *supra* note 28, at p. 7:158.20.

“What the standard (of materiality) does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder.”⁶⁹

אין ספק שאת רכיב ה"עוצמה" של האירוע הצפוי קל יותר להעריך ולבדוק בכלים סטטיסטיים, שכן עוצמת האירוע מתייחסת במקרים רבים לנתונים שקל לבדקם, כגון – רווחיות החברה, הכנסותיה, או לחלופין – השוואת שערי ניירות הערך של החברה לפני האירוע ולאחריו. עם זאת, אין ספק, שקשה לקבוע אמת מידה ברורה ואחידה לעניין העוצמה אשר תהווה ראייה למהותיות המידע.⁷⁰

כדוגמא לאירוע בעל חשיבות לחברה ניתן להביא את המקרה בו הועמדו לדין אנשי פנים בחברה בגין שימוש במידע פנים, אשר התייחס למשא ומתן שניהלה החברה להשכרת שטח משרדים גדול בבניין שבבעלותה. השכרת השטח בבניין אמורה היתה להעלות את שיעור התפוסה בבניין לכ-95%, ולהגדיל את רווחי החברה. נפסק, כי מדובר במידע מהותי, בין היתר, גם משום שהמו"מ כבר היה מתקדם למדי וזאת, על אף שהעסקה טרם נחתמה וסוכמה סופית.⁷¹

דוגמא אחרת לאירוע מהותי הוא פרויקט גדול אותו עתידה חברה לבצע כתוצאה מזכייה במכרז או כתוצאה מקבלת הצעתה לביצוע העבודה.⁷²

באופן דומה פסק בית המשפט בפרשת פולק כי איסור שהטיל משרד הבריאות על הפצת מוצר חדש שהוציאה חברת התרופות ה.ג. פולק, הינו בוודאי מידע מהותי הרלוונטי למשקיע סביר.⁷³

גם מידע בדבר קבלת היתר לחברה לביצוע בדיקות לגילוי נפט וגז ייחשב מידע "מהותי", וזאת, אף אם מנהל החברה עצמו סבר, לטענתו, כי אין מדובר במידע מהותי.⁷⁴ באותו מקרה הודה הנאשם אלרגנד, שהיה מנכ"ל ובעל המניות העיקרי בחברת

69 Bausch & Lomb, *supra* note 27, at p. 15

70 להרחבה בנושא "העוצמה" של המידע, ראו סעיף 5 להלן.

71 ראו Macdonald, *supra* note 55, at p. 50

72 כך אכן אירע בפרשת פריאל וגולדברג: בנסיבות אותו מקרה נודע ל"איש פנים" בחברת "אלביט", יוסף פריאל, שהיה באותה עת דובר החברה ואיש יחסי הציבור שלה, על זכייתה במכרז לביצוע פרויקט הקמת תחנת "קול אמריקה" בערבה. פרויקט זה הוערך בכ-150 מיליון דולר. בית המשפט קבע, כי אין ספק שמדובר בפרויקט בסדר גודל חריג, וברור שיש לו השלכות נרחבות על חברת "אלביט" ועל עתידה. עובדה זו הופכת את המידע בדבר זכיית "אלביט" במכרז למידע "מהותי". ראו פרשת פריאל וגולדברג, לעיל הערה 47, בעמ' 12.

73 ראו ת"פ (ת"א) 1679/93 מדינת ישראל נ' חברת ה.ג. פולק בע"מ (להלן: "פרשת פולק-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 323. יצוין, כי בנסיבות המקרה, התגברה "מהותיות" המידע האמור, לאור העובדה שהחברה דאגה לפרסם הן במסגרת הודעות לבורסה והן בהודעות בעיתונות, אודות המוצר החדשני שהיא פיתחה וייצרה. על רקע פרסומים בולטים אלו, בלטה שתיקת החברה ונסיגתה למנוע מדיעת הציבור את דבר האיסור שהטיל משרד הבריאות.

74 ראו פרשת נורדן-מחוזי, לעיל הערה 62.

נורדן, כי אין ספק שהציבור הרחב אכן ראה בקבלת ההיתר מידע "מהותי". על כן קבע בית המשפט המחוזי כי –

"מכל מקום, לעניינו, די בכך שהמשיב, כמשקיע סביר, הבין כי אנשים מייחסים לכך משמעות וחלק מציבור המשקיעים, דהיינו: ציבור המשקיעים במניות של נפט, נותן לזה משמעות רבה".⁷⁵

מידע בדבר מצבה הפיננסי הרעוע של חברה, וכדבר כניסתה הצפויה להליכי פירוק בשל חדלות פירעון הוא, בלא צל של ספק, מידע מהותי. על כן כבר נפסק, כי מכירת ניירות ערך של חברה, על ידי מי ששימש כמנהלה הכללי וכחבר הדירקטוריון שלה, בסמוך לפני כניסתה להליכי הפירוק ועל סמך מידע כאמור לעיל, היא שימוש אסור במידע פנים.⁷⁶

בפרשת Texas Gulf קבעה דעת הרוב, כי מידע פנים אודות עריכת קידוחי נפט היה "מהותי", שכן לתוצאות הקידוחים יכולה היתה להיות השפעה על מחיר ניירות הערך של החברה.⁷⁷ יצוין, כי דעת המיעוט באותו פסק דין דחתה גישה זו, שכן לטענתה, לפי מבחן זה, הרי כמעט כל מידע יכול להיות בעל השפעה אפשרית על מחיר ניירות ערך של החברה, לדעת משקיע זה או אחר. דעת המיעוט נתנה כדוגמא גם מידע אודות התקדמות במשא ומתן בין עובדי החברה (השובתים) לבין הנהלת החברה. מידע כזה עשוי להיחשב מידע "מהותי" לפי המבחן האמור, למרות שהמידע אינו סופי, אינו מבוסס לגמרי, ובסופו של דבר – אף עלול להטעות את המשקיע הסביר.⁷⁸

בנושא עוצמתו או חשיבותו של המידע מצויות הכרעות סותרות ולא אחידות של בתי המשפט, כאשר ניכר כי כל הכרעה קשורה בנסיבותיו הפרטיות של אותו המקרה. כך, למשל, נקבע, כי מידע בדבר עיכוב צפוי בהוצאת שני מוצרים חדשים של חברה אינו מהותי, שכן ההכנסה הצפויה מאותם שני מוצרים אמורה היתה להוות כ-2.5% בלבד מכלל הכנסות החברה.⁷⁹

באופן דומה נפסק, כי כאשר המידע עוסק באירוע שאינו ודאי כלל, ואף השלכותיו הצפויות על עתיד החברה אינן מרחיקות-לכת, אזי אין לומר כי מדובר במידע "מהותי".⁸⁰ מנגד נקבע, כי מידע בדבר השקעת חברה אחת כ-22% מכלל נכסיה בחברה אחרת, הוא מידע מהותי.⁸¹

דוגמא אחרת למידע, שנפסק לגביו כי הינו מהותי ללא עוררין, הוא כאשר חברה לחיפושי נפט לא גילתה לציבור המשקיעים כי עם קבלת הזיכיון לחיפושי הנפט

75 שם, בעמ' 17.

76 ראו ת"פ (ת"א) 6026/89 מדינת ישראל נ' פלג (להלן: "פרשת פלג"), פ"מ תשנ"ג (4) 156.

77 ראו Texas Gulf, *supra* note 44, at p. 875.

78 *Ibid.*

79 ראו Bausch & Lomb, *supra* note 27, at pp. 17–18.

80 ראו Harkavy, *supra* note 26, at pp. 741–742.

81 ראו Berman, *supra* note 42, at pp. 1034–1035.

והגז, מידי משרד האנרגיה, היא התחייבה כלפי משרד האנרגיה, כי לאחרון תהא סמכות מלאה להפסיק את הרישיון ולא לחדשו, וזאת בלא כל הנמקה.⁸² למרות טיעוני הנאשמים, כאילו אין מדובר במידע מהותי, קבע בית המשפט ללא היסוס כי מידע כזה הינו בוודאי רלוונטי לשיקולי המשקיע הסביר, השוקל אם לרכוש או למכור ניירות ערך של התאגיד, העוסק בחיפושי נפט/גז.⁸³

חברה אשר לא גילתה בתשקיף שפרסמה, כי אין לה כל תוכנית מוגדרת לשימוש כספי ההנפקה, נמצאה אשמה בהשמטת פרט חשוב מידיעת המשקיעים, מאחר שנמצא שהיתה לחברה תוכנית מוגדרת וברורה לשימוש בכספי ההנפקה. בית המשפט דחה באותה פרשה את טענת הנאשמים כי התוכנית לא היתה מגובשת, ולחלופין – כי התוכנית לא היתה בגדר מידע שהינו "מהותי" לשיקוליו של משקיע סביר.⁸⁴

דוגמא נוספת לאירוע שהוגדר כ"מהותי" וכמחייב דיווח לציבור המשקיעים, הוא מצבה הכספי של חברה נערבת, קרי – של חברה פרטית שקיבלה ערבות מחברה בורסאית. החברה הפרטית נשלטה על ידי אותם בעלי עניין ששלטו בחברה הבורסאית, כאשר קודם להנפקת החברה הבורסאית, הועבר חלק מעסקיה לחברה הפרטית. הרשות לניירות ערך סברה, כי בנסיבות אלו, ומאחר שהחברה הפרטית קיבלה ערבויות מהחברה הבורסאית, הרי שחובת הגילוי מחייבת לגלות לציבור המשקיעים מה מצבה הכספי של החברה הפרטית, וכי מדובר במידע "מהותי". עמדה זו התקבלה על ידי בית המשפט המחוזי ואושרה גם על ידי בית המשפט העליון.⁸⁵

חשוב להדגיש, כי קביעת בית המשפט המחוזי בפרשת ברנוביץ לעניין חשיבות המידע ו"המהותיות" התבססה, בין היתר, על כך שהערכויות, שהעמידה החברה הבורסאית לחברה הפרטית, היוו כ-30% מההון העצמי של החברה הבורסאית. עובדה זו השליכה, כמובן, על מידת התלות בין שתי החברות, והפכה את מצבה של החברה הפרטית לנושא מהותי וחשוב בעבור כל משקיע סביר, ששם כספו במניות החברה הציבורית.⁸⁶

2.4.5 מידע בדבר משא ומתן למיזוג או השתלטות על חברות לנוכח חשיבותו הבלתי-מוטלת-בספק של מיזוג לחייה של כל חברה, כבר נפסק, לא

82 ראו פרשת סיסמיקה, לעיל הערה 2, בעמ' 14-16.

83 ראו שם, בעמ' 13-15.

84 ראו ת"פ (ת"א) 991/90 מדינת ישראל נ' החברה לכבלים ולחוט חשמל בע"מ (להלן: "פרשת כבלים-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 322, בעמ' 18-19. יודגש כי בנסיבות המקרה, דובר בגיוס של כ-8.5 מיליון ש"ח, במונחי שנת 1989. את מלוא סכום ההנפקה ייעדה החברה המנפיקה, חברת כבלים, להשקיע בחברה אחרת. בית משפט השלום הסיק בדבר מהותיות אותה תוכנית השקעה, בין היתר, לאור העובדה שהונה העצמי של "כבלים" היה באותה עת 26 מיליון ש"ח. משמע, ההשקעה האמורה היוותה כרבע מהונה העצמי של "כבלים". השקעה בהיקף כזה, כך נפסק, אינה יכולה להיחשב כבלתי-מהותית.

85 ראו פרשת ברנוביץ-מחוזי, לעיל הערה 4, ופרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2.

86 ראו פרשת ברנוביץ-מחוזי, לעיל הערה 4, בעמ' 97.

פרק ג': עקרונות יסוד בדיני ניירות ערך

אחת, כי גם מידע ראשוני בלבד באשר למיזוג עשוי להיחשב כמידע "מהותי". זאת, לאור "העוצמה" הצפויה של האירוע (המיזוג) באשר להמשך קיומה של החברה.⁸⁷ כך, למשל, נפסק כי מידע בקשר למיזוג אפשרי של חברה קטנה עם חברה אחרת, הינו מידע מהותי. זאת, על אף שמדובר היה במשא ומתן ראשוני בלבד, אשר כלל לא היה ברור אם יבשיל, ומשום כך אף לא התעוררה החובה לדווח אודותיו לרשויות ולציבור.⁸⁸ באותו מקרה נפסק, כי בשל חשיבותו העצומה של המיזוג לחייה ולעצם קיומה של החברה, אזי הופך המידע, אודות מיזוג אפשרי זה, למהותי כבר בשלב הראשוני של המשא והמתן למיזוג.⁸⁹

מנגד, ניתן לטעון, כי כאשר המשא ומתן למיזוג מצוי רק בראשיתו, וטרם נקבעו העקרונות הבסיסיים לעסקה, אזי אין המידע אודות המיזוג בגדר "מידע מהותי" או פנימי, ואין, על כן, כל איסור על אנשי פנים לבצע פעולות בניירות הערך של החברות הנוגעות לעניין.⁹⁰ ואולם, ברור כי ההכרעה בנושא מהותיות המשא והמתן תלויה גם בנתונים הנוגעים לחברות המתמזגות, כגון – גודלה של כל אחת מהן והשאלות, באיזו מידה המיזוג מהותי לעסקיהן, איזה נתח שוק משותף יהא להן בעקבות המיזוג וכד'.

דוגמא לאירוע בעל "עוצמה" גבוהה, לצד הסתברות נמוכה למדי, עלתה בפרשת Shapiro. באותו מקרה ניתנה הצעה למיזוג בין שתי חברות, הצעה אשר משמעותה המעשית היתה הגדלה צפויה של הרווח למניה של אחת החברות מ-\$0.29 ל-\$2.24, גידול של כ-67%. ההסתברות לביצועו המעשי של המיזוג לא היתה גבוהה, שכן

87 ראו Basic, *supra* note 16, at pp. 208–209. ראו גם — אברמזון, לעיל הערה 30, בעמ' 63. וראו גם — U.S. v. Newman, 664 F. 2d 12 (1981).

במקרה דנן, הורשע ברוקר אשר עשה שימוש, ביחד עם אחרים, במידע פנימי שהגיע לידיעתם במהלך עבודתם בחברות השקעה מהגדולות בעולם. המידע התייחס למיזוגים צפויים, כאשר העבריינים נהגו לרכוש ניירות ערך של החברות המעורבות במיזוגים בטרם נודע הדבר בציבור הרחב. לאחר פרסום מידע זה בציבור, ועליית שערי ניירות הערך הנוגעים בדבר, היו העבריינים מוכרים את ניירות הערך ברווח משמעותי.

88 ראו Geon, *supra* note 49, at pp. 47–48.

והשוו Flynn v. Bass Bros. Enterprises Inc., 744 F. 2d 978 (1984).

89 ראו Geon, *supra* note 49, at p. 27.

להבדיל, נפסק, כי כאשר הגיע לידי אדם, שאינו "איש פנים" בחברה, מידע בדבר כוונת חברה אחת להשתלט על חברה אחרת אזי אין המדובר במידע "מהותי" או "פנימי" שכן אין המדובר בנתוני רווח של החברה.

ראו — Chiarella v. U. S., 455 U. S. 222, 63 L. Ed. 2d 348, p. 358.

ואולם, 'צוין, כי ההכרעה שם, התבססה בעיקר על כך שה"עושה" כלל לא היה "איש פנים", אלא היה בסך הכל עובד דפוס אשר הזדמן לו לראות נתוני הצעות הרכש שהודפסו במקום עבודתו. בנסיבות אלו לא היתה עליו, כך נפסק, כל חובת אמונים או חובה לגלות את המידע שברשותו, ועל כן אף לא היתה עליו חובה להימנע מלהשתמש במידע שהגיע לידי. יובהר, עם זאת, כי במשפט הישראלי כלל אין דרישה להפרת אמונים או להפרת נאמנות, כדי להרשיע אדם בשימוש במידע פנים. ראו דיון מקיף בסוגיה זו, בפרק ט' לספר זה.

90 ראו Arthur Fleischer Jr., "Securities Trading & Corporate Formation Practices: The Implication of The Texas Gulf Sulphur Proceeding" 51 Virginia L. Rev. 1271 (1965) 1290.

דיני ניירות ערך

הצעת המיזוג נדחתה כחודש לפני כן ולא היה ברור אם הוא אכן ייצא אל הפועל. על אף הסתברות נמוכה יחסית זו הוכרע שמדובר במידע מהותי.⁹¹ באחד מפסקי הדין המנחים בארה"ב בסוגיית השימוש ב"מידע פנים", נדון מקרה של חברה אשר לא זו בלבד שלא גילתה לציבור אודות משא ומתן למיזוג שניהלה עם חברה אחרת, אלא שאף הכחישה, בהודעות לעיתונות, כל שמועות בדבר משא ומתן שכזה.⁹²

הערכאה הראשונה קבעה באותה פרשה כי החברה הפרה את חובתה על פי סעיף 10(b) לחוק ניירות הערך האמריקאי, שכן בשל חשיבותו של המיזוג ביחס לעתיד החברה, הרי שעצם ההכחשה על ידי החברה הפכה את המידע על המיזוג למהותי. בית המשפט העליון בארה"ב פסק אחרת וקבע, כי שאלת המהותיות תוכרע על פי נסיבותיו של כל מקרה ומקרה, וכי אין לומר שהכחשת המידע על ידי החברה, כשלעצמה, הופכת את המידע למהותי.⁹³ שאלת המהותיות בהקשר של מיזוג תוכרע — כך נפסק — בהתאם לתשובות לשאלות — מהי ההסתברות לביצועו של המיזוג, מחד גיסא, ומה חשיבותו הצפויה של אותו המיזוג לחיי החברה, מאידך גיסא. באופן דומה נפסק על ידי בית משפט המחוזי בתל אביב, כי מידע בדבר השתלטות עתידית צפויה של חברה ציבורית על חברה קטנה יותר, הינו, ללא ספק, מידע "מהותי" ובתור שכזה — "מידע פנים".⁹⁴

יש לזכור, כי מידע הנוגע למשא ומתן למיזוג (או לרכישת חברה אחרת, וכדומה) הוא מידע לא-ודאי, קרי — הוא בגדר מידע הצופה פני עתיד. מידע כזה מכונה לעתים גם "מידע רך", משום שהוא אינו ודאי והוא קשה לאימות ברור וחד-משמעי. זהו מידע, אשר נוצר רק כתוצאה משילוב של הערכות, תחזיות, ניתוח והסקת מסקנות. שילוב זה אינו מדויק, הוא רחוק מלהיות מדעי וטמון בו סיכון אינהרטי, בסיסי, המאפיין אותו.⁹⁵ כאמור, לא יידון כאן בהרחבה נושא "מידע רך" או מידע צופה פני עתיד. על קצה המזלג ייאמר, כי בעיה מרכזית הטמונה בעצם הפרסום של "מידע רך" או צופה-פני-עתיד, כגון מידע הנוגע למשא ומתן של מיזוג, היא הסכנה כי פרסום המידע יסכל את ההתפתחות העסקית החשובה.

91 ראו Shapiro, *supra* note 50, at pp. 1306–1307.

92 ראו Basic, *supra* note 16, at p. 220.

93 *Ibid*.

94 ראו ת"פ (ת"א) 6802/94 מדינת ישראל נ' יונה (לא פורסם), דינים-שלום, כרך ד', 304 בעמ' 14–16. מעניין, עם זאת, לציין כי בפסק דין זה נפסק, באופן תמוה, כי מידע הפנים אינו חייב להיות מידע מהותי על מנת שייחשב כמידע פנים, קביעה שאינה מתיישבת כלל עם ההלכה הפסוקה. ראו שם, בעמ' 14–15. לביקורת על פסק הדין, ראו — ע' ירלין, "גבולות האיסור על שימוש במידע פנים" עיוני משפט כה 143. ראו במיוחד שם, בעמ' 176–178.

ראה בנושא זה גם — ת"פ (ת"א) 6030/00 מדינת ישראל נ' אייל (לא פורסם), דינים-שלום, כרך כ', 155. וכן — ע"פ (ת"א) 70672/00 מהרשק נ' מדינת ישראל (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך לב(10) 214.

95 להרחבה בנושא "מידע רך" ומידע צופה פני עתיד, ראו סעיף 6 לפרק ו' לספר זה.

הצורך לפרסם מידע כזה, עוד בטרם נכרת החוזה בין הצדדים או אף בטרם נחתם מסמך כוונות או זכרון דברים ראשוני, מציב את הנהלת התאגיד המדווח בפני דילמה של ממש: אם יימנע מפרסום, עלול מאן דהוא מבין המשקיעים שבציבור לטעון, לאחר שיפורסם המידע, כי הנהלת התאגיד מנעה מציבור המשקיעים מידע מהותי.⁹⁶ לעומת זאת, אם תפרסם את המידע, עלולה הנהלת התאגיד, כמו ידיה, לסכל את המשא והמתן, שלעתים קרובות הוא שכיר, עדין, רב־תנודות ותהפוכות.⁹⁷

הצד השני של המשוואה, שעניינה הקניית שיקול דעת לתאגיד מתי ועל מה לדווח לציבור המשקיעים, הוא שהתאגיד והנהלתו חשופים לתביעות פוטנציאליות של משקיעים. אלו עלולים לטעון, בדיעבד, כי מידע מהותי (בקשר למיזוג או לעסקה מהותית אחרת) הוסתר מהם שלא כדין, וכי הדבר גרם להם נזקים.

הפסיקה האמריקאית אשר דנה בנושא זה התלבטה ושינתה עמדתה באשר לקו הגבול בו עוברת חובת הדיווח ביחס למידע רך: בפרשת *Greenfield v. Heublein* משנת 1984, קבע בית המשפט לערעורים בארה"ב, כי פרסום מידע בדבר מגעים ראשוניים למיזוג עלול לבלבל ולהטעות את המשקיע הסביר, ולא בהכרח יסייע לו בקבלת החלטות.⁹⁸ נקבע שם, בעקבות הלכות קודמות של בתי המשפט בארה"ב,⁹⁹ כי רק משלב מתקדם יותר של המשא ומתן למיזוג, נוצרת חובת הדיווח. ליתר דיוק, קו הגבול עובר במקום בו מושג הסכם לגבי מחיר העסקה ומבנה המיזוג, "מבחן המחיר-מבנה" — "Price and Structure Test".

לעומת זאת, ארבע שנים מאוחר יותר, בפרשת *Basic* הידועה, המיר בית המשפט העליון בארה"ב את מבחן המחיר-מבנה של העסקה במבחן אחר, מעורפל בהרבה אך מרכזי בדיני ניירות ערך — מבחן המהותיות.¹⁰⁰ לפי ההלכה שנקבעה בפרשת *Basic*, מידע בדבר מיזוג או השתלטות על חברה אחרת עשוי להפוך למהותי, וככזה

96 האשמה זו עלולה להימצא חמורה ביותר, אם יתברר — כפי שמתחוויר לא אחת — כי בתקופה שבה נוהל המשא ומתן הסודי, כבר טיפסה מניית החברה באחוזים ניכרים, ככל הנראה בשל שימוש לא חוקי במידע פנים על ידי מקורבים. ציבור המשקיעים מרגיש, במצב דברים זה, תחושת רמייה והטעיה, שאינה לגמרי משוללת-יסוד. העובדה, כי במקרים רבים מאוד עומדת הרשות לניירות ערך חסרת אונים וכלל אינה מצליחה לשים ידה על עושי השימוש במידע פנים, מותירה את ציבור המשקיעים עם תחושת אפלייה מוצדקת.

97 ראוי להפנות בהקשר זה להוראת תקנה 36(א) לתקנות הדיווח המחייב תאגיד מדווח לגלות לציבור המשקיעים מידע הנוגע ל-"ארוע או ענין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים... ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד..." (ההדגשה אינה במקור). הוראה זו עלולה להתפרש כמחייבת את התאגיד לדווח, בנסיבות מסוימות, גם על משא ומתן לביצוע מיזוג, או לרכישת חברה מתחרה וכד'. עמימותה של הוראה זו מותירה להנהלת התאגיד את שיקול הדעת, אם אכן לדווח על משא ומתן כזה, אף בטרם נחתם החוזה. זאת, בשל מהותיות העסקה והשפעתו הפוטנציאלית של מיזוג כזה על התאגיד, על עסקיו העתידיים ועל שווי ניירות הערך שלו.

98 ראו *Greenfield v. Heublein Inc.*, 742 F. 2d 751 (1984).

99 דוגמת *Staffin v. Greenberg*, 672 F. 2d 1196 (1982).

100 ראו *Basic*, *supra note 16*.

— למחייב דיווח לציבור, גם בטרם הוסכם מחיר העסקה או המבנה שלה (דרך ביצועה).¹⁰¹

2.4.6 מידע בדבר רווח או הפסד של החברה

נדמה, כי לא יכולה להיות מחלוקת באשר לחשיבות המידע בדבר רווח או הפסד של חברה.

אם מקובל עלינו, כי גם מידע בדבר אירועים בעלי חשיבות לחברה מהווה מידע "מהותי" (וזאת, בשל יכולתם של אירועים אלו להשפיע על רווחיות החברה), הרי שמקל וחומר נובע כי גם מידע בדבר עצם הרווחיות, הינו — אינהרנטית — מידע "מהותי".¹⁰²

כך, למשל, כבר נפסק, ובצדק, כי גם נתון לגבי גידול של כ-30% ברווח רבעוני בלבד (ולא שנתי) הוא נתון משמעותי ומהותי בהחלט.¹⁰³ במקרה אחר נפסק כי מידע בדבר צפי לירידה חדה ברווחי חברה, הינו "מהותי" ללא ספק.¹⁰⁴

עם זאת, שאלה היא, וטעונה היא הכרעה עובדתית בנסיבות כל מקרה ומקרה — איזהו השינוי ברווחי החברה היכול להיחשב שינוי מהותי או משמעותי. כבר נפסק, כי גם מידע אודות גידול קטן לכאורה, של 40,000 ש"ח בלבד, ברווח רבעוני של בנק, עשוי להיחשב מידע משמעותי, וזאת עת עסקינן בבנק פרטי קטן, שהגידול האמור היווה גידול של כ-30% ברווח הרבעוני בהשוואה לרבעון הקודם.¹⁰⁵ מטבע הדברים, תלויה ההכרעה בנסיבות המקרה, וברור, כי אם היה מדובר בשינוי כזה ברווחי בנק הנאמדים במיליוני דולר או בעשרות מיליוני דולר, אזי עשויה היתה הכרעת בית המשפט להיות שונה בתכלית.

ברור עוד, כי כאשר בעלי העניין בחברה יודעים אודות תפנית משמעותית

101 אין ספק, כי מבחן המהותיות, אף אם הוא נכון יותר מבחינה עניינית בסוגיה זו (ואני אישית איני משוכנע בכך), הוא ללא ספק קריטריון מעורפל וקשה ליישום, במיוחד בנסיבות בהן מדובר במשא ומתן מסחרי, בו יש עליות ומורדות, שינויים והתפתחויות שונים. ניסיון להחליט — ללא קריטריון ברור — מהו קו הגבול, וחשוב מכך — מתי הוא נחצה בפועל, ויוצר חבות דיווח, הינו בעייתי ביותר. דווקא בנושא "מידע רך", שהינו ממילא מעורפל ושונוי במחלוקת, מוטב לאמץ קריטריון ברור לדיווח, כגון זה שנקבע בפרשת גרינפלד, של מחיר עסקה-מבנה עסקה, ולא להיגרר למבחן כה קשה ליישום, כמבחן המהותיות.

102 ראו בעניין זה — פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 430-431.

103 ראו פרשת פרנקל, לעיל הערה 51, בעמ' 12-13. ראו באופן דומה — Benjamin (Benn) Myzel v. Harry Fields, 386 F. 2d 718, at p. 734.

104 ראו ת"פ (ת"א) 7388/94 מדינת ישראל נ' רותם (לא פורסם) (להלן: "פרשת רותם"), דינים-שלום, כרך יז, 537. יצוין כי רותם הורשע בתרמית ובשימוש במידע פנים, שכן בהיותו בעל השליטה בחברה (72% ממניותיה), מכר למשקיע מוסדי מניות ואופציות של החברה שהיו בידי, תוך הסתרת מידע מהותי מהרוכש. המידע הפנימי שהוסתר היה ירידה חדה ברווח של החברה (מכ-3.8 מיליון ש"ח בשנת 1991 לכ-2 מיליון ש"ח בשנת 1992). רותם ידע על הירידה ברווח, אך הסתיר את המידע מהרוכשים ועל כן הורשע. יצוין, כי מניות חברת רותם ירדו בעקבות פרסום הדו"חות בכ-20% ושערי כתבי האופציה שלה ירדו בכ-17%.

105 ראו פרשת פרנקל, לעיל הערה 51, בעמ' 17.

ברווחיותה של החברה, ומידע זה אינו ידוע לציבור, או חמור מכך — בידי הציבור מצוי מידע הסותר באופן גמור ומוחלט כל ידיעה אודות ירידה ברווחיות החברה, אזי מדובר במידע "מהותי" ללא עוררין. בוודאי נכון הדבר אם אותם בעלי עניין דאגו לעשות, מבעוד מועד, שימוש במידע שבידיהם.¹⁰⁶ באופן דומה גם מידע בדבר הדיבידנד, אותו אמורה חברה לחלק, הוא מידע "מהותי".¹⁰⁷

מידע בדבר צפי או הערכות (בלכד) באשר לרווחי חברה יכולים אף הם לשמש "מידע מהותי", אשר השימוש בו אסור לשם פעילות בניירות ערך. זאת, אף שאין חובה על פי הדין לדווח לציבור או לרשויות הנוגעות בדבר (הרשות לניירות ערך, הבורסה לניירות ערך) על הערכות או על ציפיות אלה.¹⁰⁸

בארה"ב כבר נפסק כי על אף שהדעה המקובלת הינה שהערכות בדבר רווחים צפויים, אינן אמינות ומשום כך — אינן מחייבות דיווח לרשויות או פרסום, הרי שבנסיבות מסוימות עשויות הן להוות מידע "מהותי". זאת, אף שבאופן כללי אין, כאמור, חובה על פי הדין לפרסם תחזיות, הערכות ו"מידע רך" אחר.¹⁰⁹

2.4.7 מקור המידע הינו אמין ומהימן או מדובר במידע מדויק וספציפי לעתים, מעצם העובדה כי מקור המידע אמין, כגון — כאשר המקור אינו צד מעוניין, אזי יכול המידע — ולו בשל אמינותו ומהימנותו בלבד — להיחשב כמידע מהותי. לחלופין, מידע עשוי להיחשב "מהותי" מכוח העובדה שהוא מדויק ומפורט. צידו האחר של מטבע זה הוא, כי כאשר המידע אינו מפורט או מדויק, עשוי הוא שלא להיחשב כמידע "מהותי".¹¹⁰

106 ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37. באופן דומה — ראו ת"פ (ת"א) 6188/93 מדינת ישראל נ' מלצר (לא פורסם), בעמ' 2. כן ראו פרשת פלג, לעיל הערה 76, בעמ' 162. וכן: פרשת פרנקל, לעיל הערה 51, בעמ' 10-13.

107 *Cady Roberts & Co.*, 40 SEC 907 (1961).

ראו גם: *Loss & Seligman*, *supra* note 23, at p. 3555.

108 *Bromberg & Lowenfels*, *supra* note 28, at p. 7:158:25.

וכן — *Shapiro*, *supra* note 50, at pp. 232-234.

וכן — *Weitzen v. Kearns*, 271 F. Supp. 616 (1967), at pp. 619-620.

כן ראו פרשת רוחם, לעיל הערה 104, בעמ' 312. לדיון רחב בנושא חובות הדיווח והגילוי ביחס ל"מידע רך" (מידע צופה פני עתיד) ראו בסעיף 6 לפרק ו' לספר זה.

109 ראו *Flynn*, *supra* note 88, at p. 985.

ראו גם, אברמזון, לעיל הערה 30, בעמ' 66 ובמיוחד ראו שם הערת שוליים 12.

וכן — *In Re Craftmatic Securities v. Kraftsov*, 890 F. 2d 628 (1990), at p. 642.

והשוו — *Hoffman*, *supra* note 26, at p. 1081.

110 ראו *Elkind*, *supra* note 58, at p. 166. שם נקבע, כי מידע כללי, ללא נתונים, בדבר ירידה במכירות של מספר מוצרי חברה, ובדבר פרסום צפוי של הכנסות החברה שבוע לאחר מכן, אינו מפורט דיו (במיוחד לא לעניין הכנסות החברה), ובנוסף — הוא היה מצוי בידי אנליסטים שונים, ועל כן נפסק כי מידע זה אינו מהותי. יצוין, עם זאת, כי ההכרעה שם התבססה גם על העדר יסוד נפשי.

דיני ניירות ערך

כך, למשל, כבר נפסק, כי כאשר דירקטור בחברה רוכש ניירות ערך שלה, שעה שבידיו מידע על החלטת דירקטוריון החברה להתחיל לבדוק מיזוג עם חברה אחרת, וכאשר אין נראה באופן מיזוג עם חברה מסוימת, אזי המידע המצוי בידי הדירקטור אינו ספציפי או ודאי ועל כן אינו מהותי.¹¹¹

2.4.8 המידע מחדש או משנה דעה רווחת בשוק ההון

מידע עשוי להיחשב "מהותי" מעצם העובדה כי הינו חדשני או שונה במידה ניכרת מהמידע הרווח בקרב שחקני שוק ההון בקשר לאותה חברה או נייר ערך. אם חברה מסוימת נהנית בקרב שחקני שוק ההון מדימוי של חברה מצליחה או רווחית, ברי, כי נתון בדבר הפסדים או ירידה ברווחיותה (לעתים, אף מידע על הערכות או צפי להפסדים כאמור), עשוי להיחשב מידע "מהותי".¹¹² מטבע הדברים, לא לעתים מזומנות יש תמימות דעים בין כל, או בין מרבית, האנליסטים בשוק ניירות הערך בדבר חברה מסוימת. בהעדר תמימות דעים יהיה קושי להכריע בשאלה איזו משמעות (אם בכלל) יש לייחס לעובדה שחלק מהאנליסטים רואה את המידע כמפתיע או חדש, ביחס למידע הקיים כבר בשוק.

2.5 נושא "עוצמת" המידע וסוגיית "איכות" כנגד "כמות"

נושא המהותיות מעלה במלוא עוזה את השאלה – מהי ה"עוצמה" הנדרשת כדי להפוך מידע ל"מהותי". שאלה נוספת, שראוי להעלות בהקשר זה, היא – האם יכולה הכמות להפוך לאיכות והאם יש כמות מסוימת שרק מעצם גודלה או מספרה, הופכת לאיכות?

בפסיקה ובספרות האמריקאית הוכרה האפשרות שרסיסי מידע, אשר כל אחד מהם לבדו אינו בגדר מידע מהותי או חשוב, יהפכו – בהצטברותם – למידע "מהותי" וחשוב, והיא אף כונתה "תיאוריית המוזאיקה" (The Mosaic Theory) וגם "תיאוריית מכלול המידע" (The Total Mixture of Information).¹¹³

111 ראו List, *supra* note 27.

יצוין, עם זאת, כי בנסיבות המסוימות של המקרה, התבססה ההכרעה בשאלת ה"מהותיות" במידה רבה על שאלת "הקשר הסיבתי".

נקבע כי בנסיבות המקרה לא הוכח שתובע (שטען כי הוטעה על ידי הנתבע) אכן הסתמך על המידע החלקי שבידיו, וכי בכל מקרה היה מנוי וגמור עם התובע למכור את מניותיו לנתבע, אף אם היה מצוי בידיו המידע הפנימי (בדבר כוונת החברה ל"התחיל" במו"מ למיזוג או למכירתה), מידע אשר היה מצוי בידי הנתבע (הדירקטור שרכש מהתובע את המניות).

ראו: *Ibid.*, at p. 461–463.

112 ראו פרשת גיבור סבריה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 46–47 ובעמ' 56. שם היה מידע פנים בדבר הפסדי ענק הצפויים לחברת "גיבור סבריה", בעוד שכל דיווחיה של החברה היו עד לאותה עת אופטימיים ודיווחו על צפי לרווחים.

113 ראו Bromberg & Lowenfels, *supra* note 28, at p. 7:158.15–16. יצוין, כי מבחן "מכלול המידע" פותח, למעשה, דווקא בפסקי דין שעסקו בחובות גילוי ודיווח ולא בשימוש במידע פנים: ראו TSC, *supra* note 26, at p. 449.

גם הפסיקה בישראל הכירה באפשרות כזו, של התגבשות פריטי מידע שאינם חשובים כשלעצמם, לכדי "מידע מהותי".¹¹⁴ ברור, כי ככל שמידע "חזק" יותר, ככל שעוצמתו גדולה יותר, כך הוא "מהותי" יותר למשקיע הסביר. עוצמה יכולה להימדד בעזרת שורה ארוכה של פרמטרים, כגון — באיזו מידה משנה המידע החדש מידע קיים אצל ציבור המשקיעים, באיזו מידה הוא משנה דעה קיימת, או לחלופין — באיזו מידה הוא יכול לאשש חששות, או חשדות או שמועות, באשר לאותה חברה או לנייר הערך שלה. אם לתמצת את סוגיית העוצמה, הרי שניתן לומר, כי מידע ייחשב ל"עוצמתי" או ל"מהותי", אם משקיע סביר יחשוב שהוא אכן כזה, קרי — אם מדובר במידע החשוב לשיקולי משקיע סביר, השוקל כיצד לנהוג ביחס לנייר ערך מסוים. לאור זאת, ברור, כי אין חשיבות לכמות ספציפית, זו או אחרת, ולא ניתן לקבוע אמות-מידה של ממש לעניין זה. כל מידע הינו תלוי נסיבות,¹¹⁵ ועל כן, לעתים, די בכמות קטנה יחסית על מנת לקיים את יסוד המהותיות.

2.6 האם "המהותיות" הנדרשת לעניין שימוש במידע פנים זהה ל"מהותיות" הנדרשת לעניין חובות הגילוי והדיווח או לעניין עבירת התרמית בניירות ערך

2.6.1 כללי

הניסיון להתחקות אחר מבחן ראוי ל"מהותיות" מזמין אותנו, באופן טבעי, לבדוק מהו מבחן המהותיות הנדרש לא רק בתחום עבירת השימוש במידע פנים אלא גם במגזר חובות הגילוי והדיווח. ככלות הכל, אף הוראותיהם המחמירות והתובעניות של חוקי ניירות הערך, בישראל ובארה"ב כאחד, אינן מחייבות חברה שניירות הערך שלה מצויים בידי הציבור הרחב, לגלות ולחשוף בפני ציבור זה כל פיסת מידע וכל נתון הנוגעים אליהן. רק מידע שהינו "מהותי" מחויב בגילוי.

באופן דומה, לא כל מידע "פנימי", קרי כזה שאינו מצוי ברשות הציבור הרחב, הוא אכן מידע פנים אשר השימוש בו אסור, שכן לשם כך נדרש כי המידע יהיה "מהותי".

כן ראו Basic, *supra* note 16, at pp. 208–209.

כן ראו Bausch & Lomb, *supra* note 27, at p. 14.

ראו גם Lewis D. Solomon and Dan Wilke, "Securities Professionals & Rule 10b-5: Legal, Standards Industry Practices, Preventative Guidelines and Proposals for Reform", 43

Fordham L. Rev., 505, at pp. 527–529.

114 ראו — ת"פ (ת"א) 7576/92 מדינת ישראל נ' הלפמן (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז', 298, בעמ' 5, 7 ובעמ' 16–17. באותו המקרה הגיעו לידי הנאשם מספר רב של דיווחים מאתר קידוח נפט של החברה בה כיהן כמנכ"ל. בית המשפט הכיר, עקרונית, באפשרות של הצטברות רסיסי מידע לא מהותיים לכדי מידע מהותי, אך בנסיבותיו המסוימות של אותו המקרה נפסק כי המידע לא היה מהותי ועל כן זוכה הנאשם מכל העבירות שיוחסו לו בכתב האישום. ראו פרשת כבלים-שלום, לעיל הערה 84, בעמ' 15.

115 ראו בעניין זה — פרופ' י' גרוס ונ' מימון-שעשוע, "הנעה בתרמית לביצוע עסקה בניירות-ערך" הפרקליט מד 181, בעמ' 202.

2.6.2 דרישת "מהותיות" המידע בקשר לחובות הגילוי והדיווח
 בדיני ניירות ערך מצויות הוראות שונות בדבר חובות הגילוי והדיווח של חברות
 בורסאיות, ובהקשר זה התעוררו לא אחת, מחלוקות בין החברות לבין הרשויות
 בשאלה עד היכן משתרעת חובת הגילוי.
 מחלוקת משפטית התעוררה כאשר לחובה החלה על חברה בורסאית לגלות
 את דו"חותיה הכספיים של חברה אחת, לה ערכה החברה הבורסאית בסכומים
 גדולים.¹¹⁶ מחלוקת דומה התגלעה כאשר לחובת חברה בורסאית, המחזיקה בכ-30%
 ממניות חברה פרטית, לחשוף את דו"חותיה של החברה הפרטית;¹¹⁷ במקרה נוסף
 התעורר ויכוח כאשר לחובתה של חברה ציבורית לגלות דו"חותיה של חברה פרטית,
 כאשר היא מחזיקה בכ-27% ממניותיה. באותה פרשה היתה זו החברה הפרטית, ולא
 החברה הציבורית, אשר סירבה לגלות לציבור הרחב את תוצאותיה הכספיות.¹¹⁸
 בשלושה מקרים אלו, ובמיוחד בפסק הדין המנחה בעניין זה – "פרשת ברנוביץ"
 – נפסק על ידי בית המשפט בישראל כי אמת המידה לשאלה, איזה מידע יש
 לחשוף, היא מבחן "המהותיות".

116 ראו פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2.
 117 ראו ה"פ (ת"א) 691/91 החברה האמריקאית הישראלית לגז בע"מ נ' "דלק" חברת הדלק
 הישראלית בע"מ, פ"ד תשנ"ד (3) 3 (להלן: "פרשת החברה האמריקאית-הישראלית לגז").
 118 ראו ה"פ (ת"א) 1589/95, 1740 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (להלן: "פרשת
 ישקר-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג (1) 44. בעניין ישקר, חברה פרטית, היתה
 לחברת השקעות דיסקונט, חברה ציבורית (להלן: "דסק"ש"), אחזקה של 26.7% מהון המניות
 ומזכויות ההצבעה. דסק"ש ביקשה לקבל את דו"חותיה הכספיים של ישקר על מנת לצרפם
 לדו"חותיה, אך זו סירבה בטענה שהיא חברה פרטית ושחזקות דסק"ש בה אינן מהותיות.
 ישקר טענה כי צוות משימה מטעם לשכת רואי החשבון, אשר דן בנושא זה, קבע כי לדסק"ש
 אין "השפעה מהותית" בישקר, וזאת מעצם העובדה שהיה ביכולתה של ישקר לסרב לדרישת
 דסק"ש לקבלת הדו"חות הכספיים.
 במילים אחרות, מסקנת צוות המשימה היתה כי מאחר שאין לדסק"ש שליטה בחברת ישקר,
 אין לה גם "השפעה מהותית" בה. טענה זו נדחתה, ובצדק, על ידי בית המשפט המחוזי, אשר
 התבסס, בין היתר, גם על גילוי דעת מס' 22 של לשכת רואי החשבון בישראל, הקובע, כי
 "השפעה מהותית" הינה אחזקה של יותר מ-25% מזכויות ההצבעה בחברה. יצוין, כי על פסק
 הדין הוגש ערעור לבית המשפט העליון, אשר אימץ את הכרעת בית המשפט המחוזי ואת עמדת
 הרשות לניירות ערך.
 למסקנה דומה לזו של פסק דין ישקר, הגיע בית המשפט המחוזי בתל אביב ב"פרשת קרדן".
 ראו ע"ש (ת"א) 892/95 קרדן השקעות בע"מ נ' רשות ניירות-ערך ואח' (טרם פורסם). באותה
 פרשה סירבה החברה הציבורית הנ"ל לפרסם את דו"חותיה הכספיים של יבואנית המכוניות
 חברת UMI (חברה פרטית), בה היא החזיקה, בעקיפין, בכ-39% מהון מניותיה (לטענת הרשות
 לניירות ערך, אחזקותיה בה היו כ-45%). בית המשפט קבע, כי לא ייתכן שקרדן תטען ברצינות
 כי השקעתה ב-UMI אינה מהותית, שעה שהשקעה זו היוותה כ-22% מהונה העצמי של קרדן,
 וכאשר אין מחלוקת שללא רווחי UMI, היתה קרדן מסיימת את אותה שנה בהפסד של 1.7
 מיליון ש"ח, במקום רווח של 4.2 מיליון ש"ח.

הנשיא-דאז שמגר קבע בפרשת ברנוביץ, כי מבחן המהותיות — כפי שגובש בפסיקה האמריקאית, משמעו שחובת הגילוי —

“משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מכלול האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לענין”.¹¹⁹

בכך אימץ למעשה בית המשפט בישראל את מבחן המהותיות אשר נקבע במספר פסקי דין מנחים בארה"ב.¹²⁰

מבחן המהותיות, האמור לעיל, אומץ גם על ידי בית המשפט ב"פרשת ישקף"¹²¹ ו"בפרשת אמישראל"¹²². באופן דומה אומץ מבחן "המהותיות" התיאורטי, הנזכר לעיל, גם בפרשה שבה הואשמה חברת חיפוי נפט באי-גילוי התחייבות מהותית שנתנה לרשות ממלכתית, בדבר האפשרויות לביטול רשיונות חיפוי הנפט שלה.¹²³ הדמיון בין תחום חובות הגילוי והדיווח לבין תחום שימוש במידע פנים בא לידי ביטוי בהשוואת הוראות הדין בישראל באשר לפרסום תשקיף, למשל, לבין ההלכה מהו מידע "מהותי" בקשר לשימוש במידע פנים. כך, למשל, קובע סעיף 17 לחוק ניירות ערך, כי תשקיף יכלול "כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות ערך המוצעים על פיו". בהקשר להוראה זו כבר נקבע בדו"ח ועדת בייסקי, אשר חקרה את משבר המניות הבנקאיות, כי מידע "חשוב" כזה הוא "כל מידע שהיה בו כדי לאפשר לציבור המשקיעים לדעת מהו הבסיס הכלכלי לציפיות שניטעו בו".¹²⁴

119 פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 837. עוד ראו פרשת סיסמיקה-שלום, לעיל הערה 2, בעמ' 10-11.

120 ראו Basic, supra note 16, at pp. 208-210, וכן ראו TSC, supra note 26, at p. 449. ראו התייחסות לכך גם בפרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 837.

121 פרשת ישקר-מחוזי, לעיל הערה 118.

122 ראו פרשת החברה האמריקאית-הישראלית לגז, לעיל הערה 117: החברה הציבורית 'דלק' החזיקה ב-30% ממניות החברה הפרטית אמישראל. בית המשפט המחוזי בת"א קיבל את טענת דלק, אשר סירבה לפרסם את דו"חותיה הכספיים של החברה הפרטית, אך נדמה כי נימוקו העיקרי היה סירובה של הרשות לניירות ערך לנמק את הפסקת מתן הפטור מצירוף הדו"חות הנ"ל, פטור אשר ניתן בעבר ל"דלק".

123 ראו פרשת סיסמיקה-שלום, לעיל הערה 2; שם התחייבה החברה כלפי הרשות הלאומית לאנרגיה וכלפי הרשות המוסמכת לחיפוי נפט ביהודה ושומרון, כי רשיונות חיפוי הנפט שקיבלה מותנים בכך שהחברה תעמוד בחמישה תנאים ("ציוני דרך", כפי שכוננו שם). בכל מקרה בו לא תעמוד החברה באחד מתוך חמשת התנאים הללו, יישללו רשיונותיה באופן מיידי וללא זכות ערעור (החברה אף ויתרה על כל זכות ערעור על החלטת הרשות בעניין ביטול רשיונותיה). התחייבויות אלו של החברה לא זכו לכל איזכור בדו"חותיה הכספיים ובדו"ח התקופתי שפרסמה החברה ועל כך הורשעה החברה בעבירה של פרסום פרט מטעה בדו"חותיה. בית משפט השלום דחה את טענות ההגנה ולפיהן לא היו הוויתור של החברה על זכות הערעור וההתחייבות שנתנה, כאמור, בגדר פרט "מהותי". ראו שם, בעמ' 25-26.

124 דו"ח ועדת החקירה לענין ויסות מניות הבנקים (התשמ"ו-אפריל 1986) (להלן: "דו"ח ועדת

דיני ניירות ערך

מדובר, אם כן, בהוראות הדומות מאוד להגדרת המהותיות, כאמור לעיל, ולהגדרת המונח "שימוש במידע פנים", כאמור בסעיף 52 לחוק.¹²⁵ בדומה, קובע סעיף 36(ג) לחוק — בעניין חובות הגילוי והדיווח — כי שר האוצר יתקין בנושא זה תקנות אשר —

"יתייחסו לכל ענין החשוב, לדעת שר האוצר, למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד" (ההדגשה אינה במקור).¹²⁶

2.6.3 מבחן המהותיות לעניין עבירת התרמית בניירות ערך

אף שמבחן המהותיות פותח בפסיקה בארה"ב ובישראל בעיקר בהקשר של עבירת השימוש במידע פנים ועבירות גילוי ודיווח, הרי שיש לו רלוונטיות גם להיבטים מסוימים של עבירת התרמית בניירות ערך. כך למשל, יש רלוונטיות לנושא המהותיות בהקשר של חלופת ה"הנעה" בדרכי תרמית, על פי סעיף 54(א)(1) לחוק, ובמיוחד — במקרה בו מדובר על הנעה שבוצעה באמצעות "העלמת עובדות מהותיות". היבט נוסף הוא בחלופה השנייה של עבירת התרמית, על פי סעיף 54(א)(2) לחוק, ובמיוחד — לענין הוכחת יסוד התרמית.

בשני ההיבטים הנזכרים לעיל, יש חשיבות לשאלה אם מידע שהושמט, הועלם או הוסתר, היה מידע "מהותי". אם אכן היה המידע מהותי, והיתה מודעות של העושה למעשיו, הרי שהתקיים יסוד התרמית. לעניין החלופה הראשונה, הנזכרת לעיל, של הנעה בהעלמת עובדות מהותיות, ברור מלשון סעיף 54(א)(1) לחוק כי המחוקק דרש במפורש את עקרון המהותיות. בחלופה השנייה, השפעה בדרכי תרמית לפי סעיף 54(א)(2) לחוק אין אזכור מפורש לעקרון המהותיות, אך קשה לראות כיצד תרמית יכולה להיחשב כזו, כאשר אין היא מתייחסת לעובדות מהותיות.

אין סיבה עניינית להבחין בין עקרון המהותיות, הנדרש לעניין עבירת שימוש במידע פנים, לבין עקרון המהותיות הנדרש לעניין עבירת התרמית, וגם פסיקת בתי המשפט בישראל בנושא זה מעידה על כך שמדובר בעיקרון אחיד וזהה, לכל העבירות בניירות ערך.¹²⁷

בייסקי" בעמ' 109. והשוו עם ההלכה בפסקי הדין בפרשות Texas Gulf ו-TSC לעניין מידע "מהותי" בעבירה של שימוש במידע פנים: ראו Texas Gulf, *supra* note 44, at p. 849. TSC, *supra* note 26, at p. 445 and pp. 448-449.

125 ראו גם — ע"פ (ת"א) 621/90, 723 אמנונים חברה לעבודות עפר בע"מ ואח' נ' מדינת ישראל (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8), 78, בעמ' 25.

126 ראו גם סעיף 36(א) לחוק המסדיר את סמכות הרשות לניירות ערך לדרוש מתאגיד להציג נתונים בדו"חות הכספיים — "אם הדבר דרוש לשם שמירת עניינינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך של תאגיד פלוני".

127 ראו, למשל, ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642. וכן ת"פ (ת"א) 290/95 מדינת ישראל נ' צברי (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג (7) 469, וכן ראו ת"פ (ת"א) 1283/98 מדינת ישראל נ' שפיר ואח' (לא פורסם), דינים שלום, כרך כ' 54. כמו כן ראו ת"פ (ת"א)

2.6.4 סיכום: מבחן "המהותיות" אשר גובש בקשר לחובות הגילוי והדיווח זהה למבחן החל בקשר לעבירה של שימוש במידע פנים ובעבירת התרמית בניירות ערך המסקנה העולה מהסקירה האמורה לעיל הינה, כי קיים דמיון רב בין מבחני ה"מהותיות" בתחום הגילוי והדיווח ובתחום עבירות השימוש במידע פנים והתרמית בניירות ערך. מדובר בשני תחומים המשיקים זה לזה ואשר שואבים האחד מרעהו הלכות פסוקות. למעשה, לא ניתן להצביע על הבחנה עניינית כלשהי בין מבחן המהותיות ביחס לעבירת שימוש במידע פנים או בעבירת התרמית לכין מבחן המהותיות הנדרש לעניין עבירות דיווח וגילוי.

2.7 גישת המשפט האמריקאי בנושא ה"מהותיות"

2.7.1 באופן טבעי מהווה הפסיקה בארה"ב בנושא זה – כמעט כמו בכל נושא אחר של ניירות ערך – את החלוץ ההולך לפני המחנה כולו. על אף השוני בהוראות הדין בישראל ובארה"ב בעניין זה, ניתן להיעזר רבות בהלכות הפסוקות אשר נקבעו בארה"ב בנושא זה.¹²⁸ פסק הדין המנחה בסוגיה זו הוא, ללא עוררין, פסק הדין בעניין SEC v. Texas Gulf Sulphur, הנזכר לעיל ואשר ניתן עוד בשנת 1968.¹²⁹ בפרשת Texas Gulf Sulphur זה הגדיר בית המשפט האמריקאי את המבחן למהותיות כדלקמן –

2592/97 מדינת ישראל נ' מגיד (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יח, 252. ראו גם פרשת אברון, לעיל הערה 2, בעמ' 354.

128 בית המשפט בישראל כבר ציין, כי המבחן לערכיותו של מידע שונה, על פי החקיקה בישראל, מהמבחן הקבוע על פי סעיף 10b לחוק ניירות-ערך האמריקאי. ראו – פרשת גיבור-סברניה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 428. על אף זאת, לא היסס בית המשפט בישראל לקבוע כי ההבדל אינו כה גדול, כפי שנדמה ממבט ראשון. ראו – שם, בעמ' 420. בהקשר זה מן הראוי להעיר מספר הערות על ההבדלים בין הדין האמריקאי והישראלי: ראשית, לפי הדין האמריקאי (להבדיל מהדין בישראל) אפשרי לא רק אישום פלילי אלא גם תביעה אזרחית, בשל שימוש במידע פנים או תרמית בניירות ערך, לרבות במסגרת תובענה ייצוגית. עובדה זו משליכה בהכרח על היסוד הנפשי הנדרש, על נטל ההוכחה והראיה, על דרישת הקשר הסיבתי, על דרישת הוכחת נזק ועוד, באישום פלילי מחד גיסא, ובתביעה אזרחית, מאידך גיסא.

במאמר מוסגר יצוין, כי סעיף 52 לחוק ניירות הערך מאפשר אמנם תביעה אזרחית, אך זאת רק מצד החברה, שבנייר הערך שלה נעשתה עסקה. הוראות הדין האמריקאי בנושא זה רחבות בהרבה ומקנות זכויות תביעה במגוון רחב של מקרים ועילות.

שנית, הדין האמריקאי מאפשר לתבוע בגין שימוש במידע פנים לא רק במקרה של מסחר בניירות ערך, כפי שקיים על פי הדין בישראל, אלא גם בנסיבות של הצעות רכש, "מלחמות שליטה" ("proxy wars"), רכישה ידידותית של חברות, או במהלך משא ומתן לרכישת מניות. תביעה אזרחית בנסיבות כאמור אינה אפשרית כנראה על פי הדין בישראל בעילה של שימוש במידע פנים, אם כי היא כמובן אפשרית בעילות חוזיות או נזקיות, כגון תוס-לב, תרמית, עשיית עושר ולא במשפט, גזל וכיוצ"ב.

129 ראו Texas Gulf, supra note 44.

“The basic test of Materiality is whether reasonable man would attach importance to information in determining his choice of action in the transaction in question.

...This of course encompasses any fact which in reasonable and objective contemplation might affect the value of the corporation's Stock or Securities”.¹³⁰(ההדגשה במקור)

בפרשת Texas Gulf נקבע עוד, כי מהותיותו של מידע תיקבע תוך איזון בין שני גורמים:

האחד – הסבירות (probability) שהמאורע יתרחש.
השני – היקפו של המאורע הצפוי להתרחש בעתיד.¹³¹

2.7.2 בפרשת Texas Gulf נקבע, כי המידע המהותי אינו רק זה הכולל נתונים באשר להכנסות החברה או לרווחיה אלא הוא כולל כל מידע אשר עשוי להשפיע על רצון המשקיעים לבצע פעולה בניירות ערך של חברה.¹³² כהנחיה נוספת להכרעה בשאלת המהותיות, נקבע באותו פסק דין, כי השאלה אם מידע הינו מהותי אם לאו תוכרע, מחד גיסא – על פי ההסתברות שהאירוע אכן יתרחש, ומאידך גיסא – על פי מידת עוצמתו הצפויה של האירוע, בהשוואה לנעשה באותה חברה עד לאותה עת.¹³³

2.7.3 יצוין, כי בטרם ניתן פסק הדין בעניין Texas Gulf כבר נפסק בארה"ב כי מידע הוא מהותי אם יש לו השפעה ברורה וישירה על מחיר השוק של נייר הערך ועל שיקול הדעת של המשקיע הסביר.¹³⁴

130 ראו Ibid, at p. 849. מבחן דומה נקבע ב-TSC, supra note 26, at p. 449, אשר עסק בהפרת חובות גילוי ודיווח, ולא בהפרת האיסור על שימוש במידע פנים. כן ראו – Shapiro, supra note 50, at p. 1305.

וכן גם Rogen v. Ilikon Corporation, 361 F.2d 260, at pp. 264–266, וראו גם Kardon v. National Gypsum Co., 73 F.Supp. 798, at p. 800;

ראו גם Fleischer, supra note 90, at p. 1288.

131 ראו Texas Gulf, supra note 44, at p. 849. כן ראו פרשת כבלים-מחוזי, לעיל הערה 6, בעמ' 11.

132 ראו Texas Gulf, supra note 44, at p. 849.

133 ראו Ibid, at pp. 849–850.

בנסיבות אותו המקרה קבע בית המשפט כי על אף שההערכה היתה שסיכויי קידוח הנפט (שביצעה חברת Texas Gulf בקנדה) היו נמוכים למדי (“too remote”), הרי שלאור ההשפעה העצומה, שהיתה צפויה לגילוי נפט בהיקף הצפוי מאותו הקידוח (בהתבסס על קידוחי הניסיון הראשונים), הרי שברור כי מדובר במידע מהותי בהחלט לגבי החברה, וברור שהדבר צפוי להשפיע על מחיר ניירות הערך שלה.

134 ראו Kohler, supra note 7, at p. 638 and at p. 642. ראו גם List, supra note 27, at p. 462.

כן ראו Myzel, supra note 103, at p. 734.

בפסק דין מנחה נוסף בנושא זה – פרשת TSC – נקבע כי מידע הוא מהותי אם יש הסתברות גבוהה (“Substantial likelihood”) שמשקיע סביר יראה באותו מידע כחשוב לשם קבלת החלטותיו.¹³⁵

בפסק דין אחר נקבע כי מידע אשר הודלף לאנליסט על ידי נשיא חברה, ייחשב כמידע “מהותי”, שהשימוש בו אסור, רק אם המידע הוא “חריג באופיו” (“extraordinary in nature”) וכי “סביר להניח שתהיה לו השפעה משמעותית” (“reasonably certain to have a substantial effect”) על מחיר נייר הערך.¹³⁶ לשם הכרעה בשאלה זו על השופט, כך נקבע באותו פסק דין, להעריך האם – בהנחה שהיה המידע נמסר ל”משקיע הסביר” – היה האחרון רואה בו מידע חשוב.¹³⁷

2.7.4 מהאמור לעיל ניתן לשרטט מבחן למהותיות, כעולה מהפסיקה האמריקאית, הטומן בחובו שני רכיבים מרכזיים:

אחד – הסתברות גבוהה (substantial likelihood), שהאירוע בו עוסק המידע, אכן יתרחש בפועל.

שני – המידע יגרום להשפעה ממשית או משמעותית (“substantial effect”) או “actual significance” על שיקול דעתו של המשקיע הסביר.¹³⁸

2.7.5 מאז פסק הדין המנחה בעניין Texas Gulf עברה הפסיקה בארה”ב בנושא זה התפתחות. במרוצת הזמן אומץ, אם כי לא באופן אחיד, מבחן “השפעת השוק” (Market Impact) המבוסס על בחינת השפעת פרסום המידע על ניירות הערך שאליהם מתייחס המידע. במרבית המקרים מדובר בהשפעת המידע על שערי ניירות הערך, אך לעתים יכול הדבר להתבטא גם בשינוי מחזורי המסחר והיקפיו. לעתים, כך נקבע, הפסקת המסחר בבורסה, בנייר ערך מסוים, מעידה כשלעצמה על “השפעה” משמעותית דיה.¹³⁹

2.7.6 עם זאת, יש לציין, כי גם מבחן זה, המבקש לבחון את ההשפעה המעשית, האפקטיבית, שהיתה לפרסום המידע על המסחר בניירות הערך של החברה הרלוונטית, אף הוא נותר בפסיקה האמריקאית בעיקר כמבחן תיאורטי ולא כמבחן כמותי-סטטיסטי. במילים אחרות, בתי המשפט נטו לבדוק את מהימנות המידע על פי השאלה מה היתה יכולה להיות השפעת המידע על נייר הערך הרלוונטי אילו

135 ראו TSC, *supra* note 26, at p. 449.

ראו גם Harkavy, *supra* note 26, at p. 741, וכן ראו Hoffmann, *supra* note 26, at p. 1080.

ראו גם Cady Roberts & Co., 40. SEC 907 (1961) 911.

136 ראו Bausch & Lomb, *supra* note 27, at p. 15.

137 ראו *Ibid.* וכן List, *supra* note 27, at p. 462.

138 ראו Bausch & Lomb, *supra* note 27, at p. 15, וכן ראו TSC, *supra* note 26, at p. 449, וכן

List, *supra* note 27, at p. 462, וכן Kohler, *supra* note 7, at p. 642.

139 ראו Bromberg & Lowenfels, *supra* note 28, at p. 7:158.10.

היה מפורסם או ידוע לכלל הציבור, במועד בו נעשה השימוש במידע הפנים. אין דומה הדבר לבדיקה שלאחר-מעשה (Post Factum), המבקשת להיעזר בכלים סטטיסטיים-כמותיים לשם בדיקה אמפירית, אם אכן היתה לאותו המידע השפעה משמעותית בפועל על אותו נייר ערך, השפעה ממנה ניתן ללמוד אודות "מהותיות" המידע.¹⁴⁰

2.8 גישת המשפט הישראלי בנושא ה"מהותיות"

2.8.1 בתי המשפט בישראל אימצו, כמעט ללא סייג, את עקרון ה"מהותיות" כעקרון מפתח לשם הכרעה בשאלה מהו מידע המחייב דיווח וגילוי על ידי התאגיד (לעניין חובות הגילוי והדיווח) או לגבי השאלה מהו המידע ששימוש בו ייחשב לשימוש ב"מידע פנים".¹⁴¹

המשפט הישראלי אימץ את הגישה לפיה ישמש עקרון המהותיות כמעין "מסננת" להכרעה בשאלה איזה מידע הינו חיוני לידיעת "משקיע סביר".¹⁴² זאת, על אף שאין חולק על כך שעקרון המהותיות לא עוגן בלשון חוק ניירות הערך.¹⁴³ בפרשת פולק הבהיר בית המשפט כי בחינת "מהותיות" המידע תיעשה על פי המבחן האובייקטיבי — של המשקיע הסביר, ולא הסובייקטיבי — של התאגיד המדווח:

"מטרת החוק אינה בירורן של אמיתות כלכליות ועסקיות, ולא הבטחת עניינו של התאגיד המדווח, על חשבון המשקיע במניותיו. מטרת החוק, הינה, כמוסבר, הבטחת ענינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, ושל אלה בלבד... משום כך, אין בחינת המהותיות נעשית דרך עיניו של מנהל התאגיד, אלא דרך עיניו של המשקיע, וגם אם סובר המנהל, מתוך ניתוח רציונלי של הנושא, כי אין חשיבות בפרט המסוים מבחינתו, וכי עדיף לו שיימנע מחשיפתו עקב אינטרסים שלו או

140 לאחד המקרים הבודדים בהם נעשה, בכל זאת, שימוש במבחן כמותי ראו: MacDonald, *supra*, note 55, at pp. 49–50, ואולם יצוין, כי הבדיקה בפועל של השינוי בשערי ניירות ערך נעשתה שם לצורך חישוב ההשבה שעל "העושה" להשיב בגין השימוש שנעשה ב"מידע הפנים". ראו *Ibid.*, at pp. 52–53.

141 ראו פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 837. כן ראו פרשת כבלים-מחוזי, לעיל הערה 6, בעמ' 11–12. וכן — פרשת סיסמיקה-שלום, לעיל הערה 2, בעמ' 10. וכן — פרשת פולק-שלום, לעיל הערה 73. והשוו עם פרשת נורדן-מחוזי, לעיל הערה 62, בו קובע בית המשפט המחוזי מפי השופט ד' ברלינר (בניגוד לדעת בית משפט השלום בת"א, השופטת ד' הדס-הרמן) כי כלל אין נדרשת דרישות מהותיות בעבירה של שימוש במידע פנים. ראו שם בעמ' 7–8. זוהי עמדת יחיד בסוגיה זו ואין היא מייצגת את ההלכה.

142 ראו פרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 2, בעמ' 837, וכן ראו פרשת סיסמיקה-שלום, לעיל הערה 2, בעמ' 10. כן ראו פרשת פולק-שלום, לעיל הערה 73, בעמ' 6. כן ראו ת"פ (ת"א) 7384/92 מדינת ישראל נ' שלדות מפעלי מתכת בע"מ (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 541, בעמ' 29 ועמ' 32. כן ראו פרשת כבלים-שלום, לעיל הערה 84, בעמ' 13–16.

143 ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 38, בעמ' 22–23.

של התאגיד, עליו להביא בחשבון שבעיני המשקיע השוקל רכישה או מכירה של המניה המסוימת, חשיבותו עשויה להיות קריטית".¹⁴⁴

2.8.2 כל תאגיד וכל מנהל של תאגיד מצוי, אם כך, בדילמה תמידית — האם יש צורך לגלות ולחשוף בפני ציבור המשקיעים מידע זה או אחר. תשובת המחוקק ובתי המשפט היתה להוציא מידיו את הבחירה ולשלול ממנו את שיקול הדעת, כל אימת שמדובר במידע שהינו "מהותי".

השאלה היא, כמובן, מהו מידע "מהותי", וכיצד מזהים אותו ככזה. לשאלה זו חשיבות רבה, שכן הגדרה רחבה מדי של מסגרת "המהותיות" תגרום להצפת ציבור המשקיעים בערב-רב של מידע, שחלק ניכר ממנו יהיה מידע שולי, טפל וחסר חשיבות, לשיקולי ההשקעה של "המשקיע הסביר". מנגד, הגדרה מצמצמת מדי של עקרון המהותיות עלול להותיר מידע מהותי רב מחוץ לטווח ידיעתו של הציבור.¹⁴⁵ בפסק הדין הראשון בישראל אשר עסק בהרחבה בנושא עבירת השימוש ב"מידע פנים", פסק הדין בענין "גיבור סבריינה",¹⁴⁶ נפסק, כי המבחן להכרעה בשאלת "מהותיות" המידע הינו המבחן התיאורטי.

2.8.3 למעשה, מרבית פסקי הדין אשר ניתנו בישראל בנושא זה, לאחר פסק דין "גיבור סבריינה", הלכו בדרכו ואימצו את המבחן התיאורטי.¹⁴⁷

בפסק הדין בעניין גיבור סבריינה נקבע, כי המבחן האמפירי יכול להוות, לכל היותר, רק אמצעי נוסף, אינדיקציה, לכך שמידע הפנים הינו אכן מהותי, ואילו את המבחן האמפירי עצמו דחה בית המשפט מכל וכל כמבחן שיש בו כדי להכריע בשאלת "מהותיות" המידע.¹⁴⁸ באותה פרשה ביסס בית המשפט את קביעתו הנ"ל על לשונו של סעיף 52א לחוק, ובמיוחד על המילים בסיפא לסעיף הנ"ל —

"ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרוע שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של של החברה" (ההדגשה אינה במקור).

144 ראו פרשת פולק-שלום, לעיל הערה 73, בעמ' 9.

145 ראו בעניין זה Basic, supra note 16, at p. 268.

146 ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37.

יצוין עוד, כי במקום אחר בפסק דין "גיבור סבריינה" מעדן בית המשפט את נחרצותו בדבר אימוץ המבחן התיאורטי, וקובע כי המבחן הוא מבחן משולב, כהגדרתו, הכולל את המבחן התיאורטי, מחד גיסא, ואת מבחני השכל וההיגיון, מאידך גיסא. ראו שם, בעמ' 428-429.

147 ראו פרשת פלג, לעיל הערה 76, בעמ' 161.

ראו פרשת פריאל וגולדברג, לעיל הערה 47, בעמ' 8. כן ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 56, בעמ' 8-9. כן ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 38, בעמ' 23. ראו פרשת פרנקל, לעיל הערה 51, בעמ' 6-7. כן ראו פרשת כבלים-שלום, לעיל הערה 84, בעמ' 16.

148 ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 428. כן ראו פרשת פריאל וגולדברג, לעיל הערה 47, בעמ' 10.

במילים אלו ("אילו נודע") ראה בית המשפט את כוונת המחוקק לאמץ מבחן תיאורטי דווקא ולא את המבחן האמפירי, שלאחר-מעשה.¹⁴⁹

2.8.4 בפרשת גיבור סבריינה קבע בית המשפט, כי הגישה האמפירית המקובלת בארה"ב אינה מתיישבת עם התפישה הראויה במשפט הפלילי, שכן לפי הגישה האמפירית תיקבע אחריות הנאשם על פי התרחשותה של נסיבה חיצונית, המאוחרת למעשה האסור עצמו. גישה זו, כך נפסק, מנוגדת לגישה המקובלת במשפט הישראלי, המצריכה – לשם הטלת אחריות פלילית – אך ורק את ביצוע המעשה האסור ("אקטוס ראוס") בלוויית היסוד נפשי, הנדרש באותה עבירה.

בית המשפט פסק עוד באותה פרשה, כי הסתמכות על מבחן שבדיעבד אינה מתיישבת עם היותה של העבירה של שימוש במידע פנים עבירת התנהגות במהותה, ולא עבירת תוצאה.¹⁵⁰ הנמקה נוספת למבחן האמפירי – כך בית משפט השלום בפרשת גיבור סבריינה – היא ש"העושה" כלל אינו יודע, במועד ביצוע העבירה, אם המידע שברשותו הינו "מידע פנים" אם לאו. שהרי, על פי המבחן האמפירי, רק ימים יגידו אם השפיע המידע בפועל על שער נייר הערך.

אכן, ניתן לסבור, כי מצב דברים בו ה"עושה" כלל אינו יודע – במועד ביצוע המעשה האסור – אם הוא פועל כדין, אם לאו, שומטת את הבסיס עליו מושתתת הנורמה התחיקתית. ככלות הכל, האינטרס הציבורי אינו לשתק את ציבור המשקיעים מנקיטת פעולות בניירות ערך, מפאת החשש ואי הוודאות אם המידע המצוי ברשותו הוא מידע פנים. האינטרס הציבורי מחייב דווקא ודאות וביטחון בכל הנוגע להגדרת מהותו של מידע "פנים" ומידע "מהותי".

2.8.5 פרשה נוספת בה נדונו בהרחבה המבחנים החלופיים לקביעת מהותיות מידע, היא פרשת פריאל וגולדברג, פרשה שנגעה לזכיית חברת אלביט במכרז "קול אמריקה" בערבה.¹⁵¹ ההגנה הציגה באותו מקרה חוות דעת של מומחה (פרופ' קנדל), שטען כי יש להכריע בשאלת המהותיות על סמך קריטריון כמותי. גישה זו לא התקבלה על דעת בית משפט, ממספר נימוקים:

האחד – אין מקום שמתודולוגיה מימונית-סטטיסטית תשמש בסיס להכרעה שיפוטית ולהכרעה באשר לשיקוליו של "משקיע סביר".

השני – מבחן "שלאחר-מעשה" הינו בעייתי, שכן הוא חוטא למטרת המחוקק,

149 ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 426–427. וראו גם פרשת פלג, לעיל הערה 76, בעמ' 161.

150 ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 427. יצוין, כי גם ערכאת הערעור בפרשת גיבור הסכימה עם הגישה האמורה. ראו ע"פ 1530/93 מדינת ישראל נ' רוזוב ואח' (לא פורסם), בעמ' 33.

151 מדובר היה במכרז ענק במושגים ישראליים, בשווי של כ-150 מיליון דולר, בה זכתה "אלביט", לאחר שגברה על מתחרותיה הגדולות ממנה, רפאל ותדיראן.

כפי שעולה מלשון סעיף 52א לחוק, בו עשה המחוקק שימוש בביטוי "אשר אילו נודע".

השלישי – שימוש במבחן הכמותי-אמפירי מחייב ניטרול גורמים שאינם רלוונטיים, כגון פעולותיהם של משקיעים שאינם "סבירים", למשל – משקיעים ספקולטיביים, הפועלים לעתים – כך בית המשפט – שלא על פי קנה מידה של "סבירות".

הרביעי – גם אם לא אירע כל שינוי במחיר נייר הערך, אין משמעות הדבר כי לא היתה השפעה למידע על מחיר נייר הערך, שהרי ייתכן שהשינוי התקזז, או התבטל, בשל הופעתו של גורם אחר, שלא הובא בחשבון.¹⁵²

בית המשפט העליון בישראל הביע אף הוא את עמדתו כי המבחן האמפירי, קרי – המבחן שבדיעבד, אינו יכול להיות המבחן העיקרי והמכריע, אף שהוא יכול בהחלט לסייע לבית המשפט בקביעת מהותיות המידע.¹⁵³ הנמקת בית המשפט העליון היתה, כי לא רק שיש קושי לנטרל, בדיעבד, את השפעת גילוי המידע על שער נייר הערך, ולבחון אותו במנותק מגורמים אחרים, אלא שהסתמכות יתר על השינוי שאירע בפועל במחיר נייר הערך, לאחר גילוי המידע לציבור, עלולה לפגוע בנורמת ההתנהגות שהמחוקק מבקש להנהיג בקרב ציבור המשקיעים.

למרות דברים אלו, מתאפיינת בפסיקת בתי המשפט בישראל הנטייה לאחד ולמזג את שני המבחנים, וליצור מעין "שעטנז" בלתי מוגדר ובלתי מובחן, המאחד הן את המבחן התיאורטי והן את המבחן הכמותי-אמפירי.¹⁵⁴

152 ראו פרשת פריאל וגולדברג, לעיל הערה 47, בעמ' 22–23. ראוי לציין, כי גם עמדות המומחים, שהובאו מטעם ההגנה בפרשיות השונות שנדונו בישראל, לא היו זהות ואחידות. עובדה זו כירסמה באמינותה של הגישה הכמותית, שהרי אם המומחים העוסקים בנושא אינם תמימי דעים, באשר למדדים הכמותיים הנדרשים לשם הוכחת "מהותיות", ברור כי קשה לעשות שימוש באותם מדדים. ראה התייחסות לאי-אחידות זו בפרשת פרנקל, לעיל הערה 51, בעמ' 19.

153 ראו רע"פ 5174/97 קרן נ' מדינת ישראל, פ"ד נב(2) 177, בעמ' 188.

154 ראו פרשת גיבור-סברניה שלום, לעיל הערה 37, בעמ' 46, וכן פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 56, בעמ' 9. כן ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 38, בעמ' 23.