

התנגשות אפשרית בין הגבלים עסקיים לבין ניירות ערך – חובת הגילוי כהסדר כובל

מאת

חגית בולמש*

מאמר זה עוסק בהתנגשות האפשרית בין דיני ניירות ערך לדיני ההגבלים העסקיים בכל הנוגע לחובת הגילוי ולהחמרה באכיפה בעניין זה מצד רשויות ההגבלים העסקיים בישראל ובעולם בנוגע לגילויים פומביים חד-צדדיים של מידע מסחרי רגיש. הדיון בהתנגשות זו מועט ביותר, בין היתר בשל ההפרדה האסדרתית הקיימת בין התחומים השונים ובשל המטרות השונות שהיו בבסיס אסדרה זו, שגרמה להפרדה גם בכתיבה האקדמית בין תחום ניירות ערך לתחום ההגבלים העסקיים. מאמר זה בא לחדש בנושא זה ולהציג את הממשק הבעייתי בין הדינים ואת הדרך שבה ראוי לאזן בין המטרות המתנגשות של הדינים.¹

מבוא. א. האינטרסים הנוגדים של דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך; 1. המטרות שבבסיס דיני ההגבלים העסקיים וגילוי מידע תחרותי; 2. מטרותיהם של דיני ניירות ערך ושוק ההון וחיובות גילוי מידע מהותי; 3. ההתנגשות בין דיני ההגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך בנוגע ליחסם לערך גילוי המידע לציבור. ב. המסגרת המשפטית לבחינת חוקיות גילוי המידע; 1. המסגרת המשפטית החלה על פי דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך

* יו"ר ועדת ההגבלים העסקיים של לשכת עורכי הדין, שותפה וראש מחלקת הגבלים עסקיים במשרד עו"ד פרל, כהן, צדק, לצר, ברץ ומרצה בתחום רגולציה כלכלית, הגבלים עסקיים ודיני תאגידים. אני מבקשת להודות לרות רונן, לטל רוטמן, לעומרי ידלין, לענר ברגר, לאילנה מודעי, לחברי מערכת משפטים ובייחוד לעורכת שיר ויסנברג, וכן לקוראים האנונימיים על הערות חשובות ומועילות שסייעו לפיתוחו ולמיקודו של המאמר. חלקים מהמחקר ביצעתי בעת שהותי כחוקרת אורחת בפקולטת למשפטים של אוניברסיטת קולומביה ואוניברסיטת ניו יורק (במלגת האוור). אני רוצה להודות למארחי הארי פירסט ואלינוור פוקס באוניברסיטת ניו יורק על הערותיהם המועילות. מאמר זה מוקדש באהבה לחברתי ומורתי אירית חביב סגל ז"ל.

1 עצם הדיון המשותף בדיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך וההקבלה ביניהם אינו מקובל והוא חדשני. בתי המשפט, הרגולטורים ומוסדות אקדמיים נוטים להפריד בין תחום ניירות ערך ודיני תאגידים לבין תחום ההגבלים העסקיים. בישראל קיימות שלוש רשויות נפרדות העוסקות בנושאים אלה, כל אחת בתחומה: רשות ניירות ערך, רשות ההגבלים העסקיים ורשות התאגידים. במוסדות אקדמיים נחקרים ונלמדים נושאים אלה, ככלל, במרכזים אקדמיים וקורסים נפרדים. להרחבה על אודות היעדר הסינרגיה בין תחומים אלה גם בארצות הברית ראו Edward B. Rock, *Corporate Law Through an Antitrust Lens*, 92 COLUM. L. REV. 497 (1992). במאמר זה המחבר מפרט את הגישה המסורתית הקיימת בארצות הברית הרואה בתחום ההגבלים העסקיים תחום נפרד לתחום דיני התאגידים, ומדוע לשיטתו, ובניגוד לדיעה הרווחת, קיים ממשק כלכלי בין דינים אלה. במאמרו זה מבקש המחבר להצביע על הזהות האפשרית בין דיני תאגידים לדיני ההגבלים העסקיים, והוא אינו דן בתחום ניירות ערך כלל ובתחום חובת הגילוי בפרט. כפי שיפורט בהרחבה בהמשך מאמר זה, גם בית המשפט העליון בארצות הברית בחר לבצע הפרדה בין התחומים על מנת למנוע מורכבות יתר ואפשרות של התנגשות בלתי נמנעת בין הדינים. ראו Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing, 551 U.S. 264 (2007).

על התבטאויות פומביות חד-צדדיות של חברה מדווחת; 2. היחס להתבטאויות פומביות על פי דיני התחרות באירופה ובארצות הברית; 3. פרסום מידע לפי הדרישות של דיני ניירות ערך ותחולת דיני ההגבלים העסקיים. ג. מקרים פרטניים שהובאו לפתח הרשויות ובתי המשפט בישראל; 1. שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים; 2. עניין כמיפל נ' ניאופרם – בקשה של בעל מניות מיעוט לקבל מידע בטרם הצבעה באספה הכללית. ד. מבט לעתיד. ה. סיכום.

מבוא

המגמה הקיימת כיום בישראל ובעולם בכל הנוגע להגבלים עסקיים היא למנוע הצהרות חד-צדדיות של חברות אם הצהרות אלה יכולות להקטין את חוסר הוודאות בין המתחרים ולהגביר את השקיפות בנוגע למהלכים אסטרטגיים, למחירים ולתכניות לעתיד. מטרת המגמה היא להפחית את יכולתן של חברות להתאים פעולתן זו לזו, ובכך להנהיג בשווקים מדיניות מחירים אחידה, הדומה במאפייניה לקרטל. גילוי המידע אפוא יכול לשמש אמצעי לקיומו של כשל שוק והתנהגות קרטליסטית.

מגמה הפוכה בדיוק קיימת כיום בעולם בנוגע לניירות ערך. רשויות ניירות ערך וחוקי ניירות ערך מעודדים גילוי מלא ורחב של כל מידע מהותי למשקיע הסביר. גילוי המידע גם הוא אמצעי להבטחתו של שוק הון משוכלל. הוא נועד לבסס הן את יעילותו של שוק ההון והן להגביר את ההגינות כלפי ציבור המשקיעים. הרגולטורים בניירות ערך, בישראל ובעולם, סבורים כי גילוי מלא ושקיפות מרבית יסייעו להגן על בעלי מניות המיעוט מפני ניצול כוחם של נושאי המשרה ובעלי השליטה בשל קיומה של בעיית הנציג.

מגמות הפוכות אלה בניירות הערך ובהגבלים העסקיים מדגישות את ההבחנה בין שתי הרגולציות – האסדרה בהגבלים עסקיים מסתכלת על כלל הציבור, והתאגידים הפועלים נדרשים להתאים עצמם ולהימנע מפגיעה מציבור זה, ואילו האסדרה בשוק ההון מתבוננת בתאגיד ובציבור מסוים – ציבור המשקיעים ובעלי מניות המיעוט.

התנגשות בין רגולציות שונות כבר זכתה לסקירה בבית המשפט העליון בארצות הברית, אשר העניק חסינות רחבה לפעולות בשוק ההון בגין תביעות בהגבלים עסקיים. אולם חסינות זו טרם נבחנה לאור חובות הגילוי הרחבות הקיימות בשוק ההון לעומת המגמה המחמירה בנוגע לאיסור על גילוי מידע חד-צדדי על פי דיני ההגבלים העסקיים. חובות גילוי אלה עלולות לגרום לחברות נסחרות להפר את דיני ההגבלים העסקיים בעל כורחן.

מגמה מחמירה זו של דיני ההגבלים העסקיים, שעשויה ליצור התנגשות עם המגמה של דיני ניירות הערך בנוגע להחמרת חובות הגילוי, עומדת במרכזו של מאמר זה. המאמר בוחן את המגמה המחמירה של דיני ההגבלים העסקיים ומציג את ההתנגשות האפשרית בין הדינים. המאמר מציג ניתוח ייחודי של ההתנגשות האפשרית בין הדינים, את הפן הנורמטיבי של ההתנגשות וכן את כיווני הפעולה האפשריים, על מנת להתמודד עם בעיה זו, אם תעלה בעתיד. מכאן שחדשנותו של המאמר היא בהצגת הבעיה ובהצגת היבטיה השונים. כמו כן המאמר דן בכלליות בפתרונות אפשריים למצבים פוטנציאליים שיכול שיעלו בעתיד.

מאמר זה יעסוק בהתנגשות אפשרית בין דיני ניירות הערך לדיני ההגבלים העסקיים בכל הנוגע לחובת הגילוי ולהחמרה באכיפה בעניין זה מצד רשויות ההגבלים העסקיים בישראל ובעולם בנוגע לגילויים פומביים חד-צדדיים של מידע מסחרי רגיש. התנגשות זו טרם זכתה לכתיבה אקדמית, בין היתר בשל ההפרדה האסדרתית שבין התחומים השונים, שגרמה להפרדה גם בכתיבה האקדמית בין תחום ניירות הערך לתחום ההגבלים העסקיים. מאמר זה בא לחדש בנושא זה ולהציג את הממשק הבעייתי בין הדינים ואת הדרך שבה ראוי לאזן בין המטרות המתנגשות של הדינים.

דיני ההגבלים העסקיים מתמקדים בטובת הציבור בכללותו, ובכך מדגישים אינטרס של כלל צרכנים לא מסוים. קיומם של "כשלי שוק": תחרות לא מושלמת, חסמי כניסה, טובין ציבוריים (public goods), משאבים חיוניים וקיומם של מונופולים טבעיים, הם שמקיימים את הצורך להגן על האזרח באמצעות חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988.² כחלק מהגנה זו התגברה בשנים האחרונות מגמה להגביל חברות מפני חשיפה חד-צדדית של המידע באופן שעלול לפגוע בתחרות וליצור התנהגות מתואמת בין מתחרים.

דיני ניירות ערך וחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968³ מדגישים את חובות הגילוי שחלות על החברה כחלק מהצורך להגן על ציבור המשקיעים ולהבטיח מסחר תקין ואמינות של השוק. על פי עיקרון זה, דיני ניירות הערך מגנים לא אחת על בעלי מניות מיעוט מפני ניצול מעמד לרעה של בעלי השליטה בחברה ומאפשרים להם גילוי נרחב באשר לנעשה בחברה. גילוי זה נועד גם לקדם שיתוף פעולה ביניהם כבעלי מניות מיעוט על מנת לאפשר להם לקבל החלטה מושכלת בעת הצבעתם והגנה על השקעתם. מגמת דיני ניירות ערך היא לשאוף לגילוי מושלם, עד כמה שניתן, של הפרטים הרלוונטיים למשקיע הסביר ולהקנות לרשות ניירות ערך סמכות לוודא כי היקף הגילוי תואם את מאפייני החברה ואת הצורך של משקיעים במידע מדויק ומפורט.

כשלי שוק אלה בניירות ערך והגבלים עסקיים מדגישים את ההבחנה בין שתי הרגולציות – האסדרה בהגבלים עסקיים מסתכלת על כלל הציבור, והתאגידים הפועלים נדרשים להתאים עצמם ולהימנע מפגיעה בציבור זה, ואילו האסדרה בשוק ההון מתבוננת בתאגיד ובציבור מסוים – ציבור המשקיעים ובעלי מניות המיעוט. על אף המטרות השונות בין דיני ניירות ערך לדיני ההגבלים העסקיים, המתח נוצר בעיקרו מהיחס השונה (ואף ההפוך) לאמצעים שכל אחד מהדינים נוקט לצורך הגשמת מטרותיו. לשיטת רשות ההגבלים העסקיים, הסתרת המידע היא אמצעי שנועד למנוע תיאומים בין מתחרים, ואילו גילוי מידע הוא האמצעי המרכזי שבאמצעותו רשות ניירות ערך מבקשת להגשים מטרותיה.⁴

2 להלן גם: החוק.

3 בשונה מהצהרה בנוגע למטרותיהם של דיני ניירות הערך, כפי שהובעה בחוק ניירות ערך, יתר הרשויות הגדירו את מטרותיהן במסמכים פנימיים, בפסקי דין ובהחלטות שיפוטיות בשל היעדר הגדרה בחוק.

4 הכשל ליישב בין הגישות השונות לגילוי של מידע נובע בין היתר ממודל הפיקוח הקיים בישראל. בישראל פועלות כיום חמש רשויות פיקוח בשוק הכספים וההון: המפקח על הביטוח, המפקח על הבנקים, הממונה על שוק הכספים וההון והחיסכון, הממונה על ההגבלים העסקיים והרשות לניירות ערך. הרשות להגנת הצרכן, הרשות להגנת הסביבה ורשויות נוספות פועלות גם הן לפיקוח על הגופים הפועלים בשוק ההון בתחומים הנופלים בסמכותם. כל רשות רגולטורית היא גוף עצמאי, עם מטרות חברתיות שונות ודגשים שונים, ולא נקבע ממשק מחייב ביניהן בנוגע ליישום המטרות הכלליות. מארג

האפשרות לקיומה של התנגשות בין דיני ניירות ערך לדיני ההגבלים העסקיים זכתה לסקירה בבית המשפט העליון בארצות הברית, אשר העניק חסינות רחבה לפעולות בשוק ההון בגין תביעות בהגבלים עסקיים.⁵ אולם חסינות זו טרם נבחנה לאור חובות הגילוי הרחבות הקיימות בשוק ההון לעומת המגמה המחמירה בנוגע לאיסור על גילוי מידע חד-צדדי על פי דיני ההגבלים העסקיים.

מגמה מחמירה זו של דיני ההגבלים העסקיים, שיוצרת התנגשות עם מגמת דיני ניירות ערך בנוגע להחמרת חובת הגילוי, עומדת במרכזו של מאמר זה. המאמר מפורט כך: ראשית, יסקור המאמר את המטרות של דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך וידגיש את המוקדים שבהם תיתכן התנגשות בין הדינים בכל הנוגע לחובת הגילוי. תינתן סקירה של החלטות אחרונות של רשות ההגבלים העסקיים בישראל ושל המגמה המתרחבת בעולם, שלפיה גם גילוי מידע חד-צדדי בפומבי עלול להיות הסדר כובל בנסיבות המתאימות, וכיצד מגמה זו מציבה את החברות המדווחות בהתנגשות בין חובת הגילוי הנרחבת של דיני ניירות ערך לבין העמדה המחמירה החדשה של רשויות ההגבלים העסקיים בישראל ובעולם. במסגרת זו יסקור המאמר את הגישות הנהוגות בעולם בכל הנוגע לחשיפה חד-צדדית של מידע ככלל, וכאשר חשיפה זו נעשית בידי חברות ציבוריות.

בחלקו השני המאמר יבחן את הדין הקיים בישראל בחוק ההגבלים העסקיים ובחוק ניירות ערך, ואם תינתן חסינות לחברות מדווחות, לשומרי הסף ולנושאי המשרה מפני אכיפה על פי דיני ההגבלים העסקיים כאשר הם פועלים להגשמת חובת הגילוי על פי דיני ניירות ערך. לשם כך תיבחן החסינות הקיימת בחוק ההגבלים העסקיים מפני פעולות שנעשות על פי הוראת הדין וכן ייבחנו ההלכות בדבר חסינות פסיקתית כפי שנקבעו בבית המשפט העליון בארצות הברית. בחלק זה תיבחן האפשרות להחיל חסינות זו על פעולות שמבוצעות בשוק ההון, ועד כמה, אם בכלל, תינתן חסינות לחברות המדווחות בכל הנוגע לגילוי מידע חד-צדדי שיש בו כדי לעלות לכדי הסדר כובל כהגדרתו בחוק ההגבלים העסקיים. לאחר סקירה זו של הדין הזר יציג המאמר את המקרים שעלו בישראל שבהם הייתה התנגשות בין דיני ההגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך, וכיצד (אם בכלל) התמודדו הגופים המאסדרים (רשויות ובתי המשפט) עם התנגשות זו. חלק זה יראה את הקושי

היחסים בין הרשויות נותר, במקרים רבים, ממשק "התנדבותי", שבו כל רשות בוחרת כרצונה את אופן הממשק, אם בכלל, עם רשויות אחרות. הדבר נובע בין היתר מהמועדים השונים שבהם הוקמו הרשויות, מהחקיקה השונה שלה כפופה כל רשות ומהתקציב הנפרד שעמו מתנהלת כל רשות. החקיקה הנפרדת מאפשרת לכל רשות לפעול לשם מטרות שונות בפיקוח על השוק. למעשה, גופים אלה אף אינם מצויים כולם בסמכותו של אותו משרד ממשלתי, ולכן לא זו בלבד שנדרשת אחידות מטרות בין הגופים, אלא נדרשת גם אחידות בין משרדי הממשלה השונים. אם לא די בכך, הרי שבישראל קיימים גופים שיפוטיים שונים, אשר נועדו לאכוף את הדינים השונים. לדוגמה, בכל הנוגע לדיני חברות ולדיני ניירות ערך, הוקמה בשנת 2010 המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב, ובתחום ההגבלים העסקיים הוקם בחוק ההגבלים העסקיים בית הדין להגבלים עסקיים בבית המשפט המחוזי בירושלים. הפרדה זו יצרה במקרים מסוימים קשיים הן לבתי המשפט, הן לרשויות המפקחות והן לחברות שהופיעו בפני בתי משפט אלה, כפי שיפורט בהרחבה בהמשך המאמר.

5 הלכת *Billing*, לעיל ה"ש 1.

הממשי באיזון שבין רשויות שונות שאין ביניהן כל חובת תיאום ודיווח, וכיצד החברות הפועלות בשוק ההון עלולות להיפגע מזה. החלק השלישי יבקש להציע פתרונות ביניים להתנגשות הבלתי נמנעת בין הדינים. הפתרונות שיוצעו במאמר זה הם ניתוח ראשוני לדרך ביניים שתסייע לחברות מדווחות לאזן בעצמן בין חובת הגילוי על פי דיני ניירות ערך לבין החשש מפני דיווח שיעלה לכדי הסדר כובל. פתרונות אלה אינם פתרון מיטבי לאיזון, ובחינה מקיפה של מכלול הפתרונות הראויים והאפשריים ראוי שתעשה בשיתוף המאסדרים, שכן על החסינות שתינתן לחברות מדווחות מופקדות הרשויות המאסדרות עצמן. אולם בהיעדר פתרון מערכתי המאמר מציע את הדרך הטובה ביותר הקיימת כיום על פי החוק להימנע מהפרה של החוקים האמורים. בחלקו האחרון מסכם המאמר ומציע לקיים אסדרה מערכתית של ההתנגשות בתיאום בין הרשויות השונות על מנת להימנע מהותרת שיקול דעת בכל הנוגע לדרך האיזון בידי החברות המדווחות עצמן והותרת מרחב של אידואות.

א. האינטרסים הנוגדים של דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך

1. המטרות שבבסיס דיני ההגבלים העסקיים וגילוי מידע תחרותי

דיני ההגבלים העסקיים החלו להתפתח בישראל בעשורים האחרונים. הם נועדו להגביל את יכולתם של צדדים להתקשר אלה עם אלה כדי לוודא שתישמר – ואף תגבר – התחרות שבין חברות. בכך יוכל הצרכן ליהנות ממחיר זול יותר, מאיכות גבוהה יותר, מהספקה זמינה של המוצרים ומקבלת הכמות שהוא מבקש לרכוש. הדגש בבסיס מטרות דיני ההגבלים העסקיים מושם באינטרס הציבורי, שבו נבחנים הרצונות של הצדדים להסכם אל מול האינטרס הציבורי.⁶ בכך מתערבים דיני ההגבלים העסקיים ביחסים שבין הצדדים לחוזה ובטובתם האישית של אותם צדדים לטובת ציבור רחב ולא מסוים. המונח "צרכנים" שבו משתמשים דיני ההגבלים העסקיים מצביע על שיקול כללי ורחב של המחוקק. הדבר מבטא העדפה להגן על ציבור אנונימי לא מוגדר על פני הגנה על חברות מוגדרות. בחוק ההגבלים העסקיים לא הובהר מהי מטרת החוק הכללית, ולכן עסקן בתי המשפט אד הוק בערכים ובשיקולים נקודתיים של תכלית החוק.⁷ ככלל ניתן לומר כי מטרת דיני

6 מפסיקת בית המשפט ניתן ללמוד כי התחרות היא אמצעי להשגת המטרה – הגנה על הציבור ולא הגנה על צרכן אחד או על עסק אחד בודד. כדברי השופט גולדברג בע"א 6222/97 טבעול (1993) בע"מ נ' משרד הביטחון, מינהל ההרכשה והייצור, פ"ד נב(3) 145, 171 (1998) (להלן: ע"א טבעול): "האינטרס הדומיננטי בדיני ההגבלים העסקיים הינו אפוא האינטרס הציבורי, ולא אינטרס הפרט, אשר אינו זוכה להגנה, אלא כתוצר לוואי ממימוש האינטרס הציבורי בקיום תחרות".

7 להרחבה על אודות מטרות חוק ההגבלים העסקיים וההתנגשות בין האינטרס הפרטי לציבורי ראו חגית בולמש הגבלים עסקיים, מערכות היחסים בערוצי השיווק וההפצה 31–36 (2013). ס' 9–10 לחוק ההגבלים העסקיים מבטאים רצון של המחוקק לכלול שיקולים ומטרות נוספות שהוא מבקש להשיג, והם מאפשרים לבית הדין להגבלים עסקיים לשקול שיקולים לבר-כלכליים בעת בחינת אישורו של הסדר כובל, והוא רשאי לאשר הסדר כובל אם הוא סבור כי הדבר לטובת הציבור, ואם התועלת הצפויה לציבור תעלה ממש על הנזק העלול להיגרם לציבור או לחלק ממנו או למי שאינו צד להסדר. כן ראו ה"ע

ההגבלים העסקיים היא למנוע היווצרות כוח שוק או ניצול מעמד לרעה של כוח שוק כדי לקדם את התחרות – ובעקבותיה את רווחת הצרכן. כדי למנוע זאת נחקקו דיני ההגבלים העסקיים כדי לוודא שתאגידים לא ינקטו פעולות פוגעניות או יערימו מכשולים אסורים בפני תאגידים אחרים. ההגנה על התחרות החופשית התפרשה כהגנה על ערכי יסוד כגון חופש הביטוי, חופש הפרט להגשמת האוטונומיה הפרטית וחופש העיסוק.⁸

בעבר, ובמקרים מסוימים גם היום, נהוג לחשוב שגילוי מידע מלא ומהותי עשוי לתרום לתחרות בריאה ולרווחת הצרכן בייחוד אם מידע זה הוא פומבי ואינו כרוך בעלות עבור כלל הרוכשים. על פי השקפה זו, שקיפות המידע לכלל ציבור הרוכשים תאפשר להם להגיע להחלטות מושכלות ותפחית את עלויות המעבר ואת עלויות החיפוש, ובכך תגביר את התחרות בין הספקים.⁹ מנגד, למידע שנחשף בפרטיות (בפני מתחרה אחד או כמה מתחרים) יש פוטנציאל להקל תיאום בין המתחרים, ונהוג לסווג את גילוי של מידע כאמור כפוגעני לתחרות, שכן הוא עלול להוביל לקרטל בין ספקים על חשבון רווחת הצרכן.¹⁰

8 (הגבלים עסקיים) 13/93 הממונה על הגבלים עסקיים נ' המועצה הישראלית לצרכנות (פורסם בנבו, 27.1.1997); בג"ץ 358/61 ו.ס.ט. תוצרת יין ומשקאות חריפים בע"מ נ' יושב ראש המועצה לפי חוק ההגבלים העסקיים, תשי"ט-1959, פ"ד טז 1317, 1319 (1962).

8 בג"ץ 4374/15 התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר) נ' ראש ממשלת ישראל (פורסם בנבו, 27.3.2016), אשר דן במטרות דיני ההגבלים העסקיים והאיוונים בין שיקולים תחרותיים לשיקולים לבר-תחרותיים, וציטט לעניין זה את ספרה של בולמש, לעיל ה"ש 7, בנוגע למטרות דיני ההגבלים העסקיים (שם, פס' 12 לפסק הדין); ע"א 2247/95 הממונה על הגבלים עסקיים נ' תנובה מרכז שיתוף לשיווק תוצרת חקלאות בישראל בע"מ, פ"ד נב(5) 213, 229-230 (1998); בג"ץ 47/83 תור אור (ישראל) בע"מ נ' יו"ר המועצה לפיקוח על הגבלים עסקיים, פ"ד לט(1) 169, 178 (1985). במהלך השנים נוספו למטרות דיני ההגבלים העסקיים ערכים העומדים בפני עצמם, ובהם שיקולים לבר-תחרותיים כגון שמירה על עסקים קטנים, הגנה על הצרכן מפני עסקים גדולים, צדק חלוקתי ושוויון. לניתוח מורחב בדבר הזכויות המעוגנות בבסיסו של חוק ההגבלים העסקיים והשמירה על האוטונומיה של הפרט שהתחרות החופשית היא סממן בולט שלה, ולעיגון ערכים אלה כערכי יסוד במדינת ישראל ראו ה"ע (הגבלים עסקיים) 2/96 הממונה על הגבלים עסקיים נ' ידיעות אחרונות בע"מ (פורסם בנבו, 4.11.1999); מיכל (שיצר) גל ומנחם פרלמן "חשיבות הניתוח המשפטי והכלכלי של חוק ההגבלים העסקיים" ניתוח משפטי וכלכלי של דיני ההגבלים העסקיים כרך ראשון 17 (מיכל (שיצר) גל ומנחם פרלמן עורכים, 2008). סיכום של מטרות דיני ההגבלים העסקיים בארצות הברית ניתן למצוא בפסק הדין המנחה בעניין זה בדין האמריקאי 405 U.S. 596, *United States v. Topco Assoc., Inc.*, (1972). לצורך הניתוח החוקתי בדבר הכללתם של תאגידים כבעלי זכויות חוקתיות, ובכלל זה הכללתה של התחרות החופשית כזכות יסוד חוקתית הנכללת בזכות היסוד לחופש העיסוק, ראו עדי אייל המנופוליסט כקרבן: על זכויות חוקתיות בדיני ההגבלים העסקיים (2004). סיכום של מטרות החקיקה בהגבלים העסקיים בארצות הברית וההגנה על עסקים קטנים ניתן למצוא ב- Herbert Hovenkamp, *Antitrust Policy After Chicago*, 84 MICH. L. REV. 213, 234 (1985).

9 George J. Stigler, *The Economics of Information*, 69 J. POL. ECON. 213 (1961)

10 לדיון כלכלי על היתרונות והחסרונות של שקיפות מידע ראו דוח ה-OECD לשנת 2010 בנוגע לחילופי מידע בין מתחרים: OECD, *Policy Roundtables: Information Exchanges Between Competitors Under Competition Law*, DAF/COMP(2010)37 (July 11, 2010), <http://www.oecd.org/konkurrensverket/swedish-competition/48379006.pdf>. כן ראו *THE PROS AND CONS OF INFORMATION SHARING* (2006), <http://www.konkurrensverket.se/globalassets/english/research/the-pros-and-cons-of-information-sharing.pdf>

הנחת המוצא המוסכמת הייתה כי שקיפות גדולה יותר בשוק נחשבת יעילה יותר, ולכן על רשויות האכיפה לעודדה.¹¹ אולם רשויות התחרות בעולם חלוקות בדעתן בנוגע להשפעה התחרותית שיש לפרסום חד-צדדי ופומבי של מידע שמפרסמים תאגידיים. יש רשויות תחרות בעולם הרואות בפרסום המידע רכיב חשוב בקידום התחרות, ואילו אחרות, כדוגמת ישראל, חוששות מפני גילוי חד-צדדי של מידע גם אם מידע זה לא הועבר רק למתחרה אחד אלא לכלל המתחרים בשוק. הנחת המוצא האמורה, שהובילה לעידוד חשיפת המידע, היא ששקיפות בשוק מגבירה יעילות כי מתאפשרת בזכותה הפחתה של עלויות חיפוש של רוכשים והשוואת יעילותם של ספקים על פי ביצועיהם לאלה של המתחרים בהם. ההנחה היא שככל שהמידע על מוצר שהרוכשים מעוניינים בו יהיה רב יותר, כך תגבר התחרות בין הספקים. לדוגמה, מידע על מדיניות מחירים בעתיד תאפשר לרוכשים לתכנן את רכישותיהם. לחשיפת מידע מסחרי יכולה להיות השפעה תחרותית חיובית, והיא יכולה לסייע להתפתחותה של תחרות יעילה, בעיקר כאשר מידע זה נחשף בגלוי הן למתחרים והן לצרכנים. חשיפת המידע יכולה לצמצם את פערי המידע שבין החברות לצרכן, לסייע לצרכן לקבל החלטה מושכלת יותר היכן לרכוש את מוצריו ולסייע למתחרים להתמודד הן במחיר והן באיכות בתחרות ללב הצרכן. זרימה מלאה של מידע נתפסת כתנאי חיוני במודלים תאורטיים של שוק תחרותי לחלוטין, שלפיהם מידע מלא שהוא נחלת הכלל יאפשר לפירמות ולצרכנים הבנה טובה יותר של השוק, התייעלות, קידום יזמות חדשות, צמצום פערי המידע ועלויות החיפוש וכיו"ב.¹²

11 ראו את הדיונים של ה-OECD בנוגע לחילופי מידע בין מתחרים משנת 2012 OECD, Policy – Roundtables: Unilateral Disclosure of Information with Anticompetitive Effects, DAF/COMP 17 (2012) (Oct. 11, 2012), <http://www.oecd.org/daf/competition/Unilateraldisclosureofinformation2012.pdf> (להלן: OECD 2012). בהקדמה לרוח זה נכתב כי: "Greater transparency in the market is generally efficiency enhancing and, as such, welcome by competition agencies. However, it can also produce anticompetitive effects by facilitating collusion or providing firms with focal points around which to align their behaviour. Given the potential pro – and anti-competitive effects of unilateral announcements, competition agencies face the challenge of deciding which are on balance harmful. Whether the anticompetitive effects of unilateral disclosure of information outweigh any efficiency enhancing effects is highly fact specific. Bright line rules are therefore difficult to establish. Nevertheless, certain factors, such as the nature, content and context of the disclosure, allow for general categorizations that may be used as starting points in competitive analysis. It is generally accepted that 'private' announcements, which are directed to competitors only, do not have efficiency benefits and can only be motivated by the intention to help rivals to co-ordinate on a particular collusive price. Conversely, public announcements, which are directed to both rival firms and consumers, may provide significant benefits to customers. This positive effect is generally considered stronger than the collusive effects of the announcements".

12 ראו טיוטה להערות הציבור של הממונה על הגבלים העסקיים "גילוי דעת בעניין חשיפת מידע במסגרת בדיקת נאותות טרם עסקה בין מתחרים" (14.3.2014) הגבלים עסקיים 500364 (להלן: "גילוי דעת בדיקת נאותות"). שם נכתב כי "אכן, זרימה מלאה של מידע נתפסת כתנאי חיוני במודלים תאורטיים של שוק תחרותי לחלוטין, לפיהם מידע מלא שהוא נחלת הכלל יאפשר לפירמות ולצרכנים הבנה טובה יותר של השוק, התייעלות, קידום יזמות חדשות, צמצום פערי המידע ועלויות החיפוש וכיו"ב. עם זאת, מודל

אולם הנחת מוצא זו זכתה לשינוי ניכר ולהסתייגות. רשות ההגבלים העסקיים הבהירה כי אי הוודאות אודות מצב השוק ותכניות המתחרים מתמרצת, לשיטתה, את השחקנים בשוק להתחרות, ולכן היא מבקשת לצמצם חשיפתו של מידע רגיש תחרותית. לשיטתה, כפי שבאה לכדי ביטוי בגילוי דעת מטעמה, לחשיפת המידע יכולה להיות השפעה שלילית על התחרות, שכן שקיפות של המידע עשויה לעודד קרטל ותיאום בין מתחרים, בעיקר בנוגע לתיאום מחירים והתאמתם למתחרים.¹³ בנוסף, בהיעדרו של מידע גלוי השחקנים בשוק מצויים במצב של חוסר ודאות באשר ליכולות מתחריהם, מדיניותם העסקית ותכניותיהם העתידיות. לשיטת הרשות, היעדר הוודאות מגביר את מאמצי התחרות ומעודד את החברות להתייעל. בנוסף, התנהגות חד-צדדית של חברות יכולה להיות איתות למתחרים באשר לתוצאה הרצויה בנוגע למחירים שייגבו מהרוכשים וכן לסייע באכיפתו של קרטל שכבר קיים בין מתחרים. במקרים אלה לשקיפות המידע יש יכולת לפגוע בתחרות ולא לעודדה. בעבר, כאשר רשויות התחרות בחנו פרסום מידע חד-צדדי, הן נהגו לעשות זאת על פי הקריטריונים של אכיפת קרטל (הסדר כובל בין מתחרים), ולכן חיפשו את אלמנט ההסכמה או התיאום. פעולות חד-צדדיות שנקט רק צד אחד, ללא כל הסכמה או תיאום עם הצד השני, נבחנו על פי פרק המונופולין.¹⁴ רשויות נוספות בעולם בחנו אם פרסום המידע, שנעשה חד-צדדית, היה חלק מהסכמות ומהבנות בין מתחרים להפחתת התחרות.¹⁵ לאחרונה באיחוד האירופי, ובעקבותיו גם בישראל, החמירו רשויות התחרות בגישתן לפרסום חד-צדדי של מידע ובחנו אם מדובר בהתנהגות מתואמת של החברות (concerted)

שוק תחרותי לחלוטין אינו מאפיין את מציאות החיים הכלכליים ואינו מתקיים בחיי המעשה. זאת ועוד, חשיפת מידע בהליך בדיקת נאותות אינה עולה בקנה אחד עם מודל זה, כיוון שהמידע נחשף לעיני רוכש פוטנציאלי מסוים ואינו הופך נחלת הכלל" (שם, בעמ' 2, ה"ש 4). מעניין כי הערת שוליים זו הושמטה מגילוי הדעת הסופי שפורסם. כך, נותרו בגילוי הדעת הסופי רק החששות מפני גילוי של מידע רגיש תחרותית, מבלי שניתנה הדעת ליתרונות התחרותיים והחברתיים הקיימים מעצם חשיפתו של מידע. ראו גילוי דעת 2/14 של הממונה על ההגבלים העסקיים "חשיפת מידע טרם עסקה בין מתחרים" (19.5.2014) **הגבלים עסקיים** 500618 (להלן: גילוי דעת "חשיפת מידע טרם עסקה בין מתחרים").

13 שם, בעמ' 2 וה"ש 3.

14 סקירת הדין שהתקיים טרם פרסומו של גילוי הדעת בכל הנוגע להבחנה בין הדין החל על פעולה חד-צדדית לבין הדין החל על פעולה מתואמת, על פי דיני ההגבלים העסקיים. ראו מיכל שיצר) גל "מהו 'הסדר' קו הגבול בין תיאום לבין התאמה בחוק ההגבלים העסקיים" **עיוני משפט** כט 591, 596–603 (2006); ע"פ 4855/02 **מדינת ישראל נ' בורוביץ**, פ"ד נט(6) 776, 861–862 (2005): "אנו מסכימים לקביעתו של בית-המשפט המחוזי כי התנהגות עסקית דומה או זהה של מתחרים, אשר כל אחד מהם מחליט עליה באופן עצמאי, אף אם הוא מושפע מהתנהגות המתחרים האחרים, איננה מהווה הפרה של דיני ההגבלים העסקיים (ראו, [...], (1954) [...]) *Theatre Enterprises v. Paramount Distrib. Corp.*, [...], at p. 541). התנהגות 'חקינית' זו מאפיינת במיוחד שווקים אוליגופוליסטיים (כמו שוק הביטוח בישראל), שבהם קיים מספר מצומצם של פירמות גדולות השולטות בשוק. בשווקים כגון אלה נפוצה התופעה של 'Price Leadership', דהיינו מצב שבו אחד המתחרים בשוק האוליגופוליסטי מכתוב את קצב עליית המחירים בשוק, ושאר המתחרים 'מתיישרים' לפיו [...]. התנהגות מקבילה כזו איננה אסורה על-פי דיני ההגבלים העסקיים (ראו: [...], at p. 484) *E.I. Du Pont De Nemours & Co. v. F.T.C.* (1984) [...], at p. 484) *Clamp-All Corp. v. Cast Iron Soil Pipe Institute* (1988), at p. 139). עם זאת יצוין כי בנסיבות מסוימות עשויה התנהגות כזאת להוות אינדיקציה ראייתית לקיומה של הסכמה מוקדמת אסורה".

15 OECD 2012, לעיל ה"ש 11.

הגם שהיא אינה עולה לכדי הסדר או הסכם. מנגד, בארצות הברית, בשל נוסחם של סעיפים 1-2 ל-Sherman Act¹⁶ בחנו אם יש במידע זה משום הזמנה לתיאום בין מתחרים.¹⁷

כפי שפורט בדוח ה-OECD בשנת 2012, במסגרת האיזונים שרשויות התחרות נדרשות לעשות בנוגע לשאלה אם יש בפרסום חד-צדדי של המידע תועלת או נזק לציבור, עולה השאלה אם יש בגילוי המידע ערך מוסף שעולה על הנזק התחרותי שעלול להיגרם מכך. הדגש הרב שהושם בשנים האחרונות על חילופי המידע בין מתחרים הסיט את מרכז הכובד מקיומה של הסכמה בין הצדדים לאימוץ מדיניות אחידה לעצם קיומו של מידע רגיש תחרותית שנחשף בפני הצדדים. מדוח זה עולה כי הקו בין חשיפה חוקית של מידע לחשיפת מידע שמהווה הפרה של דיני ההגבלים העסקיים הוא דק, וקשה למדינות לסרטט את גבולות המותר והאסור בנוגע לזה, וכל מקרה ייבחן לגופו לפי פוטנציאל הפגיעה התחרותית שיש בפרסום המידע.

רשויות התחרות החלו לבחון אם פרסום המידע הפחית את חוסר הוודאות בשוק בנוגע לאסטרטגיית המתחרה, ולא אם המידע הוחלף ונעשה "הסכם" או "הסדר" בנוגע למידע שהוחלף.¹⁸ על פי פרשנות זו, תאגידים נדרשים לבחון הן את סוג המידע המפורסם והן את אופן פרסומו (פרטי או פומבי). כבר אין מדובר בבחינה שהייתה נהוגה בעבר, שלפיה יבחנו הן את המידע שהוחלף בין מתחרים והן את אופן השפעתו של המידע על התחרות, אלא רואים גם במידע שפורסם חד-צדדית מידע שעלול להוביל לפגיעה תחרותית בשוק בטווח הרחוק ולא מיד, גם אם לא הייתה כל הסכמה או הבנה של המתחרה בנוגע לאופן אימוצו של המידע.

על פי גישה זו, עצם היעדר הידיעה באשר למידע מסחרי מהותי של המתחרה יעודד את השחקנים בשוק ויתמרץ אותם להתייעל ולהתחרות. מנגד, חשיפת מידע עסקי לעיני מתחרים עלולה, על פי גישה זו, להפחית את חוסר הוודאות שבו נתונים השחקנים בשוק באופן שעלול להפחית את מאמצי השיווק ולהגביר את הסיכון לתחרות מוגבלת ולהתנהגות מתואמת. חשש נוסף הוא מפני התבטאויות פומביות שישמשו לשימור הסדר כובל, יקלו אכיפת הסדרים קרטליסטיים ויגבירו את יציבותם.¹⁹

16 (1890) The Sherman Antitrust Act, 15 U.S.C. §§ 1-7 (להלן: Sherman Act).

17 OECD 2012, לעיל ה"ש 11.

18 ראו לעניין זה החלטה לפי ס' 14 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988 בדבר מתן פטור מאישור הסדר כובל להסדר בין סלקום ישראל בע"מ, פרטנר תקשורת בע"מ, פלאפון תקשורת בע"מ ו-LECG Ltd. (12.6.2007) **הגבלים עסקיים** 5000601: "חוסר הוודאות בדבר כוונות העתידיות של מתחרים היא אבן הראשה של תחרות. הצורך להקדים מתחרים בשדרוג המוצר, דוחף להשקעות במחקר ופיתוח. החשש כי העלאת מחירים לא תתלווה באותה העת בהעלאה מקבילה אצל המתחרים, מסכלת מלכתחילה את ייקור המחיר".

19 להרחבה על חששה של רשות ההגבלים העסקיים מפני העברת מידע בין מתחרים ראו קביעה לפי ס' 43(א)(3) לחוק ההגבלים העסקיים, בעניין מיזוג בפועל של החברות גולקל 1992 בע"מ וצובר חברה למסחר בע"מ (17.9.1998) **הגבלים עסקיים** 3001329; גילוי דעת 1/00 של הממונה על ההגבלים העסקיים "שיתופי פעולה בין מתחרים בפעולה מול רשויות שלטון" (6.2.2000) **הגבלים עסקיים** 3007119. השתרשות הנורמה בדבר האיסור להעביר מידע בין מתחרים הובעה מפי הממונה על

בטיוטת גילוי דעת מאוגוסט 2014 בנושא התבטאויות פומביות הפוגעות בתחרות יצאה רשות ההגבלים העסקיים בישראל בהצהרה, שלפיה היא מיישרת קו עם ההלכות בעניין פרסום מידע חד-צדדי שנקבעו באיחוד האירופי ורואה בפרסום פומבי חד-צדדי של מידע רגיש תחרותית איום על התחרות.²⁰ לשיטתה, בשנים האחרונות גובר החשש התחרותי מהתבטאויות, חילופי מידע ומסרים בין מתחרים הנעשים בפומבי והם גלויים לעין. המבחן, לשיטתה של רשות ההגבלים העסקיים, להפרה של חוק ההגבלים העסקיים יהא תלוי בנסיבותיהן הייחודיות של ההתבטאויות הפומביות. הרשות אפוא הותירה למפרסם המידע את שיקול הדעת וההחלטה בנוגע להיקף המידע שיגולה, ולכן עליו מוטל הנטל להכריע אם התבטאויותיו מהוות הפרה של דיני ההגבלים העסקיים.

בטיוטת גילוי דעת זו הבחינה רשות ההגבלים העסקיים בין התבטאויות פומביות שאין טמונה בהן כל הצדקה לגיטימית, ולמעשה כל חזותן היא פגיעה בתחרות – שבבעניינן עצם אמירתן מהווה הפרה של דיני ההגבלים העסקיים – לבין אמירות אחרות שייבחנו על פי נסיבותיהן, טיב המידע, מבנה השוק, התקופה שאליה מתייחס המידע ועל פי נסיבות נוספות.²¹

2. מטרתיהם של דיני ניירות ערך ושוק ההון וחשיבות גילוי מידע מהותי

תכליתו של חוק ניירות ערך ומטרותיה של רשות ניירות ערך הוגדרו במפורש בחוק.²² חוק ניירות ערך ורשות ניירות ערך נועדו לאפשר קיומו של שוק הון שבאמצעותו ניתן לגייס הון ולפתח את התאגיד. מטרתיה של רשות זו, הקבועות בחוק, הן הגנה על ציבור המשקיעים, שכלול שוק הכספים וההון, הגדלת מספר השחקנים בשוק וקידום אמינות ושקיפות בשוק. גיוס ההון יאפשר מנוף צמיחה כלכלי, ועל כן קיימת חשיבות בהבטחת קיומו של שוק הון יעיל. המחוקק הותיר חופש פעולה רחב לפועלים בשוק ההון, וחופש פעולה זה מפקח בחקיקה רגולטורית שנועדה לבצע אסדרה של התחום ולמנוע כשלי שוק.

קיומו של שוק הון יעיל מבוסס על גילוי מלא, על הגינות ועל מתן הזדמנות שווה לכל משקיע. הפעילות הרצויה – גילוי מלא של מידע – היא המוקד של חלק נכבד מחקיקת דיני ניירות ערך. הפעילות הרצויה על הרגולטור היא גילוי המידע, והחקיקה נועדה לקדם מטרה זו. לצורך קיומו של שוק יעיל ושמירה על תכליות החוק האמורות לעיל, חוק ניירות ערך מגן על הציבור מפני שימוש במידע פנים, מפני העלמת מידע מהותי מהמשקיעים, מפרשנויות "נוחות" של דיני ניירות ערך וכללי החשבונאות ומתעדוף בעלי השליטה. חוק ניירות ערך מדגיש את הצורך בגילוי כל פרט מהותי לציבור המשקיעים. הגנה זו מוכרת

ההגבלים העסקיים ובית הדין להגבלים עסקיים בה"ע (הגבלים עסקיים) 43129-03-10 בנק הפועלים בע"מ נ' הממונה על הגבלים עסקיים (פורסם בנבו, 15.6.2014).

20 טיוטת גילוי דעת של הממונה על ההגבלים העסקיים "התבטאויות פומביות הפוגעות בתחרות" (3.8.2014) הגבלים עסקיים 500662 (להלן: טיוטת גילוי דעת "התבטאויות פומביות").

21 שם, בעמ' 3-4.

22 חוק ניירות ערך. בשונה מההצהרה בנוגע למטרות דיני ניירות ערך, כפי שהובעה בחוק זה, יתר הרשויות הגדירו את מטרותיהן במסמכים פנימיים, בפסקי דין ובהחלטות שיפוטיות בשל היעדר הגדרה בחוק.

כ"עקרון הגילוי בדיני ניירות ערך". הגנה זו זכתה להרחבה ניכרת, הן בחקיקה והן בפסיקה, במהלך העשור האחרון.²³

חובת הגילוי מבוססת על ארבע הצדקות עיקריות, כפי שהוכרו בבית המשפט העליון: הראשונה, הספקת מידע נאות למשקיעים, המאפשר לקבל החלטות רציונליות בנוגע להשקעותיהם; השנייה, הרתעת בעלי הכוח בחברה מהתנהגות חריגה העלולה לפגוע בחברה ומשימוש במידע פנים לתועלתם, ולפקח על פעולותיהם;²⁴ השלישית היא ביסוס שוק יעיל לניירות ערך וקביעת שווי לניירות הערך, ולשם כך יש צורך בדיווח שוטף ואפקטיבי של מידע; הרביעית, חיזוק אמון הציבור בשוק ניירות הערך.²⁵ נראה כי ההצדקות האמורות למשטר גילוי מחייב, להבדיל מגילוי וולונטרי על ידי החברה, מבוססות על טיעוני יעילות וטיעוני הגינות.

מכאן שעקרון הגילוי הנאות מכיר בכך שתכלית חוק ניירות ערך לא תצלח ללא ציפייתו של המשקיע להפיק תועלת עצמית מהשקעתו בשוק ההון. לצורך כך על המשקיע להאמין

23 חובת הגילוי של תאגידים נסחרים קבועה בס' 36 לחוק ניירות ערך. הרחבה לחובת הגילוי והבהרות בנוגע להיקף המידע שאותו נדרש התאגיד לדווח נדונו בשינויי החקיקה שחלו בשנים האחרונות, ובכלל זה בחוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד–2004, בחוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א–2011, בגילויי דעת ובהחלטות של רשות ניירות ערך. רשות ניירות ערך הגבירה את דרישות הגילוי בשנים האחרונות באמצעות פיתוח דרישות גילוי ייעודיות לתאגידים הפועלים בענפים מסוימים, כגון ענפי הנדל"ן המניב, מדעי החיים, חיפושי נפט וגז ותאגידי החזקות. גילויים ייעודיים אלה הרחיבו את היקף המידע שחברות אלה נדרשות לפרסם, והוסיפו לחובת הגילוי פרטי מידע אשר לא פורסמו עד כה על ידי התאגידים המדווחים. חלק מחובות אלה עומדות בסתירה ישירה להנחיות רשות ההגבלים העסקיים בנוגע לגילוי מידע מהותי כהסדר כובל. לדוגמה, ראו גילוי דעת "חשיפת מידע טרם עסקה בין מתחרים", לעיל ה"ש 12, בה"ש 9, שם הבהירה רשות ההגבלים העסקיים כי למיקום הגאוגרפי משמעות בזירת התחרות בין מתחרים, כגון בהיבט של פרישה אזורית או ארצית של רשתות שיווק, תחנות תדלוק וכיו"ב. לכן, לשיטתה, אפשר שחשיפתה של רשימת הזכויות במקרקעין כשלעצמה תשפיע על ההתנהלות התחרותית של המתחרים. לכן רשימת נכסי המקרקעין של בעל המידע עצמה יכולה להיות מידע רגיש מבחינה תחרותית שאסור לחשפו. בענפי הנדל"ן המניב, לדוגמה, מחויבות החברות המדווחות לחשוף את מיקומי הנדל"ן המניב כחלק מהמידע שנדרש על פי רשות ניירות ערך כמידע מהותי למשקיע הסביר. משכך, חברות אלה עומדות בפני הנחיות סותרות בין הנחיות רשות ניירות ערך להנחיות רשות ההגבלים העסקיים בכל הנוגע לפרסום המידע על מיקומי הנדל"ן. חובת הגילוי בכל הנוגע להסדרת מערכת היחסים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות מיעוט זכו גם הם לגל חקיקה בשנים האחרונות. כך תיקונים 21–22 לחוק החברות, התשנ"ט–1999, הולכים כברת דרך על מנת לקדם ולבצר את הערכים שבבסיסו של שוק הון, ובראשם שקיפות והגינות. להרחבה בעניין זה ראו פסק הדין של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב–יפו ת"א (כלכלית) 18327-12-11 כמיפל בע"מ נ' ניאופרם השקעות 1966 בע"מ, פס' 77–78 (פורסם בנבו, 30.4.2013).

24 אירית חביב-סגל דיני חברות כרך א 486 (2007). עיקרון זה בא מהאמירה המוכרת שלפיה אור השמש הוא המחטא הטוב ביותר. ראו LOUIS D. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT (1914).

25 מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידים וניירות ערך 32 (2006); ראו ע"א 5320/90 א. צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד (מו) 818 (2) (1992).

במנגנוני השוק ובפיקוח עליהם ולחוש ביטחון שהשוק מתנהל ביושר ובהגינות ואינו מנוצל לרעה בידי בעלי השליטה בחברה או מקורבים להם.²⁶

חלק ניכר מדיני ניירות ערך מכוון להשגתה של חובת הגילוי והגשמתה, ובית המשפט אף העניק מרחב שיקול דעת נוסף לרשות ניירות ערך לדרוש גילוי של מידע נוסף על זה האמור במפורש בסעיפי החוק, ולפי נסיבות העניין, על מנת לשאוף לגילוי מושלם, עד כמה שרק ניתן, של הפרטים הרלוונטיים.²⁷ עקרון גילוי המידע המלא בא, בבסיסו, מכשלי השוק שקיימים בהיעדר גילוי מידע, וכאשר יש אסימטריה במידע שבין צדדים לעסקה.²⁸ חובת הגילוי המוטלת על החברות נועדה להעניק תשתית מידע שתאפשר ביצוע עסקאות מושכלות.²⁹

יש לציין שאחת המחלוקות המרכזיות שקיימות כיום בספרות המשפטית נוגעת לדרישת הגילוי כדרישה מנדטורית. המלומדים אשר מבקשים לתמוך בגישה זו או לבקרה מנמקים את הצדקותיהם בטיעונים מתחום דיני ניירות הערך. כך, נבחנו תועלת המידע והתמריצים לפרסום כחלק מהשיקולים העסקיים של החברה ונושאי המשרה בה לצורך תועלת החברה ותועלת נושאי המשרה אל מול עלויות איסוף ופרסום המידע. עלויות אלה נבחנו הן מהצד של החברה, כמי שנדרשת לפרסם את המידע, והן מהצד של המשקיעים, כמי שנדרשים לאסוף את המידע.³⁰

ברומה לזה נבחנו התמריצים לפרסום וולונטרי של מידע על בסיס ההערכות של כוחות השוק ביחס למשקיעים ולא ביחס לכלל הציבור כולו. אף יש שראו בחובת הגילוי ערך חברתי להגברת נזילות המניה, פיקוח על ההנהלה ותמחור ציבורי יעיל. בנוסף, חובת הגילוי הרחבת זכו לתמיכה כאמצעי בידי אנליסטים להשוואה בין חברות נסחרות בשוק.

26 עקרונות אלה מוכרים גם במשפט המשוואה. חשיבותו של גילוי מידע מהותי לציבור המשקיעים מפורטת בפסק הדין של בית המשפט העליון האמריקאי: *Sec. & Exch. Comm'n v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* 375 U.S. 180, 186 (1963). כן ראו את חוק ניירות הערך הפדרלי *Securities Act of 1933, sec 3-7, 15 U.S.C. § § 77c-77g* (2012). באמצעות קביעת חובת גילוי מנדטורית ביקש הקונגרס לאפשר השקעה מושכלת והרתעה מפני ביצוע תרמית, ובכך למנוע קריסה של הכלכלה. ראו *Eur. & Overseas Commodity Traders, S.A. v. Banque Paribas London*, 147 F.3d 118, 126 (2d. Cir. 1998). לביקורת על חובת הגילוי המנדטורית ראו, Stephen A. Ross & Homer Kripke, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in *ISSUES IN FINANCIAL REGULATION* 177 (Franklin R. Edwards ed., 1979); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669 (1984). מקורות אלה הובאו בידי גושן ופרחמובסקי, אשר ביקשו להציג את גישתם, המבקשת להרחיב את גבולות הגילוי המנדטורי גם למידע "רך" ולא להגבילו לחובת גילוי של מידע קשיח בלבד. ראו זוהר גושן וגדעון פרחמובסקי "תפקידים המרכזי של דיני ניירות ערך" *קרית המשפט* 3, 48-59 (התשס"ו).

27 ראו עניין א. צ. ברנוביץ, לעיל ה"ש 25, בעמ' 832.

28 דוגמה ידועה לכך היא ניתוח שוק הלימונים, שהציג חתן פרס נובל לכלכלה ג'ורג' אקרלוף. להרחבה על ניתוח זה ועל הקשר שלו לחובת גילוי המידע וכשלי השוק בניירות ערך בהיעדרו של מידע למשקיע ראו ימין ווסרמן, לעיל ה"ש 25, בעמ' 23.

29 ת"פ (מחוזי י-ם) 1274/00 מדינת ישראל נ' ישראל מנדלסון, הספקה טכנית והנדסית בע"מ, פס' 20 (פורסם בנבו, 23.4.2002).

30 גושן ופרחמובסקי, לעיל ה"ש 26, בעמ' 48-59; עניין *Capital Gains*, לעיל ה"ש 26.

משכך, הושם הדגש על הצורך בגילוי כמאפשר להשוות בין חברות מתחרות בשוק.³¹ חובות הגילוי הנאות מחייבות תאגידים לפרסם מידע לציבור הן בעת הצעת ניירות ערך לציבור (השוק הראשוני) והן במהלך המסחר בניירות ערך (השוק המשני).³² יעילותו של שוק ההון מושגת בהענקת המידע המהותי המלא הנחוץ למשקיע הסביר לביצוע השקעתו, ובכלל זה מידע על הסיכונים והסיכויים הכרוכים בהשקעה בתאגיד ובסיוע לו באיסוף המידע על מנת לקבל החלטה מושכלת. מידע זה נגזר בין היתר מתחום פעילותו של התאגיד, מנכסיו, מהסביבה התחרותית שבה הוא נמצא, מכוונותיו העתידיות אל מול מתחריו ומיכולותיו. על מנת להשיג יעילות בשוק צריך לאפשר למשקיעים לבחון אם יש מתאם בין השקעות החברה לבין התשואה שיקבלו עבור נייר הערך שירכשו. על מנת לוודא שהשקעות החברה הן השקעות טובות נדרש המשקיע הסביר להכיר את מכלול הנתונים של השוק שבו פועלת החברה ואת מיקומה של החברה בשוק זה. ללא מידע מפורט על הנסיבות המיוחדות של אותה חברה ומידע עליה ביחס לסביבה העסקית שבה היא פועלת, אין למשקיע הסביר אפשרות להבחין בין השקעה אחת למשנתה.³³

31 גושן ופרחמובסקי, לעיל ה"ש 26, בעמ' 48–59. מעניין שאחד היתרונות שמעלה הספרות בתחום ניירות ערך לקיומה של חובת גילוי מנדטורית הוא יכולתם של אנליסטים להשוות בין הנתונים שמפרסמות כמה מתחרות באותו השוק, ולהשוות ביניהן. מידע זה על כמה מתחרים מסייע להפחית את עלויות איסוף המידע ולהשוות בין חברות מתחרות. לפי הצדקה זו להטלת חובת גילוי על חברות נסחרות, מידע מלא על חברה אחת עשוי לשפוך אור גם על חברות אחרות בשוק.

32 להרחבה על הצורך בגילוי מנדטורי ראו Easterbrook & Fischel, לעיל ה"ש 26, בעמ' 669. גישה זו זכתה לביקורתם של מלומדים אשר טענו כי חובות הגילוי אינן נחוצות, ודי בהחלת הוראות בדין האוסרות על תרמית. לשיטתם, אמינות המידע תושג באמצעות מנגנוני השוק. טיעונים אלה התמקדו לדוגמה בשיקולי העלות הכרוכה בגילוי מכוח הדין, ובכך שדרישות המידע אינן מסייעות לספק מידע רלוונטי למשקיעים. ויליאם דוגלאס היה מראשי המבקרים שיצאו נגד חובת הגילוי המנדטורי, וטען כי המידע נחוץ למשקיעים מתוחכמים בלבד, שכן המשקיע הפשוט לא יהיה מסוגל להגיע להחלטה מושכלת לאור המידע. ראו William O. Douglas, *Protecting the Investor*, 23 YALE REV. 521 (1934). להרחבה על ביקורת זו ראו George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities* (1934); HENRY G. MANNE, *INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET* (1966). אולם גם טיעוניהם אלה לא התמקדו בחששותיהם מגילוי המידע בפן של דיני ההגבלים העסקיים, אלא בכך שאין צורך בחובת גילוי מכוח החוק.

33 רע"פ 11476/04 מדינת ישראל נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 119–121 (פורסם בנבו, 21.2.2010) (להלן: עניין השקעות דיסקונט): "עקרון הגילוי הנאות בשוק ההון הוא אבן פינה במכלול הכללים המעצבים את דרכי הפעילות בשוק זה. בלעדיו לא תתכן מערכת אמון בין המשקיע לבין מנגנון השוק, וללא אמון זה מתערערים יסודותיו של שוק זה. עקרון הגילוי הנאות, משמעו מסירת פרטי מידע מלאים ומדויקים על מצבו העסקי ועל פעולותיו של התאגיד החייב בדיווח, ככל שאלה נדרשים לצורך קבלת החלטות בידי המשקיע הסביר. עקרון הגילוי הנאות מהווה כלל יסוד, בריח תיכון שעליו נשענים יסודותיו של שוק ההון (ענין ברנוביץ, בעמ' 830). אכן, 'תפיסת היסוד של דיני ניירות ערך היא גילוי, ושוב גילוי ועוד גילוי' (פרשת ישקר, בפסקה 20). הגילוי הנאות, שעניינו חשיפה מלאה ועדכנית של מצב התאגיד, הוא אמצעי ההגנה העיקרי על המשקיע הסביר בפעילותו בשוק ההון [...] יסודו של עקרון הגילוי הנאות נעוץ בתיאוריית ההגינות במסחר בניירות ערך. ההגינות במסחר משמעה, בין היתר, יצירת תנאים ראויים לקבלת החלטה בדבר קנייה או מכירה של ניירות ערך על בסיס מידע מלא, שקוף ועדכני על מצבה של החברה שניירות הערך שלה מהווים נשוא החלטה [...] תנאי זה הוא מהותי לקיום דרישת ההגינות כלפי המשקיע בשוק. הוא גם תנאי מהותי להישרדותו של שוק ההון ככזה, שכן בלעדי הגינות בשוק ההון עלול ציבור המשקיעים להדיר רגליו ממנו, והשוק לא ישרוד לאורך זמן. עקרון ההגינות

בית המשפט העליון הבהיר מהם הכללים שחלים על עקרון חובת הגילוי והדגיש את הצורך בגילוי המידע המהותי לצורך השגת תוצאה יעילה עבור המשקיע הסביר ולצורך ההגיונות. בית המשפט העליון קבע כי חובת הגילוי תחול על כל מידע שהוא מהותי למשקיע הסביר, ואשר אין מגבלה חוקית או מגבלה שבסבירות המצדיקה מניעת גילוי. אמת המידה של בית המשפט היא בחינת "מהותיות" המידע. לכן רשות ניירות ערך רשאית, ולעתים אף חייבת, לדרוש גילוי של מידע מהותי כאשר אין מגבלה חוקית או מגבלה שבסבירות המצדיקה מניעת גילוי.³⁴

הנחת המוצא בדיני ניירות ערך היא שיש להגן על ציבור המשקיעים באמצעות חיוב התאגידים לספק את המידע המהותי שברשותם לציבור, ושמידע זה יהיה זמין לכל המשקיעים באותה עת.³⁵ מידע זה כולל מידע על החברה וסביבתה העסקית ועל המצב המקרו-כלכלי. ללא המידע הזה לא יכול המשקיע להעריך נכונה את השקעתו ואם כדאי לו לבצע.³⁶ למעשה, ככל שהמידע מהותי יותר לחברה המדווחת, ויש בו כדי להשפיע על ערכה, כך גוברת חובת הגילוי והחשיפה, והחברה נדרשת להרחיב על אודות הסיכונים, הסיכויים והמידע המהותי בדוחותיה הכספיים, בדיווחים השוטפים, באספות הכלליות ובישיבות הדירקטוריון. הנטל לגלות במלואו את כל המידע המהותי למשקיע מוטל על כתפי החברה ומנהליה, והסתרתו של מידע או הבחירה שלא לגלותו היא באחריות החברה.³⁷

שיקול הדעת של ההנהלה גם הוא מצוי במרכזם של דיני חברות ודיני ניירות ערך. כלל שיקול הדעת העסקי, אשר אומץ בבית המשפט העליון הישראלי בשנת 2017, מאפשר לתאגיד ולנושאי משרה בו ליהנות מחזקת התקינות של מעשיהם ולהבטיח כי מעשה זה לא יהיה חסין מביקורתו של בית המשפט אם מעשים אלה נעשו ללא ניגוד עניינים, בתום לב

בשוק ההון מחייב, כי בעלי הידע והמידע, הכוללים את החברה, בעלי השליטה ובעלי העניין בה, ישתפו את ציבור המשקיעים במלוא המידע הרלבנטי המצוי בידיהם והחשוב להחלטת המשקיע בפעולותיו בשוק. חובת הגילוי אינה ייחודית להליך הפלילי, והיא הוחלה גם בהליכים אזרחיים ומנהליים. ראו עניין א. ז. ברנוביץ, לעיל ה"ש 25; תיק (ועדת האכיפה המנהלית) 1/13 יו"ר רשות ניירות ערך נ' אפריקה ישראל תעשיות בע"מ (27.8.2013).

34 עניין א. ז. ברנוביץ, לעיל ה"ש 25, פס' 10.

35 ראו עניין השקעות דיסקונט, לעיל ה"ש 33, פס' 119. על מנת להגביר את השקיפות ולעמוד בחובת הגילוי, עומדים דוחותיה הכספיים המבוקרים של החברה הציבורית לעיני כל דורש. המידע המהותי זמין למשקיע הסביר מכוח חוק ניירות ערך ותקנותיו. מידע זה מפורסם באתר רשות ניירות ערך, אתר הבורסה לניירות ערך ובמשרדי החברה.

36 להרחבה על אודות חובות הגילוי הנאות ועל המטרות שחובה זו מגשימה בשוק הראשי והמשני ראו ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 25–31 (פורסם בנבו, 21.8.1997) (להלן: עניין ישקר); ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גבור סברונה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177, 186 (1995) (לעניין חובת הגילוי בשוק המשני – בשלב שבו ניירות הערך של החברה כבר נסחרים, מהותיות המידע למשקיע הסביר והיקף חובת הגילוי).

37 עניין השקעות דיסקונט, לעיל ה"ש 33, פס' 122–123. מהותיות המידע תיבחן על פי נסיבותיו של כל מקרה ומקרה. לכן ייתכנו מקרים שבהם מידע יוגדר מהותי עבור חברה אחת, ואילו מידע דומה ייחשב לא מהותי בנסיבות אחרות ולחברה אחרת. המבחנים בהקשר זה גמישים ביותר, ועל ההנהלה והחברה מוטל שיקול הדעת להכריע אם המידע המצוי בפניה, לפי הנסיבות שבהן מצויה החברה, הוא מידע מהותי למשקיע הסביר.

וביודעין. כלל זה חשוב לענייננו, שכן גם תוכנו של המידע שמפרסם התאגיד כחלק מהמידע המהותי שנמסר לציבור המשקיעים הוא מעשה שבשיקול דעת.³⁸ שיקול דעת עסקי זה נבחן ככלל בנוגע להחלטות העסקיות של החברה, ולכן אם החברה תחליט להימנע מפרסומו של מידע בטענה כי פרסומו של המידע אינו נחוץ או אינו חוקי, ייבחן שיקול דעת זה על פי כלל האחריות האמור.³⁹

לצד כלל שיקול הדעת קיימת שאלה חשובה בדיני ניירות ערך בנוגע לאחריותם של רואי החשבון והיועצים המשפטיים של החברה. גם בעניין זה נקט הדין הישראלי גישה מחמירה, ומוטלת על "שומרי הסף" של החברה אחריות נזיקת כלפי צדדים שלישיים, ובמקרים מסוימים אף פלילית. למעשה, מעמדם של עורכי הדין היה אך נסיבה מחמירה לצורך רף הענישה הראוי והיקף האחריות שתוטל עליהם כמי שאמונים על שמירה על החוק. לפיכך חבותם המורחבת של "שומרי הסף" היא מוקד לאכיפה הפלילית והמנהלית הן בדיני ניירות ערך והן בדיני ההגבלים העסקיים בשנים האחרונות.⁴⁰

38 כלל שיקול הדעת העסקי נדון לא אחת בפסיקה, ויש מחלוקת בין הדינים במדינות השונות אם הוא חל, ומהו היקף שיקול הדעת שייחנה מחזקת התקינות. בישראל בית המשפט העליון הכריע כי כלל שיקול הדעת העסקי מתקיים, אולם היקפו ותחולתו במקרים השונים, ובעיקר במקרה של התנגשות בין שני דינים סותרים, טרם גובשו: ראו ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ (פורסם בנוב, 28.12.2016), שבו הכיר בית המשפט לראשונה מפורשות בתחולתו של כלל שיקול הדעת בישראל. בטרם הלכה זו נחלקו בתי המשפט בדבר עצם תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי והיקפו במשפט הישראלי. כך, לדוגמה, בע"א 393/08 שגיא נ' כפר ביאליק כפר שיתופי להתיישבות חקלאית בע"מ, פס' 19 (פורסם בנוב, 23.2.10), בהן בית המשפט את פעולת נושאי המשרה לפי מודל האחריות האישית של נושאי משרה, כאשר הוא מפנה לספקות בדבר תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי. להרחבה על המבחנים והפרשנות לכלל שיקול הדעת העסקי ראו לדוגמה שרון חנס "כלל שיקול-הדעת העסקי" עיוני משפט לא 313 (2009); ע"א 1694/92 חברת אול שירותים נ' מושיץ, פ"ד מט(2) 397, 412 (1995). בעניינינו חשובה ההבחנה בין חובות הזהירות והאחריות של נושאי משרה כלפי החברה ובעלי מניותיה לבין חובותיהם כלפי צדדים שלישיים, מכיוון שדיני ההגבלים העסקיים יבחנו אם פעולתם פגעה בכלל הציבור ובתחרות – קרי בצדדים שלישיים – נוסף על השאלה אם, ועד כמה, נפגעו בעלי המניות והחברה מפרסומו של מידע שסייע לעריכתו של הסדר כובל. להרחבה על ההבחנה האמורה בין האחריות לפי קבוצת הנפגעים ראו חביב-סגל, לעיל ה"ש 24, בעמ' 579. להרחבה על המשפט המשווה והתייחסות הדין בארצות הברית לכלל שיקול הדעת ראו גושן ופרחמובסקי, לעיל ה"ש 26, בעמ' 9.

39 בכל הנוגע לסבירותו של המידע המפורסם וגילוי נוקטים דיני ניירות הערך את הכלל "גילה המוכר" חלף כלל המכר הבסיסי "יזוהר הקונה". ראו ת"פ (מחוזי ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון (פורסם בנוב, 17.9.1976).

40 לסקירה על חבותם של רואי חשבון מבקרים והגבלת חבותם במדינות שונות, והמגמה ההפוכה בהקשר זה בישראל ראו נילי קרקור-אייל "הגבלת חבותו הנזיקת של רואה החשבון המבקר כלפי צדדים שלישיים" משפטים מא 517, 520–524 (2011). חבותם המורחבת של רואי החשבון ועורכי הדין של החברה הציבורית כ"שומרי הסף" בניירות ערך נדונה גם אצל אסף חמדני "אחריות שומרי-סוף בשוק-ההון" משפט ועסקים ה 11 (2006). ס' 170 (א) לחוק החברות מקים אחריות ישירה מצד רואה החשבון המבקר כלפי בעלי מניותיה של החברה, אשר אינה מהווה אך נגזרת של אחריותו כלפי החברה. אולם ס' 170 (א) לחוק החברות לא פירש באילו נסיבות יישא רואה החשבון באחריות כלפי החברה או כלפי בעלי מניותיה של החברה, ומה היקפה של האחריות המוטלת מכוחו. בית המשפט העליון נדרש לבחון את היקף האחריות של רואה החשבון ויתר שומרי הסף כלפי בעלי המניות. בית המשפט העליון קבע כי אחריותם של שומרי סף אינה מתמצה ברשלנות הנובעת מפרט מטעה, ואין לשלול את האפשרות להטלת אחריות על רואי החשבון מכוחם של מקורות חובה נוספים, לרבות עולות הפרת חובה חקוקה

הפרת חובת הגילוי היא עברה פלילית שבצדה עונשי מאסר וקנסות גבוהים.⁴¹ הענישה מכוונת לעצם ההתנהגות גם ללא צורך בהוכחת תוצאת הפרת חובת הגילוי על מנת לחייב את החברה לדווח על כל פרט מהותי למשקיע הסביר ולהרתיע מפני מסירת דיווח מטעה למשקיעה.⁴² תכלית האכיפה הפלילית היא להגן על שוק ההון ולמנוע מהלכים אשר ימנעו זרימת מידע מהותי לציבור ויפגעו ביעילות שוק ההון על דרך הטעיית משקיע סביר.⁴³ ההרתעה אפוא נועדה למנוע מהחברה להסתיר מידע מהותי למשקיע.

לפי פקודת הנויקין [נוסח חדש]. ראו הוראת ס' 170 (ב) לחוק החברות הקובעת כי "אין בהוראת סעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של אחריות של רואה החשבון המבקר לפי כל דין"; ע"א 3506/09 צאייג נ' קסלמן וקסלמן רואי חשבון (פורסם בנבו, 4.4.2011). כפן של דיני ההגבלים העסקיים רואים בתי המשפט והרשות בעורכי הדין ושומרי הסף את הנציגים של בית המשפט, וככאלה מוטלת עליהם אחריות מיוחדת על מנת לוודא שהם אינם מסייעים לעברה על חוק ההגבלים העסקיים. לשיטת בית המשפט, חובתו הבסיסית של עורך הדין לייצג בגבולות שמאפשר הדין, לשמור על החוק ולסייע בשמירתו מתוקף אחריותו המוגברת כלפי בית המשפט. בשל כך הורשע עורך דין בסיוע לעריכת הסדר כובל, כמי שניסח את ההסכם שעליו חתמו הצדדים להסדר הכובל. ראו ת"פ (מחוזי י-ם) 5293-03-14 מדינת ישראל נ' עצמון (פורסם בנבו, 12.8.2014); ע"פ 6336/14 עצמון נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 30.3.2015). בחינה מקיפה של השאלה אם אחריות זו שנקבעה בבתי המשפט מטילה חובה על שומרי הסף לנקוט אמצעים סבירים על מנת לוודא שבדוחות ובפרסומים של החברה לא יימצא מידע שעלול להוות הפרה של דיני ההגבלים העסקיים היא נושא למאמר נפרד. עם זאת לעצם קיומם של שומרי סף וחבות כלפיהם יש השלכה גם על הניתוח הראוי בנוגע להתנגשות בין דיני ניירות הערך לדיני ההגבלים העסקיים, כפי שבא לכדי ביטוי במאמר זה.

41 ס' 53 (א) לחוק ניירות ערך קובע מדרג לחומרת הענישה על הפרת חובת הגילוי לפי מהותו של המידע עבור המשקיע הסביר ולפי הכוונה הפלילית של המבצע. תיקון מס' 45, התשע"א–2011, הוסיף אחריות של התאגיד גם אם אי-הגילוי היה תוצאה של איחור בהגשת הדיווחים שאותם נדרש התאגיד לדווח, וכן כאשר לא הוכח שמעשים אלה נעשו כדי להטעות משקיע סביר.

42 המבחנים להגדרתו של "המשקיע הסביר" שלובים במבחנים של מהותיות המידע. מבחני המהותיות, בצירוף מבחן המשקיע הסביר, הם כלי איוון חשוב בבוא רשות להכריע מהו המידע שגילוי מתחייב. להרחבה על הגדרתו של המשקיע הסביר. ראו עניין א. צ. ברנוביץ, לעיל ה"ש 25, בעמ' 837: "אמת המידה של ה'מהותיות' (materiality) הינה זו השלטת במשפט האמריקני, שם נקבע, כי למרות שאופיין של העובדות המהותיות (material facts) משתנה לאור נסיבותיו של כל מקרה נתון – ניתן להכליל ולומר, כי חובת 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 לעניין [...]".

43 העברות בגין היעדר דיווח ותרמית קבועות בס' 52–53 לחוק ניירות ערך. חובות הגילוי שבהפרתן יתבצעו העברות האמורות שזורות בחוק ניירות ערך. ראו לדוגמה את חובת הדיווח הקבועה בס' 36 לחוק ניירות ערך. סעיף זה עוסק בחובת דיווח לרשויות הפיקוח החלה על תאגידים הכפופים להוראותיו של חוק זה. רשות ניירות ערך הדגישה לא אחת את הצורך בהרחבת חובת הגילוי, ואף הגישה ערעורים על החלטות של בתי המשפט אשר לדעתה צמצמו את חובת הגילוי האמורה. נקודת המוצא המנחה רשות זו היא כי יסודות דיני ניירות הערך מתבססים על עקרון הגילוי הנאות למשקיע. עיקרון זה עובר כחוט השני בכל הכללים והעקרונות המכוונים את תחום הפעילות בניירות ערך. כך, בעניין השקעות דיסקונט, לעיל ה"ש 33, הגישה רשות ניירות ערך ערעור על זיכוי הנאשמים, שכן לעמדתה פרשנות חוק ניירות ערך צריכה לקיים ולקדם את עקרון הגילוי הנאות ולא לצמצמו. נטל הגילוי רובץ על החברה הציבורית, ואין להעבירו לשכמו של המשקיע. לשיטתה, פרשנות שמצמצמת את חובת הגילוי פוגעת קשות בשוק ההון ובתפקודן של החברות הציבוריות.

3. ההתנגשות בין דיני הגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך בנוגע ליחסם לערך גילוי המידע לציבור

אסדרה (רגולציה) היא אחד האמצעים הבסיסיים שבאמצעותם הממשלה יכולה להשפיע על הסביבה העסקית. המתח בין אסדרה לבין כלכלה חופשית בא לידי ביטוי בהתנגשות בין הרצון לקדם שוק חופשי על בסיס עקרונות הדמוקרטיה לבין הצורך להגן על הציבור באמצעות פיקוח ואסדרה של שווקים מסוימים.

דיני תאגידים, ובתוכם דיני ניירות ערך, מבוססים על גישת השוק החופשי, שלפיה החברה היא אוסף של חוזים, והצדדים השונים של החברה נדרשים להגן על עצמם מפני פגיעות. רק במקרים מסוימים ומוגדרים, ובעיקר בחברות ציבוריות, שבהן מתקיימים כשלי שוק מובנים, קיימת התערבות רגולטורית.⁴⁴ כפי שקובע חוק ניירות ערך, דיני ניירות ערך נועדו להגן על עניינו של ציבור מסוים – הוא ציבור המשקיעים בניירות ערך – ויש שיטענו כי גם הגדרה זו רחבה מדי, וכי תפקידם של דיני ניירות הערך הוא להגן על משקיעים מקצועיים ואנליסטים (סוחרי מידע) ולא על המשקיע הסביר.⁴⁵ ההגנה על ציבור זה (בין ציבור המשקיעים בכללותו ובין ציבור המשקיעים המקצועיים) היא ההצדקה המרכזית לקיומה של חובת גילוי, והיא המוקד שעליו נדרשת להגן רשות ניירות ערך.⁴⁶

44 יש לציין כי נוסף על הפן הפרטי של דיני ניירות ערך נודעת חשיבות רבה יותר לקיומו של שוק משוכלל היות שכמעט כל אדם בציבור הוא בעל ביטוח, פנסייה או חשבון בנק, ובכך ניתן לראות בו משקיע. ראו לעניין זה לאה פסרמן-יוזפוב **דיני ניירות ערך – חובת הגילוי** 66–67 (2009). לשיטת המחברת, שיקולי יעילות אשר הושפעו מהזרם של הניתוח הכלכלי של המשפט יכולים להצדיק את בחינת חובת הגילוי על פי שיקולי יעילות ולא רק על פי שיקולי הגינות. אולם גם לשיטת המחברת, כפי שבאה לכדי ביטוי במאמרה, לאה פסרמן-יוזפוב "חובת הגילוי של חברות נסחרות בעידן אוטוסטרדת-המידע" **משפט ועסקים** ה' 411, 433 (2006), ספק עד כמה שיקולי יעילות תקפים גם לשוקל בישראל בשל אופיו השונה מזה שבארצות הברית.

45 טוענים גושן ופרחמובסקי לדוגמה כי תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך הוא לפתח שוק תחרותי של משקיעים מקצועיים ואנליסטים, ואין תפקידם של דינים אלה להגן על המשקיע הקטן, שכן הם אינם דיני הגנת הצרכן. לפיכך חובת הגילוי נועדו להפחית את עלויותיו של איתור המידע ואיסופו שבהן נושאים סוחרי המידע, וכן לעזור לחשוף את פעילות המנהלים. להרחבה על גישה זו ראו גושן ופרחמובסקי, לעיל ה"ש 26, בעמ' 5.

46 ס' 2 לחוק ניירות ערך קובע כי תפקידה של רשות ניירות ערך הוא לשמור על עניינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. לשם כך הרגישו המחוקק, ובית המשפט העליון, את חובת הגילוי כלפי המשקיע הסביר ולא כלפי הציבור בכללותו. ככזה רואה החוק במשקיע צד לחוזה, והמשקיע הסביר שוקל אם לכרות הסכם עם החברה כאשר הוא בוחר להשקיע בה. לדוגמה, התשקיף מציג למשקיעים אפשריים לרכוש ניירות ערך של החברה. הדיווחים המידיים והשוטפים נועדו לאפשר למחזיקים להחליט כיצד יצביעו באספה הכללית וכו'. חובת הגילוי מכוונת כלפי משקיעים, בין שהם משקיעים בהווה, בעבר או בעתיד. אולם חובה זו ממוקדת כלפי משקיעים אלה. רעיונות להרחבת חובת הגילוי כדי שתשרת ערכים חברתיים נוספים על חובת הגילוי טרם נקלטו בחוק בישראל, והם מצויים בשלבי מחשבה וביקורת אקדמית. ראו לדוגמה לאה פסרמן-יוזפוב "השימוש בגילוי של חברות נסחרות כאמצעי ליצירת נורמות חברתיות" **קרית המשפט – שנתון הקריה האקדמית** ג' 489 (2003). כאמור, רעיונות מנוגדים הביעו גושן ופרחמובסקי, לעיל ה"ש 26, אשר ביקשו לצמצם את מטרותיהם של דיני ניירות הערך וסירבו לראות בהם דיני הגנת הצרכן.

דיני ההגבלים העסקיים מתמקדים ככלל בהגנה על כלל הציבור, ולפיכך האסדרה בתחום זה אקטיבית יותר, והחוק אינו פועל לאסדרת-על אלא לקביעת כללי התנהגות ומסגרת חוקית. הרגולטור יוצא מתוך נקודת הנחה שתיתכן פגיעה בציבור רחב שאינו יכול להגן על עצמו, וכי יש להתערב מקום שבו קיים חשש ממשי שהתחרות בין החברות במשק תיפגע, ובעקבות זאת ייפגע הצרכן, אשר ישלם מחיר גבוה יותר עבור מוצר באיכות ירודה יותר.⁴⁷

גישה זו עורערה כאשר בית המשפט העליון הביע דעתו כי ייתכנו מקרים שבהם על רשות ההגבלים העסקיים להביא בחשבון גם שיקולים פרטניים של המתחרים ולא רק של התחרות. אולם בית המשפט העליון נמנע מלהביע עניינו בהקשר שנדון בפניו, ולכן סוגיה זו נותרה כשאלה תאורטית בלבד.⁴⁸

הפילוסופיה המקובלת שבבסיס חוק ההגבלים העסקיים בוחנת את תקנת הציבור ואת טובת הציבור בכללותו, ואילו הפילוסופיה שבבסיס דיני החברות, כפי שהגדירה המחוקק, היא של האוטונומיה של הרצון הפרטי ומתן אפשרות ל"משחק חופשי" של השוק והגנה על משקיעים מקום שהשוק נכשל. דיני התאגידים וניירות ערך מגנים על צדדים ידועים

47 להרחבה על מטרות חוק ההגבלים העסקיים וההתנגשות בין האינטרס הפרטי לציבורי ראו בולמש, לעיל ה"ש 7, בעמ' 31-36. ס' 9-10 לחוק ההגבלים העסקיים מבטאים רצון של המחוקק לכלול שיקולים ומטרות נוספות שהוא מבקש להשיג, והם מאפשרים לבית הדין להגבלים עסקיים לשקול שיקולים לבר-כלכליים בעת בחינת אישורו של הסדר כובל, ולכן הוא רשאי לאשר הסדר כובל אם הוא סבור כי הדבר לטובת הציבור, ואם התועלת הצפויה לציבור תעלה על הנזק העלול להיגרם לציבור או לחלק ממנו או למי שאינו צד להסדר. חשיבותו של חוק ההגבלים העסקיים בהגנה על הציבור נדונה גם בעניין המועצה הישראלית לצרכנות, לעיל ה"ש 7, וכן בעניין ט.ס.ט., לעיל ה"ש 7, בעמ' 1319. להרחבה אודות מטרות דיני ההגבלים העסקיים ראו עניין תנובה, לעיל ה"ש 8; עניין תור אויר, לעיל ה"ש 8, בעמ' 178. במהלך השנים נוספו למטרות דיני ההגבלים העסקיים ערכים נוספים העומדים כערכים בפני עצמם, ובהם שיקולים לבר-תחרותיים כגון שמירה על עסקים קטנים, הגנה על הצרכן מפני עסקים גדולים, צדק חלוקתי ושוויון. לניתוח מורחב בדבר הזכויות המעוגנות בבסיסו של חוק ההגבלים העסקיים והשמירה על האוטונומיה של הפרט שהתחרות החופשית היא סממן בולט שלה, ולעיגון ערכים אלה כערכי יסוד במדינת ישראל ראו עניין ידיעות אחרונות, לעיל ה"ש 8; גל ופרלמן, לעיל ה"ש 8. סיכום של מטרות דיני ההגבלים העסקיים בעניין זה בארצות הברית ניתן למצוא בפסק הדין המנחה בעניין Topco, לעיל ה"ש 8. סיכום של מטרות החקיקה בהגבלים העסקיים בארצות הברית וההגנה על עסקים קטנים ניתן למצוא ב-Hovenkamp, לעיל ה"ש 8.

48 ע"א 2893/10 טרפלס קומפאונדס (1994) בע"מ נ' הממונה על ההגבלים העסקיים, פס' 9 (פורסם בנבו, 19.4.2012). בפסק דין זה, בד בבד עם ההליך בבית הדין שבו התנגדה טרפלס לתנאים שהשיתה הממונה על הצדדים למיזוג, אשר לטענת טרפלס מעקרים מתוכן את ההיגיון הכלכלי של העסקה, ניהלו הצדדים למיזוג הליך אזרחי בבית המשפט בנוגע להשלכות הכספיות שיש לאי-קיומו של המיזוג. בית המשפט העליון נדרש בעניין זה לשתי סוגיות: הראשונה, אם הממונה רשאית להטיל על הצדדים כל תנאי שהוא על מנת למנוע פגיעה בתחרות, או שמא היה עליה להתנגד למיזוג חלף הטלת תנאי המשנה מהותית את ערכה של העסקה; השני, אם יש להתחשב בשיקולים נוספים הנוגעים להליכים אזרחיים המתקיימים בין הצדדים למיזוג, הנובעים, בין היתר, מהחלטת הממונה בעניינם. בית המשפט העליון הביע דעתו כי ייתכן שהיה על הממונה לסרב לאשר את המיזוג ולא להציב תנאי כאמור. לשיטת בית המשפט העליון, אין מקום לשלול שקילת שיקולים שעניינם בכדאיות העסקה בעת הטלת התנאים למיזוג, שכן ייתכנו מקרים שבהם מהות העסקה ותנאיה עשויים להפוך את התנאי שמוצב לאישורה לתנאי לא סביר.

ומוגדרים (בעלי מניות, ציבור משקיעים) בתוך מסגרת חוזית, שגם היא תחומה ומוגדרת – מארג החוזים שבו התאגיד פועל. על מטרות אלה של דיני חברות נוספה בחינה של ההשלכות הציבוריות של התאגיד ופעילותו, בעיקר במקרים שבהם לתאגיד הפרטי יש פעילות בעלת היבטים ציבוריים. לדוגמה, בתאגידי ניהול זכויות יוצרים ותאגידי מחזור נוספה דרישה כי לפחות שליש מהדירקטוריון של התאגידים יהיה מקרב הציבור.⁴⁹ במקרים מסוימים ולפי הנסיבות היחודיות לכל מקרה ומקרה הכיר בית המשפט העליון במטרות הציבוריות של התאגידים.⁵⁰

אחד המוקדים המהותיים שבהם דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך אינם רואים עין בעין הוא בנוגע ליחסם לערך גילוי המידע למשקיע ולבעלי המניות. ההתערבות של כל גולטור בהקשר זה נועדה לתקן את כשל השוק שנוצר. כל אחד בוחן כשל שוק אחר, והאמצעים לתיקון כשל השוק גם הם שונים.

דיני ניירות ערך מבקשים לתקן את כשל השוק של בעיית הנציג באמצעות עידוד גילוי והפחתת הפעילות הלא רצויה – היעדר גילוי והסתרה. כפי שפירטנו, הצורך בגילוי עודד את

49 הדרישה להוספת דירקטורים חיצוניים בתאגיד בעל היבטים ציבוריים בבית המשפט נדונה והוכרעה בבית הדין להגבלים עסקיים כאשר תאגידים אלה ביקשו לאשר הסדרים כובלים בטענה שההסדרים בעלי היבטים ציבוריים המצדיקים את אישורם. בית הדין דרש מתאגידים אלה להוסיף דירקטוריון דירקטורים מטעם הציבור גם במקרים שחברות אלה לא היו תאגידים נסחרים. למשל, האיטור לפעילותו של תאגיד המחזור שהוקם כמזום משותף של היצרניות והיבואניות של המשקאות הקלים בישראל כהסדר כובל הותנה בתנאי דומה: ראו ס' 4 לתנאים לפעילות תאגיד המחזור, כפי שאושרו במסגרת ה"ע (הגבלים עסקיים) 4445/01 שופרסל בע"מ נ' הממונה על ההגבלים העסקיים (פורסם בנבו, 5.11.2001). בדומה לזה, אישור שניתן לפעילותם של שני תאגידי ניהול משותף לזכויות יוצרים כהסדרים כובלים: הפרציה למוסיקה ישראלית וים תיכונית בע"מ: ראו ס' 11.3 לתנאים לפעילותה של הפרציה למוסיקה ישראלית וים תיכונית בע"מ כפי שאושרו במסגרת ה"ע (הגבלים עסקיים) 3574/00 הפרציה הישראלית לתקליטים וקלטות בע"מ נ' הממונה על ההגבלים העסקיים (פורסם בנבו, 29.4.2004); הפרציה הישראלית לתקליטים ולקלטות: ראו ס' 13.3 לתנאים לפעילותה של הפרציה הישראלית לתקליטים וקלטות בע"מ כפי שאושרו במסגרת ה"ע (הגבלים עסקיים) 705/07 הפרציה הישראלית לתקליטים וקלטות בע"מ נ' הממונה על הגבלים עסקיים (פורסם בנבו, 3.2.2011). בדומה לזה, בית המשפט העליון החיל על תאגידים נורמות חברתיות וראה בגופים מוסדיים "שירות חיוני לציבור", ולפיכך החיל עליהם חובות זהירות מוגברות, אשר חורגות מיחסים חוזיים רגילים. כך נקבע כי קרנות נאמנות מספקות שירות חיוני לציבור, כמשמעו בס' 290(ב) לחוק העונשין, התשל"ז-1977 (ע"פ 8573/96 מרקדו נ' מדינת ישראל, פ"ד נא(5) 484, 481 (1997)).

50 ע"א 5365/11 אקו"ם בע"מ נ' הממונה על הגבלים עסקיים, פס' 40 (פורסם בנבו, 3.9.2013). בפסק דין זה נבחנו ההיבטים הציבוריים של תאגידי זכויות יוצרים והחשיבות בהגנה על הציבור מפני המאפיינים המנופוליטיים של תאגידים אלה. החלטה זו, בדומה להחלטות בעניין תאגידי מחזור ותאגידי זכויות יוצרים אחרים, נדונה בבית הדין להגבלים עסקיים, אשר מוסמך מכוח ס' 9 ו-10 לחוק ההגבלים העסקיים לבחון את ההיבטים הציבוריים של ההסדרים שמובאים לאישורו. מכאן שמהותו של הדיון התמקד בפן ההגבלי והצרכני של ההסדרים. הממשק בין התערבות במבנה התאגידי של חברה לבין ההשלכות הציבוריות שיש למבנה הוא ממשק נוסף שבו דיני ההגבלים העסקיים משפיעים על המבנה התאגידי של חברות והממשק האפשרי בין הגבלים עסקיים לתאגידים. אולם מעצם טבעו של הדיון בבית הדין התאגידים הפונים לאישור ההסדר הכובל בבית הדין עושים זאת לאור ההשלכות הציבוריות הרחבות שיש להסדר ולפעילותם, שאם לא כן לא יאושר ההסדר הכובל. לכן ההיבטים הציבוריים של דיני התאגידים כפי שנדונו בפסקי דין אלה מתוחמים לאותה מסגרת מצומצמת שבה נבחנו התאגידים ופעילותם הציבורית, ואין בהם כדי להשליך על כלל התאגידים הציבוריים ומטרותיהם.

המחוקקים ובתי המשפט להגביר את היקף גילוי המידע המנדטורי, והוחלט שלא להותיר לחברות להחליט אם ברצונן לחשוף את המידע. כאמור, אחת ההצדקות לקיומה של חובת גילוי מנדטורית נובעת מהאפשרות להעריך את כלל החברות הנסחרות באותו שוק, והמתחרות זו בזו, באמצעות איסוף מידע על חברות רבות שפועלות באותו השוק והשוואה להן.

דיני ההגבלים העסקיים מבקשים לתקן את כשל השוק שנוצר מהתנהגות מתואמת הנתמכת באמצעות גילוי מידע רגיש, באמצעות עידוד הסתרה והפחתת הפעילות הלא רצויה – גילוי מידע רגיש.⁵¹ אם כן, המטרות שבבסיס התערבות הרגולטורים שונות אלה מאלה, ולפיכך אף שלכאורה היה ניתן לצפות להתנגשות בין הרגולציות, דומה כי האמצעים שנוקט כל אחד מהרגולטורים על מנת לתקן את כשל השוק הם שעשויים לגרום להתנגשות. ההתנגשות האפשרית בין דיני ניירות ערך לדיני ההגבלים העסקיים בעניין גילוי מידע מהותי באה לכדי ביטוי בכמה מקרים, ובהם בחינת המידע המהותי המנדטורי שחברה נדרשת לגלות בנסיבות שבהן היא פועלת, המידע שהחברה חושפת וולונטרית כחלק משיקוליה לשתף את ציבור המשקיעים במידע, המידע שהחברה חושפת במהלך משא ומתן על מנת לשתף במידע מהותי מוקדם ככל הניתן ועוד. רשות ניירות ערך תראה במידע המפורסם ערך חשוב ומהותי עבור משקיע סביר, וכזה שיש בו כדי לשנות את התנהגותו על בסיס המידע שקיבל, ואילו רשות ההגבלים העסקיים תחשוש בדיוק מאותו מידע שיגרום לשינוי בהתנהגות החברה המתחרה לאחר שזו תיחשף למידע.

כך, איסוף מידע על כמה חברות באותם שווקים יסייע להקטין את עלויות איסוף המידע עבור המשקיע, שכן מידע על השוק ועל התחרות בו שפרסמה חברה אחת יסייע להעריך נכונה גם את החברות האחרות שפועלות בשוק זה.⁵² ככל שהחברות בשוק מפרסמות מידע רב יותר במסגרת חובת הגילוי, כך יפחתו עלויות איסוף המידע עבור אנליסטים שרוכשים ניירות ערך בשווקים אלה ומבקשים להעריך את מצב השוק ואת מצבן של החברות באמצעות המידע שנאסף. לכן בית המשפט העליון קבע בהקשר של דיני ניירות ערך כי מהותיות המידע תיקבע על פי נסיבותיו הייחודיות של כל מקרה ומקרה, וכי "למותר לומר, כי לא הרי מקרה אחד כהרי מקרה אחר; מקרה מקרה ונסיבותיו-שלו. ויש שאותן עובדות עצמן תהיינה מהותיות בהקשר פלוני אך לא תהיינה מהותיות בהקשר אלמוני".⁵³ דברים אלה נכונים גם בעת בחינת המהותיות על פי דיני ההגבלים העסקיים.

בשל מגמות מתנגשות אלה, במקרים מסוימים, שיפורטו בהמשך, אפשר שרשות ההגבלים העסקיים ורשות ניירות ערך יהיו בעלות תפיסה ערכית שונה באשר לחובת הגילוי.

51 הספרות המשפטית והכלכלית לא הצליחה להגיע להכרעה בשאלה מהי ההגדרה לאסדרה, ומה מידת ההתערבות הרצויה, אם בכלל, באמצעות אסדרה בשווקים. להרחבה על התאוריות שבבסיס הרגולציה, נחיצותה ופעולות הרגולטור ראו Francis M. Bator, *The Anatomy of Market Failure*, 72 Q.J. ECON. 351 (1958); Andrei Shleifer, *Understanding Regulation*, 11 EUR. FIN. MGMT. 439 (2005).

52 גושן ופרחמובסקי, לעיל ה"ש 26, בעמ' 52. המידע שהושג על השוק באמצעות חברה מפרסמת אחת שגילתה מידע מפורט משמש את האנליסטים לניתוח נייר ערך גם של חברה שנייה שנסחרת בשוק. המידע שיירכש על חברה אחת עשוי לשפר את הידע הקיים על החברה השנייה הנסחרת בשוק זה.

53 ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 357, 337 (1999).

לדוגמה, רשות ניירות ערך פועלת להקל על המשקיעים להשוות בין חברות נסחרות מאותו ענף, והחברות המדווחות בענפים אלה נדרשות לפרט בטבלה מהם הפרויקטים המהותיים שלהן; מהם הסיכונים והסיכויים הכספיים של כל פרויקט מהותי כאמור; מידע מסחרי רב ומפורט בנוגע לחברות אלה. במקרים אלה מידע רב אינו מוצג כמידע גולמי, המסכם את הסיכונים והסיכויים ככלל אלא מוצג הצגה פרטנית, בעבור כל פרויקט מהותי או השקעה מהותית, ובכך מאפשר למשקיעים ולמתחרים להיחשף למידע כלכלי מהותי רגיש ביותר.⁵⁴ אותו מידע בדיוק הוגדר ברשות ההגבלים העסקיים, בפרק ד לגילוי הדעת מטעמה, כי יש בו כדי להיות מידע רגיש מבחינה תחרותית ואין לחשפו.⁵⁵

חששות תחרותיים בהגבלים עסקיים מפני פרסומו של המידע מתחזקים כאשר השוק שבו נחשף המידע הוא שוק ריכוזי, ממועט-מתחרים, או כאשר המתחרים הומוגניים במאפייניהם, ולכן התחרות בין הספקים מעטה. דווקא בשווקים אלה, ובניגוד למגמת דיני ניירות ערך, חשיפתו של מידע מלא על ידי מספר רב של חברות מכלל השוק עלול להקל תיאום בין אותן חברות, שהרי ככל שמספר השחקנים בשוק קטן יותר ושקיפות המידע גדולה יותר, כך יקל על החברות בשוק זה לתאם את התנהגותן המסחרית ולשמור עליה לאורך זמן. למעשה, ככל שמספר השחקנים בשוק מסוים כולל שיעור גבוה יותר של חברות מדווחות, וככל שהמידע שחברות אלה נדרשות למסור הוא מידע מפורט וגולמי יותר, כך גובר החשש התחרותי בפן ההגבלי, ומנגד מתחזקת הוודאות למשקיע באשר לכדאיות השקעתו בפן דיני ניירות ערך.⁵⁶

לדוגמה, ייתכן שפרסומו של מידע מהותי על אסטרטגיית שיווק חדשה, כניסה לשווקים חדשים, שינוי מדיניות תמחירית ושינויים בלקוחות, בנכסים מהותיים לחברה ובספקים יהיה חיוני לשיטת הנהלת החברה, ולכן תחול חובה, לפי דיני ניירות ערך, לפרסם את המידע

54 רשות ניירות ערך הטילה חובות גילוי מוגברות על חברות בתחומי פעילות נדל"ן מניב להשקעה, וחיפושי נפט וגז. אחת ההמלצות שהציעה ועדת ברנע הייתה פיתוח דרישות גילוי ייעודיות לענפים השונים. פיתוח דרישות גילוי ייעודיות על ידי רשות ניירות ערך נעשה כחלק מפרויקט שיפור דוחות שבמסגרתו בוחנת רשות ניירות ערך היבטים שונים הקשורים בדיווח על עסקי התאגיד בתשקיף ובדוחות התקופתיים והרבעוניים, ואופן יישומו של מודל הדיווח על ידי התאגידים המדווחים. בתחומים שפורטו ובתחומים נוספים פיתחה רשות ניירות ערך דרישות גילוי ייעודיות שנועדו לחייב את החברות לחשוף מידע מפורט ונרחב ככל הניתן בדוחותיהן. להרחבה ראו אתר רשות ניירות ערך www.isa.gov.il.

55 ראו גילוי דעת "חשיפת מידע טרם עסקה בין מתחרים", לעיל ה"ש 12, פס' ד: "מידע רגיש מבחינה תחרותית" הינו כל מידע שאינו פומבי או שאינו ניתן לזיהוי או איתור בקלות יחסית, אשר, אם ייודע למתחרה עסקי של בעל המידע, ובכלל זה הצד השני לעסקה, יגביר את יכולתו של אותו מתחרה לצפות מראש את אסטרטגיית המחיר או הייצור של בעל המידע ואת תגובתו הצפויה של בעל המידע ליוזמות מחיר וכמות מצד אותו מתחרה [...] ניתן להצביע על כמה קטגוריות של מידע הטומנות בחובן פוטנציאל רגישות גבוה במיוחד ובכללן מידע עדכני ומפורט אודות מחירים ונוסחות תמחור, עלויות ייצור ורווחיות [...] מידע אודות מהלכים אסטרטגיים עתידיים [...] ומידע פרטני הנוגע ללקוחות או ספקים [...]".

56 ראו לדוגמה את הדיווח המפורט שחברות נדל"ן מניב נדרשות לו לפי הנחיות רשות ניירות ערך: רשות ניירות ערך, הצעת חקיקה לתיקון תקנות ניירות ערך בנוגע לפעילות בתחום הנדל"ן היוזמי (יולי 2014) במסגרת זו נדרשות החברות המדווחות לכלול בטבלאות זהות המקלות את ההשוואה בין החברות מידע מפורט על כל אחד מהפרויקטים המרכזיים של התאגיד, על שלבי ההתקדמות של כל פרויקט ועל מידע מהותי נוסף.

האמור.⁵⁷ מנגד, אותו מידע עסקי עלול להוות כר לתיאומים בין מתחרים גם אם הבסיס לפרסומו לא היה מקור לתרמית או להתנהגות אסורה מצד הנהלת החברה. ככזה, אף שגילוי המידע רצוי ואף חיוני למשקיע הסביר, ולכן החברה פעלה נכון בפן של דיני ניירות ערך, עדיין ייתכן שפרסומו של המידע יגרום לתיאומים ולפגיעה תחרותית שאותם יבקשו דיני ההגבלים העסקיים למנוע.⁵⁸ משכך, אפשר שפרסום מידע זה ייבחן לפי השאלה אם היה בפרסומו כדי להוות הפרה של דיני ההגבלים העסקיים. הפרתם של דיני ההגבלים העסקיים היא הפרה פלילית ומנהלית, שאי אפשר לשפות בגינה את מנהלי החברה ואי אפשר לבטח כנגדה גם אם פרסום המידע לא נעשה בכוונה לרמות את השוק או את המשקיע הסביר.⁵⁹ מנגד, היעדר הוודאות בנוגע לאיזון הראוי בין דיני ההגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך, ומבלי שקיימת הכרעה ערכית בנושא זה, עלול להציב את נושאי המשרה, הדירקטורים ושומרי הסף במצב לא ודאי,⁶⁰ ולעתים אף בלתי אפשרי שבו הם שיידרשו להכריע אם יש או אין לפרסם מידע לציבור, והם שיידרשו לאזן בין שיקולי התחרות לשיקולי טובת ציבור המשקיעים ובעלי המניות.

57 לדוגמה, חברות מתחום הנדל"ן להשקעה נדרשו לסווג את הנכסים לפי מידת התשואה לכל נכס ולעדכן על שינויים בתשואה. ראו רשות ניירות ערך "הנחיית גילוי בנוגע לפעילות נדל"ן להשקעה (במסגרת פרויקט שיפור דוחות)" (ינואר 2011).

58 ספק אם כלל שיקול הדעת העסקי שאימץ בית המשפט העליון בעניין ורדניקוב, לעיל ה"ש 38, יחול במקרה זה ומה יהיה היקפו, שכן מדובר על טענה נגד החברה ונושאי המשרה להפרה של חוק ההגבלים העסקיים ולא בנוגע להפרה של חוק ניירות ערך, וכאשר רשות ההגבלים העסקיים דחתה את האפשרות של חברה ונושאי משרה לטעון טענה בדבר הסתמכות על ייעוץ משפטי כטענת הגנה הפוטרת מאחריות מנהלית (להבדיל מפלילית) במסגרת הליכי אכיפה מנהלית. כך, רשות ההגבלים העסקיים דנה בהיקף תחולת הגנת ההסתמכות על ייעוץ משפטי בהליך מנהלי נגד החברה ונושאי משרה בה. רשות ההגבלים העסקיים קבעה כי ייעוץ משפטי אינו מהווה הגנה מפני ענישה מנהלית, ולפיכך ניתן להטיל עיצומים כספיים מנהליים על החברה ונושאי משרה בה, ולא לתקבל טענה בדבר התייעצות משפטית כטענת הגנה בהליך המנהלי, ובכלל זה בהליך של עיצומים מנהליים. ראו קביעה בדבר ניצול מעמד לרעה בניגוד לסעיף 29א לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988 ודרישת תשלום לפי ס' 50 לחוק – חברת חשמל לישראל בע"מ ונושאי משרה (6.3.2017) הגבלים עסקיים 501200 (להלן: עניין חברת החשמל).

59 ראו לדוגמה, ס' 50טז(א) לחוק ההגבלים העסקיים, אשר קובע כי אי אפשר לשפות נושא משרה בגין עיצומים כספיים שמוטלים בגין הפרת דיני ההגבלים העסקיים. עיצומים כספיים אלה מוטלים לפי ס' 50 לחוק ההגבלים העסקיים גם אם לא התקיימה כל פגיעה בתחרות בעקבות המעשה, וקביעת העיצום הכספי על רקע תכליתו של חוק ההגבלים העסקיים היא שמירה על התחרות. כך לדוגמה הטילה רשות ההגבלים העסקיים עיצום כספי על חברה בגין הפרה של הוראות חוק ההגבלים העסקיים גם לאחר שנקבע כי בנסיבות המקרה, ולאחר בדיקה כלכלית שביצעה הרשות, לא פגעה ההפרה בתחרות. ראו החלטת הממונה על הגבלים עסקיים להטיל עיצום כספי לפי ס' 50(א)(1) לחוק ההגבלים העסקיים על תנובה אגודה שיתופית לשיווק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ וטירת צבי 2000 שותפות מוגבלת (14.12.2014) הגבלים עסקיים 500728.

60 הרחבת אחריותם של נושאי המשרה ושומרי סף מעבר לרף הרשלנות הקבוע בניזקין והגבולות להחלתה של האחריות עוגנו בכמה פסקי דין של בית המשפט העליון. ראו ע"א 345/03 רייכרט נ' יורשי שמש, פס"ד 14, פ"ד (2) 437 (2007); עניין צאינג, לעיל ה"ש 40, פס"ד 21 (לעניין אחריותם המוגברת של רואי החשבון של החברה), וכן רע"א 979/13 לנדמארק גרופ בע"מ נ' הראל פיא קרנות נאמנות בע"מ, פס"ד 9 (פורסם בנבו, 25.6.2015); חמדני, לעיל ה"ש 40.

ב. המסגרת המשפטית לבחינת חוקיות גילוי המידע

1. המסגרת המשפטית החלה על פי דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך על התבטאויות פומביות חד־צדדיות של חברה מדווחת

חוק ההגבלים העסקיים מציב הגדרה רחבה ביותר למונח "הסדר כובל"⁶¹. עריכה של הסדר כובל ללא הכשר היא עוולה בנוזיקין,⁶² היא משליכה על תוקף החוזה,⁶³ משמשת עילה לקביעה מנהלית ולאכיפה מנהלית של הממונה על ההגבלים העסקיים⁶⁴ ולתובענה ייצוגית,⁶⁵ והיא אף מהווה עברה פלילית שעונש של מאסר וקנס בצדה.⁶⁶ הסדר כובל הוא אסור⁶⁷ אלא אם בא הוא בגדר אחד החריגים הקבועים בחוק ובחקיקת המשנה.⁶⁸ העמדה הכללית של רשות ההגבלים העסקיים בדבר חשיפת מידע בין מתחרים היא שמידע ייבחן בקונטקסט רחב, בשים לב לכלל זירות התחרות הרלוונטיות, למהות המידע, לזהות המתחרים וליכולת הקטנת אי-הוודאות בין המתחרים באשר לפעולות התחרותיות של מתחריהם. הרשות אינה מסתפקת בבחינה "סטריילית" ונקודתית של השפעת החשיפה הספציפית העומדת על הפרק, אלא בוחנת אם יש לחשיפה נקודתית שנעשית בקביעות או לעתים מזדמנות השפעה מצטברת על התחרות הגם שלכל חשיפה נקודתית אין ההשפעה התחרותית שעלולה לעלות לכדי הסדר כובל.

רשות ההגבלים העסקיים בישראל דחתה את המודלים שתוארו לעיל שמצדיקים חשיפת מידע לצורך שכלולו של השוק, צמצום פערי מידע, עלויות חיפוש והתייעלות. לשיטתה של הרשות, מודלים אלה חלים בשוק תחרותי לחלוטין, ואילו בפועל השווקים אינם תחרותיים

61 "הסדר כובל" מוגדר בס' 2(א) לחוק ההגבלים העסקיים כך: "הסדר כובל הוא הסדר הנעשה בין בני אדם המנהלים עסקים, לפיו אחד הצדדים לפחות מגביל עצמו באופן העלול למנוע או להפחית את התחרות בעסקים בינו לבין הצדדים האחרים להסדר, או חלק מהם, או בינו לבין אדם שאינו צד להסדר". ס' 2(ב) מוסיף וקובע: "מבלי לגרוע מכלליות האמור בסעיף קטן (א) יראו כהסדר כובל הסדר שבו הכבילה נוגעת לאחד העניינים הבאים: (1) המחיר שיירדש, שיוצע או שישולם; (2) הריווח שיופק; (3) חלוקת השוק, כולו או חלקו, לפי מקום העיסוק או לפי האנשים או סוג האנשים שעמם יעסקו; (4) כמות הנכסים או השירותים שבעסק, איכותם או סוגם".

62 ס' 50 לחוק ההגבלים העסקיים.

63 ס' 30 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973, קובע כי הסכמים לא חוקיים בטלים. לכך שהסדר כובל אינו חוקי ולפיכך גם אין מקום לאפשר את קיומו ראו לדוגמה דנ"א 4465/98 טבעול (1993) בע"מ נ' שף הים (1994) בע"מ, פ"ד נו(1) 56 (2001); רע"א 5622/90 רפאלי נ' קמפ ישראל בע"מ, פ"ד מה(2) 104, 106 (1991); הכרזות על בעלי מונופולין לפי סעיף 26(א) וקביעה בדבר קיומו של הסדר כובל לפי סעיף 43(א)(1) לחוק ההגבלים העסקיים התשמ"ח-1988 (26.5.1999) הגבלים עסקיים 3003820, ה"ש 167.

64 ס' 43(א)(1) ופרק ז' לחוק ההגבלים העסקיים.

65 חוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006.

66 ס' 47(א) לחוק ההגבלים העסקיים.

67 ס' 4 לחוק ההגבלים העסקיים.

68 פטורים אלה קבועים בס' 3 לחוק ההגבלים העסקיים ובגדר אחד מפטורי הסוג שהוצאו על פי ס' 15 לחוק ההגבלים העסקיים, וכן אם ניתן לו הכשר ספציפי ממערך ההגבלים העסקיים.

לחלוטין, ולפיכך מודל שמקדם גילוי מידע אינו יכול לחול בחיי המעשה.⁶⁹ בהחלטות מהשנים האחרונות של הרשות בנושאים שעמדו לפתחה, ובכלל זה פטור מהצורך באישור הסדר כובל על ידי בית הדין, שבו והדגישו הממונים את הצורך במניעת "שולחן משותף" בין מתחרים ואיסור על העברת מידע. לשיטת הרשות, לעניין מאפייני המידע וחשיפת סודות מסחריים בין מתחרים, כפי שבאה לידי ביטוי בגילויי דעת בעניין חשיפת מידע, טרם עסקה בין מתחרים:⁷⁰

"חשיפת מידע מסחרי סודי של עסק לעיני מתחריו עלולה להעמידו בנחיתות ומטעם זה אינה עולה בקנה אחד עם המקובל בחיי העסקים. ככלל, השחקנים בשוק מצויים במצב של אי וודאות ביחס ליכולות מתחריהם, מדיניותם העסקית ותכניותיהם העתידיות. בהעדר יכולת לאמוד באופן מדויק את המאמץ התחרותי המינימלי שיבטיח רווחיות מרבית נאלץ כל מתחרה לנקוט מאמצי תחרות גדולים יותר על מנת להבטיח את עצמו מפני אובדן נתח השוק שלו לטובת מתחריו. אי הוודאות אודות מצב השוק ותכניות המתחרים מתמרצת אפוא את השחקנים בשוק להתחרות. חשיפת מידע עסקי לעיני מתחרים מפחיתה אפוא את אי הוודאות שבה נתונים אותם מתחרים באופן העלול להפחית את מאמצי התחרות בשוק ולהעלות את הסיכון לתחרות מוגבלת ולהתנהגות מתואמת ואף להקל על אכיפת הסדרים קרטליסטיים".

בגילוי הדעת בעניין התבטאויות פומביות הפוגעות בתחרות הבהירה הרשות כי הנסיבות האמורות יגדילו את הסבירות להגדרת חשיפת המידע כהפרה של דיני ההגבלים העסקיים: התבטאויות רגישות תחרותית הכוללות מידע רב, מדויק ופרטני על מחירים, רווחיות, אסטרטגיה עתידית, לקוחות וספקים; פרסום המידע נעשה בשווקים בעלי נטייה גבוהה לתיאום; מידע שממנו ניתן לגזור מסקנות באשר להתנהגות בעתיד; הצגת תרחיש לפי תגובת המתחרים; התייחסות ופנייה למתחרים מסוימים; התבטאויות הדדיות שקשורות זו לזו.⁷¹

בנוסף, בטיוטת גילוי דעת התבטאויות פומביות הבהירה הרשות כי במקרים מסוימים התבטאות פומבית עשויה להיות "פרקטיקה מקדמת התאמה". התבטאות כגון זו עשויה להיחשב כשלעצמה הסדר כובל גם ללא הבחינה התוצאתית. בדומה לזה, לשיטת הרשות

69 בגילוי דעת הבהירה הרשות מהו סוג המידע שמוגדר מידע רגיש מבחינה תחרותית, ולפיכך אין לחשוף אותו בין מתחרים. מידע זה כולל, לשיטתה, מידע שאינו פומבי או שאינו ניתן לזיהוי או לאיתור בקלות יחסית, אשר אם ייוודע למתחרה עסקי של בעל המידע יגביר את יכולתו של אותו מתחרה לצפות מראש את אסטרטגיית המחיר והייצור ואת תגובתו הצפויה של בעל המידע ליזמות מחיר וכמות מצד אותו מתחרה. ראו טיוטת גילוי דעת "התבטאויות פומביות", לעיל ה"ש 20.

70 ראו "גילוי דעת בדיקת נאותות", לעיל ה"ש 12, בעמ' 2-3. גילוי דעת זה סוקר את הדין הקיים באיחוד האירופי ואת החשש המוגבר שקיים מפני העברת מידע חד-צדדית בין מתחרים ואת ההתייחסות המרוככת יותר שקיימת במשפט האמריקאי לחשיפת מידע בין מתחרים.

71 טיוטת גילוי דעת "התבטאויות פומביות", לעיל ה"ש 20, בעמ' 3-4.

בגילוי הדעת האמור, התבטאות פומבית עלולה לעלות כדי קו פעולה שאיגוד עסקי קבע או המליץ לחבריו, אשר יראה הסדר כובל בניגוד לסעיף 5 לחוק. הרשות לא הבהירה מפורשות מה עמדתה בנוגע למידע פומבי שנדרש לחשוף במסגרת דיני ניירות ערך ולמידע שהחברה הציבורית מעבירה לבעלי מניותיה והציבור לצורך קבלת החלטותיהם, ואם מידע זה נכלל באזהרותיה בנוגע לחשיפת מידע בין מתחרים, או שמא פרסום זה חסין מפני דיני ההגבלים העסקיים.

חשיפה חד-צדדית של המידע נעשית הן בשלב הראשוני, עוד בטרם כניסת התאגיד לתחרות בשוק, שבו מחויב התאגיד לחשוף מידע בעת הנפקה והצעת ניירות לציבור המשקיעים (השוק הראשוני), והן במהלך חיי התאגיד, במקרים שבהם התאגיד פועל ומתחרה בשוק במסגרת חובתו לפרסם מידע מהותי למשקיע בדוחותיו הכספיים, בדיווחים מדיים ובאספות הכלליות (השוק המשני).⁷²

רשות ההגבלים העסקיים הכירה בצורך לחשוף מידע רגיש בין מתחרים בנסיבות מסוימות, כגון בהליכי בדיקת נאותות בטרם ביצוע עסקה, ולצורך כך הבהירה מהו מידע שניתן לחשוף ומהו מידע סודי שאין לחשוף בפני המתחרה. הדגש מבחינת הרשות הוא ביכולת הצפייה של המתחרה – אם תהיה למתחרה יכולת לצפות את פעולות מתחריו, יגבר החשש התחרותי מפני העברת מידע. לשיטת הרשות, "ככל שהמידע הנחשף מקל על צפיית התנהלותו של בעל המידע בזירת התחרות, כך מוחמר החשש לפגיעה בתחרות כתוצאה מחשיפתו. ככל שהמידע הנחשף פרטני ועדכני יותר, כך עשויה לגבור יכולתו של מקבל המידע לצפות את התנהלותו התחרותית של בעל המידע".⁷³ לפיכך אם המידע כולל תחזיות לעתיד, תכניות התרחבות וצמצום, מיזוגים ורכישות ומיזמים משותפים פוטנציאליים, חשיפת המידע עלולה לעלות לכדי הסדר כובל אסור ולחשוף את מגלה המידע לאחריות פלילית ואזרחית. עם זאת, כפי שיפורט להלן, הבעיה המוצגת במאמר נותרת בעינה ואף מחריפה בשל גילויי הדעת ועמדתם המצומצמת של בתי המשפט והרשות בנוגע לפרשנות במקרים של החלה דואלית של דיני ההגבלים העסקיים עם דינים מסדירים אחרים בכלל ודיני ניירות ערך בפרט.

2. היחס להתבטאויות פומביות על פי דיני התחרות באירופה ובארצות הברית

בארצות הברית המדיניות של רשות האכיפה דומה בפן העקרוני לזו שננקטת בישראל, אולם יישומה שונה. רשות התחרות (ה־U.S. Federal Trade Commission) נוקטת אכיפה פעילה

72 חובת הגילוי בשוק הראשוני והמשני מעוגנות הן בחקיקת ניירות ערך והן בהלכות בית המשפט העליון. ראו עניין ישקר, לעיל ה"ש 36.

73 "גילוי דעת בדיקת נאותות", לעיל ה"ש 12, בעמ' 5. עמדה זו מחמירה ביחס לעמדת הרשות, כפי שבאה לידי ביטוי בעמדת הממונה על ההגבלים העסקיים בעניין הסדרי סחר בין ספקים ורשתות קמעונאיות, 37 (5.1.2005) הגבלים עסקיים 5000007: "סיווג המשפטי של חילופי מידע בין מתחרים נקבע בכל מקרה לגופו, בהתאם למכלול הנסיבות הספציפיות הרלבנטיות: יש שחילופי מידע הם לגיטימיים, חוקיים ואף פרו תחרותיים ויש שחילופי מידע מקימים סכנה של ממש לתחרות. לעיתים יהוו חילופי מידע אינדיקציה לקיומו של הסדר כובל, לעיתים ישמשו גורם מסייע ביצירתו ולעיתים יהוו את ליבת ההסדר הכובל עצמו [...] נוכחתי כי כל עוד העברת המידע נעשית בצורה שקופה ושוויונית ואינה מקנה יתרון למתחרה אחד על פני רעהו, אין צורך לקבוע מגבלות מיוחדות על חילופי מידע בין רשתות שיווק וספקים, מעבר לאלה המתחייבות ממילא מן הדין".

נגד פרסומו של מידע רגיש בפומבי ולא רק במסגרת חילופי מידע פרטיים בין מתחרים. פרסום מחירים וכמויות הוא דבר שבשגרה בתעשיות רבות, ולרשויות האכיפה היה קושי להצביע על הפגיעה התחרותית מעצם פרסומו של מחיר באין ראיות בנוגע לתיאום בין מתחרים.

בשנים האחרונות החלה רשות התחרות להדגיש את החשש התחרותי מפני פרסום פומבי של מידע, בהתבססה על ה־⁷⁴Sherman Act וה־⁷⁵Federal Trade Commission Act. הבעיה המרכזית של רשויות התחרות בהקשר זה הייתה שעל פי נוסחו של סעיף 1 ל־Sherman Act אין די בהזמנה ובניסיון לתיאום, אלא יש צורך להראות קיומו של קרטל והסכמה בפועל בין הצדדים שמגבילה את התחרות. לצורך הוכחת הסעיף אין די בכוונה, אלא יש צורך להוכיח הסכמה בין מתחרים לעריכת הסדר כובל. בית המשפט העליון הבהיר שהתנהגות מתואמת בין מתחרים שאינה כוללת הסכמה אלא העתקת התנהגות באופן עצמאי אינה הפרה של סעיף 1 ל־Sherman Act. לפיכך ההתמודדות עם הצהרות חד־צדדיות נעשתה באמצעות סעיף 2 ל־Sherman Act (איסורים על מונופולזיציה וניסיון למונופולזיציה) וכן באמצעות סעיף 5 ל־FTC Act (איסור על שיטות תחרות לא הוגנות).⁷⁶ גישה מחמירה זו של רשות התחרות טרם עוגנה בהלכה של בית המשפט העליון, ולפיכך לא קיים תקדים שבו נקבעה הפרה של דיני ההגבלים העסקיים בגין חשיפה חד־צדדית של מידע רגיש כאשר לא היה כל תיאום בין מתחרים בנוגע למידע. אולם היעדר הלכה בעניין זה לא מנע מרשויות התחרות לנקוט מדיניות תקיפה יותר בנוגע לחשיפה חד־צדדית של מידע פומבי ולפתוח בחקירות בנושא אשר הסתיימו בפשרות.⁷⁷

באיחוד האירופי הדגש הוא על הדדיות וקבלה של המידע שנמסר חד־צדדית, וככלל אין די בפרסומו של המידע על מנת שזה יהווה הפרה של דיני ההגבלים העסקיים. בשנת 2011 נציבות התחרות (ה־European Commission) פרסמה גילויי דעת בנושא חילופי מידע בין מתחרים, ומתי לשיטתה תהיה החלפת מידע רגיש בין מתחרים הפרה של Article 101 ל־Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) (הדומה לסעיף 2 לחוק ההגבלים העסקיים בישראל בנוגע לעריכתו של הסדר כובל).⁷⁸ גילוי דעת של נציבות התחרות לא כלל את המקרים של פרסום פומבי חד־צדדי (unilateral public announcement) של מידע רגיש תחרותי כאשר מידע זה לא נחשף בפני המתחרה ישירות, אינו מכוון למתחרה, ואין כל "קבלה" של המידע בידי המתחרה.⁷⁹ לפיכך אין די בפרסום פומבי

74 Sherman Act, לעיל ה"ש 16.

75 Federal Trade Commission Act, 15 U.S.C. § 41 (להלן: FTC Act).

76 ראו טיוטת גילוי דעת "התבטאויות פומביות", לעיל ה"ש 20, בעמ' 5-6.

77 להלכת בית המשפט העליון בעניין זה ראו Bell Atlantic Corp. v. Twombly, 550 U.S. 544 (2007).

78 עמדת הנציבות בנוגע לחילופי מידע בין מתחרים: Communication from the Commission – Guidelines on the Applicability of Article 101 of the Treaty on the Functioning of the European Union to Horizontal Co-Operation Agreements, 2011 O. J. (C 11), 1.

79 שלא כטיוטת גילוי הדעת בישראל, כפי שיידון בהרחבה בהמשך. על פי עמדה זו, די בקבלת המידע הרגיש בידי המתחרה, השתתפות בפגישה שבה נחשף המידע הרגיש או שיחה בין מתחרים בנוגע למידע רגיש תחרותי כדי להעלות חשד להפרת דיני ההגבלים העסקיים בגין עריכת הסדר כובל בין מתחרים.

חד-צדדי של מידע כדי להוות חשש לעריכת הסדר כובל, אלא יש צורך בתגובה של המתחרים שתצביע על עריכת הסכמות משותפות אסורות.

על פי עמדה זו, נציבות התחרות תקפה כמה מקרים שבהם היה קיים מנהג שלפיו חברה אחת מפרסמת הודעה פומבית, ומתחרותיה הגיבו חד-צדדית כמה ימים לאחר מכן. לדוגמה, בעניין Wood pulp דיווחו חברות ללקוחותיהן מה המחיר שהן יבקשו. הדיווח נעשה כמה ימים לפני החלתו של המחיר בפועל. נציבות התחרות האירופית ראתה בפרסום חד-צדדי זה של המידע חילופי מידע עקיפים בין החברות המתחרות, שכן המידע בנוגע למחיר פורסם זמן מה מראש ואפשר למתחרות להתאים את מחיריהן למחיר שפורסם. אולם בית המשפט של האיחוד האירופי (European Court) קיבל את ערעור החברה בנוגע להחלטת הנציבות וקבע כי פרסום המידע לצרכנים לא היה, כשלעצמו, התנהגות שמפחיתה את חוסר הוודאות של חברה בנוגע לאופן שבו יפעלו המתחרים בשוק, משום שבעת פרסום ההודעה לא ידעה החברה אם מתחרותיה אכן ינקטו מדיניות מחירים דומה.⁸⁰

פעם נוספת פתחה הנציבות בהליכים בשנת 2013, נגד חברות להובלה ימית, בגין פרסום חד-צדדי ופומבי של מחירים לאורך תקופה ממושכת. הרשות טענה כי עולה החשד שלפיו מידע זה היה איתות למתחרים בנוגע לכוונות תמחור עתידיות באופן שעלול לפגוע בתחרות ובציבור, בניגוד להוראות Article 101 ל- TFEU.⁸¹ מעמדת הנציבות אי אפשר להבין מהם הגבולות בנוגע למידע פומבי חד-צדדי שמפרסמת חברה, כדוגמת פרסום על פי דיני ניירות ערך, כאשר הפרסום אינו כולל הזמנה לתיאום בין מתחרים, במישרין או בעקיפין.

3. פרסום מידע לפי הדרישות של דיני ניירות ערך ותחולת דיני ההגבלים העסקיים

ההחמרה בתפיסתן של רשויות התחרות בישראל ובעולם והקלת הדרישה בנוגע לעצם חילופי המידע בין מתחרים ולהשתתפות בחילופי המידע של הצדדים המתחרים, אם במישרין באמצעות "קבלה" של המידע ואם בעקיפין באמצעות התנהגות מתואמת בעקבות פרסום המידע, הפכה את שאלת ההתנגשות האפשרית בין הדינים לשאלה מהותית עבור כל חברה ציבורית.

על פי הפרשנות הקיימת כיום בדיני ניירות ערך לעתים נדרש התאגיד לפרסם מידע צופה פני עתיד, אם מידע זה נגזר מן ההשלכות שיש לעובדות קיימות, מגמות ואירועים שהתרחשו.⁸² כמו כן ייתכנו מקרים שבהם יידרש תאגיד לדווח על מידע הצופה פני עתיד

80 להחלטת הנציבות ראו Commission Decision of 19 December 1984 Relating to a Proceeding Under Article 85 of the EEC Treaty (IV/29.725 – Wood Pulp), 1985 O.J. (L 85), 1 Joined Cases C-89/85, C-104/85, החלטה זו ולקביעה אשר הפכה את החלטת הנציבות ראו C-114/85, C-116/85, C-117/85 and C-125/85 to C-129/85, Ahlström Osakeyhtiö v. Comm'n, 1993 E.C.R. I-1307.

81 ראו פרסומי הנציבות: European Commission Press Release IP/13/1144, Antitrust: Commission Opens Proceedings Against Container Liner Shipping Companies (Nov. 22, 2013), http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1144_en.htm

82 מידע זה נדרש, בין היתר, כאשר התאגיד מצוי בסיכון עסקי. במקרים אלה בס' 10(ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

שהוא מידע איכותי בדבר אסטרטגיה, התפתחויות צפויות ותכניות מהותיות החורגות ממהלך העסקים הרגיל.⁸³ מנגד, על פי דיני ההגבלים העסקיים, ככל שהמידע צופה פני עתיד, ויש בו כדי לגלות על מהלכים עתידיים שהתאגיד צפוי לנקוט, כך המידע רגיש יותר מבחינה תחרותית, ואין לחשוף אותו בפני מתחריו.⁸⁴ מכיוון שחוק ניירות ערך ותקנותיו אינם מבהירים די מהו הגבול בין מידע שחברה ציבורית נדרשת לגלותו על פי דין לבין מידע שגילויו מהווה הרחבה של החובה, כחלק מרצונה של החברה להעניק למשקיעיה מידע רב לצורך קבלת החלטה מושכלת, נותר מרחב רב לטעויות ולפרשנות משפטית בנוגע להיקף הגילוי ולנחיצותו.

קו הגבול טרם נדון וטרם סורטט עד תום, בעיקר במקרים שבהם הרחיבה החברה בגילוי מידע מעבר לחובה על פי החוק והתקנות, שכן חברה ציבורית אינה נדרשת להגדיר בדוחותיה מהו המידע שהוא בגדר חובה, ומהו המידע שפרסומו מהווה הרחבה של החובה. מכאן שלא התפתחה עד כה הבחנה ראויה בין חובת הגילוי הסטטוטורית לבין מידע רחב יותר שהחברה מעבירה מרצון.

(א) תחולתם הדואלית של דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך על גילוי מידע חד-צדדי

על פי הפרשנות של רשות ההגבלים העסקיים, סעיף 2(א) לחוק ההגבלים העסקיים עלול לראות בהעברת מידע בין מתחרים, ובכלל זה בפרסומו (ולו חד-צדדי) של מידע רגיש, הסדר כובל.⁸⁵ תכליתם העיקרית של דיני ההגבלים העסקיים היא להבטיח את התחרות החופשית במשק. בית המשפט העליון היה ער לאפשרות כי תכלית זו תתנגש במקרים מסוימים עם תכליות נוספות שאותן מבקשת המדינה לקדם בתחומים המצויים בפיקוחה. כך, בפסק הדין בעניין בורוביץ הבהיר בית המשפט העליון כי תכלית דיני ההגבלים העסקיים תמשיך לחול, עקרונית, גם כאשר לתחומים עסקיים הנתונים לפיקוח של המדינה. בית המשפט העליון היה ער לבעייתיות בענפים העסקיים המפוקחים מטעם המדינה, שלעתים עלולה להיווצר בהם התנגשות בין הוראות דיני ההגבלים העסקיים, הבאים לקדם את התחרות החופשית, לבין הכללים הנקבעים על ידי המדינה בדבר ענפים אלה, ולכן עלול

83 מגמת רשות ניירות ערך, כפי שבאה לכדי ביטוי ברשות ניירות ערך, הצעות חקיקה בעניין שיפור הדוחות נוסח מעודכן לאור הערות הציבור (מרץ 2014) (להלן: הצעות חקיקה בעניין שיפור הדוחות), הדגישה את הצורך להגביר את חובות הגילוי גם כלפי מידע צופה פני עתיד, כדוגמת פרסום מנדטורי של יעדים ואסטרטגיה לשנה הקרובה, וכן פרסום וולונטרי של מידע תחזיתי על אודות תחזיות רווח וביצועים פיננסיים עתידיים ומידע נוסף שנועד לצמצם את הפער בין המידע המוצג בפני ההנהלה לבין המידע המוצג לציבור. ראו, בהרחבה, פרק 1.2.2 לדוח זה, אשר דן בחובות הפרסום בדוח ההנהלה. מגמה זו באה לכדי ביטוי בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים) (תיקון), התשע"ה-2014. תיקון החוק מעודד חברות לפרסם מרצון מידע נרחב צופה פני עתיד, נוסף על המידע שאותו יחויבו החברות למסור. הדוח ותיקון החוק פורסמו באתר רשות ניירות ערך www.isa.gov.il.

84 עניין בנק הפועלים, לעיל ה"ש 19, בעמ' 2.

85 האיסור על העברת מידע בין מתחרים היה מוקד לחקירה נרחבת שביצעה רשות ההגבלים העסקיים נגד חמשת הבנקים הגדולים בישראל. חקירה זו הסתיימה בצו מוסכם, שבו הבהיר בית הדין להגבלים עסקיים כי "הנורמה המשפטית האוסרת על העברת מידע בין מתחרים ברורה כיום לכל [...]" (שם, פס' 27). הצו המוסכם שאליו הגיעו הבנקים נבע מקביעת הממונה כי הבנקים העבירו ביניהם מתחרים, אולם לא נקבע שהבנקים תיאמו בניהם מחירים.

להיווצר מצב שבו ההסדרים הללו, שקובעת המדינה, ייחשבו ל"הסדרים כובלים" על פי חוק ההגבלים העסקיים.⁸⁶ על מנת להתמודד עם "התנגשות דינים" אפשרית זו העניק המחוקק חסינות להסדרים מתנגשים אלה וקבע בסעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים כי "הסדר שכל כבילותיו נקבעו על פי דין" לא ייחשב להסדר כובל.

בית המשפט העליון אימץ את הפרשנות המצומצמת לסעיף זה, שלפיה לא התכוון המחוקק לפטור כל תחום שמסדירה המדינה מתחולת דיני ההגבלים העסקיים, אלא לעשות זאת רק כאשר המדינה, כחלק מהסדרתו הסטטוטורית של ענף עסקי מסוים, קובעת כללים ספציפיים היוצרים לכאורה הסדר כובל.⁸⁷ בית המשפט העליון הדגיש את הצורך לעשות מאמץ פרשני, ככל האפשר, ליישב בין ההסדר הסטטוטורי הספציפי לבין דיני ההגבלים העסקיים, ורק כאשר אי אפשר להחיל את ההסדר הסטטוטורי הספציפי ואת דיני ההגבלים העסקיים בד בבד, סעיף 3(1) לחוק דיני ההגבלים העסקיים ייסוג מפני ההסדר הספציפי.⁸⁸ בפסק הדין בעניין מודגל⁸⁹ דן בית המשפט בתחולתה של אחריות פלילית בניירות ערך כאשר חברה מדווחת לא דיווחה למשקיעה על הפעולות שלשיטת רשות ההגבלים העסקיים היו הסדר כובל שלא כדין. במקרה זה עלתה השאלה אם אי-דיווח על ביצוע עברה פלילית (הסדר כובל) על ידי החברה המדווחת היא הפרת חובת הגילוי למשקיע הסביר. בדיון שנערך בנושא בבית המשפט לא נשללה כלל, עקרונית, האפשרות לאכיפה פלילית כפולה על ידי שתי רשויות בגין אותה פעולה. נהפוך הוא – בית המשפט קרא לרשויות לתאם פעולותיהן על מנת שהאכיפה הכפולה תבצע נכון וביעילות.⁹⁰ קריאה זו של בית

86 עניין בורוביץ, לעיל ה"ש 14, פס' 83. מלשון ס' 3(1) לחוק עולה כי המחוקק לא התכוון לפטור מתחולת דיני ההגבלים העסקיים כל תחום שהמדינה מסדירה. כפי שנקבע בפסק דין האמור, חוק ההגבלים העסקיים ייסוג מפני הסדר ספציפי הקבוע בדין אחר רק כאשר אי אפשר להחיל בד בבד הן את ההסדר הסטטוטורי הספציפי והן את דיני ההגבלים העסקיים. בדומה לזה, בית הדין להגבלים עסקיים קבע כי דיני ההגבלים העסקיים חלים תחולה גורפת אלא אם יש פטור סטטוטורי מפורש. לשיטתו, "נקודת המוצא היא שיש לפרש את חוק ההגבלים העסקיים בהרמוניה עם ההוראות החוקים המסמיכים הנוכחים וההנחיות המקצועיות הניתנות על-פיהם". ראו הכרזה על בעל מונופולין לפי ס' 26(א) לחוק ההגבלים העסקיים: אל על נתיבי אויר לישראל בע"מ – בעלת מונופולין במתן שירות אבטחת תעופה בחוץ לארץ, 6 (9.9.2012) הגבלים עסקיים 500221. הכרזה זו אושרה בבית הדין בה"ע (הגבלים עסקיים) 52563-09-12 אל-על נתיבי אויר לישראל בע"מ נ' הממונה על הרשות לגבלים עסקיים (17.6.2015) הגבלים עסקיים 500830. בהליך זה נדחתה הטענה של אל על נגד הכרזה עליה בעלת מונופולין מקום שבו השירות שמוענק נכפה עליה על ידי המדינה.

87 שם. בית המשפט הפנה למאמרו של זאב גלמור "גישתו של הממונה לפיקוח על הגבלים עסקיים – סוגיות נבחרות" עיוני משפט טו 589, 599 (1990). ככלל, בית הדין להגבלים עסקיים ורשות ההגבלים העסקיים אימצו פרשנות מצמצמת לתחולת ס' 3 לחוק ההגבלים העסקיים. ראו בעניין זה עניין המועצה הישראלית לצרכנות, לעיל ה"ש 7, פס' 20.5, וכן החלטה לפי ס' 14 לחוק ההגבלים העסקיים בדבר מתן פטור מאישור הסדר כובל – הסכם בין GE Medical Systems, אלסינט בע"מ ואלג'מס בע"מ (5.4.2000) הגבלים עסקיים 3011910.

88 בית המשפט העליון אף הפנה להלכות שנקבעו בבית המשפט העליון בארצות הברית לעניין התנגשות בין דיני ההגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך, כפי שנקבעו ב: Gordon v. N.Y. Stock Exch., Inc., 422 U.S. 659, 682 (1975), וכפי שיפורטו בהרחבה בהמשך מאמר זה.

89 ת"פ 1274/00 (מחוזי י-ם) מדינת ישראל נ' מודגל בע"מ (פורסם בנבו, 22.3.2010).

90 שם, פס' 281.

המשפט מבהירה כי בכל הנוגע לדין בישראל, דיני ההגבלים העסקיים אינם נסוגים מפני אכיפה בניירות ערך, ולהפך. בדומה לזה, רשות ההגבלים העסקיים הביעה דעתה כי "עקרונית דיני ההגבלים העסקיים מהווים מסגרת כללית החלה על כל גורם עסקי הנופל בגדר תחולתו של החוק, אשר ייסוג רק מקום בו נקבע מפורשות סייג בדבר תחולת החוק, או שהוראת חוק אחרת בעלת תחולה מקבילה מסדירה את הסוגיה באופן הדוחה בכירור, במפורש או מכללא, את תחולת חוק ההגבלים על המקטע המוסדר".⁹¹

כפי שיפורט בהרחבה במאמר זה, פתרונות אלה אינם ישימים תמיד באשר לערך הגילוי, ולכן הפרשנות המצמצמת שקבע בית המשפט העליון לסעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים, לצד היעדר האפשרות לפנות בזמן אמת לרשות ההגבלים העסקיים בבקשת פטור פרטנית, מחייבים מציאת פתרון מערכתי לבעיה המפורטת במאמר זה.

(ב) החריג הסטטוטורי שבסעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים אינו מיישב בין הדינים

דיני ניירות ערך מחייבים תאגידיים שניירותיהם מוצעים לציבור לחשוף מידע רב, רגיש ומהותי למשקיע הסביר על מנת שיוכל לקבל החלטה מושכלת באשר להשקעתו בניירות הערך של התאגיד. חוק ניירות ערך ותקנותיו מחייבים תאגיד לפרסם מידע מהותי זה, ואף רואים באי-פרסומו עברה פלילית שדינה מאסר וקנס. בנוסף, דיני ניירות ערך מעודדים חשיפת כל מידע שיכול לסייע למשקיע הסביר לקבל החלטה מושכלת בנוגע לחברה הציבורית. מכאן שפרסום המידע עולה לכאורה, במקרים שבהם פרסומו של המידע הוא חובה, בקנה אחד עם החריג הקבוע בסעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים, וגם אם יפרסם

91 החלטה בדבר אי הכרזה על הבורסה לניירות ערך בתל-אביב כעל בעל מונופולין, פס' 3 (13.11.1994) הגבלים עסקיים 3001295. בהחלטה זו קבעה הרשות כי "עקרונית ידורו בכפיפה אחת דיני ניירות ערך ודיני ההגבלים העסקיים, כל דין בתחומי פעולתו הייחודית והחופפת" (שם, פס' 50). בשל כך, בסמכות הממונה להכריז על הבורסה לניירות ערך בעל מונופולין, שכן סמכות זו אינה נדחית מפני הוראה מפורשת או משתמעת בחוק ניירות ערך (שם). לעתים קשתות השיקולים שמפעיל כל אחד מהמנגנונים עשויות לחפוף זו את זו. בהתייחסותה לתחולת חוק ניירות ערך ולחוק ההגבלים העסקיים יחדיו ציינה הרשות כי שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים על ידי הרשות לניירות ערך יש בה, בסופו של דבר, גם הגנה על החברות הנסחרות בבורסה, שהרי ללא שוק תקין והוגן מהיבטן של אלה, ציבור המשקיעים יכול להדיר את רגליו מן הבורסה, ובעקיפין זה גם האינטרס המוגן בחוק ההגבלים העסקיים. הרשות ציינה כי ייתכנו מקרים שבהם כל אחת מהרשויות יראו אותם באור שונה. רשות ההגבלים העסקיים לא ראתה עצמה מודרת מהחלת חוק ההגבלים העסקיים גם באותם מקרים שבהם מנגנון הפיקוח על פי חוק ניירות ערך חל. שכן, לשיטתה, כשם שחוק ניירות ערך הוא מיוחד ומומחה לעניין מטרות אותו חוק – להבטיח ציבור משקיעים – כן מנגנון הפיקוח על פי חוק ההגבלים העסקיים מיוחד ומומחה לעניין מטרות חוק זה – לשמור על התחרות. כל אחד מהם נועד בעיקרו לתת מענה לסוגיות אחרות שאינן מטופלות אצל משנהו, וכפי שפורט בהחלטה זו, בפס' 11: "עקרונית הפרשנות, לפיהם תכליתם של דברי החקיקה להשתלב זה בזה ככל הניתן, כדי ליצור 'הרמוניה נורמטיבית' – מכתיבים שעד כמה שהדבר ניתן, יפרסו שתי מערכות הפיקוח הנדונות בצוותא את כנפיהן על פעילות הבורסה, ישלימו זו את זו, כשכל אחת מהן תבחן אותה דרך האספקלריה המיוחדת לה. זאת כל עוד תחולתן המצטברת, הבו זמנית אינה גורמת להתנגשות שאין ליישבה. במקרה של התנגשות כזו, ייסוג חוק ההגבלים העסקיים, וחוק ניירות ערך יחול באורח בלעד, לצורך אותו עניין".

התאגיד מידע רגיש תחרותית אשר קיים סיכוי סביר שיפגע בתחרות בשוק, לכאורה יהיה בלתי אפשרי לטעון נגד התאגיד כי ביצע הסדר כובל.⁹²

אולם בית המשפט הכלכלי הבהיר שגילוי של המידע והשאלה אם המידע שהחברה גילתה או לא גילתה בזמן אמת עולה בקנה אחד עם דרישות החוק ותקנותיו ייבחנו בדיעבד לפי מבחן אובייקטיבי ולא על בסיס שיקול הדעת העסקי של התאגיד בזמן אמת. לשיטת בית המשפט הכלכלי, "לא ניתן להחיל על השאלה האם חברה ביצעה הפרה של הוראות הדין את כלל שיקול הדעת העסקי, גם במקום בו החלטת הדירקטוריון לא התקבלה במצב של ניגוד עניינים (קרי כאשר הגילוי לא נגע לעסקה שהחברה עצמה היא צד לה, אלא לעסקאות בשוק המשני בין מחזיקים שונים של ניירות-הערך של החברה, עסקאות שהחברה אינה צד להן)". לשיטת בית המשפט, השאלה אם חברה הפרה את הוראות הדין ועמדה בחובות הגילוי ואם לאו היא שאלה של פרשנות התקנות ולא פרשנות סובייקטיבית של החברה בזמן הפרסום.⁹³

92 חובות הגילוי שזורות לכל אורכם של דיני ניירות הערך. הן קבועות בחוק, בתקנותיו ובפרשנות שנקבעה בבית המשפט וברשות ניירות ערך. ראו לדוגמה ס' 30–37 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), המפרטים מהו המידע שאותו נדרשת החברה לפרסם בדיווח מידי. רשימה זו כוללת, בין היתר, דוח לפי דרישת הרשות לניירות ערך, שינוי בהון, בזכות ההצבעה וקבלת דיבידנד, הענקת זכויות לרכישת מניות, שינוי בהחזקת המניות או ניירות הערך בידי בעל עניין או שנכרת חוזה שביצעו יגרום לשינוי כזה, חילופי נושאי משרה בכירים, מינוי וחילופין של רו"ח בחברה. נוסף על כך קיים סעיף סל (ס' 36א), שלפיו יש לדווח על כל אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים. לפי סעיף זה יש לבחון אם עסקה היא עניין החורג מעסקה הרגיל של החברה, ואם אפשר שתהיה לעסקה השפעה מהותית על החברה ועל מחיר ניירות הערך. החברה נדרשת לפרסם גם עסקאות המצויות בשלבי המשא ומתן ולא רק כאלה שנחתמו. אולם חברה אינה צריכה לפרסם אירוע שידוע לציבור, אלא אם כן יש לאירוע השפעה מיוחדת על עסקי החברה. ס' 10 לתקנות אלה קובע כי בדוח הדירקטוריון נדרשת החברה לפרט מידע מהותי דומה. מידע זה כולל, לדוגמה, את החשיפה הכלכלית של התאגיד (סיכוני השוק המתייחסים לערך התאגיד או לתזרימי המזומנים שלו); ניהול סיכוני שוק (האמצעים שהתאגיד נוקט כדי להשפיע על חשיפתו לסיכוני שוק); גורמי שוק שמשפיעים על התאגיד (לרבות ריבית, שער חליפין, מחירי מוצרים ושירותים הנסחרים בשוקי סחורות (Commodities), מחירי ניירות ערך נסחרים בישראל ומחוץ לישראל, מדדי מחירים ומדדי ניירות ערך) וכיו"ב. מכאן שעל פי תקנות אלה מודגש בעיקר מידע שאינו גלוי לציבור ושיש לו השפעה מהותית על החברה. חובת גילוי המידע והימנעות מהטעיה במסגרת הגילוי אינם מתמקדים רק במועד הדיווח של החברה לציבור המשקיעים, אלא הם חלים עוד קודם לכן, במועד שבו נמסר מידע זה לדירקטוריון החברה על מנת שזה יקבל החלטה. מסירת המידע, כבר במועד זה, צריכה להיבחן במבט צופה פני עתיד, ולפיו המידע שמוצג לדירקטוריון יכול להגיע, בסופו של דבר, למשקיעים. גם אם לא יינקטו הליכים נגד הצגת מידע חלקי ומטעה לדירקטוריון, הרי שהחברה ונושאי המשרה שהציגו מידע זה עדיין יכולים למצוא עצמם חבים בחובות בגין הפרת חובת הגילוי, ובכלל זה הימנעות מגילוי מידע מטעה. בכך קיימת הפרדה בין ההפרה העיקרית, איסור ההטעיה, לבין הפרת חובת הגילוי, שהיא עברת דיווח. להרחבה בעניין זה ראו תיק (ועדת האכיפה המינהלית) 3/14 יו"ר רשות ניירות ערך נ' רוזן (פורסם בנבו, 16.6.2015). הליך זה דומה למקרה שבו חברה תפר את חובותיה על פי דיני ההגבלים העסקיים, אולם היא לא תואשם בהפרת דיני ההגבלים העסקיים אלא רק בעצם אי-דיווח על ההפרה.

93 עת"ם (מחוזי ת"א) 32268-11-14 מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב, פס' 48 (פורסם בנבו, 29.4.2015). עמדה זו תואמת גם את הלכת בית המשפט העליון בעניין ורדינקוב, לעיל ה"ש 38, פס' 73–74, שלפיה כלל שיקול הדעת העסקי הוא בבחינת "בררת מחדל", ועל פיו החלטותיהם העסקיות של נושאי משרה נהנות מ"חזקת תקינות", המקנה להם מעין חסינות מפני תביעות

לכן לשיטת בית המשפט ורשות ניירות ערך, אם החברה לא פעלה על פי האמור בתקנות על פי פרשנות הנכונה ולא עמדה בחובות הגילוי, יש לקבוע כי היא ביצעה הפרה. אופן הפעלת שיקול הדעת של הדיקטוריון והעובדה כי היה סבור כי די בגילוי כפי שהוא בוצע אינם משליכים על הקביעה אם החברה ביצעה הפרה אם לאו. בית המשפט הכלכלי דחה את טענת החברה שלפיה לא היה מקום לחייב אותה משום שהתקנות אינן קובעות קריטריון ברור באשר להיקף חובת הגילוי שהיא עברה "סובייקטיבית", קשה להוכיח וטעונה פרשנות והפעלת שיקול דעת.

בשל קביעה זו, שלפיה הפרות אינן מחייבות יסוד נפשי כלשהו מהמפר, הרי שרק בדיעבד יבחנו הן דיני ההגבלים העסקיים והן דיני ניירות ערך אם המידע שהחברה גילתה עומד הן בדרישות חוק ניירות ערך והן בחוק ההגבלים העסקיים. ואם יוחלט שגילוי המידע לא עמד בדרישות חוק ניירות ערך, הרי שמידע זה ממילא אינו יכול לחסות בסעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים גם אם פרסום המידע נעשה בחברה בתום לב.

פרשנות מצמצמת של סעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים לצד הקביעה שהחלטה אם המידע שגילתה החברה עומד בדרישות חוק ניירות ערך ותקנותיו תיבחן רק בדיעבד ועל פי מבחנים אובייקטיביים, מותרים את החברה שפרסמה את המידע במצב שבו היא אינה יכולה להיות בטוחה, בזמן אמת, כי לא טעתה בפרשנות התקנות, שכן גם טעות בתום לב איננה פותרת את החברה מאחריות להפרה. לכן גם אם היה המפר תם לב, וגם אם סבר כי הפרשנות שלו להוראות התקנות היא הפרשנות הנכונה, אין בכך כדי לפתור את המפר מאחריותו להפרה הן על פי דיני ניירות ערך והן על פי דיני ההגבלים העסקיים.⁹⁴

ההתנגשות במקרה זה בין הדינים תהיה בנוגע לתוכן המידע וההשלכות מפרסומו. ככל שהמידע מהותי יותר לחברה, סודי יותר ויכול להשפיע על מהלכה, כך תבקש רשות ההגבלים העסקיים למנוע את חשיפתו ולהוציאו מתחולת חובת הגילוי, ואילו רשות ניירות ערך מבקשת ומחייבת שמידע זה ידווח מיד לציבור המשקיעים, וביתר פירוט בתשקיף ובדוחות התקופתיים שנדרשת החברה המדווחת להגיש, ולכן החברה תסבור שגילוי המידע המפורט מחויב על פי דין. ההכרעה אם המידע אכן חוסה בחוק ניירות ערך או שמא הוא רחב מהנדרש או מפורט מהנדרש תיבחן רק בדיעבד.⁹⁵

בגין הפרת חובת זהירות. אולם בית המשפט העליון הוסיף וקבע כי חסינות זו אינה מוחלטת, וכי "הקביעה כי עקרונותיו של כלל שיקול הדעת העסקי נקלטו אחר כבוד בדיני החברות בישראל, אינה תרופת פלא שיש בה משום מענה לכל שאלה וסוגיה המתעוררת בנוגע להיקף הביקורת השיפוטית על החלטותיהם של נושאי משרה. החשוב לענייננו, שעקרונותיו של הכלל בעינם עומדים, ויש להניח כי הפסיקה תתרום להגדרת רכיביו וגבולותיו ממקרה למקרה, תוך התאמתו לנוף דיני החברות הישראלי" (שם, פס' 74).

94 לאחר קביעה שבוצעה הפרה יבחנו את שאלת הנזק התחרותי, הנזק למשקיע הסביר ושאלת כוונת הצדדים. הבחינה תיעשה לצורך קביעת הסנקציה המתאימה אולם לא לעצם קביעת קיומה של הפרה. ראו בהקשר זה עניין חברת החשמל, לעיל ה"ש 58.

95 היקף המידע שנדרש לפרסם בתשקיף מופיע בתוספת הראשונה לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט–1969. לעניין המועדים – ס' 30(ב) לתקנות אלה קובע כי "המועד להגשת דו"ח מיידי – אם לא נקבע אחרת בתקנות אלה – הוא: (1) משנודע לתאגיד לראשונה על אירוע עד השעה 9:30 ביום מסחר כלשהו – לא יאוחר משעה 13:00 באותו יום; (2) משנודע לתאגיד לראשונה על אירוע במועד אחר – לא יאוחר משעה 9:30 ביום המסחר שלאחריו; (3) בתקנה זו – נודע

בשל דרישת הגילוי הנרחבת ומטרות דיני ניירות ערך להעניק למשקיע מידע רב ככל הניתן, רשות ניירות ערך לא תתערב ככלל (ולא התערבה עד כה) במקרה שהמידע שיפורסם יהיה מידע רב מידי. אולם רשות ההגבלים העסקיים או בית המשפט יוכלו להחליט, בדיעבד, שמידע זה הוא מידע רחב מהנדרש על פי דין, וכי חשיפתו של המידע המסחרי הסודי עלול לפגוע בתחרות, ומשכך לתקוף את גילוי המידע בהתבסס על האיסור הקבוע בדיני ההגבלים העסקיים.

בעיה זו מתחדדת כאשר רשות ניירות ערך מעודדת גילוי וולונטרי למשקיעים על ידי חברה ציבורית, ומותרת החלטה זו לשיקול דעת החברה. לשיטת הרשות, על החברה לספק מידע לציבור המשקיעים הדומה לזה שהיה בידי הנהלת החברה. גילוי המידע צריך להיות כזה שיצמצם את הפער בין המידע המוצג בפני הנהלה לבין המידע המוצג לציבור במסגרת דוח הנהלה. על דוח הנהלה לשקף את המידע שהוצג להנהלה ושעל בסיסו נערכו הדיונים בהנהלה. כך הרשות מעודדת לחשוף בפני ציבור המשקיעים מידע צופה פני עתיד, אם אין חובה לגלותו.⁹⁶

במסגרת החובה הסטטוטורית לגלות מידע רגיש, שגבולותיה אינם ברורים עד תום, נותרת החברה בחוסר ודאות בעת פרסום המידע. לדוגמה, החברה תידרש להכריע בזמן אמת אם מידע על תחרות, אסטרטגיה שיווקית, מהלכים עם מתחרים וכן מידע תחרותי

לתאגיד לראשונה על אירוע – נודע לראשונה על התרחשות האירוע לאחר מאלה: יושב-ראש הדירקטוריון של התאגיד, המנהל הכללי שלו, מנהל העסקים הראשי שלו, נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים בתאגיד, מזכיר התאגיד, או ממלא תפקיד כאמור בתאגיד אף אם תואר משרתו שונה".
96 ראו לעניין זה עמדת הרשות כפי שבאה לידי ביטוי בשנת 2014 בהצעות חקיקה בעניין שיפור הדוחות, לעיל ה"ש 83. בנייר עמדה זה הביעה רשות ניירות ערך עמדתה כי על הנהלה מוטלת החובה לדווח בדוחותיה על כל מידע מהותי, ואף להימנע מהכללתו של מידע שאינו מהותי, וככתוב בעמ' 8-9 לנייר עמדה זה: "מהותיות – בהתבסס על העובדות והנסיבות הרלוונטיות, על התאגיד לקבוע מהן העובדות והעניינים המהותיים למצבו הכספי ולתוצאות פעולותיו. התמקדות זו במהותיות חשובה במיוחד מקום בו עסקיו של התאגיד, מבנהו הארגוני ואופי עסקאותיו הינו מורכב ומגוון. על התאגיד להימנע ממתן גילוי לא מהותי ומהעמסת מידע שעלולה לגרוע מטיב הגילוי. מיקוד – על דוח הנהלה להיות מוצג תוך התמקדות במידע המשמעותי ביותר ותוך עמידה בעקרונות עריכת והצגת דוח הנהלה ובפרט: על דוח הנהלה להיות עקבי עם המידע המוצג בדוחות הכספיים; במידה שהדוחות הכספיים כוללים ביאור על מגזרי הפעילות, על דוח הנהלה להתייחס גם לניתוח המגזרי; על הנהלה להימנע מהכללת מידע שאינו נוגע לסביבתו העסקית של התאגיד ולנסיבות הקשורות בפעילותו; על דוח הנהלה להתמקד באינדיקטורים המרכזיים למצבו הכספי ותוצאות פעילותו. מיקוד באינדיקטורים אלו וזיהוי מדדי המפתח לביצועי התאגיד יגבירו את איכות הדיון והניתוח של הנהלה ויקדמו את המובנות של הדוח" (ההדגשות הוספו, הדגשות במקור הוסרו). ראו לדוגמה המלצותיו של דוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו, מרס 2001 (הידוע כ"דו"ח ברנע"). גם הוועדה הותירה בהמלצותיה, שעל בסיסן נחקקו תקנות ניירות ערך, שיקול דעת רחב לחברות ועודדה אותן לחשוף מידע נוסף מרצון, גם אם מידע זה אינו כלול במידע שאותו נדרשת החברה לגלות. בנוסף, ניתן לראות את ההתנגשות בין חובותיה של חברה ציבורית לחשוף מידע על קיומו וניהולו של משא ומתן מהותי ואת פרטי המשא ומתן, ואילו בהגבלים עסקיים מבקשת רשות ההגבלים העסקיים להימנע מפרסומו של מידע רגיש מבחינה תחרותית עד לסיומו של המשא ומתן ואף עד לשלב ה-Closing. ראו "גילוי דעת בדיקת נאותות", לעיל ה"ש 12.

רגיש, ייחשבו מידע שחובה למסרו על פי דין, ולכן יהיה המידע מוגן על פי סעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים.

חוק ניירות ערך מאזן בין חובת הגילוי כלפי המשקיע הסביר לבין אינטרסים נוגדים. לדוגמה, בסעיף 19 לחוק נקבעו תנאים למתן פטור מגילוי של פרט בתשקיף: האחד – עניין הקשור באינטרס שמירה על סוד מסחרי של התאגיד; האחר – גילוי העלול לפגוע באינטרס ציבורי שעניינו ביטחון המדינה, כלכלת המדינה או חקירה פלילית.

כאשר לדוגמה חברה אינה מעוניינת לחשוף את סודותיה, עליה לפנות לרשות ניירות ערך ולבקש פטור מהכללת פרט בתשקיף אם "לדעתה, שמירה על סוד מסחרי של המציע מצדיקה אי גילוי הפרט, ובלבד שאינו פרט שאילו היה כלול בתשקיף היה משקיע סביר עשוי להימנע מרכישת ניירות הערך המוצעים"⁹⁷. מכאן שרשות ניירות ערך היא שמאזנת בין טובת החברה בשמירה על סוד מסחרי לבין טובת ציבור המשקיעים, ולפיכך לפי עמדתה והצהרותיה היא תיתן עדיפות לערך הגילוי. בנוסף, במסגרת שיקוליה היא אינה נדרשת ואינה מוסמכת לבחון את החשש מפני חשיפת המידע בשל שיקולים אחרים שאינם נוגעים לתחום סמכותה (כגון שיקולים מתחום ההגבלים העסקיים) אלא אם קיבלה פנייה בנוגע לכך מהגורמים האמונים על אכיפת האינטרסים הנוספים. מכאן שהכרעה בדבר חובת הגילוי עלולה להתנגש אף היא בהעדפת רשות ההגבלים העסקיים להימנע מפרסום גלוי של מידע מסחרי מהותי לתאגיד.

סעיף 19 לחוק ניירות ערך מציג את הגישות המנוגדות שבין חוק ניירות ערך לחוק ההגבלים העסקיים.⁹⁸ סעיף 19 לחוק ניירות ערך מדגיש את הצורך של תאגיד לשמור על סודות מסחריים בשל שיקוליו שלו, לצורך שמירה על סודותיו, ואילו רשות ההגבלים העסקיים מדגישה את הצורך שלא לחשוף מידע סודי בשל האינטרסים של כלל הציבור. סעיף 19(א) מעניק לתאגיד את שיקול הדעת אם לפנות לרשות ניירות ערך בבקשה שלא לחשוף את המידע או שלא לפנות כלל ולחשוף את המידע הסודי כנדרש על פי הדין (ועל פי זה, לשיטת רשות ההגבלים העסקיים – לבצע מהלך לא תחרותי שמקל תיאום בין חברות וריכוך ההליך התחרותי). הסדר דומה הוחל, בשינויים המחויבים, בסעיף 36 לחוק ניירות ערך גם על פטור מגילוי בדיווח או בהודעה.

כאשר תאגיד פונה לרשות ניירות ערך בבקשה לבחון את חומרת הפגיעה התחרותית בחשיפת המידע, אין הכוונה לבחינת הפגיעה בתחרות במשק כולו אלא פגיעה בתאגיד זה בעצם חשיפת המידע למתחריו. חופש התחרות בהקשר של דיני ניירות ערך שונה מחופש התחרות שרשות ההגבלים העסקיים בוחנת. חופש התחרות שייבחן על ידי רשות ניירות ערך הוא החופש של התאגיד הפונה להתחרות עם גופים מתחרים, והחשש של התאגיד

97 ס' 19(א) לחוק ניירות ערך.

98 ס' 19(א) לחוק ניירות ערך, שעניינו פטור מגילוי בתשקיף, קובע: "הרשות רשאית לפטור את המציע מהכללתו של פרט בתשקיף אם – (1) לדעתה, שמירה על סוד מסחרי של המציע מצדיקה אי גילוי הפרט, ובלבד שאינו פרט שאילו היה כלול בתשקיף היה משקיע סביר עשוי להימנע מרכישת ניירות הערך המוצעים; (2) גילוי עלול לפגוע בבטחון המדינה או בכלכלתה או בחקירה שמנהלת משטרת ישראל או הרשות, ושר הבטחון או שר האוצר או שר המשטרה או יושב ראש הרשות, לפי הענין, או מי שאחד מהם הסמיכו לכך, אישר בתעודה בחתימת ידו כי יש בגילוי פגיעה כאמור".

שחשיפת המידע תפגע בכושר התחרות של התאגיד מעצם חשיפת הסוד המסחרי למתחרים במסגרת חובת הגילוי. ראוי לשים לב כי החוק אינו מפנה לרשות ההגבלים העסקיים על מנת שתחווה דעתה בנוגע להשלכות התחרותיות שיש לחשיפת המידע בפן הרחב, היינו השפעתה של חשיפת המידע על התחרות בשוק שבו פועלת החברה המדווחת. משכך, שיקולי התחרות במובנם הרחב אינם מובאים לכדי ביטוי, וספק אם יש לרשות ניירות ערך יכולת או סמכות להביאם במכלול השיקולים בעת הכרעה בנושא זה.

כאשר בחנו בתי המשפט ורשות ניירות ערך את חופש התחרות העסקי בהקשר זה, הם דנו בזכויותיו של התאגיד לשמור על נכסיו (ובכלל זה סודותיו המסחריים) אל מול חובת הגילוי ובאיזון בין אינטרס הפרט – שמירה על סוד מסחרי ועל חופש העיסוק של התאגיד – לאינטרס הציבור – גילוי מלא.⁹⁹ כאשר בית המשפט בחן בעניין השקעות דיסקונט את חובת הגילוי מול זכות התאגיד לסודיות הוא דן בפן הפרטי של הזכות לתחרות הוגנת, ואילו כאשר הוא דן במהותה של זכות התחרות ההוגנת בראי דיני ההגבלים העסקיים הוא הדגיש את האינטרס הציבורי הכללי של התחרות, בניגוד לאינטרס של הפרט.¹⁰⁰ מפסקת בית המשפט בעת בחינת סוגיות התחרות בהגבלים העסקיים ניתן ללמוד כי התחרות היא אמצעי להשגת המטרה – הגנה על הציבור ולא הגנה על צרכן אחד או עסק אחד בודד. כדברי השופט גולדברג: "האינטרס הדומיננטי בדיני ההגבלים העסקיים הינו אפוא האינטרס הציבורי, ולא אינטרס הפרט, אשר אינו זוכה להגנה, אלא כתוצר לוואי ממימוש האינטרס הציבורי בקידום התחרות".¹⁰¹ מכאן שעצם הדיון במושג "התחרות ההוגנת", ובוודאי פירושו של מושג זה באותו בית משפט בעת בחינת סוגיה בהגבלים עסקיים ובדיני ניירות ערך, שונה בתכלית.

למעשה, לא נעשה דיון בנוגע לאיזונים הנדרשים בין שני האינטרסים המנוגדים – חופש התחרות במובנו הציבורי על פי דיני ההגבלים העסקיים לבין חופש הגילוי וההגנה על התחרות במובנה הפרטי על פי חוק ניירות ערך. כאמור, גם בית המשפט העליון ערכב בין ההגנה על התחרות כאינטרס של הפרט לחופש עיסוק לבין ההגנה על התחרות החופשית כאינטרס של החברה ושל ציבור הצרכנים בכללותו. ערכוב זה נובע מהאינטרסים הנוגדים של הדינים ומהיעדר היכולת לאזן ביניהם.¹⁰²

במסגרת איזונים בערך הגילוי בין הדינים השונים, והאינטרסים המנוגדים של הדינים, כפי שהוצג לעיל, ראוי לבחון שתי סוגיות נוספות של חובת הגילוי וההשלכות התחרותיות. הסוגיה הראשונה היא במקרה שבו חברות ציבוריות מבקשות לנצל לרעה את מנגנוני הגילוי של חוק ניירות ערך כדי לשלוח איתותים למתחרים, להקל תיאום בשווקים או להרתיע מתחרים מפני כניסה לשווקים. במקרה זה החברה הציבורית מעוניינת לפרסם את המידע

99 ראו עניין השקעות דיסקונט, לעיל ה"ש 33, פס' 291.

100 ראו לדוגמה עניין ישקר, לעיל ה"ש 36, (חובת הגילוי בניירות ערך) אל מול מטרות דיני ההגבלים העסקיים בעניין בורוביץ, לעיל ה"ש 14.

101 ע"א טבעול, לעיל ה"ש 6, בעמ' 171.

102 עניין השקעות דיסקונט, לעיל ה"ש 33, פס' 292, שם הפנה בית המשפט העליון לדיון בנוגע לחופש התחרות בפן של דיני ההגבלים העסקיים, אולם הוא עשה זאת כאשר דן בחופש התחרות כאינטרס של התאגיד כפרט להגן על סודותיו המסחריים ולא על האינטרס של הציבור בכללותו – לשמור על תחרות בין תאגידים.

מתוך מוטיבציה להפחית את התחרות, אולם היא תטען כי מידע זה נכלל בפטור הקבוע בסעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים, ולכן גם אם מטרתה או תוצאתו של גילוי המידע הם הפחתת התחרות או הסיכוי לפגיעה ניכרת בתחרות, אין לאסור את פרסומו של המידע – תהא התוצאה התחרותית אשר תהיה. כך, יש לוודא מבחינת דיני ההגבלים העסקיים שהחברה הציבורית לא תנצל לרעה את דרישות הגילוי כדי לתאם עם המתחרים או לצנן את התחרות. כאן תפקידה של רשות ההגבלים העסקיים יהיה לבחון דווקא את אותם מקרים שבהם פרסום המידע נעשה על פי חובות הגילוי, אולם אופן פרסומו והמטרות שעמדו מאחוריו אינם ראויים לחסינות.

הסוגיה השנייה נוגעת לרצונה של חברה ציבורית להימנע מפרסומו של מידע תחרותי רגיש מתוך רצון למנוע פגיעה תחרותית בה. במקרה זה חברות ציבוריות יכולות לבקש להימנע מפרסומו של מידע סודי ומהותי לחברה על אף חובות הגילוי הנרחבות על מנת למנוע את הפגיעה התחרותית בהן מעצם פרסומו של המידע, שכן כפי שהכירה בכך גם רשות ההגבלים העסקיים, עצם החשיפה החד-צדדית עשויה, כשלעצמה, לגרום לפגיעה תחרותית. מניע לגיטימי זה עומד בסתירה למגמת בתי המשפט ורשות ניירות ערך, שהרחיבו בשנים האחרונות את חובות הגילוי והעדיפו להעמיד לרשות המשקיע הסביר מידע רב ומהותי. בהקשר זה יש לבחון אם ההצדקה של הרחבת חובות הגילוי על מידע סודי מהותי לחברה (כדוגמת פרסום מחירים בהסכמים מהותיים של החברה עם ספקים או עם לקוחותיה, החלטות של שינויי כיוון אסטרטגיים ותכניות לעתיד, התמקדות בשווקים מסוימים, חשיפת גורמי סיכון מהותיים וכו'), עדיפה על פני החשש, הן של רשות ההגבלים העסקיים והן של החברה הציבורית, מפני חשיפתו של מידע כאמור. שכן, לשיטת רשות ההגבלים העסקיים, כפי שבאה לביטוי בטיוטת פטור הסוג התבטאויות פומביות, פרסומו של מידע זה עלול לפגוע ביכולתן של החברות הציבוריות להתחרות ומסייע למתחרים שלהן לרכך את התחרות, ומשכך, אף לפגוע באותה חברה ציבורית שהמידע על אודותיה נחשף. כך, ייפגע לא רק הציבור בכללותו אלא גם בעלי המניות של החברה הציבורית אשר עלולה להיפגע תחרותית בעקבות חשיפת המידע, ומשכך – יפחת שווייה.

במקרים הנמנים עם הסוגיה השנייה האמורה, יש התנגשות אינהרנטית, שלכאורה אינה ניתנת לפתרון. פרסום מידע לכלל הציבור אכן מסייע לתמחור יעיל של ניירות הערך וליעילות שוק ההון, ועם זאת, באופן בלתי נמנע, גם חושף את החברה וגורם לה "להתפשט" בפני מתחריה ומקשה עליה להתחרות עמם. לחברה הציבורית אין "כוונה רעה", ולמעשה היא נקרעת בין שתי דרישות סותרות: מחד לפרסם הכול כדרישת דיני ניירות ערך, ומאידך למנוע פרסום חלק מהמידע כדי לשמור על מעמדה התחרותי של החברה (ומכאן על ערך המניה), בין היתר לטובת אותם משקיעים ממש שרכשו את מניותיה. כוונתה של החברה במקרה זה תואמת את כוונת רשות ההגבלים העסקיים אך אינה תואמת את זו של רשות ניירות ערך.¹⁰³

103 שתי סוגיות אלה הן דוגמאות למקרים שבהם ס' 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים אינו יכול להיות, כשלעצמו, פתרון לבעיה המוצגת במאמר ולהתנגשות האפשרית בין חובות הגילוי בחוק ניירות ערך לבין השמירה על התחרות בהיבט של דיני ההגבלים העסקיים.

(ג) חסינות על פעולות בשוק ההון בארצות הברית

הליכי האכיפה שנקטו רשויות התחרות הם חריג להלכה שקבע בית המשפט העליון בארצות הברית, ולפיה פעולות שמוסדרות באסדרה של דיני ניירות ערך חסינות מפני תקיפה בגין היותן מנוגדות לדיני ההגבלים העסקיים. בארצות הברית הוענקה לפעולות בשוק ההון חסינות פסיקתית. חסינות זו נדונה ונקבעה בפסק הדין המנחה של בית המשפט העליון בעניין *Billing*, אשר דן בהתנגשות הישירה שבין דיני ההגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך.¹⁰⁴

במקרה זה הגישו התובעים תביעה נגד בנקים להשקעות שהחזיקו יחד בכוח שוק, בטענה כי בנקים אלה פעלו במשותף למניעת תחרות בשוק ההנפקות לציבור (initial public offers), להעלאת מחיר המניה ושיעור העמלה שיקבלו. ההסדרים שבעניינם נטען כי הם מפרים את דיני ההגבלים העסקיים היו בנוגע למחיר הרכישה של נייר הערך שהוצע וקשירה בין רכישת ניירות ערך וגביית מחיר עמלה גבוה מדי. התובעים טענו כי פעולות אלה מפרות את סעיף 1 ל-Sherman act בשל קיומו של הסדר כובל בין הבנקים להשקעות.

בית המשפט העליון נדרש לשאלה אם הפעולות שבוצעו בתחום של ניירות ערך ובאחריות רשות ניירות הערך האמריקאית חסינות מפני טענה להפרה על פי דיני ההגבלים העסקיים. במסגרת זו עלתה השאלה אם בידי רשות ניירות הערך יש הסמכות לחוקק אסדרה שתהא מנוגדת לדיני ההגבלים העסקיים. בית המשפט העליון החל את פסק הדין בהבהרה שהפעולות שנקטו בתי ההשקעות הן לפי האסדרה של רשות ניירות הערך (ה-SEC), ושלרשות זו הייתה האפשרות לפקח על פעולות אלה ולמנוע אותן.

אף שרשות ניירות ערך התנגדה למעשים שבגינם הוגשה התביעה ההגבלית, קבע בית המשפט כי דיני ניירות ערך בהקשר זה מנוגדים לדיני ההגבלים העסקיים, ולפיכך הסיק בית המשפט כי בכך התכוון המחוקק להחריג את דיני ניירות הערך מתחולת דיני ההגבלים העסקיים. לשיטת בית המשפט, הטלת אחריות על פי דיני ההגבלים העסקיים, גם בגין מעשה שמנוגד לחוק ניירות ערך אך מפוקח על ידו, ומתן פתח לבתי המשפט לסרטט את גבולות המותר והאסור בהגבלים עסקיים בהקשר זה עלולים לגרום לנזק גדול ביותר בשוק ההון. מכיוון שהחוק בנוגע לפעולות שביצעו הבנקים מקשה את ההבנה מהן הפעולות

104 הלכת *Billing*, לעיל ה"ש 1. לניתוח החסינות הפסיקתית של דיני ניירות הערך מפני הפרה של דיני ההגבלים העסקיים ראו Jacob L. Kahn, *From Borden to Billing: Identifying a Uniform Approach to Implied Antitrust Immunity from the Supreme Court's Precedents*, 83 CHI.-KENT. L. REV. (2008) 1439. החסינות הפסיקתית מפני הפרה של דיני ההגבלים העסקיים צומצמה מאוד בבית המשפט העליון בארצות הברית בפסק הדין *Fed. Trade Comm'n v. Phoebe Putney Health Sys., Inc.*, 133 S. Ct. 1003 (2013). גם בטרם פסקי דין אלה דן בית המשפט העליון בחסינות ההגבלית בעת התנגשות דיני ההגבלים העסקיים עם דיני ניירות ערך. ראו *Silver v. N.Y. Stock Exch.*, 373 U.S. 341 (1963); *United States v. Nat'l Ass'n of Sec. Dealers, Inc.*, 422 U.S. 694; לעיל ה"ש 88; הלכת *Gordon*, לעיל ה"ש 88; לסיקור הלכות אלה ראו Stacey Sheely Chubbuck, *Securities Law and Antitrust Law: Two Legal Titans Clash Before the United States Supreme Court in Credit Suisse Securities v. Billing*, 62 OKLA. L. REV. 145 (2009). כן ראו ניב זקלר "חידושים בפסיקת בית המשפט העליון האמריקאי בדיני הגבלים עסקיים ויישומה על דיני ההגבלים העסקיים בישראל" תאגידים ד 133 (2007).

המותרות והאסורות, ראוי שרשות ניירות הערך והסוכנים שאמונים על אסדרה זו הם שיקבעו את סטנדרט ההתנהגות הראוי והרצוי.

לפיכך הסיק בית המשפט כי כאשר הפעולות הן בלב לבו של שוק ההון הראשי (ההנפקות); כאשר לרגולטורים על שוק ההון יש אפשרות לפעול ולקבוע את גבולות המותר והאסור בנוגע לפעולות אלה; כאשר איום בתביעה הגבלית עלול להרתיע משקיעים ובנקים מפני ביצוע הפעולות, הרי שיש למנוע הגשת תביעות בהגבלים עסקיים, שכן הן עלולות לפגוע פגיעה קשה בשוק ההון.

בית המשפט הדגיש ארבעה אלמנטים שהיוו הבסיס להכרעתו, ובהתקיימם קיימת התנגשות בין הדינים שמעניקה חסינות מפני תביעה הגבלית: הראשון, שהמעשה שבעניינו הוגשה התביעה הוא בלב לבה של האסדרה בדיני ניירות ערך, ולרשות ניירות ערך יש סמכות לחוקק ולפקח על המעשה; השני, שרשות ניירות ערך אכן פעלה בנושא זה; השלישי, שקיים סיכוי ממשי להתנגשות חזיתית בין דיני ניירות ערך לבין דיני ההגבלים העסקיים במקרה זה ולהנחיות סותרות בנושא על ידי האסדרה והחוקים השונים בנוגע לאותו מעשה; הרביעי, שההתנגשות עלולה להשפיע על פעולות שהן בליבת הפן הכלכלי שדיני ניירות ערך מבקשים להסדיר.¹⁰⁵

ראוי לציין כי בתיק זה העניק בית המשפט חסינות בפן ההגבלי לפעולות שלא עלו בקנה אחד גם עם דיני ניירות ערך, ולכן רשות ניירות ערך היא שפעלה לאסדרת הנושא. לעומת זאת חובות הגילוי בדיני ניירות ערך הם הליבה של האסדרה בתחום. מידע גלוי ומלא הוא חלק מרכזי מדינים אלה, ולכן קיימת התנגשות מחויבת עם דיני ההגבלים העסקיים.

אולם בשנים האחרונות נפרצה חסינות זו, כאשר רשות התחרות בארצות הברית החלה לתקוף גילויי מידע במסגרת שיחות עם אנליסטים בשוק ההון ובמסגרת פרשנות רחבה יותר למונחים "הסדר כובל" ו"תחרות בלתי הוגנת" בכל הנוגע לפרסום מידע חד-צדדי. התנהלות זו של רשות התחרות אינה מפתיעה לנוכח הסתייגותה מהפרשנות שנקבעה בהלכת *Billing*, כפי שהובעה בכתבי הטענות שהגישה לבית המשפט העליון בהליך זה, וכפי שהובעה בהליכים נוספים שעמדו בפני בית המשפט העליון בנוגע לחסינות ענפים שונים מפני הפרה הגבלית (כדוגמת חסינות פעולות המדינה מפני דיני ההגבלים העסקיים).¹⁰⁶

105 ארבעה תנאים אלה הופיעו בפסק הדין של בית המשפט העליון האמריקאי בעניין *Gordon*, לעיל ה"ש 88, שדן אף הוא בחסינות של פעולות שנקטו על פי דיני ניירות ערך כאשר מוגשת תביעה על פי דיני ההגבלים העסקיים בגין אותן פעולות.

106 כתבי הטענות של ה-FTC מפורסמים בכתובת: https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/amicus_briefs/credit-suisse-securities-usa-llc-v.billing/070122creditsuisse05-1157amicus.pdf. בכתבי טענות אלה הביעה רשות התחרות חשש ממתן חסינות רחבה מדי גם לפעולות שמנוגדות להנחיות של רגולציית ניירות ערך, וכדבריה: "Implied immunity thus extends to collaborative conduct that is explicitly or implicitly authorized under the securities laws and activity inextricably intertwined with such conduct. It does not follow, however, that petitioners are correct in contending that all conduct connected with initial public offerings is impliedly immune from antitrust liability because the SEC exercises 'pervasive' regulatory authority over it" (שם, בעמ' 16 לכתבי הטענות). בהמשך הבהירה רשות התחרות כי גם בהתנגשות בין דיני ההגבלים העסקיים לדינים אחרים לא תורחב החסינות כאשר הפעילות החוקית היא מסויה לפעילות

הסטייה מהחלטת בית המשפט העליון לא פסחה גם על הספרות האקדמית, אשר הביעה ביקורת משפטית חריפה על פסק הדין האמור והעלתה את החשש ממתן חסינות הגבלית בכל הנוגע לשוק ההון.¹⁰⁷

על אף החסינות האמורה החלה רשות התחרות בארצות הברית לתקוף הצהרות פומביות חד-צדדיות של גופים שפועלים בשוק ההון, וכן להתערב בפעולתם של הגופים הפועלים בשוק זה. רשות התחרות בארצות הברית השתמשה למשל בסמכויותיה על פי ה-FTC Act לתקוף פעולות שבוצעו במסגרת שוק ההון. החשש הראשון שהדגישה רשות התחרות בהקשר זה היה מפני הזמנה לתיאום בין מתחרים באמצעות הפרסומים הפומביים שמבצעים נושאי המשרה בחברות הציבוריות, לכאורה כחלק מפעילות תקינה בשוק ההון. ההזמנה לתיאום תהיה כשלעצמה הפרה של דיני ההגבלים העסקיים גם אם הזמנה זו לא התקבלה על ידי החברה המתחרה. לפיכך פתחה רשות התחרות בארצות הברית בהליכים נגד חברות שהזמינו תיאום בין מתחרים במסגרת שיחות עם אנליסטים בשוק ההון. פעילות זו, לכאורה, מפוקחת ומוסדרת על ידי שוק ההון ורשות ניירות הערך האמריקאית.

אחד ההליכים המרכזיים שנקשרו לשוק ההון בארצות הברית בנוגע לפרסום מידע פומבי היה ההליך שהסתיים בצו מוסכם נגד חברת Valassis בגין פרסום מידע פומבי. מפרסם המידע, נושא משרה בחברה, פתח שיחת ועידה עם אנליסטים בהצהרה פומבית שלפיה החברה תסיים את אסטרטגיית מלחמת המחירים שנקטה בשלוש השנים האחרונות נגד מתחרתה היחידה, ולפיכך תחזור לרמת המחירים שהייתה נהוגה לפני מלחמת המחירים ולא תוריד מחירים מעבר למחירי עבר אלה. בהמשך ציין נושא המשרה כי החברה תצפה כיצד מתחרתה מגיבה, שכן בעבר נהגה המתחרה להגיב במהירות להצהרות דומות, ואם מתחרה זו לא תחזור למחירי העבר אלא תמשיך במלחמת המחירים ותנסה לקחת לקוחות, תחזור Valassis למלחמת המחירים.

לשיטת רשות התחרות, המידע שפורסם היה מעל ומעבר לנדרש לאנליסטים בשוק ההון, ואין כל הצדקה חוקית לפרסום מידע זה. לשיטתה, נושא המשרה הניח וציפה שהמתחרה היחידה בחברה תאתר את פרסום המידע (שאותו פרסם חד-צדדית) בנוגע למדיניות תמחור חדשה של החברה במכרזים ותשווה את התמחור לזה שעליו הוצהר בשיחת האנליסטים. רשות התחרות ראתה בכך הזמנה לתיאום ולחלוקת שוק, ובהסדר פשרה בין החברה לרשות התחרות התחייבה החברה להימנע מפרסום מידע דומה בעתיד.¹⁰⁸

שעוללה לפגוע בתחרות: "Those cases recognize that the immunity for protected activity cannot be extended to the point of creating an antitrust-law-free zone, in which the legitimate basis for collaborative activity can be used as a shield to protect unrelated conspiracies" (שם, בעמ' 19 לכתבי הטענות).

107 לסקירת הביקורת ראו Jacob A. Kling, *Securities Regulation in the Shadow of the Antitrust*, 120 YALE L.J. 910, 922 (2011). מאמר זה מפנה למאמרים שמבקרים את החלטת בית המשפט העליון בעניין *Billing*, לעיל ה"ש 1, כרחבה מדי.

108 Valassis Commc'ns, Inc., F.T.C. File No. 051 0008 (Apr. 19, 2006). במקרה זה רשות התחרות השתמשה בס' 5 ל-Federal Trade Commission Act, לעיל ה"ש 75. סעיף זה דן בפעולות לא הוגנות תחרותיות וקובע כי פעולות לא הוגנות של חברות שמשפיעות לרעה על התחרות ייחשבו ללא חוקיות.

ראוי לציין כי אין מדובר בתקיפת פרסומים שבהם החברה מחויבת על פי דיני ניירות ערך, אלא פרסומים שנעשו מרצון על ידי החברה על מנת לשווק עצמה בפני אנליסטים. הפרסומים נעשו לכאורה במסגרת שוק ההון וכחלק מהתנהלות שגרתית של חברות ציבוריות המבקשות לגייס כסף מהציבור. זוהי נגיסה מסוימת בחסינות שקבע בית המשפט העליון, אולם בפעולות אלה של רשות התחרות אין כדי לסייע בהתנגשות בין חובת הפרסום על פי דיני ניירות ערך לבין החובה להימנע מהעברת מידע סודי בין מתחרים על פי דיני ההגבלים העסקיים.

לפי הליך זה, החסינות שהעניק בית המשפט העליון בארצות הברית כבר אינה מוחלטת, וכיום יש צורך לבחון מהם האיזונים בין מידע פומבי, שעדיין יזכה להגנה בדיני ניירות ערך, לבין מידע פומבי, שייחשב הזמנה לתיאום והפרה של דיני ההגבלים העסקיים אף שנעשה במסגרת פעולות בשוק ההון.

ג. מקרים פרטניים שהובאו לפתח הרשויות ובתי המשפט בישראל

1. שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים

בשנת 2008, במשבר הכלכלי, ביקשו משקיעים מוסדיים שהלוו כספים לחברה נסחרת כרוכשי איגרות חוב, לחבור יחדיו על מנת לנהל משא ומתן במשותף אל מול תאגידים ציבוריים שמצאו עצמם בקשיים תזרימיים. שיתוף פעולה זה נועד להגדיל את כוחם של המשקיעים המוסדיים כבעלי מניות מיעוט וכנושים בחברה המדווחת. שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים צפוי לסייע בפן של שוק ההון – בגיבוש פתרונות מוסכמים בין המשקיעים המוסדיים כקבוצה לבין התאגיד הציבורי שמצוי בקשיים כלכליים. שיתוף פעולה כאמור נועד לאפשר למשקיעים אלה להתגבר על בעיית הנציג, שלפיה משקיעים קטנים אדישים וחסרי עניין כלכלי לפעול נגד בעל השליטה והתאגיד. איחוד בין המשקיעים המוסדיים נועד לאפשר להם, כקבוצה, לבחון מחדש את מידת הסיכון שטמונה בהחזקה, על בסיס מידע עדכני, ולמצוא פתרונות מוסכמים שאינם מחייבים הידחקות לתרחיש קיצוני של חדלות פירעון. זאת מאחר שביזור החזקותיהם של בעלי החוב על פני תעודות התחייבות של מנפיקים שונים יוצר מצב שבו עבור סדרה נתונה יתקשה בעל חוב בודד למצוא הצדקה להשקעת המשאבים הדרושים על מנת לאסוף את מכלול המידע ולערוך את הניתוחים הכלכליים והמשפטיים הכרוכים עם פריסה מחדשת של החובות.

מצד אחד ניתן לטעון כי פעילותם של הגופים המוסדיים נעשתה מרצונם החופשי, ולפיכך התאגדותם אינה "על פי דין"¹⁰⁹ אלא מעשה רצוני שאינו זכאי לחיסיון. מנגד, חובתם של הגופים המוסדיים כלפי עמיתיהם מחייבת אותם לנקוט את מרב האמצעים ולמקסם את זכויות ההצבעה. כך, הוטלו על גופים אלה חובת "אקטיביות מוסדית" וחובות נאמנות מוגברות מאת רשות ניירות ערך. פעילותם של משקיעים מוסדיים יכולה לשמש אמצעי לפיקוח אפקטיבי על חברות, שעדיין מבוסס על התפיסה הכללית בדבר עדיפות

¹⁰⁹ השימוש בסעיף זה נעשה מכיוון שהסעיף שדן בהסדרים כובלים – ס' 1 ל-Sherman Act, לעיל ה"ש 16

– אינו כולל הזמנה לתיאום אלא תיאום בפועל בין חברות.

109 לפי ס' 1(3) לחוק ההגבלים העסקיים.

מנגנוני השוק על פני התערבות שלטונית. מכאן שהתאגדותם של גופים מוסדיים לצורך הגדלת כוחם על מנת למקסם את חוזקם של עמיתיהם מול בעל השליטה היא הגשמת מדיניות של רשות ניירות ערך המבקשת לעודדם לעשות כן.¹¹⁰ שיתוף הפעולה בין הגופים המוסדיים לצורך הגדלת כוחם נעשה מתוך כוונה להגן על עמיתיהם, למקסם את כוחם ולשמור על בעלי מניות המיעוט בחברה.

התאגדות הגופים המוסדיים נעשתה במסגרת שיח שבו הוצהרו הצהרות פומביות שונות מטעם גופים מתחרים (בדומה להצהרות הפומביות החד-צדדיות לפי חוק ההגבלים העסקיים). שיח הדדי זה, שנועד לבחון מהי עמדת כל הצדדים וכיצד ניתן למקסם את שיתוף הפעולה לטובת ציבור המשקיעים, עשוי לעלות חשש לעברה על דיני ההגבלים העסקיים – ההתנגשות שבה דן המאמר.

רשות ההגבלים העסקיים התערבה בחופש הפעולה של הגופים המוסדיים בנושא זה אף שהיה בו כדי להיות חלק מהותי מתכלית דיני ניירות ערך – הגנה על המשקיעים. במקרה זה בחנה הרשות אם שיתוף הפעולה עולה בקנה אחד עם דרישות ההגבלים העסקיים, ובכלל זה החשש מחשיפת מידע בין מתחרים. לכן הוציאה הרשות גילוי דעת בעניין שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי איגרות חוב תאגידיות,¹¹¹ שבו היא מנתחת כיצד לשיטתה על הגופים המוסדיים לפעול על מנת לעמוד בדרישות חוק ההגבלים העסקיים.

מכיוון שגילוי הדעת יצא מפתחה של רשות ההגבלים העסקיים, הבהירה הרשות כי גילוי דעת זה נועד ליצור את המנגנון המהותי ואת המסגרת הפרוצדורלית הקשורים בשיתוף הפעולה הנדון מההיבט התחרותי-הגבלי. הרשות לא התייחסה לשאלה אם היה בסמכותה לנקוט פעולות מתערבות בשוק ההון, אלא יצאה מנקודת מוצא שקיימת לה סמכות לעשות כן, ובמסגרת סמכות זו היא רשאית להתערב במספר הגופים המוסדיים שישתפו פעולה, לפי גודלם בשוק, לפי דרכי שיתוף הפעולה ביניהם וכיו"ב – וכך התערבות זו נגעה ללב לבה של האסדרה בדיני ניירות ערך.

הרשות השתמשה בטיעונים בתחום דיני ההגבלים העסקיים שלפיהם מנגנון שיתוף הפעולה בין משקיעים מוסדיים אינו חף מחששות תחרותיים, מכיוון שהחשיפה למידע עשויה לפגוע בלבבו של מנגנון השוק למסחר בניירות ערך ובתחרות שבין משקיעים מוסדיים. בנוסף, קיומו של שולחן משותף להחלפת דעות ומידע על יעדי השקעה עלול לזלוג גם להיבטים אחרים שבתחרות בין המשקיעים המוסדיים. בגילוי דעת זה הביעה הרשות חששה כי שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים מתחרים "עלולים להגביל את התחרות בתחום בו הם פועלים במשותף, ולחלחל מעבר לכך, למקטעי פעילות אחרים בהם מתקיימת ביניהם תחרות, בפועל או בכוח. שיתופי הפעולה שכאן, מעוררים חששות בשני מישורים:

110 להרחבה על חובותיהם המוגברות של המוסדיים בהצבעות בחברות ציבוריות ראו לדוגמה, עיקרי דברים מישיבה מספר 1-2014 של הרשות לניירות ערך (19.1.2014) www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/135/2014/Documents/Minutes_of_plenary_authority_19012014.pdf, שעניינה אישור הסדרת חברות הייעוץ למוסדיים וחובת ההשתתפות.

111 גילוי דעת 1/08 של הממונה על הגבלים עסקיים "שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי איגרות חוב תאגידיות" (25.11.2008) הגבלים עסקיים 5001318.

חששות אלה היא תעניק היתר (בכפוף לתנאים שהיא קבעה) לתיאום עמדות בין שלושת הגופים המחזיקים במספר איגרות החוב הגדול ביותר, למעט מי שיש לו או לבעל השליטה בו עניין אישי או ניגוד עניינים באישור ההסדר. מהתערבות זו של רשות ההגבלים העסקיים ניתן ללמוד על דרכי הטיפול האפשריות שיינקטו בעתיד בנוגע לחשיפה חד-צדדית של מידע ועל הקושי של הרשויות לאזן, בינן לבין עצמן, בין החשש מגילוי מידע על פי דיני ההגבלים העסקיים לבין היתרון בגילוי מידע ושיתוף בו על פי דיני ניירות ערך.

מהניתוח שנערך בגילויי הדעת השונים עולה שרשות ההגבלים העסקיים אינה מכירה בחסינות אוטומטית לפעולות שננקטו במסגרת שוק ההון. התערבותה של רשות זו, הן על פי פרק ההסדרים הכובלים והן על פי פרק המונופולין כחוק ההגבלים העסקיים, בתחום שהוא לב לבה של האסדרה בתחום ניירות ערך מצביעה על רצון למנוע פגיעה בתחרות גם כאשר עומדים מנגד אינטרסים נוספים כגון הגנה על ציבור המשקיעים ופתרון בעיית הנציג, וגם כאשר הנושא מוסדר ומטופל על ידי הרשות שאמונה על הטיפול באותה סוגיה.

למעשה, בזמן המשבר הכלכלי, שבו נדרשה פעולה יעילה ומהירה, יצאו שני מסמכים שונים של שתי רשויות רגולטוריות, וכל אחת מהן ניתחה מזווית ראייתה את ההסדר הראוי לטעמה. לא נעשתה בחינה מסודרת של ההתנגשות בין דיני ההגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך, ושל המטרות השונות ככלל, אלא כל רשות נתנה פתרון נקודתי, אד הוק, לסוגיה שעלתה. גם כאשר הרשויות נועצו זו בזו למציאת פתרון, כל רשות הוציאה מסמך נפרד שדן בסוגיה.

2. עניין כמיפל נ' ניאופרם – בקשה של בעל מניות מיעוט לקבל מידע בטרם הצבעה באספה הכללית

אחד התיקים היחידים בישראל שבהם עלתה ההתנגשות בין דיני ההגבלים העסקיים לדיני תאגידים באשר לחשיפת מסמכים ונתונים על ידי חברה מדווחת הוא התיק בעניין כמיפל.¹¹⁶ בתיק זה החזיקה ניאופרם, המתחרה בכמיפל, מניות מיעוט. מקרה זה הוא נדיר, שכן הוא נוצר בשל נסיבותיהם הייחודיות של בעלי המניות שבהן בעל מניות מיעוט חשוב הוא מתחרה ישיר של החברה, אולם הוא מצביע על הקשיים שיכולים לקום בהתנגשות בין ניירות ערך להגבלים עסקיים.

במוקדו של הדיון עמדה עסקה מהותית לחברה הציבורית כמיפל וההצבעה על עסקה זו באספה הכללית. ניאופרם ביקשה להשתמש בזכויותיה (ובחובותיה של החברה הציבורית) לקבלת מידע על עסקה מהותית זו ושלחה לחברה הציבורית כמיפל בקשה לקבלת מסמכים ופרטים על העסקה, ובכלל זה את נספחי ההסכם, נתונים כספיים על כדאיות העסקה ומידע מסחרי רגיש נוסף. כמיפל התנגדה להעברת המידע המסחרי הרגיש בשל התחרות השוררת בין בעל מניות המיעוט לבינה תוך התבססות על דיני ההגבלים העסקיים, ובית המשפט

7%9E%D7%99%D7%9D/175/2008/Pages/ISA-initiative-will-facilitate-the-establishment-of-a-mechanism.aspx

116 עניין כמיפל, לעיל ה"ש 23.

הכלכלי נדרש לאזן בין דרישת הגילוי בחוק ניירות ערך לבין חשיפת המידע על פי דיני ההגבלים העסקיים.

במקרה זה לא בחן בית המשפט את השפעתו של המידע על התחרות בכלל השוק אלא בחן עד כמה חשיפתו של המידע תפגע בתחרות בין החברות. למעשה, בעשותו כן, פיתח בית המשפט מבחן, שלפיו תינתן הגנה לתאגיד בגין פגיעה בסודותיו המסחריים כאשר המבקש לגלות הוא מתחרה של התאגיד. בכך איזן בית המשפט בין ההגנה התחרותית לבין ההגנה בדיני ניירות ערך. אולם גם במקרה זה איזן בית המשפט בין שתי זכויות פרטיות של הצדדים – הזכות לשמירה על סודות מסחריים מול הזכות לקבלת מידע – מכיוון שהמקרה שלפניו דן בזכויות הפרטיות של שני הצדדים.

בית המשפט לא נדרש לשאלה כיצד יש לנהוג במקרה שבו סודות אלה יחשפו לכלל הציבור, וכיצד תפגע החשיפה בתחרות בשוק בכללותו ולא רק בתחרות בין שתי חברות. בכך למעשה נמנע דיון רחב יותר בנוגע לגילוי סודות מסחריים בין האינטרס הציבורי של דיני ההגבלים העסקיים להימנע מחשיפת מידע לבין האינטרס של דיני ניירות ערך להגן על המשקיע – האינטרס הפרטי של כל משקיע ומשקיע.

לעניין זה חשובים דבריו של בית המשפט (השופט כבוב):¹¹⁷

”[...] לולא היה מדובר בחברות מתחרות, חובת החשיפה הייתה כמעט מוחלטת. זאת, בייחוד כאשר מביאים לאישור האסיפה הכללית עסקה לאישור, על פי הנחיית רשות ניירות ערך. דרישת הרשות מחייבת דיון ענייני ומעמיק בעסקה, והנספחים להסכמים כמו גם נתוני העסקה, מהווים את הבסיס לקבלת ההחלטות על ידי בעלי המניות.

אלא שכאן, בית המשפט כפוף למערכת שיקולים חריגה ויוצאת דופן. זאת בשל העובדה שניופארם מחזיקה במניות כמיפל בשיעור לא מבוטל, כאשר מדובר בחברות המתחרות, למצער בחלק מתחומי הפעילות שלהן [...]”.

מכאן שהמנגנון שנקט בית המשפט איזן בין שתי זכויות – הזכות לפרטיות של החברה הציבורית ושמירה על סודותיה המסחריים מול זכויותיה של בעלת מניות מיעוט לקבל מידע מפורט באשר לעסקה מהותית לתאגיד שבו היא מחזיקה במניות. במסגרת החלטה זו לא נערך כלל דיון בנוגע לאחריות לחשיפת המידע על פי סעיף 2 לחוק ההגבלים העסקיים, ולא בנוגע לשאלה אם פרסום המידע היה מעמיד את התאגיד המפרסם – כמיפל – או את התאגיד הדורש – ניאופרם – במצב של הפרה של חוק ההגבלים העסקיים בהיותם צד להסדר כובל, בהנחה, כפי שציין בית המשפט, כי מדובר במידע סודי מהותי לחברה הציבורית הכולל מידע רגיש מבחינה תחרותית.

מקרה זה ממחיש את הבעיה שיש בגילוי של המידע ובשימוש האפשרי בחובות הגילוי המוטלות על חברה ציבורית. לכאורה, קיימת לבעלת מניות המיעוט הגנת סעיף 3(1) לחוק ההגבלים העסקיים, שכן היא מבקשת לקבל את המידע לצורך בחינת השקעתה והצבעתה

117 שם, פס' 50.

בגין העסקה באספה הכללית, ועל כן היא מבקשת לקבל מידע שלשיטתה על החברה הציבורית למסור לבעלי המניות. מנגד, בקשה זו עלולה להראות שמניעה וכוונתה האמתית אינה בקבלת המידע לצורך ביצוע הצבעה מושכלת אלא בקשה לקבלת מידע על מנת לפגוע בתחרות בשוק שבו בעלת מניות המיעוט והחברה הציבורית מתחרות. מניעים אלה ניתן ללמוד מהחלטתו של בית המשפט בסופו של דבר לסווג את בעלת מניות המיעוט כבעלת "עניין אישי שלילי" בהחלטה שעמדה במוקד האספה הכללית שבגינה נתבקשו גילוי המסמכים וחשיפת המידע הרגיש.¹¹⁸ בהקבלה לפרשנות שנתן בית המשפט העליון בארצות הברית לחסינות ההגבלית בגין פעולות שנעשו על פי החוק (state action immunity) בפסק הדין בעניין *Phoebe*,¹¹⁹ פעולות אלה אינן נכללות בחסינות שחלה בסעיף (1)3 לחוק ההגבלים העסקיים, שכן הן אינן עולות בקנה אחד עם מהות פעולותיה של ניאופרם כבעלת מניות מיעוט. בנוסף, בניגוד לחובותיו של התאגיד לדווח, בעל המניות זכאי לקבל את המידע. זוהי זכות ולא חובה, ולכן תיתכן מחלוקת אם בקשה לקבלת המידע נופלת בהחרגה הקבועה בסעיף (1)3 לחוק ההגבלים העסקיים. מנגד, ניסוחו של סעיף (1)3 לחוק ההגבלים העסקיים אינו כולל הסדר שכבילותיו מחויבות על פי דין אלא בהסדר שכל כבילותיו נקבעו על פי דין. זכותו של בעל מניות מיעוט לקבל מידע מהותי מהחברה נקבעה על פי דיני ניירות ערך כחלק מפתרון בעיית הנציג והגנה על בעלי מניות מיעוט מפני כוחם העודף של התאגיד ובעל מניות השליטה. לכן הגנה זו לבעל מניות מיעוט, ובכלל זה הזכות לקבל את המידע, היא יציר הדין, והיא ממטרותיהם דיני ניירות ערך. לפיכך ניתן לראות בבקשת המידע חלק ממניעו של בעל מניות ולא חלק מעריכת הסדר כובל.

ד. מבט לעתיד

ספק אם קיים פתרון קסם אשר יכול ליישב את ההתנגשות בין שני הדינים בנוגע לערך הגילוי. הסקירה במאמר זה מצביעה על קיומה של בעיה ממשיה, שהתחזקה מן המגמות של רשות ההגבלים העסקיים ורשות ניירות ערך בנוגע לגילוי מידע על ידי החברה, דבר שמחייב

¹¹⁸ שם. העניין האישי השלילי נקבע בשל התחרות בין החברות. כפי שציין בית המשפט: "בהינתן האמור לעיל, ובייחוד בהתחשב בתחרות הישירה שיש בין החברות הן בשוק התרופות ובעיקר בין מוצרי נוק לאוונט; ניתן לקבוע שמדובר בעניין אישי גלוי, שמצדיק את התערבות בית המשפט בסיווג בעלי המניות, עוד לפני כינוס האסיפה. יודגש, האינטרס הזר של ניאופרם, לא רק שיוצר אינטרס 'מחוץ לחברה', היינו, שטובת החברה לא נמצאת בראש מעייניו של בעל המניות, אלא שבעניינו, האינטרס הוא הפוך מטובת החברה – התחרות מטבעה מהווה אינטרס לפגיעה מכוונת בחברה ובעסקיה, ולא רק אינטרס שלא לשקול את טובתה. עובדה זו מעצימה שבעתיים את העניין האישי של ניאופרם. התחרות העסקית בין כמפיל לניאופרם היא כמו מגנט המשבש את מצפן שיקול דעתה של ניאופרם. כך, גם אם במקרה יורה המצפן על הצפון, לא נוכל לסמוך ידינו על כך" (שם, פס' 66).

¹¹⁹ עניין *Phoebe*, לעיל ה"ש 104. בפסק דין זה (בעמ' 6–19 לפסק הדין) סירב בית המשפט העליון להעניק לפעולה אנטי-תחרותית שנקט הנתבע חסינות מפני תביעה הגבלית, מכיוון שהחוק שעל פיו נעשתה פעולה זו לא ציין מפורשות כי הוא נחקק אף על פי שהוא פוגע בתחרות, וכדברי בית המשפט: "Because Georgia's grant of general corporate powers to hospital authorities does not include permission to use those powers anticompetitively, we hold that the clear-articulation test is not satisfied and state-action immunity does not apply" (שם, בעמ' 1).

למצוא פתרון לסוגיית האיזון בין הדינים באשר לפרסום פומבי חד-צדדי של מידע מהותי וסודי.

קיים קושי מערכתי במציאת איזון בזמן אמת בשל המועדים שבהם הרשויות פועלות: רשות ניירות ערך מקפידה כי דיווחים על מהלכים מהותיים יפורסמו מיד ויהיו עדכניים, וכל שיהיו בפרסומם עלול להיחשב הסתרת מידע מהותי מציבור המשקיעים.¹²⁰ גם דוחות כספיים ושנתיים נדרשים לכלול מידע עדכני על אודות מצב החברה, וכל עיכוב בפרסום הדוחות עלול להוביל לסנקציות מנהליות ואף פליליות. מנגד, על מנת להכריע אם מדובר במידע סודי מהותי שחשיפתו עלולה לפגוע בתחרות רשות ההגבלים העסקיים נדרשת בחינה ממושכת שכוללת את מאפייני השוק ואת מאפייני המידע – אם הוא צופה פני עבר או עתיד, אם יש בו כדי לאפשר למתחרים לצפות את מהלכי המתחרים ולהתאים פעולותיהם, אם יש בו כדי לצנן את התחרות ואת חוסר הוודאות בשוק וכיו"ב.¹²¹ בדיקות אלה נעשות בדיעבד, ואפשר שתימשכנה ימים רבים, ואף בדומה לבדיקות הרשות בדבר השפעתם התחרותית של מיזוגים והסדרים כובלים – חודשים.

על מנת להימנע מבדיקה ממושכת של הרשויות בנוגע למהות המידע וההשלכות התחרותיות שלו, וכפי שציין דוח ה-OECD, חברות ציבוריות נזקקות להנחיות של רשויות התחרות באשר להתנגשות בין חובות גילוי המידע לבין החששות התחרותיים שעולים מפרסומו של מידע. קווים מנחים אלה יסייעו לחברה המדווחת לדעת בזמן אמת אם פרסום המידע אינו הפרה של דיני ההגבלים העסקיים ולא יגרום לפגיעה תחרותית בשוק.

על כן נדרש לקבוע כללים מנחים, שבהתקיימם תדע החברה המדווחת כי היא בנמל מבטחים הן מבחינת דיני ניירות ערך והן מבחינת דיני ההגבלים העסקיים. על כללים אלה לכלול לא רק מידע שנדרש על פי דיני ניירות ערך כחובה אלא כל מידע שנדרש למשקיע הסביר כדי לקבל החלטה מושכלת אשר החברה המדווחת חושבת כי יש בו כדי להביא להחלטה נכונה יותר באשר למצבה של החברה וכוונותיה.¹²² לכן מדובר במידע שהוא בגדר חובה וכן במידע מהותי שלדעת החברה ראוי לפרסמו.

כלליה של רשות ההגבלים העסקיים בנוגע לנמל המבטחים, כפי שפורסמו בטיטת גילוי הדעת בעניין התבטאויות פומביות הפוגעות בתחרות, מפרטים את השלילה – מהו המידע

120 איחור של יום אחד או ימים בודדים בהגשת דוחות הוביל להטלת קנסות גבוהים על תאגידים על ידי רשות ניירות ערך. ראו טבלת הקנסות שפרסמה רשות ניירות ערך: "א. איחורים בהגשת דוחות כספיים" www.isa.gov.il/Download/IsaFile_3327.pdf.

121 לפי טיוטת גילוי דעת בעניין "התבטאויות פומביות", לעיל ה"ש 20, ומכיוון שהרשות הבהירה כי אפשר שהיא תראה בחילופי מידע בין מתחרים הסדר כובל, הרי שדי בבחינת המועדים הקבועים בחוק ההגבלים העסקיים לצורך מתן פטור מאישור הסדר כובל על מנת להמחיש את לוחות הזמנים לצורך בחינת הפגיעה התחרותית האמורה. ס' 14 לחוק ההגבלים העסקיים קובע כי הממונה ייתן החלטתו בנוגע לבקשה למתן פטור מאישור הסדר כובל בתוך 90 ימים מהיום שבו הגיעה לידי בקשה, והוא רשאי להאריך את התקופה ב-60 ימים נוספים מטעמים שיירשמו. אם לא די בכך, הרי שמניין הימים אינו כולל את הזמן שחלף מהמועד שבו דרש הממונה פרטים נוספים הדרושים לו לבדיקת הבקשה ועד לקבלתם. מכאן שבקשה כאמור יכולה להתמשך מספר חודשים רב.

122 מהותיות המידע והחובה לגלותו נבחנות לפי הצורך של המשקיע הסביר במידע האמור לצורך קבלת החלטה להשקעה מושכלת. זוהי המטרה הראשונה של עקרון הגילוי הנאות, כפי שפורטה בידי הנשיא ברק בעניין ישקר, לעיל ה"ש 36.

שהכללתו הופכת את ההצהרה הפומבית לחשודה. הכללים לא פירוטו מהו המידע שמותר לכלול כאשר חברה מדווחת מבקשת ונדרשת לכלול בדיווחיה. אסטרטגיית שיווק עתידית, תכניות צופות פני עתיד, שינויים מהותיים בתכנית העסקית של החברה המדווחת ומידע מהותי נוסף לא יוכלו להיכלל, לשיטת רשות ההגבלים העסקיים, בדיווחיה של החברה, בייחוד כאשר מדובר במידע שאינו מחויב על פי דין, שכן מיד עם פרסומם תהא חברה זו חשופה לעברה על חוק ההגבלים העסקיים, גם אם לא תהא כל תגובה של מתחרותיה לפרסום המידע, וגם אם מידע זה פורסם לצורך עדכון ציבור הצרכנים וציבור המשקיעים (ולא לצורך עריכתו של הסדר כובל).

כאמור, בישראל הכללים בדבר המידע שמותר לגלות בשוק ההון נחוצים ביותר, בשל דחיית החסינות ההגבלית ומתן אפשרות לבצע אכיפה כפולה על ידי רשות ההגבלים העסקיים ועל ידי רשות ניירות ערך בגין אותה פעולה.¹²³ מכיוון שרשות ההגבלים העסקיים אינה מדירה רגליה מנושאים שבמרכזה של האסדרה בניירות ערך, ואף הרחיבה מאוד את הגדרת ההסדר הכובל גם לפרסום חד-צדדי של מידע, כשאין כל "קליטה" של המידע על ידי המתחרה ואין כל כוונה לתיאום, יש צורך לסרטט קווים ברורים בעניין זה. ללא כללים אלה הצהרה פומבית שתיעשה על ידי חברה מדווחת, ושתיחשד כהסדר כובל על ידי רשות ההגבלים העסקיים, עלולה להיות עברה פלילית כפולה – בהגבלים עסקיים ובניירות ערך על אי-דיווח עשיית הסדר כובל.

ככלל, מכיוון שהמידע יכול להתפרסם על ידי החברה ונושאי המשרה בה במסגרת דוחות מידעיים, תקופתיים ושנתיים, פגישות אנליסטים, סיבובי גיוס (road shows) ונסיבות דומות אחרות, יש צורך לבחון את ההתנגשות בנוגע לכל המידע שבידי החברה ולא רק בנוגע למידע שפרסומו מחויב על פי דין.¹²⁴

ה. סיכום

מאמר זה הצביע על התנגשות קיימת ומתגברת, שלא נדונה עד כה בספרות, בין דיני ההגבלים העסקיים לדיני ניירות ערך. המאמר הצביע על בעייתיות מתודולוגית הקיימת ביישומה של האכיפה בדיני ההגבלים העסקיים, כאשר אכיפה זו מבוצעת על ידי חברות מדווחות הכפופות לדיני ניירות ערך. מגמת דיני ההגבלים העסקיים, כפי שבאה לכדי ביטוי בשנים האחרונות בישראל ובעולם, לא תמיד מאפשרת לחברות מדווחות למלא את חובתן על פי דיני ניירות ערך. בנוסף, בשל הפיצול באסדרה בין ניירות ערך להגבלים עסקיים קיים קושי של ממש ביישום הנחיות דיני ההגבלים העסקיים ודיני ניירות ערך בכפיפה אחת. נדרשת חשיבה מערכתית בנוגע לדין הרצוי ולאיוון בין הרצון לחשוף בפני המשקיע הסביר

123 ראו דיון בעניין זה בהחלטת ביניים בעניין ישראל מנדלסון, לעיל ה"ש 29, כפי שפורט גם בפס' 12 לפסק הדין, בנוגע לשאלת האכיפה הכפולה של רשות ניירות ערך ורשות ההגבלים העסקיים בגין אותו מעשה.

124 ראוי לציין כי כללים אלה דומים בחלקם לייעוץ משפטי שניתן לחברות בכלל (ולא רק לחברות ציבוריות) במקרה של פרסום פומבי של מידע חד-צדדי אשר יכול לעלות לכדי הסדר כובל. הכללים שמפורטים במאמר זה מותאמים בעיקר לחברות ציבוריות אשר חשופות לחובות גילוי רחבות על פי דיני ניירות ערך.

את כל המידע הנחוץ לו לשם קבלת החלטה מושכלת, לבין דיני ההגבלים העסקיים החוששים מחשיפת יתר של מידע גם כאשר חשיפה זו אינה מלווה בפעולות של תיאום או התאמה בין מתחרים.

ניתן לצפות כי המגמה של התנגשות בין הדינים תלך ותתחזק כל עוד לא יינתן מענה מערכתי מסודר למקרים שקיימת בהם התנגשות בין רשויות רגולטוריות ו"פיקוח כפול" על אותו גוף. המבנה הארגוני של האסדרה על גופים כלכליים ישפיע במידה רבה על הדרך שבה יהא ניתן לפתור את ההתנגשות האמורה. נראה כי כל עוד לא תתקיים אסדרה אחידה, בגוף-על מאסדר, ירבו המקרים שבהם חברות ימצאו עצמן מול שוקת שבורה ויידרשו לקבל החלטות ערכיות בנוגע לאכיפת הדינים. מצב זה אינו רצוי כלל, שכן חוסר הוודאות בנוגע לאכיפת הדינים והיעדר פתרון מערכתי פוגעים ביכולת של חברות לפעול.