תחזיות ו"מידע רך" בחברה הציבורית — החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית

מאת

אפרים אברמזון

השאלה האם מוטלת על התאגיד הנסחר בבורסה החובה לגלות לציבור המשקיעים את תחזיותיו נמצאת בויכוח. אין חולקים כי תחזיות התאגיד בדבר מכירותיו ורווחיו הצפויים הן מידע רב־חשיבות, אלא שקיים חשש להטעיית המשקיעים הנובע מאי־ודאותן ומהקלות בה ניתן "לעצב" את ההנחות העומדות ביסודן. בנוסף, קיים גם החשש לחשיפה משפטית משהתבדו התחזיות. דילמה זו אופיינית להתמודדות שיטת הגילוי עם קטיגוריית "המידע הרך" שהוא מידע שיש בו מרכיב של הערכה סובייקטיבית, אינו ודאי ואינו ניתן לאימות אובייקטיבי.

המחבר מציב מודל לפתרון ובו ארבעה מרכיבים: ההבחנה בין שני שווקים: השוק הראשוני והשוק המשני והבחנה בין שתי חובות גילוי: החובה לגלות והחובה שלא להטעות. בשוק הראשוני, שבו התאגיד צד לעסקה עם ציבור המשקיעים ומגייס הון לצרכיו באמצעות תשקיף, מחייבת חובת הגילוי הראשונה את התאגיד בגילוי מלא, יזום ומקיף — זהו הגילוי המלא. לפיכך, בניגוד לפרקטיקה הקיימת של הרשות לניירות־ערך והמדווחים, חייב התאגיד, לדעת המחבר, לגלות את תחזיותיו בתשקיף. בשוק המשני, שבו הציבור סוחר בניירות הערך שהונפקו, מדווח התאגיד באופן שוטף לציבור המשקיעים. כאן, חובת הגילוי המוטלת על התאגיד מצומצמת לרמה המוכתבת על ידי המחוקק — זהו הגילוי הנאות. לפיכך, בהעדר דרישה סטטוטורית, חובת הגילוי הראשונה איננה מחייבת את התאגיד ליזום את גילוי תחזיותיו. הנימוקים לעוצמת הגילוי השונה בין שני השווקים הם במוקד המאמר. עם זאת, חובת הגילוי השנייה, היא החובה שלא יהיה במידע הנמסר כדי להטעות, עשוייה להרחיב את היקף הגילוי, ולקבוע מתי יש לתקנו או לעדכנו.

פתח דבר. א. "מידע רך". ב. התמודדות שיטת הגילוי המלא עם "המידע הרך". ג. תחזיות. ד. הוויכוח בשאלה האם יש לחייב גילוי תחזיות פנימיות — מתנגדים ותומכים; 1. קיומן של תחזיות פנימיות בשוק־ההון; 2. הוויכוח על פרסומן של התחזיות; (א) עמדת המתנגדים; (ב) עמדת התומכים. **ה. החובה לגילוי מלא בעת ההנפקה מול החובה לגילוי נאות במסגרת הדיווח השוטף. ו. מועד חשיפתו של מו"מ חשאי למיזוג — מרכיבי הנוסחה;** 1. מו"מ למיזוג — פרשת *Basic*; 2. מו"מ למיזוג — עמדת הרשות לניירות־ערך בארה"ב; 3. מו"מ למיזוג — עמדת תקנות ניירות־ערך בישראל. **ז. חובת גילוי תחזיות ומידע צופה־עתיד אחר;** 1. תחזיות מול מידע צופה־עתיד; 2. החובה לגלות תחזיות על־פי "החובה הראשונה" בתשקיף ובדיווח השוטף — הדין בישראל; 3. החובה לגלות "מידע צופה־עתיד" על־פי "החובה השנייה"; 4. החובה לעדכן "מידע צופה־עתיד" על־פי "החובה השנייה".

nevo.co.il

פתח דבר[1]

קיים פרדוקס בשוק ניירות־הערך. מטרתו של חוק ניירות־ערך היא לתת בידי המשקיעים מידע כדי שיוכלו לקבל החלטת השקעה מודעת (informed decision). לצורך כך נועדו חובת פרסום התשקיף והדיווחים השוטפים של התאגיד. והנה, משקיעים מתוחכמים, כגון האנליסט והמשקיע המוסדי, מקבלים מידע שברובו אינו נחוץ להם; שכן איננו מוסיף להם הרבה מעבר למידע שהם מקבלים מקריאה וניתוח של הדו״חות הפיננסיים. המשקיעים הנאיביים, שעבורם כתובים ומיועדים, לכאורה, התשקיף והדו״חות השוטפים, אמנם אמורים לקבל את *התמונה העובדתית המלאה*, אולם הכול יודעים שהם אינם קוראים תשקיפים ובפועל גם אינם מקבלים אותם. האם דיני ניירות־הערך נועדו לקדש ריטואל של גילוי־לכאורה או להעביר *למשקיעים מידע של ממש?*

תחזיות פיננסיות, למשל, הן המידע החשוב ביותר למשקיע המתוחכם. כל מי שהתנסה בהנפקה בארה״ב יודע כי השאלה הראשונה כמעט הנשאלת במהלך מסע המכירה (ה־road show) היא: ״*מהן המכירות לרבעונים הקרובים?*״ החתם, בטרם הנפקה, והמשקיע, בהקצאה פרטית (private placement), ידרשו מהתאגיד את תחזיותיו, על אף אי־ודאותן, ויקבלו אותן כדבר שבשגרה. ההנהלה בונה תחזיות ופועלת על־פיהן כחלק בלתי־נפרד מתוכנית העבודה שלה ומתקציבה. והנה אף־על־פי־כן, מידע חיוני זה נעלם מהמשקיעים בשוק. היעדרן של התחזיות משוק ניירות־הערך איננו משרת את צרכיו של המשקיע המתוחכם. בידיו של זה מצויים הכלים להעריך ולשקלל את אי־ודאותן של התחזיות, והן נחוצות לו לשם קבלת החלטת השקעה.

תחזיות פיננסיות הן אך דוגמא אחת לקטגוריה רחבה של מידע המכונה ״*מידע רך*״ (soft information). זהו מידע שאיננו ודאי ולא ניתן לאימות באופן אובייקטיבי, ולכן קיימת רתיעה בקרב המדרוחים משחרורו לפרסום, אולם הוא חשוב למשקיע; שכן הוא נותן לו נקודת־הסתכלות נוספת אל תוך נבכי העסקים בתאגיד.

בחלק הראשון של המאמר אנו מבקשים להציב מודל לחובת הגילוי של המידע הרך. בראשית הדברים נתאר את מהותו, היקפו וחשיבותו של המידע הרך ונצביע על הדרכים שבאמצעותן שיטת הגילוי המלא נאלצת להתמודד עם מידע שאינו ודאי ועל הקשיים הכרובים בכך.

לאחר־מכן נתאר את הקטגוריה המיוחדת של התחזיות תוך הבחנה בינן לבין מידע צופה עתיד אחר ונציג את הוויכוח המתנהל בשאלה, האם יש לחייב את התאגיד לגלות לציבור המשקיעים את תחזיותיו.

המפתח לפתרון השאלה שבוויכוח נעוץ בעוצמה השונה שבה פועלת שיטת הגילוי בשוק הראשוני, הוא שוק ההנפקות, לעומת פעולתה בשוק המשני,

1 *מאמר זה הוא עיבוד ועדכון לתזכיר שהכין כותב המאמר לוועדה לדיווח לא־כספי של תאגידים* שניירות־ערך שלהם הוצעו לציבור, בראשות גליה מאור (רשות ניירות־ערך — ספטמבר 1991) (להלן: התזכיר או דו״ח גליה מאור).

nevo.co.il

שבו הציבור סוחר בניירות־הערך שהונפקו. בשיטת הגילוי שתי חובות: החובה הראשונה, היא החובה ליזום מסירת מידע מהותי; והחובה השנייה, היא החובה שלא להטעות. על־פי הדין, חובת הגילוי הראשונה בשוק הראשוני היא מירבית, מלאה וכוללת. על־כן, בניגוד לפרקטיקה הקיימת, היא מחייבת — לדעתנו — גילוי בתשקיף של תחזיות ההנהלה שנעשו על בסיס עובדתי סביר ומשקפות את הערכתה הכנה של ההנהלה לגבי אמינותן. לעומת זאת, חובת הגילוי הראשונה לשוק המשני איננה חובה כללית המיועדת לגילוי מירבי, כי אם חובה לגילוי ״נאות״ שהיקפה נקבע על־פי הדין. משמעות הדבר היא, כי אין חובה לגלות באופן שוטף לציבור כל מידע מהותי המצוי במעגל המידע הפנימי של התאגיד; שכן גם לתאגיד הציבורי שמורה אינטימיות מסחרית. לפיכך, החובה לגלות תחזיות ומידע צופה־עתיד אחר לשוק המשני אינה מוטלת על התאגיד, אלא כשהיא נדרשת במפורש על־פי הדין. עם זאת, חובת הגילוי השנייה, היינו: החובה להציג למשקיע תמונה שלמה שאין בה כדי להטעות, עשויה להרחיב את המידע צופה־העתיד שהתאגיד חייב לגלותו גם בשוק המשני. אנו נבהיר את ההבחנה העיונית בין שתי חובות אלה ואת ההצדקה להבחנה בעוצמת הגילוי בין שני השווקים ונציב את הפרמטרים הדרושים למתכונת הגילוי של תחזיות ומידע צופה־עתיד אחר בשוק המשני.

ההבחנה בין השוק הראשוני לשוק המשני תשמש אותנו כשנדון, בחלקו השני של המאמר, באחריות המשפטית למתן תחזיות ומידע רך אחר. בעיקרו של דבר, ככל שהדבר נוגע לשוק הראשוני, האחריות צריכה להתבסס על חובת הזהירות והרשלנות. מנגד, אין, לדעתנו, להטיל חובה על בסיס רשלנות כלפי ציבור המשקיעים בשוק המשני. רמת האחריות של המדווחים לשוק המשני ראוי שתהיה נמוכה יותר ותצטמצם להטלת אחריות בגין כוונת תרמית ופזיזות. לדעתנו, המתכונת הקיימת בחוק ניירות־ערך לאחריות בגין פרט מטעה, המטילה חובת זהירות על המדווחים לגבי מכלול מערך הגילוי (כולל הגילוי השוטף לשוק המשני), רחבה מהמידה הראויה.

הסיבה העיקרית לכך שהתחזיות, אשר חשיבותן ונוכחותן מורגשת בחיי העסקים, אינן מצויות ב״שוק המידע״ הפורמלי — היא החשש מאחריות משפטית. מדיניות משפטית נכונה צריכה לאזן בין החשיפה המשפטית, שאנו חייבים לקיימה, אם ברצוננו לשמור על אמינות המידע בשוק, לבין הצורך במידע של ממש הנחוץ לקבלתה של החלטת השקעה בשוק. המסר המרכזי של המאמר הוא, כי אם ברצוננו להרחיב את ״בסיס המידע״, עלינו להצר את ״בסיס האחריות המשפטית״.

nevo.co.il

א. ״מידע רך״

הגילוי המלא, מושג־המפתח העומד ביסודם של חוקי ניירות־הערך, מתבסס, באופן מסורתי, על גילוי עובדות ונתונים היסטוריים, היינו: מידע הניתן לבדיקה ולאימות באופן אובייקטיבי — ״מידע קשה״. עם עובדות, כידוע, אין להתווכח: התמונה העובדתית המלאה והאובייקטיבית נותנת למשקיע את הכלים להחלטת השקעה, שהוא מגיע אליה בדרכו הסובייקטיבית.

המונח ״מידע רך״ מתייחס למידע שאיננו ניתן לגילוי ולאימות בדרך אובייקטיבית, אלא הליך ייצורו מחייב ניתוח, הערכה ואקסטרפולציה מצד נותן המידע. הקטיגוריה של ״מידע רך״ כוללת סוגי מידע רבים והיא אינה מצויה בשולי הגילוי המלא, אלא במרכזו. למשל: בדו״ח המנהלים לבעלי־המניות או בתיאור התאגיד המופיע בחלקו הלא־פיננסי של התשקיף נמצא הצהרות המנוסחות באופן תיאורי כללי (״מצוין״, ״יעיל״), הצהרות בדבר אמונות, מניעים, הערכות, כוונות וניתוחים. כל אלה אינן עובדות; בכולן יש מרכיב סובייקטיבי, אלא שהחלטת השקעה מאוזנת זקוקה להן. כמו־כן נמצא הצהרות אשר אינן נתמכות בנתונים מלאים, מבוססים ומבוקרים או שהן תלויות בגורמים שמחוץ לתאגיד, ולפיכך אינן ניתנות לאימות. למשל: הערכת התאגיד את ״פלח השוק״ של מוצריו, כאשר לתאגיד אין מידע סטטיסטי מוצק לגבי היקפו של השוק וחלקם של מתחריו בו. או, למשל, דיווח התאגיד על צבר הזמנותיו (back log) כשקיים מרחק ניכר בין התממשותו למכירות של ממש, ועם זאת רבה חשיבותו להחלטת המשקיע. הערכות אלה הן בגדר מידע רך.

קטיגוריית המידע הרך כוללת גם את חוות־דעתו של איש־המקצוע. לדוגמא: חוות־דעת משפטית, שעל בסיסה קובעת ההנהלה הפרשה בגין תביעות תלויות, או הערכת שמאי לגבי ערכם של נכסים שאין לגביהם שוק פעיל ואקטיבי. הסובייקטיביות ההכרחית שביסוד חוות־הדעת היא הקובעת את היותה ״מידע רך״. לפעמים נמצא בתשקיף או בדיווח השוטף התייחסות לאירועים עתידיים, כגון דיווח של התאגיד על מו״מ לעסקת־מיזוג או דיווחו בדבר מו״מ מתקדם על עסקה מהותית אחרת המבוצעת שלא במהלך העסקים הרגיל. דיווחים אלה גם הם בגדר מידע רך, שהרי סיכויו של המו״מ להבשיל לעסקה ניתנים לביטוי רק באופן הסתברותי. נוסף על כך, המונח כולל הערכות והצהרות שמבטן מופנה לעתיד. הערכת ההנהלה בדבר השפעת מגמה קיימת או אירוע שאירע או התחייבות שניתנה, על התוצאות העסקיות הצפויות בעתיד היא דוגמא לכך. כמו־כן נכלול במונח הצהרות בדבר מדיניות דיבידנדים או תוכניות־השקעה. אמנם, אלה נכונות כהצהרות על כוונתה של הנהלת התאגיד ליום נתינתן, אולם בהיותן צופות עתיד אין ודאות שתתגשמנה. לבסוף, תחזיותיו הפיננסיות של התאגיד לגבי הכנסותיו ורווחיו, אשר כללי האחריות המשפטית החלים על נותנן עומדים במוקד מאמר זה, גם הן בגדר מידע רך.

רשימה חלקית זו מצביעה על היקפו של המידע הרך כמקור חשוב וחיוני להחלטה מודעת (informed decision) של המשקיע ועל כך שלעתים קרובות לא

nevo.co.il

ניתן להגיע להערכת התאגיד ולהחלטת השקעה בו על בסיס ״עובדות קשות״ בלבד. ״המידע הרך״ ממלא את החרכים ש״המידע הקשה״ מותיר, ובהיעדרו התמונה לא תהיה שלימה ועלולה להטעות.

ב. התמודדות שיטת הגילוי המלא עם ״המידע הרך״

עקרון ה״מהותיות״ (materiality) הוא עמוד־השדרה של שיטת הגילוי המלא. החובה איננה לגלות כל מידע על התאגיד וגם לא כל מידע העשוי להיות שימושי למשקיע, אלא כל מידע מהותי. החובה — בהיקפה הנקבע על־פי הדין — איננה לאפשר נגישות למידע, אלא חובה אקטיבית ליזום מסירת מידע. בצד חובה זו — אשר נכנה אותה החובה הראשונה — קיימת חובה שנייה, מקבילה, והיא החובה כי במסירת המידע לא יהיה כדי להטעות את המשקיע.

המידע הרך מציב קושי הן לגבי החובה הראשונה המחייבת גילוי מידע מהותי הן לגבי החובה השנייה הדורשת כי המידע הנמסר יהיה מלא, שלם ולא מטעה. הקושי ש״המידע הרך״ מציב במילוי אחר החובה הראשונה נעוץ באי־ודאותו ובאופיו הסובייקטיבי, הפוגעים באמינותו וברלבנטיות שלו להחלטת השקעה. ככל שהמידע משקף הערכה סובייקטיבית, יותר מאשר ממצא אובייקטיבי, או ככל שהמידע צופה יותר לעתיד ופחות מעוגן בעובדות ההווה המוצקות — נחלשת מהותיותו, בשל הספק במידת נכונותו ואמינותו. כאמור, על־פי החובה הראשונה, מידע שאינו מהותי איננו מחויב בגילוי. מאותן סיבות מתעורר קושי למלא אחר החובה השנייה; שהרי גדל הפוטנציאל של מידע כזה להטעות את המשקיע, הן משום שהמשקיע עלול לייחס משקל לא מתאים למרכיב אי־הוודאות שבמידע, ובשל כך לטעות, והן משום שכאשר ניתנת האפשרות ליתן מידע סובייקטיבי נפתחת הדרך למניפולציה של המידע ולהטייתו לכיוון הנוח לנותן המידע. החשיפה המשפטית של מוסרי המידע הרך גדלה בהתאם לכך ומאותן סיבות; שהרי ככל שהמידע או ההצהרה בגינו הם יותר סובייקטיביים ופחות ודאיים, כך גובר הקושי בהליכים משפטיים מאוחרים לשכנע בתום־הלב ובסבירות נתינתם. היעדרה של דרך האימות האובייקטיבי, שהוא, כאמור, מסימניו של המידע הרך, עלול לפעול כבומרנג כנגד מוסר המידע, הצריך בשלב מאוחר יותר להצדיק את הערכתו.

הקשיים הללו, שהם אינהרנטיים למידע הרך ומבדילים אותו מ״המידע הקשה״, היו ביסודה של מדיניות קבועה ורבת־שנים של ה־SEC — רשות ניירות־הערך רבת־היוקרה בארה״ב, אשר התייחסה בהסתייגות, עד כדי איסור, לגילוי קטגוריות חשובות של מידע רך. מדיניות זו של ה־SEC עברה בשנים האחרונות מהפך של ממש, תוך הכרה בחשיבותו של המידע הרך להחלטה מודעת של המשקיע, מצד אחד, ובחשש האמור בדבר חשיפה משפטית יתירה, מצד אחר[2].

2 עד תחילת שנות השבעים היתה ה־SEC נחרצת בעמדתה לאסור כליל הכללת תחזיות פיננסיות ו״מידע רך״, כגון הערכות שמאי, בתשקיפים ובדיווח שוטף (The exclusionary policy) ראה T. Fiflis, "Soft Information — The SEC's Former Exogenous Zone" 26 *U.C.L.A. L. Rev.* (1978) 95. בתחילת שנות השבעים ספגה מדיניות זו בקורת חריפה. ראה H. Kripke, "The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities" 45 *N.Y.U. L. Rev.* (1970) 1151 (להלן: קריפקה). בעקבות הפרקטיקה של גילוי תחזיות הנהוגה באנגליה החליטה ה־SEC להעריך מחדש את מדיניותה. בשנת 1975 פרסמה ה־SEC הצעה לכללי פרסום תחזיות, אשר כללו גם הגנה משפטית לעורך התחזיות, אם

nevo.co.il

השאלה באיזו מידה יש חובה לגלות מידע רך איננה נענית בתשובה אחת. ישנן קטגוריות של מידע רך, שהחובה לגלותן היא כה מושרשת בפרקטיקה ובשיטה המשפטית והחשבונאית, עד שהשאלה בדבר החובה לגלותן כבר איננה מתעוררת. כך, למשל, מובן מאליו כי יש לגלות בתשקיף מידע מהותי שלילי, בין אם הוא ״מידע קשה״ ובין אם הוא ״מידע רך״. דוגמא לכך הוא המידע בדבר ״גורמי סיכון״ המופיע תדיר בתשקיפים על־אף היותו צופה־עתיד[3]. כמו־כן, כללי החשבונאות מקבלים, כמובן מאליו, הכללת מידע המבוסס על אומדנים בדו״חות הפיננסיים. דוגמאות שכיחות לכך הן הפרשות בדבר חובות מסופקים, תביעות תלויות, הטיפול החשבונאי בהתחייבויות ניתנות להמרה, עתודות לפיצויי פרישה והפרשות סוציאליות אחרות וכן קביעות שכל תוצאתן תלויה בכוונות ההנהלה ובהערכותיה. למשל: החלטת ההנהלה בדבר מדיניות הפחת או התיישנות המלאי.

אלה לא יתממשו Notice of Proposed Rule 132 — Securities Act Release No. 5581, [1974–1975 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 80,167, at 85,300 (Apr. 28, 1976). אולם בעקבות תגובה סוערת של הקהילה העסקית, נאלצה ה־SEC למשוך את הכללים. בהכירה שבמדיניותה הקודמת היא הרתיעה מפני הכללת תחזיות במסמכי הגילוי הצהירה ה־SEC, עם חזרתה מהכללים, כי לעתיד לא תעודד הכללת תחזיות במסמכי גילוי, אך גם לא תתריע על כך. נציין שאת מרבית פסקי־הדין שניתנו בארה״ב בסוגיית המידע הרך יש לקרוא לפי אותה מדיניות שלילית של ה־SEC.

ב־1977 פורסם דו״ח סומר (ראה להלן, הערה 12), אשר דחה כמיושנת את הקונספציה שראתה במשקיע הנאיבי והבלתי־מתוחכם את הכתובת אליה מיועדים מסמכי הגילוי והמליצה שהרשות תצהיר כי היא מעודדת מתן תחזיות אם כי לא תחייב את הגשתן. הרשות קיבלה את ההמלצות וב־1979 אימצה כללי ״חוף־מבטחים״ (R–175), שנועדו להגן על מי שערך תחזיות ומידע רך אחר ״בתום־לב״ או על ״בסיס סביר״. בד־בבד הצהירה ה־SEC, כי מאותו מועד היא מעודדת מתן תחזיות ראה Safe Harbor Rule for Projections — Securities Act Release No. 6084, [1979 Transfer binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 82,117 (July 2, 1979).

מדיניותה הנוכחית של ה־SEC אגרסיבית הרבה יותר. ב־1989 היא פרסמה חוזר חשוב בנושא סקירת המנהלים (MD&A) (ראה להלן, הערה 42) ובו הבחינה בין מידע צופה־עתיד, שאין חייבים בגילויו, אולם היא מתירה ומעודדת אותו, לבין מידע צופה־עתיד שגילויו מחויב על־ידה. ביטוי בולט למדיניותה החדשה של ה־SEC הם הליכי המשמעת שנקטה ה־SEC נגד חברת קטרפילר, יצרנית הטרקטורים הנודעת. לטענת ה־SEC, על הדו״ח השנתי לשנת 1989 של החברה (Form 10–K) היה לדווח כי בשל תנאי ההיפר־אינפלציה ששררו ב־1989 בברזיל ועקב הגשתה של תוכנית כלכלית חדשה על־ידי הממשלה הברזילאית, לא ניתן לצפות שרווחיה הגבוהים של חברת־הבת הברזילאית לשנת 1989 יחזרו גם בשנת 1990. ראה In the Matter of Caterpillar Inc. — Exchange Act Release 30532, [Current Binder] Fed. Sec. L. Rep.(CCH) 73,829 (March 31, 1992). ראה גם SEC v. Bank of New England, Release No. AAER-286, [1987–1991 AAER] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 73,775 (D.D.C. Dec. 21, 1990) הבנק הסכים לצו מניעה כנגד הפרות גילוי נוספות, מבלי שהודה או הכחיש כי הפר, כנטען נגדו, את חובת הגילוי כשלא דיווח שלהתדרדרות שוק המקרקעין בניו־אינגלנד עלולה להיות השפעה שלילית מהותית על תיק ההלוואות שלו וכתוצאה מכך על רווחיו העתידיים.

3 לעניין זה אין הוראה מפורשת בתקנות ניירות־ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ״ט-1969 (להלן: התקנות), אולם בפרקטיקה הרשות לניירות־ערך דורשת להבליט את גורמי הסיכון, לעתים על־ידי תאור גורמי הסיכון במסגרת בולטת על עטיפת התשקיף. התקנות בארה״ב מתייחסות לעניין זה במפורש. Regulation S–K קובע בפרט 503(c), כי על המנפיק לגלות:

> On the page immediately following the cover page of the prospectus (or following the summary, if included)... a discussion of the principal factors that make the offering speculative or one of high risk.

nevo.co.il

אומדנים והערכות הם אפוא יסוד מוסד בחשבונאות, שאיננה רואה מנוס מהם על־אף ״רכותם״.

צירוף חוות־דעת של אנשי־מקצוע לתשקיפים הוא דוגמא נוספת לשילוב שכיח של מידע רך בשיטת הגילוי המלא. דוגמא זו מצביעה על הדינמיות שבקשיותו או ברכותו של המידע. חוות־דעת היא ״הבעת דעה״ ולא ״עובדה פיסית שאירעה״. אולם הבעת דעה של איש־מקצוע היא בגדר הצהרה שחוות־הדעת משקפת את־דעתו של נותן חוות־הדעת, שהוא נקט אמצעים מקצועיים סבירים כדי לגבש את עמדתו וכי יש לראות את מסקנת חוות־דעתו כ״עובדה מקצועית״. הקושי, ומכאן הרלבנטיות לסוגיה המטופלת על־ידינו, מתעורר כאשר חוות־הדעת נעה מאותה נקודה מוצקה שבעלי־מקצוע סבירים אינם חלוקים עליה, אל אותה נקודה המעוררת מחלוקת בין אנשי המקצוע. למשל: חוות־דעת משפטית בהנפקה שעיקרה ״מקלט־מס״, במקום שההבחנה בין ״הימנעות ממס״ ל״השתמטות ממס״ היא שאלה גבולית. בנקודה זו חוות־הדעת עשויה שלא להיות חד־משמעית, למשל, משום שאיננה מבוססת על הוראת חוק מפורשת או על תקדים מחייב או מכיוון שבסיסה העובדתי הוא חלקי או משום שמסקנתה של חוות־הדעת נובעת ממערכת עובדות מורכבת העשויה להביא אנשי־מקצוע שונים לידי דעות שונות. אמנם, איש־המקצוע מסייג בנסיבות אלה את חוות־דעתו ומבהיר לקורא את ההנחות שבבסיס חוות־הדעת, אולם למשקיע השוקל החלטת השקעה אין עוגן מוצק שעליו הוא יכול לבסס את החלטתו.

קטגוריה אחת של הערכות וחוות־דעת עוררה דיון מיוחד, והיא השאלה האם יש חובה לגלות, על־פי הערכות ההנהלה או הערכות שמאי, ערכי־שוק שוטפים של נכסי התאגיד — מקרקעין וציוד. כידוע, ערכי השוק שונים מהערכים המופיעים בדו״חות הפיננסיים. ערכו של נכס, בהנחה של ראיית העסק כ־going concern ובהנחה שאין הוא עומד למכירה, איננו נתון להערכה אובייקטיבית הניתנת לאימות חד־משמעי[4]. כללי החשבונאות פתרו את בעיית הערכתם של נכסים במסגרת כללים בעלי היגיון פנימי משלהם, שבמרכזם מצוי העיקרון כי יש לרשום את ערכו של הנכס בספרים לפי עלותו ההיסטורית או עלותו ההיסטורית הממודדת[5]. הרווח

4 קיימות כמה שיטות להערכת ערכו הכלכלי של הנכס, העשויות להביא לתוצאות שונות: שיטה מקובלת אחת היא חישוב היוון זרם התקבולים העתידי שהנכס מצמיח לפירמה, שיטה שניה מתייחסת לערכו בשוק, בעסקה שבין קונה מרצון למוכר מרצון, בניכוי המס שיחול על המכירה. שיטת הערכה שלישית מתייחסת לערך שחלופו של הנכס (replacement value), היינו: העלות לרכישת נכס מקביל. בנסיבות מסוימות תבוצע הערכת הנכס לפי ערכי מימוש. כאשר לנכסים המוערכים אין שוק פעיל שקיים בו מנגנון מחירים אינהרנטי הנותן בכל זמן ערכי שוק אובייקטיביים (readily ascertainable value), הופכת הערכת הנכסים לנושא סובייקטיבי שבעלי־מקצוע מיומנים עשויים לחלוק במסקנותיהם לגביו. מובן אפוא שאין לדבר על ערך ״אובייקטיבי״ של הנכס.

5 כללי החשבונאות אינם מתעלמים מערכי שוק, אלא בוחנים אותם על־פי עקרון השמרנות. כך, לדוגמא, נקבע הכלל שלפיו המלאי בספרים יירשם לפי עלות או שוק — הנמוך משניהם. כלל אחר מחייב יצירת הפרשה לירידת ערך של נכסים לא־כספיים ארוכי־טווח, ושלישי מחייב הצגת מגזר עסקי שפעולתו הופסקה בערכי מימוש. אולם הכללים החשבונאיים אינם מאפשרים לגלות למשקיע את העובדה שערך השוק של המלאי או המגזר העסקי או נכסי המקרקעין והציוד שבבעלות התאגיד גבוה מעלותם בספרים. עם זאת, במקום שניתן לעגן ערכי שוק אובייקטיביים הם יועדפו על עקרון העלות ההיסטורית. למשל הכלל החשבונאי בדבר הצגת ניירות ערך סחירים לפי שווי השוק שלהם.

nevo.co.il

הגלום בנכס בשל עליית ערכו בשוק לא בא לידי ביטוי בדיווח הפיננסי השוטף והוא מוכר במלואו רק בעת מימושו של הנכס. כאמור, כללים אלה עונים על הגיונם הפנימי של הכללים החשבונאיים עצמם, אולם הקשר בין ערכו החשבונאי של הנכס לבין ערכו החיצוני של הנכס הוא שרירותי. נכסים אינם עולים או פוחתים בערכם בהתאם למדד הכללי ובוודאי שערכיהם הכלכליים שונים מערכי העלות ההיסטורית[6].

שיקולים נוספים הם עיתוי מסירתה של חוות־הדעת ושיקולי עלות. בנושאים אלה ניתן להבדיל, ובכך רומזים אנו לבאות, בין מצב שבו התאגיד מפרסם תשקיף על־פיו הוא מוכר לציבור את ניירות־הערך שלו לבין מצב שבו התאגיד איננו מגייס הון. כאשר תאגיד־מקרקעין מנפיק מניות בערכים הגבוהים מהונו העצמי, הוא עשוי לעשות זאת, בין היתר, על־סמך ערכים סמויים במאזניו הנובעים מערכי־שוק גבוהים למקרקעין שבבעלותו. בנסיבות אלה, ובוודאי בנסיבות שבהן ערכי השוק של המקרקעין נמוכים מערכם שבספרים, יש לגיטימיות לטענה כי ראוי שהתאגיד יצרף חוות־דעתו של שמאי לתשקיף[7]. בשל היותו מסמך גילוי מקיף וכולל, התשקיף יכול להבהיר ולהזהיר את הקורא בדבר ״רכותו״ של המידע ולהציגו באורח מלא ומאוזן. העלות של העסקת מומחים המכינים את חוות־הדעת תיכלל ביתר עלויות גיוס ההון, ואילו העיתוי מוגדר כמועד התשקיף. שאלה אחרת היא, האם יש להטיל חובה על תאגיד הנסחר בבורסה, במסגרת חובותיו לשוק המשני לשערך באופן תקופתי את נכסיו, גם שלא אגב גיוס הון. למסירת חוות־דעת על ערכם של נכסים כחלק מהדיווח השוטף אין ״במה״ מסודרת, כפי שזו אכן קיימת בתשקיף, והעלות והעיתוי אינם חד־פעמיים אלא מתמשכים. התאגיד גם אינו מקבל בגין חוות־הדעת תמורה הניתנת לו בעת גיוס הון. אנו נדון בשאלה זו בהמשך.

דוגמא אחרת לבעייתיות שבה מתמודדים דיני ניירות־הערך עם ״המידע הרך״,

6 יתר על כן: כללי החשבונאות קובעים, כי ערך הנכסים המוצג במאזן המתואם לא יעלה על ערך השימוש בהם, שכן תרומתם לתאגיד — בהנחה של העסק הקיים — נעשית במסגרת פעילותו השוטפת של התאגיד. ראה סעיף 17(ב) לגילוי־דעת 36 (החוזר על תקן 16 של הוועדה לתקנים בינלאומיים בחשבונאות — יאס״ק). ראה לשכת רואי חשבון בישראל (פרסומים מקצועיים — יולי 1991). על־פי כללים אלה, אין לתת ביטוי לערך השוק שיש לנכס, שאינו מיועד למכירה, לו היו מוכרים אותו. לדוגמא: קרקע עתירת אחוזי־בנייה שעליה נמצא מפעל התאגיד. מבחינת התאגיד ערכו של הנכס בשוק הוא, כביכול, תיאורטי בלבד. עולה, כי רישום ערכו של הנכס במאזן תלוי גם בכוונת ההנהלה לגבי ייעודו, היינו: האם כוונתה להחזיק בנכס או לממש אותו. נכס שהתאגיד מתכוון למכור, ערכו לתאגיד יהיה ערכו בשוק נטו לאחר מס; בעוד שלגבי נכס פעיל ייקבע ערך השימוש בו על בסיס הערכת ההנהלה את זרם התקבולים העתידי הצפוי מהנכס לתאגיד ואת שיעור ההיוון שבו יש לנכות את זרם התקבולים. דא עקא, שכוונת ההנהלה לגבי ייעוד הנכס והערכותיה את שיעור ההיוון אינן עובדות מוצקות אלא עניין סובייקטיבי, משתנה מדי פעם, מתאפיין ברכותו ומעלה את החשש לפעולה מניפולטיבית.

7 בתאגיד שמקרקעין הם מרכיב נכסי מהותי בו, ירצה המשקיע לדעת מהם ערכי השוק של מקרקעי התאגיד. המשקיע יעשה כן אם הנחת ההשקעה שלו היא, שהתאגיד ירצה למכור את המקרקעין בעתיד הקרוב ולממש רווח בהתאם לערכי השוק. אולם גם בתאגיד תעשייתי ערכם הריאלי של מקרקעי התאגיד יהיה נתון רב־חשיבות למשקיע, אפילו אינם מיועדים למכירה. ראשית, הם מאפשרים לתאגיד מנוף לגיוס הלוואות, תוך משכונם לבנק. שנית, בעתות מצוקה יהיו המקרקעין בלם־הזעזועים (cushion) של המפעל. למשקיע שונא־סיכון יהיה מידע זה חשוב במיוחד. שלישית, למשקיע השוקל להשתלט על התאגיד חשוב לדעת על ערכי מקרקעין גבוהים שיאפשרו לו לממש את השקעתו על־ידי מכירת המקרקעין.

nevo.co.il

היא השאלה האם יש לגלות לציבור על מו״מ לקראת חתימתו של הסכם בעל השלכות מהותיות לערך התאגיד וניירות־הערך שלו, ואם כן — באיזה שלב. הדוגמא הבולטת היא מיזוגו של התאגיד עם תאגיד אחר. מיזוג עשוי להשפיע באופן חד ודרמטי על ערכן של מניות התאגיד ולפיכך כל מידע לגביו הוא מידע מהותי. אולם התשובה צריכה להביא בחשבון שיקולים נוספים. מטבע הדברים מתנהל המו״מ בחשאיות. מערכות מורכבות של יחסי ההנהלה עם העובדים, אינטרסים נוגדים בין בעלי־מניות לדירקטוריון, רגישות הקשרים שבין התאגיד לבין לקוחותיו וספקיו והחשש מעמדתן של רשויות השלטון והפיקוח — כל אלה מחייבים את החשאיות. לפעמים מותנה עצם המיזוג בשמירה על חשאיות המו״מ, וגילויו עלול להפסיק את המגעים כליל או להשפיע באופן שלילי על תנאיו, דבר שבוודאי אינו משרת את אינטרס המשקיעים.

המידע בדבר קיומו של מו״מ למיזוג הוא מידע רך, שהרי יכולתו של הציבור להעריך על־סמך מידע זה את סיכוי הצלחתו של המו״מ נמוכה ולמעשה לא קיימת. סיכויי הבשלתו של המו״מ להסכם מחייב אינם ידועים בשלבים המוקדמים גם למנהלים את המו״מ, ורק באופן חלקי תלויים בהם. אולם בשלב מסוים התמונה מתבהרת וודאות הצלחתה של העסקה גדלה. הנה אפוא לפנינו רצף של אי־ודאות ההולך וקטן עד לחתימת ההסכם. גילוי מוקדם של המו״מ עלול להטעות את המשקיעים וליצור ציפיות מופרזות בשוק. ייתכן שהמו״מ לעולם לא יבשיל, ואם יבשיל — אין ביטחון אם תנאיו ייטיבו עם המשקיעים בחברה או ירעו עמם. הגילוי בנסיבות אלה עלול להעלות באופן מלאכותי את מחיר המניות ובאותו אופן להורידם. שינוי תכוף זה במחיר המניות נעשה באופן אפיזודי ולא רלבנטי לערכים היותר נכונים של התאגיד. התפוגגותן של הציפיות תפגע איפוא בהכרח במשקיעים, אשר לא העריכו נכונה את מימד אי־הוודאות שבמו״מ ורכשו או מכרו את ניירות־הערך של התאגיד בתקופת אי־הוודאות. מנגד, החלטתה של ההנהלה לעכב את הגילוי לאותה נקודת־זמן הנראית לה נכונה או נוחה לה עלולה לשרת אינטרסים צרים, זרים או ספקולטיביים, וככזו בוודאי היא נושא להטלת אחריות. נוסף על כך, אי־גילוי עובדה כה מהותית לציבור המשקיעים מהטעמים האמורים מגמדת את כל שיטת הגילוי, שלפיה פרטים שוליים בהרבה מגולים לציבור כדבר שבשגרה.

מערכת נורמטיבית של דיני ניירות־ערך חייבת איפוא לבחון את השאלה מתי אירוע שייתכן כי יקרה הוא אירוע מהותי. יוזכר, שאם אירוע אינו עובר דרך מסננת המהותיות הוא אינו עובר את מפתנה של שיטת הגילוי המלא. אירוע המיזוג הוא בוודאי מהותי, ואי־ודאותו היא סימן־השאלה המוצב על מהותיותו של המו״מ. העונה לשאלה מתי אירוע שאין ודאות כי יתקיים חייב בגילוי, חייב לשקול כשאלה שנייה את התועלת שיש בגילוי המוקדם מול עלות הגילוי. עלות הגילוי לענין זה משמעותה פוטנציאל הטעיית המשקיעים והנזק הנגרם לתאגיד בעטיו של הגילוי המוקדם. השאלה הראשונה היא, איפוא, מתי אירוע לא־ודאי הוא אירוע מהותי; והשאלה השנייה היא, מתי קיימת חובת גילוי של אירוע מהותי.

סוגיות המידע הרך האחרונות שהובאו לעיל, דהיינו: השאלה בדבר מסירת מידע על שווי ״אובייקטיבי״ של נכסי־מקרקעין וציוד, והשאלה בדבר גילוי מידע

nevo.co.il

על מו״מ בדבר הסכם מיזוג, מקרבות אותנו לסוגיה העומדת במרכז דיוננו: באיזו מידה יש לגלות לציבור המשקיעים את תחזיות ההנהלה לגבי ביצועי התאגיד בעתיד[8].

ג. תחזיות

תחזיות (forecasting) מהוות קטיגוריה מיוחדת של מידע רך[9]. המדובר במידע שכולו צופה־עתיד ומתייחס להערכת ההנהלה או צפייתה לגבי רווחיו והכנסותיו העתידיות של התאגיד. ערכו של התאגיד, שממנו המשקיע המתוחכם גוזר את המחיר הנכון לניירות־הערך של התאגיד, נקבע כשעתידו הנצפה של התאגיד הוא נקודת־המוצא לניתוח. כידוע, שיטה מקובלת להערכת תאגידים היא היוון תחזית הרווחים העתידיים של התאגיד או תחזית זרמי המזומנים של התאגיד הניתנים לחלוקה למשקיעים (future dividend paying capacity). שיטת הערכה אחרת מתייחסת לרווחיו הנוכחיים של התאגיד, מניחה שרווחים אלה ימשיכו גם בעתיד ומכפילה אותם במכפיל המקובל בשוק לתאגידים באותו ענף. התוצאה מקובלת בשוק כערך התאגיד. מכפיל גבוה יותר משמעותו הערכה של השוק שהתאגיד במגמת צמיחה ורווחיו העתידיים יגדלו. מכאן עולה כי ביצועי התאגיד בעבר מהווים אך אינדיקציה ליכולת התאגיד לחזור עליהם או לשפרם בעתיד, וכי מחיר המניות בשוק משקף את החלטת השוק לגבי ביצועי התאגיד בעתיד[10].

מובן שניתוחי השוק את ביצועיו העתידיים של התאגיד, הנבנים על בסיס נתוני העבר, נופלים בהרבה מיכולת ההנהלה, החשה נתונים אלה באופן בלתי־אמצעי לעשות כן. אם המדובר בתהליך של ניבוי מבוקר, אזי אין ספק כי הנהלת־התאגיד נמצאת בעמדה הטובה ביותר לתת את הניבוי או הניחוש האינטליגנטי הראשון. מכאן שלמשקיע הצופה פני עתיד, תחזיות התאגיד מהוות מידע רלבנטי ביותר, והן עוברות, כשלעצמן, את מבחן ה״מהותיות״ ומחויבות בגילוי על־פי שיטת הגילוי המלא.

לעומת זאת, עם כל חשיבותן של תחזיות להחלטת ההשקעה, הן עדיין בגדר הצהרות שכל כולן בגדר הערכה או צפייה של מי שנותן אותן ואשר רק העתיד יוכיח אם תתגשמנה. בעוד שלגבי ״מידע קשה״ אומרת ההנהלה למשקיע: ״הנה העובדות הנכונות״, הרי שבתחזיות אומרת לו ההנהלה: ״הנה התחזיות, ערכנו

8 מסירת מידע בדבר ערכם השוטף של נכסים לא־כספיים ארוכי־טווח כדוגמת מקרקעין היא דוגמא קרובה לתחזיות, שכן שיטה מקובלת להערכת הנכסים צופה את זרם המזומנים הצפוי בעתיד מהנכס ומהוונת אותו למועד ההערכה. זו בעצם תחזית הבנויה על הנחות והערכות שודאותן, בשל היותן צופות פני עתיד, איננה מוחלטת. לדוגמא: יש להבדיל בין נכס שתשואתו מובטחת, שכן הוא מושכר לטווח ארוך לגוף כלכלי רציני, לבין נכס בהקמה שעמו רק צפייה לרווחים עתידיים. בהערכת שמאי, על־פי הגדרה, יש אפוא את מלוא הבעייתיות הנלווית לתחזיות. גם המו״מ בדבר מיזוג יש בו חיזוי עתידי וככזה אף הוא מעלה שאלות דומות לסוגיית התחזיות. שתי הסוגיות דנות במידע צופה־עתיד שמהותיותו — לו היה ודאי — איננה מוטלת בספק. אלא שהנחה זו, הנחת הוודאות, היא המוטלת בספק.

9 יש להבדיל בין תחזיות פיננסיות (forecasting) למידע צופה־עתיד אחר (forward looking information). להבדל בין שני המונחים ראה סעיף ז.1 בטקסט.

10 על השיטות העיקריות להערכת שווי של חברות ראה גיזה, שיטות להערכת שווי חברה (תל־אביב, מאי 1992).

nevo.co.il

אותן בהתאם למיטב שיקול־דעתנו, אולם אם הן נכונות או לא — תדע בעתיד, לאחר שתבצע את החלטת ההשקעה שלך״. אפיון זה מעמיד את התחזיות במרכז הקונפליקט שבין החובה לגלות מידע מהותי, היינו: אותה חובה שלה קראנו החובה הראשונה, לבין החובה השנייה, היינו: החובה שלא להטעות את המשקיע במידע שאינו ודאי. שתי השאלות המרכזיות הקשורות בתחזיות נגזרות מקונפליקט זה. השאלה הראשונה היא האם יש להטיל חובה על התאגיד לגלות את תחזיותיו הפנימיות לציבור המשקיעים, ואם כן — מתי, והשאלה השנייה נובעת ממנה: מהם כללי האחריות המוטלים על נותני תחזיות ובאיזו הגנה משפטית הם יכולים לחסות אם יתברר, אמנם בדיעבד, כי תחזיותיהם לא התגשמו.

ד. הוויכוח בשאלה האם יש לחייב גילוי תחזיות פנימיות — מתנגדים ותומכים

1. קיומן של תחזיות פנימיות בשוק־ההון

תחזיות אינן נמסרות לציבור המשקיעים כדבר שבשגרה. השיקול המרכזי לכך הוא החשש שהתחזיות, גם אם יוכנו לפי מיטב ההערכה המקצועית ובתום־לב, יתבדו. מי שיבחן את שיקולי ההנהלה בראיית 6:6 לאחור — ראייה הנכונה תמיד — ישפוט את נותני המידע בחומרה. אולם קיימים גם שיקולים נוספים. יש שתאגידים נתקלים בקושי רב בהכנת תחזיות סבירות, הן בשל תנאי שוק לא־יציבים או אקלים כלכלי משתנה, והן בשל סיבות הקשורות בתאגיד, כגון היעדר ניסיון מוצלח בהכנת תחזיות התואמות את הביצוע בפועל או אי־ודאות בקשר להצלחת פיתוחו של מוצר חדש ומוביל. לעתים חוששת הנהלת־התאגיד כי לא תעמוד בתחזיות. אמנם, אלה נראות לה נכונות, סובייקטיבית, אולם העתיד מי ישורנו, ואין ההנהלה רוצה להתנדב לעמוד במבחנו המחמיר של המשקיע, העלול לשפוט לא נכונה את ביצועיה בפועל אם לא תעמוד בתחזית שהעמידה לעצמה. מנגד, הצבת תחזית שמרנית עשויה לשפר את סיכויי ההנהלה לעמוד בה, אך זו אינה תואמת, על־פי ההנחה, את ציפיותיה היותר ריאליות. תחזית שמרנית מדי גם עלולה ליצור אפקט של ״כדור־שלג״ מתגלגל ולהשפיע באופן שלילי על לקוחות התאגיד וספקיו ולהפוך, על־אף מאמציה של ההנהלה להבהיר ולהזהיר כי המדובר רק בתחזית, לנבואה המגשימה את עצמה.

העובדה שתחזיות אינן נמסרות למשקיעים כדבר שבשגרה איננה אומרת שהמידע איננו קיים. תאגידים ציבוריים אינם עובדים בכלים אינטואיטיביים. מדי שנה או תקופה הם מכינים, כחלק מתוכנית־העבודה וממערך־התכנון שלהם, תקציב ובו תחזית הכנסות והוצאות לתקופה עתידית הרלבנטית להם. תקציב זה מהווה עבור דירקטוריון התאגיד מכשיר ניהולי־תכנוני רב־חשיבות ובסיס לשליטתו על מרכיבי־היסוד של עסקיו. התקציב מתייחס להיקף הכנסותיו של התאגיד, להוצאותיו, להשקעותיו, ליכולתו לעמוד בהחזר הלוואות, לגיוס עובדים, לרווחיו, לנכסיו וכדומה. נוסף על כך, התקציב מציב יעדים פנימיים להנהלת־התאגיד ומשמש טכניקה להגברת המוטיבציה של עובדיו הבכירים. תקציב התאגיד ותחזיותיו פתוחים, כמובן, בפני אנשי־הפנים של התאגיד ובכך מעלים את הסוגיה הידועה

nevo.co.il

של שימוש במידע־פנים על־ידי בעלי־עניין. אמנם, תקציב התאגיד, ככזה, איננו בשל להצגה בפני גורמים חיצוניים, אולם הוא בוודאי מהווה צעד אחד לפני ההצגה.

יתר על כן: תחזיות נמסרות לחתמים, כדבר שבשגרה, במסגרת הדיונים על הנפקה צפויה. בארה״ב, הגם שתחזיות התאגיד לא מובאות בדרך־כלל בתשקיף, הן ניתנות בעל־פה ובכתב במהלך מאמץ המכירה של ניירות־הערך המונפקים (Road Show). בהנפקות פרטיות (private placement) לא תתבצע, בפרקטיקה המקובלת, השקעה על־ידי משקיעים מנוסים או גורמים מוסדיים, מבלי שאלה קיבלו את התחזיות כחלק מתהליך קבלת ההחלטות שלהם. מסירת תחזיות והערכות מאפיינת במיוחד הנפקות פרטיות לקרנות הון־סיכון, המבססות, על־פי המקובל, את החלטתן אם להשקיע על ״תוכנית עסקית״ (business plan) שהכין התאגיד. תחזיות לתקופה של עד חמש שנים מהוות נורמה מקובלת בתעשייה זו. יתר על כן: התוכנית העסקית נכללת לעתים כחלק ממחויבותו של התאגיד בהסכם או בתזכיר ההנפקה (private placement memorandum). יש הנפקות פרטיות שבהן התחזית היא, למעשה, העסקה כולה. דוגמא לכך הן עסקאות המקרקעין המתוחכמות בארה״ב מסוג real estate limited partnership, שעל־פיהן המשקיעים משקיעים את כספם בעסקת־מקרקעין עתידית. התחזיות בעסקאות אלה הן צירו של תזכיר ההנפקה. האם יהיה זה הגיוני אם בהנפקה הפרטית יגולו התחזיות למשקיעים, ואילו בהנפקה הציבורית של אותו תאגיד, שתבוא זמן קצר אחריה, יושמטו תחזיות אלה?[11] במיזוגים וברכישות (M & A) התחזיות מהוות מרכיב חיוני בהערכת הגינותה של העסקה (fairness opinion) — הערכה הנעשית על־ידי מומחה בלתי־תלוי, בדרך־כלל בנק להשקעות, ומוגשת לבעלי־המניות בטרם יאשרו את העסקה. התחזיות נמסרות או נדונות עם אנליסטים, משקיעים מוסדיים וחברות מדרגות (rating) המלווים את התאגיד[12]. אלה יערכו תחזיות משלהם, גם אם אינם מקבלים נגישות לתחזיותיה הפנימיות של ההנהלה. הם יעשו זאת כחלק מהשירות

11 ראה דיון בנושא זה ב־J. Bartlett & D. Waldman, "Select Problems in Late-Round Private Financings: Soft Information, Integration, Debt v. Equity" 17 *Securities Regulation Law Journal* (1989) 227. כפי שאומרים, בצדק, המחברים, אם ההנפקה לציבור (כוונתם להנפקה הראשונה — IPO) באה תוך שנתיים לאחר ההנפקה הפרטית, אזי תזכיר ההנפקה הפרטית, וכן התחזיות, יהיה חייב ממילא בגילוי. הסכם מהותי כזה מוגש כנספח לתשקיף ל־SEC לפי Item 601(b)(10) of Regulation S-K, שהיא התקנה המקבילה לתקנה 66 לתקנות. ספק אם צירוף זה מחויב על־פי הדין בישראל. השווה לסעיף 44 לחוק ניירות־ערך, תשכ״ח-1968 (להלן: החוק) ולתקנה 68 לתקנות, לגבי מסמכי־ההנפקה שציבור המשקיעים בישראל זכאי לעיין בהם.

12 לוועדת Sommer, שדנה במכלול בעיות הגילוי, לרבות תחזיות, הוגש מחקר של איגוד האנליסטים הפיננסיים בארה״ב, המראה שחברות נסחרות מעדיפות לשמור על יחסים תקינים עם אנליסטים, ברוקרים וגורמים מוסדיים. אינטרס החברה נובע מכך, שכאשר גורמים מוסדיים עוקבים אחרי החברה ומשקיעים בה, שומרת המניה על סחירותה ומחירה בבורסה ומקלה על גיוס הון נוסף. יחסים תקינים אלה מחייבים מדיניות של גילוי רחבה וגמישה גם במתן תחזיות. בפרקטיקה הנוהגת בארה״ב מועברות תחזיות אלה, בדרכים פורמליות ושאינן־פורמליות לאנליסטים העוקבים אחר החברה. ראה *House Comm. on Interstate and Foreign Commerce*, 95th Cong., 1st Sess., Report of the Advisory Comm. on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission (Comm. Print 1977) (דו״ח סומר); וכן קריפקה (לעיל, הערה 2), 1199.

nevo.co.il

שהם נותנים ללקוחותיהם על־פי פסיפס המידע הגלוי שהם מרכיבים לעצמם. גם בסיטואציות שבהן אין עסקה בניירות־ערך, ניתנות תחזיות לגורמים שמחוץ לתאגיד, כגון לנותני אשראי או לגופים ממשלתיים המאשרים מתן מענקים או הטבות. בכל המקרים הללו התחזיות נמסרות — או נכון יותר לומר: נדרשות — כחלק מהקשר העסקי של התאגיד עם משקיע מתוחכם שבידיו הכלים להעריכן, לנכות את מרכיב אי־הוודאות הנובע מעתידיותן ולתת להן את המשקל הראוי. תחזיות הן אפוא עניין רציני, קיים, וחלק בלתי־נפרד מעולם העסקים שבו מצוי התאגיד ואף־על־פי־כן הן אינן מצויות בשימושו של המשקיע בשוק ניירות־הערך בישראל. מידע רגיש זה, כאשר הוא נמסר לאחרים, אמור להישאר במסגרת סגורה ואינו מועבר לשוק. לפיכך מחויבים מקבלי המידע בסודיות הנתונים ומוזהרים בדבר חובותיהם על־פי חוקי ניירות־הערך ומשימוש במידע־פנים.

השימוש הנרחב בתחזיות על־ידי גורמים חיצוניים מצביע כשלעצמו על מהותיות המידע וחשיבותו, לקבלת החלטת השקעה, לאותם גופים הדורשים את התחזיות. עולה אפוא חשש בדבר אי־הגינות הנובעת מסלקטיביות מסירת המידע. אנשי־פנים ומשקיעים מתוחכמים הנכנסים לעסקת ניירות ערך עם התאגיד מקבלים את המידע כחלק מעמדת המיקוח שלהם; ואילו ציבור המשקיעים בבורסה, ובכללו משקיעים מוסדיים ומתוחכמים שאינם מצויים בעמדת מיקוח הנובעת מקשר עסקי עם התאגיד, אינו מקבל מידע בדבר תחזיות התאגיד. אפשרותו של ציבור המשקיעים לקבל מידע בדבר רווחיו הצפויים של התאגיד תלויה אפוא — בהיעדר חובה בחוק — ברצונה וביוזמתה של ההנהלה. השאלה היא, אם כן, האם יש לחייב את התאגיד לפרסם את תחזיותיו. שאלה זו נתונה לוויכוח.

2. הוויכוח על פרסומן של התחזיות

(א) עמדת המתנגדים

המתנגדים מצביעים על הפוטנציאל להטעיית המשקיעים הגלום בתחזיות, שכן אלו עלולים להגיע למסקנה כי להנהלת־התאגיד יש בסיס אובייקטיבי התומך בתחזית. במיוחד מודגש פוטנציאל זה בחברות צעירות ללא רקע מבוסס של הכנסות ורווחים, הגם שדווקא חברות אלה (growth companies) מצביעות על פוטנציאל הגידול העתידי שלהן כסיבה העיקרית להשקעה. תחזיות — המתנגדים אומרים — הן ניבוי וניחוש של מרכיבים רבים, אשר רק חלקם תלוי בהנהלה. איש אינו מומחה במתן חוות־דעת לגבי העתיד, ועל־כן המשקיע בשוק איננו נמצא בעמדה נחותה בצפייתו את ביצועיה העתידיים של המניה. לפיכך יש לתת את תפקיד הניחוש לכל משקיע בנפרד ולא לעוות ניחוש זה בגישה פטרנליסטית, המעניקה, באופן טבעי, משקל־יתר לניחושי ההנהלה. אמנם נכון — המתנגדים אומרים — כי צרכני המידע המוסדיים והמתוחכמים שהוזכרו לעיל דורשים, ואמנם מקבלים, תחזיות כחלק בלתי־נפרד מניתוחם את ערך התאגיד, אולם בידם גם הכלים להעריך נכונה את מרכיבי אי־הוודאות שבתחזית, בין אם אלה מרכיבים אופטימיים או פסימיים. משקיעים מוסדיים אינם מבססים את ניתוחם וחוות־דעתם על תחזיות ההנהלה בלבד, אלא מצרפים תחזית זו למכלול נתונים אחרים. יתרונם על ציבור המשקיעים

nevo.co.il

הוא אפוא מבני ולא ניתן לגישור. יתר על כן: במידה רבה היתרון של הגורמים המוסדיים מוצדק הואיל ולמשקיעים אלה יש הוצאות לא־מבוטלות בקבלת המידע ובעיכולו. גם הפער בין אנשי־הפנים, אשר התחזיות חשופות לפניהם, לבין ציבור המשקיעים בכל הנוגע להבנת התאגיד אינו בר־סגירה. בסופו של דבר הקשר בינם לבין התאגיד הוא אינטימי וניזון ממגעים יומיומיים צמודים. האינטואיציה שלהם לגבי ערך התאגיד תהיה, אם כך, עדיפה תמיד על זו של הציבור. אם מטרת גילוי תחזיותיו הפנימיות של התאגיד לציבור היא להשוות את נגישות ציבור המשקיעים למידע חשוב זה למידע העומד לרשות אנשי־הפנים, אזי חיוב התאגיד לגלות בדו״חות את תחזיותיו לא ישיג מטרה זו. התאריך הקובע לדו״חות אלה יהיה תמיד לאחר שאנשי־הפנים ידעו מידע זה והרי הם אלה שעסקו בהכנת הדו״חות. משאלה יפורסמו, כבר ישתקף המידע במחיר נייר־הערך בשוק; שכן אנשי־הפנים הספיקו לפעול.

נימוק אחר כפי המתנגדים מתייחס להשפעה שתהיה להטלת החובה של גילוי תחזיות פנימיות על מהלכיו העסקיים של התאגיד. ההנהלה, כנאמר לעיל, תראה את עצמה מחויבת לעמוד בתחזיותיה. אי־התגשמותן תיראה כפגיעה באמון ציבור המשקיעים בהנהלה עצמה, שלא עמדה ביעדים שהעמידה היא עצמה. הנהלה המחויבת בלחץ המשקיעים לעמוד במטרות פנימיות שהציבה לעצמה עלולה לפעול על־פי שיקולים לטווח קצר — טווח תחזיותיה. שיקולים אלה לא רק שאינם עולים בקנה אחד עם אינטרס התאגיד, אלא שבשקילתם טמון החשש שמא ההנהלה תתפתה לקצר דרכים ואף לתמרן בכללים החשבונאיים כדי שהדו״חות הפיננסיים יעמדו במשימה שהובטחה[13].

נימוק מרכזי המועלה על־ידי המתנגדים הוא החשש לחשיפה משפטית. על־אף העובדה שעקרונות האחריות המשפטית, המתמקדים בנקיטת אמצעים סבירים בהכנת התחזית ובתום־הלב של מוסרם, אינם מוחלים בתחזיות באופן שונה מתחולתם בתחומי אחריות אחרים; ועל־אף העובדה כי האחריות המשפטית נבחנת בתאריך עריכת התחזיות ופרסומן ולא בתאריך אי־התגשמותן, גובר החשש מפני חשיפה לתביעות משפטיות דווקא בשל ״רכות״ המידע שבהם. בניגוד לביצועי התאגיד בעבר, הניתנים לאימות ולהוכחה, משקפות התחזיות, כאמור, הערכה סובייקטיבית. החשש הוא, שאי־הצלחת ההנהלה ״לנחש״ תביא את בית־המשפט ״לנחש בדיעבד״ את התחזיות אשר ההנהלה היתה צריכה להציג. בית־המשפט יעשה כך, כמובן, כאשר ביצועי התאגיד ה״עתידיים״ הם בשבילו כבר בגדר עבר. הנה אפוא ההבדל בין קליעה למטרה לבין סימון המטרה לאחר הקליעה. מובן שבחששות כאלה מצד ההנהלה יש כדי למנוע מתן תחזיות, ואם אמנם יינתנו — מן הסתם ייטו לצד השמרנות[14]. אולם זו עלולה לחשוף את ההנהלה לאותה אחריות משפטית שממנה היא רצתה להימנע, שהרי מול כל קונה בשוק קיים מוכר שייתכן כי הושפע משמרנות־היתר של תחזית ההנהלה.

13 לחשש זה ראה R. Dennis, "Mandatory Disclosure and Management Projections — A Law and Economics Perspective" 46 *Maryland L. Rev.* (1987) 1197, 1212. ליתר נימוקי המתנגדים ראה הילר (להלן, הערה 18), 1116-1120.

14 לפי מחקר שנעשה, תשעים אחוזים מהתחזיות שנבדקו בתקופת המחקר היו מוטות כלפי מטה. ראה Ferris, "Profit Forecast Disclosure — The Effect on Managerial Behaviour" *Accounting and*

nevo.co.il

לבסוף — המתנגדים מציינים — יש לשקול את העלות שבהטלת חובה לפרסם תחזיות כנגד תועלתה. לכאורה, הפרקטיקה העסקית, אשר לפיה מרבית התאגידים הציבוריים מכינים תחזיות פנימיות, מצביעה על האפשרות שעלות גילוין לציבור היא מינימלית. אולם למעשה יש הבדל גדול בין תחזיות שנערכו לצרכים הפנימיים של ההנהלה לבין תחזיות המועמדות לרשות ציבור המשקיעים הרחב. תחזית המתפרסמת בציבור מחייבת ציון זהיר של ההנחות העסקיות העומדות בבסיסה. יש לקבוע מדד הסתברות לסיכויי התקיימותה. על התחזית להיות כוללת ומאוזנת, שכן הסתפקות במרכיב אחד שלה (למשל: מכירות) מבלי לציין מרכיבים אחרים (למשל: רווחיות), יש בה כדי להטעות. על התחזית להזהיר מפני אירועים או מגמות שיש בהם כדי להטות את התחזית (כגון תנאי שוק, מדיניות כלכלית, שערי ריבית, מצב מיסויי נתון, תחרות וכו׳) ולקבוע הסתייגויות כלליות בדבר הזהירות שיש לנקוט בהישענות על תחזיות שאין ודאות שתתגשמנה. לעתים, אם לשם הזהירות, או בשל חובה משפטית, יש צורך להעביר את התחזית לביקורת צד שלישי, למשל: לסקירתו של רואה־חשבון[15]. הסיבות האופייניות לבדיקה זו הן הרצון לבחון על־ידי צד נייטרלי את הנחות־היסוד של ההנהלה, העלולות להיות מוטות בשל היותה של ההנהלה ״קרובה לצפייתה״. סיבות נוספות לבדיקה החיצונית הן הרצון להגביר את בטחון המשקיעים במהימנות התחזית וחשש ההנהלה מפני אחריות משפטית. חשש אחרון זה הוא, כמובן, מקור לעלות נוספת, באשר תחזית המופנית לציבור חייבת בתיעוד מתאים ובבדיקה של עורכי־דין ואנשי־מקצוע אחרים, שמטרתה לבדוק אם הנחיות בתי־המשפט בדבר סבירותן של התחזיות מולאו בעת הכנתן.

(ב) עמדת התומכים

התומכים בהטלת חובה על תאגידים, שניירות־הערך שלהם נסחרים בציבור, לגלות את תחזיותיהם הפנימיות, מצביעים על כך שהמשקיע הנאיבי, שהוא, לכאורה, נשוא הגנתם של חוקי ניירות־הערך הולך ונעלם, וחלקם של המשקיעים המוסדיים, המייצגים את המשקיעים בשוק, גדל[16]. הציבור מקבל איפוא את המידע

Business Research (1973) 133, 136. למחקרים אמפיריים אחרים בנושא תחזיות ראה פול (להלן, הערה 19), 794 ואילך.

15 כך, למשל, כללי ה־City Code on Take-Overs and Mergers מחייבים, כי המדיניות החשבונאית והחישובים שביסוד התחזיות יבדקו על־ידי רואי־חשבון. מועצת לשכת רואי־החשבון באנגליה פרסמה גילוי־דעת בעניין זה, תוך שהיא מזכירה כי האחריות לתחזית היא של המנהלים. על־פי גילוי־הדעת תפקידם של רואי־החשבון לעניין זה הוא:

> ... properly undertake a critical and objective review of the accounting bases and calculations for profit forecasts and verify that the forecasts have been properly computed from the underlying assumptions and data and are presented on a consistent basis.

ראה Weinberg & Blank, *On Take-Overs and Mergers* (London, 5th ed., 1989) I 3218.

16 זו מגמה הבולטת לאחרונה גם בישראל. לאחר שנים שבהן התרחקו הגורמים המוסדיים משוק־המניות מורגשת כיום מעורבותם בשוק. הדבר מתבטא לא רק בכניסתם לשוק־המניות, אלא גם במגע קרוב יותר עם החברות הנסחרות, ביקורים במפעלים, פגישות עם נושאי־משרה בכירים, פעולות מחקר, ניתוחי

nevo.co.il

המופץ על־ידי התאגיד באמצעות המשקיעים המתוחכמים והעתונות הפיננסית, ואלה מסננים אותו באמצעות פילטרים מקצועיים. לפיכך, מסירת תחזיות לשוק משמעותה עיבוד קודם של התחזיות והמידע היותר מורכב על־ידי המשקיעים המתוחכמים. אם אלה מקבלים את התחזיות כדבר שבשגרה שעה שעניינם עומד לנגד עיניהם, אין כל סיבה למנוע תחזיות אלה מהציבור. מידע הנדרש על־ידי החתמים לפני ההנפקה לשם הערכת מחיר נייר־הערך בהנפקה, ראוי שיימסר גם לציבור המשקיעים העומד בפני אותה שאלה ממש. אין גם להמעיט מהאינטלגנציה של המשקיע היחיד. גם הוא יודע להעריך את "רכותו" של המידע ועדיין אין הוכחה שיכולתו לנחש את ביצועי המניה בשוק נופלת מיכולתם של המשקיעים המתוחכמים לעשות כן. אמנם, תחזיות הן גורם־מפתח בהערכת התאגיד, אולם אינן חזות הכול. על המשקיע להתייחס לתחזיות כמרכיב אחד במכלול המידע שהוא מקבל במסגרת דיווחי הגילוי המלא, ואם אין ביכולתו להביא בחשבון את גורם אי־הוודאות שבתחזיות — אזי סביר להניח שאין ביכולתו להעריך את מכלול המידע כולו. מכל־מקום, אין למנוע ממשקיעים מתוחכמים מידע משמעותי רק כדי להגן על המשקיעים שאינם מסוגלים להעריך מידע זה[17].

חלק מהתומכים משלבים את טיעוניהם עם עמדה רחבה יותר, שלפיה יש לשנות את המגמה של דיני ניירות־הערך. במקום לשים את הדגש על הגנתו של המשקיע הבלתי־מתוחכם, יש לשים את הדגש על בניית תהליך של נגישות מלאה של השוק למידע מהותי הנחוץ להחלטה בדבר השקעה נבונה. לפיכך, דווקא מידע מתוחכם המעניק לאנליסט הפיננסי כלים לחדור אל נבכי עסקיו של התאגיד, הוא המידע שיש לגלותו.

התומכים אומרים, כי העובדה שתחזיות נמסרות באופן סלקטיבי יוצרת "שוק שחור" למידע חשוב זה[18]. נוצר מצב של אי־שוויון בין המשקיעים, כאשר חלקם מקבלים את הערכת ההנהלה לגבי ביצועי התאגיד בעתיד, וחלקם, אשר ללא ספק, גם הם רואים את הערכת ההנהלה בדבר ביצועי התאגיד בעתיד כמפתח לקביעת ערך המניות, אינם מקבלים מידע זה. א־סימטריה אינפורמטיבית זו היא לרועץ לשוק, גם בהיעדר שימוש במידע פנים. אמונו של ציבור המשקיעים בשוק

דו״חות פיננסיים וכדומה; ולאחרונה, נכונותם של גורמים מוסדיים למנות מטעמם דירקטורים בחברה הנסחרת. ראה האוזר־שוחט, "שימוש בזכויות הצבעה של מניות על־ידי משקיעים מוסדיים — מצע לדיון" פרסומי הרשות לניירות־ערך (ינואר 1992). לסקירה מקפת על מעורבות הגורמים המוסדיים בחברות ציבוריות ראה מאמרים שקובצו ב־"The Fourth Abraham L. Pomerantz Lecture: Tensions Between Institutional Owners and Corporate Managers — An International Perspective" 57 *Brooklyn L. Rev.* (Spring 1991).

17 ראה M. Steinberg & R. Goldman, "Issuer Affirmative Disclosure Obligations — An Analytical Framework For Mergers Negotiations, Soft Information, and Bad News" 46 *Maryland L. Rev.* (1987) 923, 945.

18 ראה E. Goldring, "Mandatory Disclosure of Corporate Projections and the Goals of Securities Regulation" 81 *Columbia L. Rev.* (1981) 1525, 1530; B. Hiler, "The SEC and the Court's Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and other Soft Information; Old Problems, Changing Views" 46 *Maryland L. Rev.* (1987) 1114, 1215 (להלן: הילר).

nevo.co.il

יגדל ככל שיראה כי מידע חיוני ומהותי מופץ בין המשקיעים באופן הגון ושווה. התחושה כי יש שוויון מידע בשוק היא ערך בפני עצמו. יתר על כן: אמינותו של שוק ניירות־הערך כמנגנון הקובע את מחירי ניירות־הערך, גדלה ככל שרמת המידע שבו עולה. גילוי תחזיות התאגיד לגבי ביצועיו העתידיים חיוני אפוא לאמינות השוק ולשכלולו גם בלי קשר לערכים של שוויוניות.

חיובה של הנהלת התאגיד לגלות את תחזיותיה ישליט אמינות ומהימנות לתחזיות של תאגידים, בעוד שהיעדר חובה כזו חושף את השוק לתחזיות של גורמים חיצוניים לתאגיד, כגון אנליסטים או ברוקרים. יתר על כן: תחזיות הן מידע חשוב למשקיעים היכולים ex post facto להשוות את תחזיות ההנהלה לעומת ביצועיה ולראות בכך מדד ליעילותה. לבסוף, בין אם גילוי תחזיות פנימיות ברבים הוא רצוי ובין אם לאו, וגם אם קיים אינטרס מובהק של הנהלת התאגיד שלא לגלותן — מהותיותן של התחזיות, בהיותן אבן־היסוד להערכת התאגיד, היא הקובעת[19].

העמדות השונות שצוינו לעיל עשויות לבסס קביעה של מדיניות משפטית השוללת או מחייבת גילוי תחזיות מבחינת המשפט הרצוי. שאלה נפרדת, שגם היא שזורה בשאלת המדיניות המשפטית הרצויה, היא השאלה מתי קיימת חובה על־פי המשפט הנוהג לגלות תחזיות, ובאיזה היקף. כנרמז לעיל, בעניין זה אנו סבורים, כי יש להבדיל בין החובה לגילוי תחזיות בעת הנפקת ניירות־ערך באמצעות תשקיף לבין חובת הגילוי השוטף, שבה כל תאגיד שניירות־הערך שלו הוצעו לציבור חייב כלפי השוק המשני. ייתכן שבהבדל זה יש גם כדי להצביע על הפתרון החוקי הנאות. בעניין זה נעסוק בפרק הבא.

ה. החובה לגילוי מלא בעת ההנפקה מול החובה לגילוי נאות במסגרת הדיווח השוטף

מול שיטת "הגילוי המלא" עומדים שני שווקים — השוק הראשוני והשוק המשני. בשוק הראשוני, הוא שוק ההנפקות, עומד המנפיק מול ציבור משקיעים בהסכם־הנפקה. הסכם־הנפקה כזה, נעשה על בסיס תשקיף, והחובה בחוק היא לגלות בתשקיף כל מידע "העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות ערך"[20]. חובה זו איננה מסויגת. להיפך: על התשקיף לכלול "כל פרט ששר האוצר

19 מחקרים ומשאלים שנעשו בארה״ב מראים כי בעיני המשקיעים נחשבים תחזיות ההנהלה ומידע צופה־עתיד אחר למידע החשוב ביותר. למחקרים אלה ראה Pool, "Management Forecasts — Do They Have a Future in Corporate Takeovers?" 42 *Southwest L. Rev.* (1988) 765, 794.

20 סעיף 16(א) לחוק. לעניין זה ראה ע.א. 5320/90 **א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע״מ נ׳ רשות ניירות־ערך** (טרם פורסם): "היקפה הבלתי מוגבל לכאורה של חובת הגילוי (לפחות בכל הנוגע לפרסומו של התשקיף) עולה מן האמור בסעיף 16 לחוק הקובע כי התשקיף **יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות־ערך המוצעים על־פיו**" (ההדגשות במקור — א׳ א׳).
זה הדין גם באנגליה. כידוע, על־פי השיטה הנוהגת שם, מפקחת הבורסה על פרטי התשקיף המוגשים לה. מכוח סעיף 144 ל־Financial Services Act — 1986 (להלן: FSA) נכתבים פרטי התשקיף בהתאם ל־listing particulars הנמצאים ב"ספר הצהוב" (Yellow Book) של הבורסה בלונדון. על־פי סעיף 146 לחוק האנגלי, יש חובה לגלות כל פרט מהותי, בין אם הוא נדרש על־ידי תקנון הבורסה ובין אם לאו. החוק קובע במפורש, כי הפרטים הנדרשים על־ידי הבורסה באים נוסף על החובה הכללית של גילוי. על התשקיף לכלול "all such information as investors and their professional advisers

nevo.co.il

קבע בתקנות״ או כל פירוט נוסף שנדרש על־ידי הרשות[21]. התשקיף הוא מסמך פורמלי וכולל, המכוון לתאר נאמנה את התאגיד, אולם הוא אפיזודי מטבעו, ניתן רק בעת הנפקה או הצעת מכר של ניירות־ערך לציבור ונכון רק לתאריכו.

להשלמת התמונה ורציפותה — קיימת, בצד חובת הגילוי בעת הנפקה, חובת גילוי לשוק המשני לפרסם דו״חות או הודעות לציבור המשקיעים באופן שוטף. תוכן הדו״חות נקבע בתקנות, ואלה מתייחסות ״לכל ענין החשוב, לדעת שר האוצר, למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד״[22]. התקנות קובעות, כי על המנפיק לפרסם מדי שנה דו״ח תקופתי המספק מידע אמין על מצב עסקי התאגיד לתאריך הדו״ח הכספי השנתי, על תוצאות פעולותיו ועל השינויים בזכויות בעלי־המניות ועניינים חשובים אחרים על־פי מפרט גילוי המופיע בתקנות. מדי רבעון חייב התאגיד ליתן דו״חות כספיים לתקופות־ביניים, המספקים מידע תדיר יותר על מצבו העסקי של התאגיד. אמנם, הדו״חות אינם מבוקרים על־ידי רואה־החשבון, כדוגמת הדו״ח הכספי השנתי הכלול בדו״ח התקופתי, אולם הם מסוקרים על־ידיו. הדו״חות התקופתיים והדו״חות הרבעוניים יוצרים פערי תקופות, ואלה נסגרים על־ידי דו״חות מיידיים שנועדו ליתן למשקיע מידע עדכני על אירועים בעלי חשיבות המתרחשים בין תאריכי פרסום הדו״חות[23].

על הדו״חות הנ״ל יש להוסיף את הדו״חות וסקירת המנהלים שבהם מחויב התאגיד על־פי חוק[24] ועל־פי הנחיות הבורסה[25] וכן דיווחים לרשם החברות, הפתוחים לעיון הציבור הרחב[26]. נוסף על הדו״חות המוגשים על־פי הדין ועל־פי הוראות הבורסה בדרך הדברים הרגילה, מציגים התאגיד ובעלי־העניין דו״חות נוספים, בין אם על־פי יוזמת ודרישת רשות ניירות־ערך והבורסה[27] ובין אם באופן וולונטרי כחלק ממערכת־היחסים שהתאגיד בונה עם ציבור המשקיעים.

על־אף רשת הגילוי הצפופה שיוצרים דו״חות הגילוי השוטף, אין בהם, במתכונתם הקיימת, כדי לתת למשקיע תמונה מקיפה וכוללת כדוגמת התשקיף

would reasonably require, and reasonably expect to find there, for the purpose of making an informed assessment..." יושם אל לב, כי כתובת הגילוי היא המשקיעים ויועציהם העסקיים. גישה זו מחויבת באנגליה גם מכוח סעיף 4(1) לדירקטיבה של השוק המשותף (Listing Particulars Directive, No. 80/390).

21 סעיפים 18(ג) ו־20(א)(1) לחוק.

22 סעיף 36(ג) לחוק.

23 לגבי כל אלה ראה את תקנות ניירות ערך (דו״חות תקופתיים ומיידיים), התש״ל-1970 (להלן: תקנות הדיווח).

24 סעיפים 203-204 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ״ג-1983 (להלן: פקודת החברות). אם יתקבלו המלצותיה של ועדת גליה מאור (לעיל, הערה 1), תורחב באורח משמעותי סקירת המנהלים שבה מחויבים תאגידים שניירות־הערך שלהם נסחרים בבורסה. מתכונת סקירת המנהלים תידמה ל־MD&A האמריקני. ראה להלן, הערה 42.

25 ראה מדריך לחברות ב, ובפרט פרקים א-ה, יג-יד.

26 ראה בפרט סעיף 118 לפקודת החברות וסעיף 96, אשר הוסף בחוק לתיקון פקודת החברות (מס׳ 4) (אחריות נושאי משרה), התשנ״א-1991, ס״ח 1352.

27 הרשות מוסמכת לדרוש דיווחים לפי סעיף 36(ה)-(ז) לחוק — ראה ברנוביץ (לעיל, הערה 20); וכן על־פי תקנה 30א לתקנות הדיווח. הבורסה אף היא שמרה לעצמה סמכויות דומות. ראה מדריך לחברות ב, פרקים ו, ט ו־יד.

nevo.co.il

ואין הם מהווים עדכון שוטף של התשקיף הראשוני. הדבר נובע לא רק מטכניקת הגילוי באמצעות דו״חות, המאפיינת את הגילוי השוטף ואשר מטבעה היא מקוטעת ושונה מטכניקת גילוי במסמך מקיף וכולל למועד אחד — היינו: התשקיף — אלא גם בשל העובדה שבמסגרת הדיווח השוטף אין חובה כללית לגלות לציבור כל מידע מהותי המצטבר במהלך עסקיו של התאגיד. החובה היא לדווח דיווחים נדרשים.

הגם שהחובה לגלות מידע מהותי (החובה הראשונה) והאיסור על הטעיה (החובה השנייה), שהם שני האדנים אשר השיטה כולה עומדת עליהם, חולשים הן על השוק הראשוני הן על השוק המשני, יש הבדל בעוצמת פעולתם בשני השווקים. נראה שעשוי להיות הבדל בעוצמת חובת הגילוי הראשונה בין מצב שבו התאגיד עצמו מתקשר בעסקה בניירות־הערך שלו לבין מצב שבו עסקאות קנייה ומכירה של ניירות־ערך נעשות בשוק בין משקיעים מבלי שהתאגיד מעורב בעסקה[28]. במקרה הראשון, היינו: במקרה של הצעת ניירות־ערך לציבור, ניצב התאגיד בעמדת עליונות אינפורמטיבית מול המשקיעים בו — עמדה שאינה מקובלת בדיני ניירות־הערך הגורסים שוויון במידע בין צדדים לעסקה. במקרה השני אמנם לתאגיד יש מידע פנים, אולם הוא איננו מעורב בעסקה; שהרי איננו מציע ניירות־ערך לציבור, ואילו המוכרים והקונים נמצאים באיזון אינפורמטיבי שרמתו נקבעת על־ידי כמות המידע שסופקה במהלך הגילוי השוטף על־ידי התאגיד. הבדל זה מצדיק הטלת חובה מלאה וכללית על התאגיד לגילוי מלא, בעת היכנסו, הוא־עצמו, לעסקה בניירות־הערך שלו. החובה מתמלאת באמצעות התשקיף אשר בהיותו מסמך גילוי כולל ושלם יוצר איזון אינפורמטיבי בין התאגיד לבין המשקיע[29].

היעדרה של חובה כוללת לגלות למשקיעים במהלך המסחר השוטף כל מידע מהותי המתפתח בתאגיד, הוא מוצדק[30]. מול האינטרס של המשקיעים לדעת קיים האינטרס של התאגיד להעמיד את היקף המידע שהוא מגלה לציבור המשקיעים, הסוחרים בניירות־הערך שלו, על בסיס סביר. בסיס זה נקבע בהתאם לשיקולי

28 לנימוקים אלה ראה V. Brudney, "A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws" 75 *Va. L. Rev.* 723 (1989).

29 הדבר מובן גם על־פי עקרונות גילוי כלליים. על־פי דיני־החוזים, מוטלת על צד לעסקה חובת גילוי כלפי הצד האחר. חובת הגילוי איננה מוטלת, כרגיל, כלפי מי שאינו צד לעסקה. חובת התאגיד לספק מידע שוטף לשוק איננה נובעת ממעמדו כצד לעסקת ניירות־הערך, אלא בשל מדיניות משפטית המכירה בחיוניותו של המידע לשכלול השוק.

הגיון הדברים זהה גם בהצעת־מכר של ניירות־ערך לציבור על־ידי בעל־מניות למרות שאינו נמצא בהכרח בעדיפות אינפורמטיבית על ציבור המשקיעים. על־פי החוק מחוייבת גם הצעת־מכר בתשקיף, אלא אם היא נעשית תוך כדי המסחר בבורסה (סעיף 15 לחוק). לא נוכל להרחיב בעניין זה כאן.

30 הנחה מרכזית זו, שלפיה אין חובת גילוי יזומה וכוללת של כל מידע מהותי לשוק המשני היא קביעה ברורה של המשפט האמריקני. ראה *Chiarella* v. *United States*, 445 U.S. 222 (1980), שם נפסק, כי "A duty to disclose does not arise from the mere possession of non-public information". וכן ראה את פרשת *Basic* (להלן, הערה 37), שבה נפסק, כי "(S)ilence, absent a duty to disclose, is not misleading under Rule 10b-5". חובת הגילוי לשוק המשני מתעוררת רק באירועים מוגדרים. ראה גם הילר (לעיל, הערה 18), 1167. העדר חובה סטטוטורית לגלות כל מידע מהותי המצוי בתאגיד מרוכך במידה רבה בהוראות הבורסה, החלות על חברות ציבוריות הנסחרות בה. למשל: ה־listing agreement של הבורסה בניו־יורק (NYSE) קובע, כי הבורסה מצפה מחברה נסחרת לגלות כל מידע אשר סביר שישפיע על השוק של נייר־הערך שלה. NYSE Manual 202.05, reprinted in 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 23,519, at 17,213. השווה להוראת הבורסה בתל־אביב בדבר דיווחים "ללא דיחוי"

nevo.co.il

המדיניות המשפטית. שיקולים אלה מאזנים את עלות הגילוי מול תועלתו והם מאפשרים לתאגיד, גם זה הנסחר בבורסה, לשמור על אינטימיות מסחרית מינימלית. מבחינה אנליטית, אינטרס זה של התאגיד איננו זר לאינטרס הקיבוצי של המשקיעים. כאשר התאגיד ואנשי־הפנים שלו אינם צד לעסקת ניירות־הערך, יש להניח כי החלטת הנהלת־התאגיד שלא לגלות מידע *מהותי* — נוסף על המידע אותו היא חייבת לגלות על־פי חוק והוראות הבורסה — נשענת על שיקול עסקי שהנהלת התאגיד היא המתאימה ביותר לשוקלו. החלת חובה משפטית לגלות כל מידע מהותי או חשוב תוך כדי הצטברותו היתה מטילה חובה שעלותה לתאגיד — ובסופו של דבר למשקיעים ולחברה כולה — גדולה. שחרור מידע מהותי למשקיעים הוא גם שחרור מידע מהותי למתחרים וגם ללקוחות ולספקים העומדים, במהלך העסקים הרגיל, בעמדה אדברסרית מול התאגיד[31]. יתר על כן: לתאגיד־מנפיק יש ברירה. אם גילוי המידע המהותי הנדרש ממנו פוגע באינטרס מסחרי שלו, הוא יכול להימנע מלצאת בתשקיף, ובמקרים קיצוניים ודאי יעשה כן. יש לו אפוא שליטה על האיזון שבין השמירה על סודותיו המסחריים לבין עניינו של המשקיע הסביר שלא להיכנס לעסקה אלא על בסיס אינפורמטיבי מלא. ברירה זו נמנעת ממנו בדיווח השוטף.

כאשר החובה לגלות היא על־פי חוק או הוראות הבורסה, ואלה מגבילים את היקף החובה לעניינים ולאירועים הניתנים להגדרה (כגון החובה לדווח על אירוע מהותי שאירע שלא במהלך העסקים הרגיל של התאגיד), עומדת לפני הנהלת־התאגיד מתכונת גילוי שדרכיה ונפתוליה מוכרים לה וליועציה וניתנים לחיזוי ולשליטה. לעומת זאת, הטלת חובת גילוי אקטיבית ויזומה להצגת התמונה המלאה בכל עת, תעמיד את התאגיד מול הצורך התמידי לבדוק את המידע העסקי המצטבר אצלו במשקפי הגילוי המלא. בכל מועד יעמוד דירקטוריון התאגיד במצב שחדר־הישיבות חשוף כולו בפני המשקיעים בהיקף שמעולם לא נצפה על־פי דיני החברות. אלה מבדילים בין המידע העומד לרשות בעלי־המניות לבין זה העומד לרשות מועצת־המנהלים[32]. עם כל הדרמטיות שבה חדרו דיני ניירות־הערך

על אירועים מהותיים — מדריך לחברות ב, פרק ד; וכן להוראות הבורסה של לונדון ב־Yellow Book (Admission of Securities to Listing) Section 5, ch. 1.

31 לדוגמא: גילוי, מוקדם מהמתוכנן, על דבר פיתוחו של מודל חדש. דוגמא זו טיפוסית לשאלות שעל קובעי המדיניות המשפטית לשקול בקובעם את רמת הגילוי השוטף הנדרשת מהתאגיד. לכאורה ההגינות מחייבת שדבר פיתוחו של המודל החדש יגולה לציבור. הגינות זו מתחייבת לא רק כלפי המשקיעים בניירות־הערך, אלא גם כלפי הצרכנים. אלה, אולי, זכאים לקבל מידע על המודל החדש כדי שישקלו אם ברצונם לרכוש את המודל הקיים או לחכות לחדש. מנגד, קיימים שיקולים נגדיים, כגון הפגיעה בתאגיד הנובעת מעצירת המכירות של המודל הקיים או שיקול החשיפה למתחרים שאינם חייבים בגילוי מלא. (למשל: משום שהם תאגידים פרטיים או משום שהם נמצאים במשטר גילוי אחר, כגון תאגידים מתחרים מחו״ל). קביעת האיזון בין השיקולים הללו היא עניין לקובעי מדיניות הגילוי והאכיפה. לדעתנו, שאלה נכבדה, שלמחוקק יש עניין לענות בה, היא השאלה מתי ראוי ששיקולים אלה יוכרעו על־ידי קובעי המדיניות ומתי ראוי שדווקא הנהלת־התאגיד היא אשר תשקול אותם. בשאלה זו נדון להלן.

32 זוהי לפחות עמדתם של דיני־החברות הקלסיים בישראל ובאנגליה, בהעדר קביעה מפורשת אחרת בתקנון החברה. ראה סעיף 202(ב) לפקודת החברות, המייחד את העיון ב״פנקסי החשבון״ לדירקטורים של החברה. ת״א (ת״א) 2603/56 ״המשווק״ ואח׳ נ׳ קופלר ואח׳, פס״מ טו 372, 377; בג״צ 14/66 אולמי הנשיאים בע״מ נ׳ עירית ת״א־יפו ואח׳, פ״ד כ(1) 658, 663.

יצוין, כי בארה״ב התפתחה גם גישה שונה, שלפיה כל המידע המצוי בידי החברה עשוי להיות נדרש

nevo.co.il

ודרישות הגילוי המלא מבעד מסך התאגיד, נראה שטרם הגיעה השעה לשילוב מלא בין הגילוי הנעשה בתשקיף לבין הגילוי במסגרת הדיווח השוטף[33].

לעלות הגילוי מתוסף גם החשש מפני אחריות משפטית מוגברת; שהרי הצבת רמת הגילוי לשוק המשני ברמת הגילוי על־פי תשקיף, הקיימת בשוק הראשוני, תעמיד את הנהלת־התאגיד מול החשש שמתדיינים טרדניים יבדקו בדיעבד אם מה שנראה להם כמידע מהותי וחשוב הוא אמנם כזה בעיניו של בית־המשפט. קל יותר לעמוד בהטלת חובה כזו בעת כתיבת תשקיף. התאגיד עומד אז מול אירוע מרכזי בחייו העסקיים — אירוע שהוא חד־מועדי. במצב זה נשענים המשקיעים על מצגי התאגיד כדי להתקשר עמו בעסקה. החובה לתת להם מידע מלא, כולל ולא מטעה, ברמת אחריות משפטית גבוהה, מתרכזת בנקודת־זמן אחת ואינה מתמשכת לאורך כל חייו העסקיים של התאגיד כחברה ציבורית.

הטלתה של חובת גילוי מוגברת בעת הכנת תשקיף עולה בקנה אחד עם החובה המשפטית, המקובלת כמובנת מאליה בפרקטיקה העסקית, של קיום חקירה "בשקידה ראויה" (due diligence), בטרם ייערך וייחתם התשקיף סופית. חובה זו, שנועדה לאמת את נתוני התשקיף והצהרותיו, מתבצעת על־ידי כל המשתתפים בהליך ההנפקה, לרבות גורמים שאינם נושאי משרה בתאגיד, היינו: החתמים, עורכי־הדין ורואי־החשבון. מובן שהטלת חובת "שקידה ראויה" בעת הדיווח השוטף היא משימה לא־פרקטית וזרה לחלוטין לגוף העסקי, וגם מבחינה זו ראוי שיהיה הבדל בין הדיווח התשקיפי לדיווח השוטף[34]. הפקת מידע וגילויו לציבור

על־ידי בעלי־מניותיה, ובלבד שיראו "טעם סביר" לדרישה זו. ראה, למשל, את ההסדר־לדוגמא שנקבע בסעיפים 16.01-16.02 ל־Revised Model Business Corporation Act (1984).

33 בעשור האחרון פתחה ה־SEC במדיניות אינטגרציה, שמטרתה לשלב ולאחד את הגילוי המלא בשוק הראשוני עם הגילוי בשוק המשני. לא נוכל לסקור בהערה התפתחות חשובה זו. נדגיש, כי בארה"ב הדחף להרמוניזציה של שתי שיטות הגילוי נבע, בין היתר, בשל העובדה שהגילוי לשוק הראשוני מעוגן בחוק מ-1933, בעוד שהגילוי לשוק המשני נקבע בחוק מ-1934. השילוב נראה הכרחי משום שהתפתחות הגילוי, עקב המקור הסטטוטורי השונה, לא היתה זהה בכל אחת משיטות הגילוי.
מדיניות האינטגרציה באה לידי ביטוי בכך שהותר לחברות מבוססות לכלול בתשקיפיהן, על דרך ההפניה, את הדו"חות התקופתיים שהוגשו בתקופות קודמות. ההיגיון שעמד ביסוד מדיניות השילוב הוא, שאם מידע הוא מהותי לתשקיף, אזי באותה מידה הוא מהותי לשוק המשני. על־פי עיקרון זה, איחדה הרשות את תקנות הגילוי הקובעות את תוכן התשקיף עם תקנות הגילוי הקובעות את תוכן הדו"חות התקופתיים (Regulation S–K). ביסוד המדיניות, ההנחה ששוק ניירות־הערך האמריקני הוא שוק משוכלל ובו — באמצעות אנליסטים פיננסיים, עיתונות כלכלית ואחראית (כנאמר בהצהרת המדיניות של ה־SEC) והמשקיעים המוסדיים המתוחכמים — המידע הכלול בדו"חות התקופתיים מחלחל במהירות לכל המשקיעים. לפיכך, כאשר מדובר בחברה שנפח המסחר בניירות־הערך שלה גדול (הכול, כמובן, במונחים אמריקניים), ניתן להניח שהמידע הניתן בדיווח השוטף נמצא כבר בשוק, וכל מה שנותר הוא להפנות אליו את הקורא ואין צורך להכלילו *מחדש* בתשקיף. על מידת ההתאמה של הנחות אלה לשוק הישראלי יש מקום לקיים דיון נפרד.

34 שילוב הדיווח השוטף בתשקיפים על דרך ההפניה עורר בארה"ב את השאלה כיצד תתבצע ה"חקירה הנאותה" (reasonable investigation) (או אצלנו: "נקיטת כל האמצעים הסבירים"). חתמים התקשו בחקירה זו, שכן המסמכים המצורפים לתשקיף, על דרך ההכללה, לא נבדקו ולא נערכו תחת פיקוחם *כפי שהדבר נעשה על־ידם בתשקיף*. ה־*SEC* *קבעה לשם כך כלל "חוף־מבטחים"* (*R-176*). ראה R. Jennings, H. Marsh & J. Coffee, *Securities Regulation — Cases and Materials* (7th ed., 1992) 249.

nevo.co.il

עולה ממון רב, ועלותה רבה גם במונחים של תשומת־לב ההנהלה (management attention), הדירקטוריון ואף בעלי־השליטה. כל אלה חייבים, באופן זה או אחר, להיות מעורבים בהליך הגילוי, בשל האחריות המשפטית הכבדה המוטלת עליהם. השוואת רמת המידע הנמסר על־ידי התאגיד לשוק באופן שוטף למידע הנמסר בתשקיף, היתה מציבה אפוא מחיר עלות אשר ספק אם היה מצדיק את התועלת השולית אשר המוכרים והקונים ומנגנון־המחירים בשוק היו מפיקים ממנו. נוסף על כך, הטלת חובה על התאגיד כלפי השוק המשני ליזום גילוי של כל מידע מהותי באופן שוטף, היתה — לפחות תיאורטית — מייתרת את החובה להגיש תשקיפים נוספים לאחר היציאה הראשונה של התאגיד לציבור והיתה מייתרת את הפרק בחוק הדן במידע פנים; שהרי כל מידע כזה, בהנחה שהוא מהותי, היה חשוף לציבור בכל עת.

במידה רבה ניתן להשוות את הנטל המוטל על התאגיד בעת הוצאת התשקיף לנטל שהוא נוטל על עצמו במו״מ על הקצאה פרטית עם משקיע גדול. על־פי הפרקטיקה העסקית המקובלת, מקבל משקיע פרטי מידע רב — לרבות תחזיות — מאת התאגיד המנפיק, במסלול ה״שקידה הראויה״. לאחר שהפך המשקיע לבעל־מניות, מוסדרת זכותו לקבל מידע מהתאגיד על־פי הדין הכללי, וזכות זו מצומצמת מאד[35]. גם אם בהסכם ההקצאה מוענקות למשקיע זכויות למידע שוטף, יש להניח כי התאגיד יתחייב לספק לו מידע שוטף באופן מבוקר. אין זה סביר ואין זה מקובל כי המשקיע, בהנחה שהוא משקיע פסיבי, ידרוש לקבל באופן שוטף כל מידע מהותי ככל שהוא מצטבר בעסקי התאגיד. משקיע כזה ידרוש דיווח על עניינים מוגדרים היטב כגון קבלת דו״חות פיננסיים רבעונים ושנתיים. לדיני ניירות־הערך מטרה רצויה להעמיד את הציבור במצבו של אותו משקיע. ניתן לראות את דיני ניירות־הערך כאילו ריכזו בעת ההנפקה את כלל המשקיעים לגוף אחד בעל עמדת־מיקוח, המאפשרת לו לקבל מידע מלא. לעומת זאת, לאחר ההנפקה אין להעמיד את הציבור במצב שהוא עדיף על מצבו של המשקיע שבדוגמא.

הבדל אחר בין השוק הראשוני לשוק המשני, אשר גם לו יש, לדעתנו, השלכות על עוצמת הגילוי השונה, הוא ההבדל בין המסחר בניירות־ערך (trading), המאפיין את השוק המשני, לבין הפצת ניירות־ערך (distribution) בשוק הראשוני. אמנם, נפח המסחר בשוק המשני גדול בהיקפו לאין ערוך מההנפקות שבשוק הראשוני — שהרי אותו נייר־ערך מחליף ידיים כמה וכמה פעמים בשוק המשני — אולם שיטת המכירה שונה. בשוק המשני נסחרים ניירות־הערך בין מוכרים לקונים, אשר היוזמה לפעולת המכירה והקנייה נובעת מהם. ניירות־הערך אינם משווקים, אלא נמכרים ונקנים. מוכרים וקונים אנונימיים יוצרים היצע וביקוש מצרפיים, ואלה קובעים את המחיר. השוק המשני מאופיין איפוא באיזון בין הצדדים. לא כן השוק הראשוני. כאן מופיע מוכר שאיננו אנונימי, ובאמצעות שיטות שיווק והפצה המוכרות ומותרות על־פי הדין מעורר עניין בקרב הקונים. עליו להחדיר לשוק כמות ניירות־ערך חדשה שאינה קיימת בו. פעולת שיווק זו, המלווה עמלות ניכרות לשרשרת החתמים והמפיצים, מפירה את האיזון ומשפיעה על השוק באופן

35 אם זכות זו לא עוגנה על־ידו מפורשות בתקנון החברה או בהסכם־ההקצאה. ראה לעיל, הערה 32.

nevo.co.il

אגרסיבי. כבכל פעולה שיווקית ניתן לומר, כי ניירות־הערך אינם נקנים, אלא נמכרים. השפעה זו על השוק יש לאזן במידע המלא, הכולל והשלם המופיע בתשקיף. איזון מלא זה, הבא כמשקל־נגד לפעולת ההפצה, איננו חיוני לפעולת השוק המשני ולשכלולו של השוק.

למותר לציין, כי כל הנימוקים הללו אינם מונעים מהמנפיק למסור לשוק המשני מידע מעבר לנדרש על־פי החוק, על בסיס וולונטרי. התאגיד יעשה כן כחלק ממערכת־יחסיו עם המשקיעים וכנובע משיקוליו העסקיים. משמסר מידע זה מרצונו, עליו, מכוח החובה השנייה, למוסרו באופן שלא יטעה. אולם מידע נוסף זה משוחרר לציבור כחלק משיקוליו העסקיים של המנפיק ולא כמערכת רגולטיבית הקבועה בחוק, תקנה או מצוות־רשות הכופות עליו לגלות מידע שאינו בשל, מבחינתו־שלו, לשחרור לציבור. מובן שלא התאגיד אלא הדין קובע את רמת המידע השוטף בשוק. לפיכך, כאשר פרט מידע נראה למתקין התקנות כחייב בגילוי, הוא יעשה כן באופן נורמטיבי על־ידי התקנת תקנה בעלת תחולת גילוי כללית. זו תחייב את התאגיד בגילוי על־אף אינטרסים עסקיים נוגדים. אולם משמתקין התקנות לא עשה כן, האיזון הנכון בין השיקולים הנוגדים חייב להישמר להנהלת־התאגיד.

לפיכך, אנו אומרים כי חובת הגילוי בתשקיף היא חובת **הגילוי המלא**, ואילו חובת הגילוי בשוק המשני היא **חובת הגילוי הנאות**. הבחנה זו, שהיא מרכזית לתיזה של מאמר זה, תשרת אותנו בשאלה העומדת לפנינו בדבר החובה לגלות תחזיות.

ו. מועד חשיפתו של מו״מ חשאי למיזוג — מרכיבי הנוסחה

1. מו״מ למיזוג — פרשת *Basic*

המו״מ למיזוג יהיה עבורנו בבחינת ״ניתוח אירוע״ ליישום עקרונות המאמר. מו״מ למיזוג הוא מידע צופה־עתיד, היינו: אירוע המתקיים בהווה, שהשפעתו העתידית עשויה להיות מהותית. לכאורה מו״מ כזה חייב בגילוי. לעומת זאת, עומד החשש שגילוי מוקדם של המו״מ עלול לסכן את השלמת העסקה. אולם עוד קודם לפתרון הקונפליקט הזה שבין גילוי לסודיות מתעוררת השאלה, האם, על־פי שיטת הגילוי המלא, כל מו״מ למיזוג מחויב, על־פי הגדרה, בדיווח? זו בעצם השאלה הראשונה שהצבנו לעצמנו בתחילת הדרך. אמרנו שאופיו הבלתי־ודאי והספקולטיבי של ״המידע הרך״ מציב סימן־שאלה על מהותיותו. הרבה משאים־ומתנים מתנהלים בחיי התאגיד והרבה מהם נופלים מבלי שהניבו כל תוצאות. אם לא נעביר את המידע במסננת המהותיות, נמצא כי כל מו״מ המתחיל, אולי, בשיחת־טלפון אקראית יעבור כבזק דרך ערוצי־התקשורת ויעורר את השוק על־אף שלא היה למו״מ משקל סגולי ראוי. שחרור חופשי כזה של המידע יאפשר מניפולציה קלה וירווה את השוק במידע עודף העלול לטשטש כל מידע חשוב אחר למשקיע. הצבה של מגבלת מהותיות היא איפוא שסתום חיוני בשיטת הגילוי.

המדווח בחברה הציבורית נמצא איפוא בדילמה קשה, שהיא אופיינית ל״מידע רך״, קרי: מתי מידע רך הוא מהותי. המיזוג כשלעצמו הוא בוודאי אירוע מהותי,

nevo.co.il

שהרי עם המיזוג, התאגיד נעלם בקרבו של שותפו למיזוג. וכי יש מהותי מזה? מקדם ההסתברות שהמיזוג אמנם יקרה הוא סימן־השאלה המוצב על מהותיות האירוע. השאלה היא אם כן, מהו אותו מועד שבו קצב התפתחותו של המו״מ גורם לתנופה המחייבת את גילויו.

בתי־המשפט בארה״ב התלבטו בשאלה זו לא מעט. המגמה שהסתמנה עד לאחרונה היתה להציב מועד גילוי מוגדר. הנוסחה המועדפת היתה, כי מו״מ למיזוג חייב בגילוי כאשר הצדדים הגיעו להסכם עקרוני בדבר מחיר המניות ומבנה העסקה. משנקבעו אלה, נוצרה חובת גילוי הגם שפרטים אחרים, שכידוע עלולים להכשיל את המו״מ, טרם סוכמו[36].

בפסק־דין חשוב, *Basic, Inc.* v. *Levinson*[37], נדחתה נוסחה זו על־ידי בית־המשפט העליון. אמנם, מבחן ה־Price/Structure הוא נוח מאחר שהוא מאפשר למדווח לזהות בקלות את אותה נקודה במו״מ המחייבת את גילויו, אלא שמבחן זה אינו עולה בקנה אחד עם מבחן המהותיות. מו״מ למיזוג עשוי להגיע לשלב שבו הוא יהיה בר־חשיבות למשקיע הסביר ולכן חיוב־גילוי גם בטרם הגיעו הצדדים לגיבוש המחיר והמבנה של העסקה[38].

המבחן הנכון למהותיותו של מידע שתוצאתו לא־ודאית וספקולטיבית הוא מבחן הסתברותי. על המדווח לשאול את עצמו מה הסיכוי שהאירוע או המו״מ או ההתחייבות אכן יתרחשו ולהכפיל סיכוי זה במשקל ההשפעה על התאגיד אם האירוע אמנם יקרה[39]. ביטחון ומרגוע לא יהיו אפוא למדווח ״המידע הרך״ בחברה הציבורית. במקום מבחן ברור, חד וקל (Price/Structure), עליו להתמודד עם מבחן משוקלל (Probability/Magnitude), כאשר ההכרעה היא בעצם שלו.

בפרשת *Basic* הכחישה החברה הנתבעת את דבר קיומו של מו״מ למיזוג בעת שלאמיתו של דבר מו״מ כזה אכן התנהל. בעלי־מניות אשר מכרו את מניותיהם במחיר נמוך בעת שהחברה הכחישה את דבר המו״מ, ובטרם פורסמה ההודעה בדבר המיזוג, הגישו כנגדה תביעה ייצוגית. הערכאה הראשונה דחתה את תביעתם על הסף, שכן, לגרסתה, לא מוטלת על חברה חובת גילוי של מו״מ שתוצאתו

36 זו נוסחת ה־Price/Structure, המכונה גם Bright Line Standard. פסק־הדין המרכזי שבו נקבעה הוא *Greenfield* v. *Heublein, Inc.*, 742 F. 2d 751 (3rd Cir. 1984), *cert. denied*, 469 U.S. 1215 (1985).

37 485 U.S. 224 (1988).

38 בית־המשפט הכיר בכך שיש אי־ודאות בהשלמת המיזוג. אולם על־פי עמדתו, המשקיע, גם הבלתי־מתוחכם, יכול להעריך את המימד הנכון של אותה אי־ודאות.
"The role of the materiality requirement is not to 'attribute to investors a child-like simplicity, an inability to grasp the probabilistic significance of negotiations,'... but to filter out essentially useless information." *id*, 241.

39 בכך אימץ בית־המשפט העליון את המבחן של פסק־הדין הידוע *SEC* v. *Texas Gulf Sulphur Co.* 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1978); *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969).
להקלת פתרונה של נוסחה מתימטית זו, בת שני הנעלמים, הוסיף בית־המשפט כמה רמזים. לשאלת ההסתברות שהמיזוג יקרה ניתן לבדוק באיזה דרג נוהלו המגעים למיזוג, האם היו החלטות מועצת־מנהלים, האם כבר ניתנו הנחיות לבנקים להשקעות, לעורכי־הדין וכדומה. לשאלה בדבר מימדי האירוע והשפעתו ניתן לבדוק את גודלם היחסי של שני התאגידים והשפעת המיזוג על ערכן של מניות התאגיד.

nevo.co.il

בלתי־ודאית[40]. בית־המשפט לערעורים הפך את ההחלטה. אמנם נכון — קבע בית־המשפט — כי לא היתה מוטלת על חברת *Basic* כל חובה לגלות את דבר המו״מ, אולם משבחרה להכחיש את דבר המו״מ היה עליה לגלות את כל האמת[41].

עמדה זו של בית־המשפט לערעורים לא התקבלה על־ידי בית־המשפט העליון בארה״ב, משום שלא הבחינה, אנליטית, בין השאלה מתי מידע הוא מהותי לבין השאלה מתי קמה החובה לגלות את המידע המהותי. מהציטטה שבהערת־השוליים עולה, כי לדעת בית־המשפט לערעורים, מידע שאיננו מהותי (״גישושים ראשוניים״) יהפוך למידע מהותי מרגע שהוכחש (במונחים שלנו: מכוח החובה השנייה). אולם יש להפריד בין שתי השאלות: השאלה הראשונה היא, מתי מידע שהוא ספקולטיבי ולא ודאי הוא מידע מהותי. השאלה השנייה היא, מתי קמה החובה לגלות מידע מהותי.

כאמור, לשאלה הראשונה ניתנה התשובה. המבחן מתי מידע הופך למהותי הוא מבחן עובדתי. הנהלת־התאגיד היא הגוף החייב להכריע מתי מכפלת הסיכוי שהתוצאה תתגשם, בממדי התוצאה, הוא אירוע מהותי. ואכן, התיק הוחזר לערכאה הראשונה כדי שתמצא, עובדתית, האם המו״מ, על־פי הנוסחה, היה מהותי; שכן רק אם המידע הוא מהותי, גורמת ההכחשה (החובה השנייה) להפרה. גם כשקבענו את מהותיותו של המידע לא סיימנו את מלאכתנו. השאלה הנוספת היא מתי מוטלת על תאגיד החובה, היזומה על־ידו, לגלות מידע מהותי (affirmative duty to disclose). בפרשת *Basic* לא היה בית־המשפט חייב לדון בשאלה זו. הסיבה היתה שהמקרה שלפניו לא היה מקרה של שתיקה, אלא של הכחשה.

אולם אלמלא ההכחשה, מתי מוטלת על התאגיד החובה הראשונה לגלות את דבר המו״מ למיזוג — האם מרגע שהמידע חצה את סף המהותיות, או שמא גם לאחר נקודה זו אין עליו חובה לגלות מידע, עתה מהותי, עד אשר ייחתם הסכם־המיזוג, וסימן־השאלה על אי־הוודאות הוסר?

2. מו״מ למיזוג — עמדת הרשות לניירות־ערך בארה״ב

הרשות לניירות־ערך בארה״ב, ה־SEC, התייחסה לשאלה זו בחוזר פרשנות חשוב, שפורסם במאי 1989, אשר דן בסקירת המנהלים (MD&A) ובכמה ענייני גילוי נוספים[42]. לפי חוזר זה, אין חובה לגלות לציבור המשקיעים בשוק המשני את דבר המו״מ למיזוג, אם לתאגיד המדווח יש סיבות עסקיות להימנע מדיווח כזה. חובת הגילוי, במסגרת הדיווח השוטף, קמה רק עם השלמת העסקה — מועד שהתאגיד נדרש בו לדיווח מיידי[43].

40 "Those negotiations were not destined, with reasonable certainty, to become a merger agreement in principle." *id*, 226.

41 "once a statement is made denying the existence of any discussions, even discussions that might not have been material in absence of the denial are material because they make the statement made untrue." *id*, 239.

42 Securities Act Release No. 6835 (May 18, 1989) (FRR 36); Codification of Financing Reporting Policies, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) S. 73,193, at 62,841.

43 "The Commission historically has balanced the informational need of investors against the risk that premature disclosure of negotiations may jeopardize completion of the transaction.

nevo.co.il

לעומת זאת, עמדת ה־SEC בדבר גילוי מו״מ למיזוג שונה, בעת שהתאגיד מופיע, הוא־עצמו, כשחקן ראשי בזירת השוק, בעסקת ניירות־ערך שהוא צד לה, היינו: כאשר התאגיד מנפיק ניירות־ערך לציבור בשוק הראשוני. כאן חובת הגילוי, החובה הראשונה, היא חובה כללית בלתי־מסויגת ועל־פיה יש לתת תמונה מלאה, ובנאמנות. עוצמת הגילוי בתשקיף חזקה איפוא מזו המתחייבת מחובת הגילוי השוטף, ותאגיד המציע ניירות־ערך בתשקיף חייב בגילוי המו״מ למיזוג, בהנחה שהוא מהותי, על־אף שאין ודאות בהצלחת המו״מ ועל־אף הנימוקים לשמירת חשאיותו[44].

אם ננתח את עמדתה של הרשות האמריקנית על־פי המודל האנליטי שהוצע על־ידנו לעיל, תתקבל התמונה הבאה: *בשוק המשני* חובת הגילוי הראשונה איננה חובה לגילוי מלא, אלא לגילוי נאות שרמתו הנדרשת נקבעת על־פי מדיניות הגילוי של המחוקק והרשות המפקחת, והמאזנת את אינטרס המשקיעים מול אינטרס התאגיד. החובה הראשונה איננה מחייבת איפוא — על־פי מדיניות הגילוי של ה־SEC, — את גילוי המו״מ למיזוג לציבור המשקיעים, עד אשר יהפוך זה להסכם מחייב; וזאת הגם שהמו״מ — על־פי נוסחת *Basic* — הגיע לשלב שבו הוא הפך לעובדה מהותית. לעומת זאת, החובה הראשונה לשוק הראשוני היא מירבית. לפיכך, מרגע שהמידע הרך חצה את מבחן המהותיות קמה החובה לגלותו.

אלא שבעניין זה יכול שהתמונה תשתנה גם בשוק המשני בשל פעולת החובה השנייה, אשר על־פיה, כזכור, אם נמסר מידע מהותי לציבור והוא מטעה, יש לתקנו או להשלימו. כל עוד התאגיד שומר את דבר המו״מ למיזוג בחשאיות, לא נמסר לציבור כל מידע ובהיעדר גילוי גם אין הגילוי מטעה. אמנם, השוק ממשיך לפעול ללא המידע המהותי, אולם הוא פועל בתנאי שוויון ובאיזון אינפורמטיבי מבלי שאמינותו נפגעה. המשקיעים יודעים, כי לא כל מידע מהותי הנמצא במסגרתו הפנימית של התאגיד משוחרר לפרסום ומבינים כי יש ״מידע פנימי״ שנשמר ככזה, אלא שהשוק איננו סוחר על־פיו. לפיכך, החובה השנייה איננה יוצרת במצב זה כל חובת גילוי. אולם כאשר התאגיד פרסם הודעה לציבור, אשר לפיה **״להנהלת התאגיד לא ידועה כל סיבה לפעילות האקטיבית במניות התאגיד בבורסה״**, שעה שבפועל מתנהלים דיונים קדחתניים למיזוג — ההנהלה מטעה את הציבור. על ההנהלה החובה לגלות אז, מכוח החובה השנייה, פרטים מלאים בדבר המו״מ למיזוג שהגיע — על־פי הנחתנו — לשלבו המהותי. עולה שבהיעדר חובה לגלות לשוק המשני את דבר המו״מ למיזוג על הנהלת־התאגיד להימנע מגילוי אם נשאלה

In general, the Commission's recognition that registrants have an interest in preserving the confidentiality of such negotiations is clearest in the context of a registrant's continuous reporting obligations under the Exchange Act, where disclosure on Form 8-K of acquisitions or dispositions of assets not in the ordinary course of business is triggered by completion of the transaction." (*id*, at 62,851).

44 עם זאת, אם מועצת־המנהלים סבורה שיש שיקול עסקי להסתיר את זהות הצדדים, הרשות מאפשרת לתאר את המו״מ בפרופיל נמוך. ראה Item 504 of Regulation S-K, 17 CFR 229.504 (Instruction 6).

nevo.co.il

בעניין זה, על דרך של no comment[45], ולא להוציא הכחשה שעל־פיה יפעלו משקיעים המאמינים באמינותו של דובר ההנהלה.

3. מו״מ למיזוג — עמדת תקנות ניירות־ערך בישראל

הדין בישראל קובע פתרון אחר[46]. על־פי תקנות הדיווח, על תאגיד המנהל משא־ומתן שלא בדרך העסקים הרגילה, אשר תוצאותיו יהיו או עשויות להיות אירוע מהותי, להודיע על כך מיד לרשות; ואם היא סבורה שהדבר דרוש להגנת המשקיעים, היא רשאית לדרוש מן התאגיד דו״ח מיידי על כך. הדין בישראל גורס איפוא את הקדמת חובת ההודעה לשלב אחד לפני שזו דרושה בארה״ב. כמה מחשבות עולות למקרא מנגנון זה.

ראשית, על־פי התקנות, קביעת מהותיותו של משא־ומתן וסמכות ההכרעה בין האינטרסים העסקיים הנוגדים היא בידי הרשות ולא בידי התאגיד. לנו נראה, כי הדירקטוריון הוא הגוף היחיד הראוי לשאת בנטל קונפליקט הגילוי בעניין. הדירקטוריון הוא היודע וחש את מהלך המו״מ, הוא זה שמכיר את עסקי התאגיד ופרטי הסיכונים והעלויות הכרוכים בגילוי בטרם עת. בשל כך, ובהיעדר ניגוד עניינים בעסקת ניירות־הערך, הוא הגוף המתאים לאזן ולהכריע בהם. החשיפה המשפטית והאחריות ל״שורה האחרונה״ היא הרי עליו. סמכות ואחריות ראוי להן שיחבקו זו את זו גם בעניין זה.

שנית, השיקולים הצריכים להנחות את הרשות בהחלטתה אינם נהירים. התקנות קובעות, והדבר גם עולה מתפקידה של הרשות על־פי החוק, כי השיקול שצריך להנחות את הרשות הוא היות הפרסום דרוש להגנת המשקיעים[47]. אינטרס המש־קיעים איננו אינטרס התאגיד ואפילו איננו זהה לאינטרס בעלי־המניות (שאינטרס התאגיד, בעקיפין, הוא גם האינטרס, לפחות הקולקטיבי, שלהם). המשקיעים הרי כוללים גם את אלה שאינם בעלי־מניות, השוקלים לרכוש את מניות התאגיד. מכאן

45 לגבי תגובת ה־no comment ראה פסק־דין Basic (לעיל, הערה 37), הערה 17 שבפסק־הדין: "No comment' statements are generally the functional equivalent of silence". הוראות הבורסה יכול שיחייבו את החברה הנסחרת לגילוי בשלב מוקדם יותר מהשלמת המיזוג. כך, למשל, הבורסה בניו־יורק קובעת שעל חברה להגיב על מסחר בלתי־שגרתי או על שמועות המצביעות על הדלפה של המו״מ למיזוג. ראה NYSE Listed Company Manual S. 202.03, reprinted in 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH). הוראות הבורסה מאפשרות לשמור בחשאיות את דבר המיזוג כל עוד המו״מ נשאר במעגל פנימי סגור. כאשר המעגל גדל (למשל: עירובם הבלתי־נמנע של מומחים חיצוניים, משקיעים מוסדיים וכדומה), יש לגלות את דבר המיזוג לציבור מאחר שההנחה היא כי לא ניתן לשמור עוד מידע זה בסוד — id, at S. 202.01. שאלה אחרת היא באיזו מידה על ההנהלה להתייחס לשמועות בלתי־מבוססות בשוק ושמקורן אינו בתאגיד עצמו. ההנהלה במקרה זה לא הטעתה את ציבור המשקיעים ולכן לא חלה עליה החובה לגלות את המצב לאשורו, לא מבחינת החובה הראשונה ולא מבחינת החובה השנייה, אלא שהמאזן האינפורמטיבי בשוק התערער. ההלכה היא, שהתאגיד איננו חייב לגלות את תחזיותיו הפנימיות או להזהיר אנליסטים שתחזיותיהם העצמאיות אופטימיות מדי, וההנהלה יכולה להגיב, גם במקרה זה, על דרך ה־no comment, ראה Loss & Seligman, *Securities Regulation* (3rd ed., 1991) Vol 7, 3524.

46 ראה תקנות 33א ו-36 לתקנות הדיווח. התקנות אינן מתייחסות רק למשא־ומתן למיזוג אלא לכל משא־ומתן שלא בדרך העסקים הרגילה, אשר תוצאותיו עשויות להיות אירוע מהותי.

47 סעיף 2 לחוק.

nevo.co.il

שהשיקול היחיד הצריך להיות נר לרגלה של הרשות הוא, אם שלב המו״מ הגיע לבשלות ההופכת את המידע אודותיו למהותי, שכן בכך היא משרתת את אינטרס הגילוי של המשקיעים. עצירתו של גילוי המידע בגלל שיקול עסקי חשוב של התאגיד הוא אינטרס שונה, וספק אם הרשות רשאית להכריע בו.

שלישית, הואיל והרשות אינה מאזנת, כאמור, בין שיקולי התאגיד לבין שיקולי המשקיעים, אלא שוקלת אך את מהותיותו של המידע, קיים חשש ממשי כי הרשות תיטה לאמץ עמדה שמרנית, שלפיה כאשר קיים ספק — מוטב לגלות. מובן כי גישה זו תחמיר אף יותר את החששות שעליהם עמדנו.

ורביעית, יש שהמנגנון שנקבע בתקנות עלול לשרת אינטרסים זרים. קל לדמות תאגיד המצוי בתחילתו של מו״מ, ועל־אף שהוא יודע עד כמה מועטים סיכוייו של המו״מ להצליח, מדווח לרשות בהתאם לתקנה. זו, אם תחליט על גילוי, עשויה לשמש אך כלי בידי תאגיד המדווח על מנת להעניק ערך מלאכותי גבוה יותר למניותיו. אמנם, התאגיד יכול תמיד לדווח מיוזמתו לשוק, אולם משקל־יתר יהיה לדווח ״על־פי דרישת הרשות״. יתירה מזו: אם ידווח מיוזמתו כאשר המו״מ לא רציני, הוא עשוי להיות מטעה ומניפולטיבי. ללא ספק, החלטת הרשות מעניקה לו הגנה מסוימת[48].

אכן, יש קשר הדוק בין שחרורו של מידע אמין ומלא לבין קיומו של שוק ניירות־ערך יעיל[49]. אולם למידע, כמו לכל מוצר כלכלי, יש מחיר, הנמדד, בין היתר, בעלויות שיש לתאגיד בשל אובדן החשאיות היפה לעסקים. חוק ניירות־ערך קובע, כי הכול חייבים לחלוק בשווה במעגל המידע שבשוק. אולם החוק מכיר בכך שמידע מהותי רב נמצא מחוץ לשוק וכתוך מעגל מידע הפנים. כל עוד מעגלים אלה לא חוצים זה את זה אין פגיעה בשוויון שבין המשקיעים[50]. היקף מעגל המידע שבשוק ורמתו נקבעים על־ידי המחוקק במִפרט גילוי נורמטיבי המצוי בתקנות. כמו כל הסכם מהותי, חוזה למיזוג, שנעשה שלא במהלך העסקים הרגיל, חייב בגילוי מיידי עם חתימתו; שכן מדיניות מחוקק־המשנה קבעה, כנורמה כללית לכל

48 על־פי סעיף 23(א) ל־Exchange Act 1934, אין אחריות על מי שפעל "in good faith in conformity with a rule, regulation or order of the Commission". אין הוראה מקבילה בחוק ניירות־ערך.

49 ראה ברנוביץ (לעיל, הערה 20) והאסמכתאות שם.

50 הנה, על־פי סעיף 52ז(6) לחוק, לא ישא אדם באחריות פלילית ולא יחוב באחריות אזרחית, אם העסקה שעשה היא עסקה מחוץ לבורסה עם אדם שגם בידו היה מצוי מידע הפנים. מכאן שמתבצעת עסקה על־סמך מידע פנים וזו עסקה כשרה.
שאלה מעניינת היא, האם ההגנה האמורה מאפשרת השוואת רמת המידע שבין שני הצדדים לעסקה כמהלך מקדים לעסקה עצמה. אין ספק, כי הדבר מתיישב עם רוח החוק ורוח ההגנה, אלא שלפי לשון החוק, לכאורה, ההגנה האמורה חלה אך ורק על שלב ה״עסקה״ ואינה חלה על שלב מסירת המידע. על־פי החוק, מסירת מידע פנים כשלעצמה, לאדם שיש יסוד סביר להניח כי יעשה במידע שימוש לצורך עסקה, היא ״שימוש במידע פנים״ (סעיף 52ב(א)(2)). החוק מגדיר עסקה גם כעסקה שמחוץ לבורסה. לפיכך, אם מסירת המידע נעשתה ללא הגנה מעוגנת בחוק, אף היא מהווה לכאורה עבירה פלילית. הפרקטיקה המקובלת היא, כמובן, למסור מידע פנים בהקצאות פרטיות, במיזוגים ובעסקאות אחרות ולדאוג כי מקבל המידע ישמור מידע זה בסודיות הראויה. פרקטיקה זו נראית לנו, על־אף הפרשנות האפשרית הזו, כחוקית, וזה גם הדין בארה״ב. ראה, למשל, *Dirks* v. *SEC* 463 U.S. 646 (1983) n.14. כאשר ה־SEC הציעה בשנת 1975 כללים לגילוי תחזיות (לעיל, הערה 2), היא קבעה במפורש כי מסירת תחזיות לחתמים, במיזוגים, בהקצאות פרטיות וכיו״ב, פטורה מפרסום מקביל לציבור.

המדווחים, כי מידע זה חייב להיות חלק מהמידע שבשוק. אולם מסביב למעגל המידע שבשוק קיימת ״הילה״ של מידע רך, מידע גבולי, שהשיקולים להכניסו אל תוך המעגל הם מורכבים, וביניהם שיקולי עלות ומחיר. על־פי ההנחה, אם המחוקק או הרשויות המפקחות לא קבעו מראש, כחלק ממדיניות הגילוי שלהם, כי מידע רך זה חייב בגילוי, האם ראוי הוא כי הרשות תהיה מעורבת בהכרעה המתחייבת מדי פעם אד־הוק, בהתאם לנתונים בשטח, בדבר הגילוי לציבור? דילמת הגילוי שהתאגיד עומד בפניה בשוק המשני היא, באיזו מידה מידע רך המצוי בידו הגיע לשלב גיבוש והפך למידע מהותי. לאחר שהכריע בשאלה זו, עליו לאזן בין החשש שהגילוי יפגע באינטרס עסקי לגיטימי שלו לבין הצורך לנהל מדיניות גילוי תאגידית אמינה. האם ראוי שהרשות תשתלב במאמציו של התאגיד לבחון את מהותיותו והצורך בחשיפתו של המידע? בסופו של חשבון, התאגיד הוא זה שישא את מחיר ההכרעה המוטעית.

בשוק הראשוני יש לרשות תפקיד פעיל בהליך הגילוי, בהיותה הגוף הנותן את ההיתר לפרסום התשקיף. הקשר הבלתי־אמצעי שיש לרשות עם העוסקים בהכנת התשקיף מאפשר לה לקבוע את מהותיותו של המידע רך. על־פי החובה הראשונה, די במהותיות כדי לחרוץ את חובת גילויו של המו״מ בתשקיף על־אף כל אינטרס עסקי נוגד[51]. נוסף על כך, ההנפקה היא נקודת־ציון ברורה שבה התאגיד, בשל מעורבותו בעסקת ניירות־הערך, עשוי הוא־עצמו להיות בניגוד אינטרסים מול הרוכשים. הוא־הדין כאשר מנהל התאגיד משא־ומתן בדבר עסקה, שאינה בהתאם לתנאי השוק, עם בעל־עניין בתאגיד. במקרה זה יש חשש, כי ניגוד האינטרסים יפגום בשיקול־דעתו של התאגיד, וכפי שמחייבות תקנות הדיווח, רצויה גם כאן

51 על־פי הסעיפים 19 ו־36ג לחוק, יש לרשות הסמכות לפטור את התאגיד המרווח מגילוי פרט בתשקיף או בדו״ח, כאשר, לדעתה, שמירה על סוד מסחרי של המציע מצדיקה את אי־גילוי הפרט, ובלבד שאינו פרט שאילו נכלל בתשקיף היה משקיע סביר עשוי להימנע מרכישת ניירות־הערך המוצעים. כלומר: אם המידע שחיסויו מתבקש הוא מידע מהותי שלילי וגילויו היה מרתיע משקיע, שהחליט לרכוש, מלרכוש — לא תתיר הרשות את החיסוי. לפנינו קונפליקט בין מידע שהוגדר כמהותי וכחייב גילוי, ואף־על־פי־כן, מטעמים שבאינטרס התאגיד, מתבקש אי־גילויו. קונפליקט זה, כשמדובר בגילוי בתשקיף, עובר תחת עיניה הפקוחות של הרשות בכל מקרה וראוי כי יוכרע על־ידי הרשות ולא על־ידי התאגיד המצוי לעניין זה בניגוד אינטרסים. על־כן המנגנון שהוצע על־ידי החוק בסעיף 19 לחוק נראה לנו נאות (סמכות דומה קיימת גם בארה״ב. ראה Rule 406 על־פי Securities Act 1933; ו־Rule 24b–2 לפי ה־Securities and Exchange Act 1934). לא כן בשוק המשני: במו״מ למיזוג או במו״מ לקראת חתימת הסכם מהותי אחר, שאיננו במהלך העסקים הרגיל (מידע רך), קיימת שאלה הקודמת לקונפליקט הסוד המסחרי. השאלה היא, האם המידע הוא מידע מהותי, שכן, כאמור, המו״מ עשוי להשתרך בדרך ארוכה וייתכן שמהותיות המידע טרם בשלה. כנענה על־ידנו בטקסט אנו סבורים כי דירקטוריון התאגיד, כמי שנמצא בזירת המו״מ וחי אותה, הוא הראוי לשקול את מהותיות המידע. גם לאחר שהחליט הדירקטוריון כי המידע מהותי עדיין אין זה אומר שעליו לגלותו אם האינטרס העסקי של התאגיד ייפגע על־ידי הגילוי. גם שאלה זו — בהעדר ניגוד אינטרסים ובהעדר חובה כוללת לגלות לשוק המשני את כל המידע המהותי המצטבר אצל התאגיד (כפי השקפתנו) — מן הראוי כי תוכרע על־ידי הדירקטוריון. מובן שהמחוקק או מחוקק־המשנה יכולים להעלות את רמת הגילוי הנדרשת בשוק המשני ולקבוע מפורשות שמו״מ למיזוג, מרגע שהפך להיות מהותי, הוא פרט החייב בגילוי לציבור המשקיעים.

nevo.co.il

מעורבותה של הרשות[52]. אולם האם רוצה הרשות, ואם כן האם ראויה היא, להיות מופקדת גם על רמת הגילוי — לא הנורמטיבית אלא הפרטנית — הניתנת באופן שוטף לשוק על־ידי כל אחד מהתאגידים הנסחרים בבורסה? חובת הגילוי לשוק המשני איננה מופעלת במועד חד־פעמי, כבתשקיף, אלא מתמשכת. לכאורה התאגיד איננו מצוי בעמדת ניגוד־אינטרסים ויכול לאזן את שיקוליו העסקיים מול הצורך בגילוי. האם הרשות ערוכה להכרעה באיזון זה? הרי היא לא נושאת באחריות להחלטה, שכן הכרעתה שלא לגלות למשקיעים (וכמו־כן גם הכרעתה לגלות — תלוי אם המוכרים או הקונים הם התובעים) איננה חושפת אותה לתביעה, וספק אם היא מעניקה חסינות להנהלת־התאגיד; ובמקום שאין אחריות להחלטה, קיים חשש לרצינותה.

ז. חובת גילוי תחזיות ומידע צופה־עתיד אחר

1. תחזיות מול מידע צופה־עתיד

בראשית הדברים יש לעשות הבחנת מינוח בין מידע צופה־עתיד (forward looking information) לבין תחזית פיננסית (forecasting או projection). התחזית הפיננסית היא המשכה ההגיוני של פעולת ההנהלה בהכנת תקציב לפירמה. תקציב נערך, כאמור, לצרכים פנימיים, ואילו תחזית מופנית כלפי חוץ. תקציב כולל יעדים להנהלה, ותחזית איננה כוללת יעדים פנימיים ולפיכך היא מכוונת לעבר היעד היותר צפוי. אולם זה וזו הם ניסיון לתת מידע תוצאתי כולל לגבי ביצועי התאגיד בעתיד. תוצאתה של התחזית תבי״א לביטוי את הכנסותיו הצפויות של התאגיד, הכנסתו הנקייה של התאגיד או הרווח למניה כשאלה מופיעים כנקודת־אומדן בסכומים מוחלטים או באחוזים או שיוצגו במונחים של טווח אומדן סביר.

התחזית בנויה על־סמך ניסיון העבר של הנהלת־התאגיד, אולם עיקרה בהנחות שמציבה ההנהלה לגבי נסיבות והתפתחויות צפויות. הנחות אלה בנויות בחלקן על עובדות המצויות בשליטת ההנהלה וניתנות לאומדן בדרגת סבירות גבוהה, ובחלקן הן הנחות שאינן בשליטת ההנהלה והן היפותטיות. לא נפרט את דרכי הכנת התחזית. לצורכי סיווג, החשוב הוא שבתחזית אנו מדברים על מידע הנותן את השורות הצפויות בדו״חות הפיננסיים לתקופה עתידית של התאגיד.

להבדיל, מידע צופה־עתיד הוא כל מידע שההנהלה צופה בסבירות ובמידת ודאות ראויה, כי יתרחש בתאגיד בתקופה עתידית ואשר תוצאתו תהיה מהותית לביצועי התאגיד ולמצבו הכספי. סוג זה של מידע אינו מתאר מצב פיננסי תוצאתי של התאגיד, אלא מצב חלקי לגבי אירוע, מגמה, התחייבות או אי־ודאות נצפית. מובן שלמידע צופה־עתיד, על־פי הגדרה, תהיה השפעה גם על ״השורות הבולטות״ של הדו״חות הכספיים, היינו: על מחזור הכנסותיו של התאגיד או רווחיו, אולם אין הוא מיועד לתת אותן כניתוח התוצאה הכוללת. ביטוי להבדל בין שני המונחים הוא, שתחזיות מופיעות במספרים (ועשויות גם לבוא במתכונת של דו״חות כספיים);

52 תקנה 33א(א) לתקנות הדיווח קובעת הסדר דומה של הודעה לרשות לגבי מו״מ בדבר עסקה, שאינה בהתאם לתנאי השוק, עם בעל־עניין בתאגיד.

nevo.co.il

בעוד שמידע צופה־עתיד — כמוגדר על־ידינו — בא לידי ביטוי בעיקר בדרך מילולית.

2. החובה לגלות תחזיות על־פי ״החובה הראשונה״ בתשקיף ובדיווח השוטף — הדין בישראל

החובה הראשונה של התאגיד לגלות מידע מהותי בתשקיף, שלא כמו חובתו הראשונה בדיווח שוטף, איננה מוגבלת, כאמור, להוראות גילוי ספציפיות הקבועות בתקנות. החובה נובעת מהוראת דין מפורשת בלתי־מסויגת ולפיה יש לגלות כל מידע מהותי העשוי להיות חשוב למשקיע סביר, השוקל את רכישת ניירות־הערך המוצעים על־פי התשקיף. החובה נגזרת גם מאופיו של התשקיף כמסמך שנועד לתאר מצב עסקי כולל ונאמן (basic information package), אשר על־פיו התאגיד מעורב בעסקת־מכר עם ציבור המשקיעים. לפיכך, החובה הראשונה מחייבת — לדעתנו — על־פי החוק, את התאגיד לגלות בתשקיף תחזיות המצויות באופן זמין בידיו — תחזיות שהוכנו על בסיס עובדתי סביר, ומשקפות את עמדתה הכנה של ההנהלה. תחזיות אמינות מהוות את המבחן הראשוני המשמש את המנפיק ואת החתמים לקביעת ערכו של התאגיד לצורכי ההנפקה וקביעת מחיר נייר־הערך המונפק. לפיכך, לא ניתן לחלוק על היותן ״פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל את רכישת ניירות־הערך המוצעים״[53].

יתר על כן: תאגיד המציע, הוא־עצמו, ניירות־ערך לציבור המשקיעים כשהוא יודע את תחזיותיו לעתיד — תחזיות שעל־פי ההנחה הן אמינות ומושתתות על בסיס סביר, אולם אינו מגלה אותן לציבור המשקיעים, מסתכן בעבירה של שימוש במידע פנים. על־פי מהותה ועל־פי הוראות החוק, הגדרת מידע פנים כוללת ״מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים... אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר־ערך של החברה״[54]. על־פי הגדרה, תחזיות הן מידע על ״התפתחות או שינוי צפויים״. אם התחזיות הפנימיות המצויות בידי התאגיד שונות באופן משמעותי

53 סעיף 16(א) לחוק. לא ניתן לחלוק — כך נדמה לנו — על דבריו של פרופ׳ קריפקה, מהמומחים הנודעים לדיני ניירות־ערך בארה״ב, שאמר: "Projections are the ultimate purpose of all disclosure, including particularly the financial disclosure" (לעיל, הערה 2), 1197; או על דבריו של מלומד אחר שכינה את התחזיות "The real key to the present value of securities". D. Herwitz, Projections and Forecasts, 4 *Ann. Inst. Sec. Reg.* [1973] 323, 327. הדעה הנוגדת, בשים לב להוראת סעיף 16(א) לחוק, חייבת לסבור כי תחזיות אינן פרט מהותי, רק בשל העובדה שהן בגדר אומדן ההנהלה הצופה פני עתיד. אולם אין זה סביר ששיטת גילוי אשר אבני־יסוד רבים כה בנויים על אומדנים והערכות סובייקטיביות, תפסול מידע אך ורק בשל האפשרות, לעתים הרחוקה, כי התחזית לא תתגשם. באותה מידה ניתן הרי לפסול כל אומדן אחר, כגון הפרשות שנעשו לתביעות תלויות או לחובות מסופקים; ואומדן הפחת, שכל־כולו אינו אלא הערכת ההנהלה, להערכות שמאי לחוות־דעת אנשי־מקצוע, לתוכנית העסקית של ההנהלה, שיתכן שתשתנה או תבוטל, למדיניות הדיבידנדים וכדומה. בכל אלה השאלה היחידה היא, האם האומדן נערך על בסיס אינפורמטיבי סביר והאם הוא מבטא את ההערכה הכנה של נותן האומדן.

54 סעיף 52א לחוק. על־פי הגדרת ״חברה״ בפרק ח1 לחוק, הדין בהגבלת השימוש במידע פנים, לא תהיה החברה אחראית, לכאורה, על שימוש במידע פנים בהנפקה הראשונה. ״חברה״ מוגדרת שם כ״תאגיד שניירות־ערך שלו הוצעו לציבור על־פי תשקיף או נסחרים בבורסה״. אולם אין מניעה להחיל עליה את כללי האחריות על שימוש במידע פנים החל מההנפקה השנייה. מבחינת מהותו של העניין אין, כמובן,

nevo.co.il

מאלה שניתן לצפות על בסיס הדו״חות הפיננסיים, אזי התאגיד עושה עסקה בנייר־ערך של החברה כאשר מידע פנים מצוי בידו. עליונותו האינפורמטיבית של התאגיד על המשקיעים המתקשרים עמו בעסקת רכישה של ניירות־הערך היא־עצמה, מחייבת — לדעתנו — את שינוי הפרקטיקה הקיימת היום וגילוי תחזיות אמינות המצויות בידי התאגיד באופן זמין בעת חתימת התשקיף[55]. אמינות התחזית היא תנאי לעמידתה במבחן המהותיות. ככל שאי־הוודאות הטמונה בתחזית גדולה יותר וככל שהעוגן העובדתי שההנהלה נשענת עליו בתחזיתה רופף יותר, מידלדלת מהותיותו של המידע הגלום בתחזית, ומכאן שאין חובה לגלותה מכוח החובה הראשונה.

מהותיות המידע, הנובעת מדרגת אמינות התחזית, מחויבת בשיטת הגילוי המלא כמסננת חיונית למידע הרב שתאגיד מייצר במהלך העסקים הרגיל. התשקיף חייב להגביל את כמות המידע הנמסרת למשקיע, שאם־לא־כן לא יוכל המשקיע לעכל באופן סביר את המידע הניתן לו. כך יכולה הנהלת תאגיד עתיר־טכנולוגיה לראות את תחזית הרווחים שלה לשנה הקרובה כמוצקה דיה ומחייבת גילוי. לעומת זאת, תחזיתה לחמש השנים הקרובות, בהיותה תלויה בגורמים כה רבים, כגון התפתחויות טכנולוגיות, חדירה לשווקים נוספים, הנחות בדבר הצטרפות מתחרים חדשים לשוק וכיוצא באלה, אינה ודאית דיה. במקרה זה אמינות התחזית, ומכאן מהותיותה, נופלת לדרגה נמוכה ואין לגלותה. עם זאת, תאגיד עתיר־תשתית המחזיק במונופול טבעי במשק, יכול לתת תחזית לתקופה ארוכה יותר[56]. כפועל נראה לנו, כי רוב התאגידים הנסחרים בבורסה מסוגלים לתת תחזית פיננסית לשנה הקרובה, או לפחות לרבעונים הקרובים, ואיננו רואים טעם מדוע לא לחייב אותם לעשות כן כל־אימת שהם יוצאים בהנפקת ניירות־ערך לציבור[57].

כל הבדל בין הנפקה ראשונה לשנייה וגם אין מניעה להחיל על התאגיד את האיסור להשתמש במידע פנים. איסור זה יהיה אקטואלי כאשר בישראל יותר לחברה לרכוש את מניותיה.

55 על־פי תקנה 56 לתקנות ניירות־ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), תשכ״ט-1969, פער של עד חמישה חודשים בין מועד פרסום התשקיף לבין הדו״ח השנתי הנכלל בתשקיף הוא פער מותר. בתום מועד זה יש חובה לצרף את הדו״ח הסקור של הרבעון הראשון. תאגיד היוצא בהנפקה לקראת סוף מאי כבר יודע את תרצאות הרבעון הראשון שתובה עליו לפרסמם ב־31 במאי. תוצאות אלה, שהן מידע פנים, לא יגולו בתשקיף, אולם יפורסמו, בהתאם למתכונת המקובלת כיום, ימים מספר לאחר־מכן. התחושה הלא נעימה שעל־פיה מידע מהותי ביותר לא מגולה בתשקיף בגלל החשש לתת "מידע רך" (כביכול, משום שדו״חות הרבעון לא אושרו סופית על־ידי הדירקטוריון) באה לידי ביטוי מובהק בתשקיפה של חברת בזק. ביום שבו יצאה הממשלה ב"הצעת מכר" לציבור — 31.5.91 — אושרו הדו״חות הרבעוניים (אמנם, התשקיף נחתם שבעה ימים קודם־לכן). דו״חות אלה הצביעו על שיפור ניכר ברווחיות החברה, אולם ציבור המשקיעים שרכש את ניירות־הערך באותו מועד על־פי תשקיף, לא ידע עליהם.

56 בפני ועדת גליה מאור (לעיל, הערה 1), 71, הופיע יו״ר דירקטוריון בזק. על־פי עדותו לחברת בזק, תוכניות־השקעה דו־שנתיות ותוכניות־חומש כללו דו״חות פרופורמה לחמש שנים. חומר זה מצוי בידי עובדי החברה וגורמים נוספים, כגון בנקים, משרדי ממשלה, חברי־כנסת ורשות החברות הממשלתיות. הגם שלדעתו של יו״ר דירקטוריון החברה, "אי מתן מידע מסוג זה... כמוה כהעלמת מידע חשוב מן המשקיע", לא גולה המידע בתשקיף בשל *החשש מאחריות משפטית*.

57 באנגליה החובה היא לתת תחזית "for at least the current financial year". ראה Admission of securities to listing, section 3 chapter 2 part 7 s. 7.1(b). על־פי "כללי התחזיות" שהוצעו על־ידי ה־SEC בשנת 1975, הוגבלו תאגידים בפרסום תחזית לשנה הפיננסית הקרובה (לעיל, הערה 2).

הנוסחה לקביעת מהותיותו של ״המידע הרך״, שנקבעה בפסק־דין Basic עשויה, על־אף פשטנות הגיונה, להדריך אותנו גם כאן[58]. לדוגמא: כאשר לדעת הדירקטוריון, התחזית איננה אמינה דיה, אולם תוצאתה יוצאת־דופן באשר לתוצאות הדו״חות הפיננסיים המוצגים בתשקיף — אזי מהותיותו של המידע נובעת מיישום נוסחה זו. חיוב תאגיד לצרף לתשקיף את תחזית רווחיו והכנסותיו הצפויים עולה בקנה אחד עם תפקידה הרגולטורי של הרשות. זו נמצאת בעמדה שבה התשקיף אינו יוצא לדרך ללא היתרה. מכאן שאין מניעה כי, מכוח תקנות שיותקנו תוכל הרשות להדריך או לפטור הגשת תחזיות בתשקיף במקרים המתאימים. אכן, על־אף העובדה שלדעתנו סעיף 16 לחוק מחייב גילוי תחזיות בתשקיף כבר היום, נראה לנו כהגיוני כי שינוי הפרקטיקה, אם הצעתנו תתקבל, יחייב הסדרת העניין כולו בתקנות. בעניין זה יש לנו מקור לחיקוי בפרקטיקה הנראית כמובנת מאליה באנגליה, הבאה לידי הסדר חוקי בהוראות המפורטות למדי של הבורסה בלונדון ושל Rule 28 ל־City Code on Take-Overs and Mergers[59].

אין להתייחס לתשקיף כאל מסמך מידע השווה לכל משקיע. התשקיף אינו מסמך המיועד למשקיע הקטן (שגם אינו קורא אותו), אלא למשקיע המתוחכם (שקורא אותו). רוב־רובו של התשקיף ממילא אינו כתוב למשקיע הנאיבי. זה אינו מסוגל להיכנס לנבכי הדו״חות הכספיים או להתרשם מתיאור מוצרי התאגיד בתחומי האלקטרוניקה, המחשבים, הטכנולוגיה המתקדמת, המחצבים וכדומה. אם הכתובת הנכונה למסמכי הגילוי היא המשקיע המתוחכם, אזי העובדה שתחזיות הן מידע לא־ודאי איננה צריכה למנוע מאותם משקיעים מתוחכמים נגישות לתחזיות שהוכנו בתום־לב בתהליך מקיף וכולל של איסוף נתונים ואשר ההנהלה מאמינה בהן ופועלת על־פיהן. התופעה הקיימת בבורסה, שלפיה תאגידים צוברים תאוצת

58 עם זאת, קבע פסק־דין *Basic* במפורש (בהערה) "We do not address here any other kinds of contingent or speculative information, such as earnings forecasts or projections" (*Id.* at 984 n.4).
ראה J. Sullivan, "Materiality of Predictive Information After Basic — A Proposed Two-Part Test of Materiality" *University of Illinois L. Rev.* (1990) 207.
המחבר דן בהתאמתה של נוסחת *Basic*, בדבר מהותיותו של מידע לא־ודאי, למכלול ״המידע הרך״ לרבות תחזיות.

59 ניתן להיעזר גם בכללי התחזיות שהוצעו על־ידי ה־SEC (לעיל, הערה 2). הכללים קבעו אילו תאגידים רשאים לפרסם תחזיות (תאגיד שמסר דיווח שוטף במשך שלוש שנים לפחות ואשר נהג באותה תקופה להכין תקציבים לצרכים פנימיים); מהו אורך התקופה המותר בחיזוי (שנת־הכספים השוטפת. אולם אם התחזית פורסמה במחצית השנייה של השנה, היא יכולה להתייחס גם לשנת־הכספים שלאחריה); תחזית איננה יכולה להיות סלקטיבית (נקבע שעליה להתייחס, לפחות, למכירות התאגיד, לרווח הנקי ולרווח למניה). נקבע שסטייה עד 10% מהתחזית נחשבת כסבירה ומעבר לכך יש לתת הסברים. התאגיד נדרש לערוך את התחזית בזהירות, על־ידי אנשים כשירים לכך, ועליה להיבדק בדרגים המתאימים של ההנהלה. על התחזית לתת אזהרה למשקיעים, שלפיה אין ביטחון כי התחזית תתגשם או כי הנחות הבסיס אמנם יתקיימו. יש לציין אם התחזית נסקרה על־ידי גורם חיצוני, ואם כן — יש לפרט את פרטי אי־תלותו. לתחזית חייב להיות בסיס עובדתי סביר ועליה להימסר בתום־לב ולפרט את ההנחות העובדתיות שהיא מבוססת עליה. נטל השכנוע לגבי כל אלה הוטל על הנתבע. אולם לאחר־מכן, בעקבות המלצת ועדת־סומר, קבעה הרשות בכללי ״חוף המבטחים״ (לעיל, הערה 2) — המעוגנים כיום ב־Rule 175 לגבי ה־Securities Act 1933 וב־Rule 3b-6 לגבי Securities and Exchange Act 1934 — כי נטל השכנוע יוטל על התובע.

nevo.co.il

רווחים בטרם הנפקה רק כדי להמשיך חסרי־אונים לאחריה, תקבל מימד אחר אם תחזית התאגיד לרבעונים הבאים תהיה חייבת גילוי בתשקיף.

מנגד, מכוח החובה הראשונה אין לחייב — לדעתנו — את התאגיד למסור תחזיות כחלק מדיווחו השוטף. אמרנו שכלפי השוק המשני חובת הגילוי הראשונה איננה חובת גילוי מוחלטת, יזומה על־ידי המנפיק עד לקבלת התמונה המלאה, אלא חובה הנגזרת ממפרט גילוי נדרש — אמנם צפוף, אך לא מלא. מכאן שהרחבתה של דרישת הגילוי הקבועה בחוק לגילוי תחזיות פנימיות של התאגיד לשוק המשני באופן שוטף היא שאלה של מדיניות. הטלתה של חובת גילוי תחזיות במסגרת הדיווח השוטף תטיל על התאגיד נטל מתמשך ומכביד מבחינת עלות/תועלת. גם יישומה של נוסחת *Basic* באופן שוטף ונמשך על כל תחזית פנימית אינו מעשי, שכן איננה מתמקדת במועד חד־פעמי. להבדיל מהתאגיד המנפיק ניירות־ערך לציבור המשקיעים בשוק הראשוני, כשהוא עצמו יודע על תחזיותיו לעתיד, אין התאגיד בשוק המשני צד לעסקת ניירות־הערך המתבצעת ואיננו נמצא ביתרון אינפורמטיבי לגביה. זאת ועוד: בפני התאגיד המנפיק עומדת האפשרות להכין את תחזיותיו בזהירות ולהימנע מאופטימיות־יתר, שהרי כל טעות לכיוון השמרני פועלת לטובת הרוכשים, ואלה לא יוכלו לבוא אליו בטענות. אפשרות זו איננה עומדת בפני התאגיד בשוק המשני, שהרי כאן מול כל רוכש עומד קונה[60].

3. החובה לגלות "מידע צופה־עתיד" על־פי "החובה השנייה"

נקודת־המוצא של החובה השנייה, החובה שלא להטעות, שונה מזו של החובה הראשונה ועל־כן היא מעניקה תשובה השונה ברגישותה ובעוצמתה לשאלה מתי תאגיד חייב בגילוי תחזיותיו ומידע צופה־עתיד אחר. החובה שלא להטעות היא כפולה: ראשית, החובה שלא לתת הצהרות כוזבות או מטעות או להעלים עובדות מהותיות שיש חובה לכוללן. לא לאספקט מובן־מאליו זה אנו מתייחסים כאן. שנית, החובה שלא להעלים עובדות שאי־גילוין יהפוך הצהרות אחרות שניתנו על־ידי התאגיד למטעות. אספקט זה מניח, כי עובדות מסוימות נמסרו (באופן וולונטרי או בהתאם לחובה הראשונה), אולם עובדות אלה מציגות תיאור לא מלא ולכן עלולות ליצור אצל המשקיע רושם מוטעה. במצב זה יש להוסיף עובדות נוספות על אלה שנמסרו, כדי שהתמונה לא תהיה מטעה[61]. התחום ששיטת הגילוי המלא פועלת בו באמצעות החובה הראשונה, היינו: החובה לתת מידע מהותי, והתחום שהיא פועלת בו באמצעות החובה השנייה, היינו: החובה שלא להטעות — על־אף ההבחנה האנליטית ביניהם, עשויים להשיק ואף לחפוף זה את זה.

60 הוא־הדין — לדעתנו — לגבי "מידע רך" הכלול בהערכות שמאי, דיון בנושא זה ראה בתזכיר (לעיל, הערה 1), הערה 44.

61 כך, לדוגמא, אין לפרסם תחזית שיש בה כדי להטעות הואיל והיא מתייחסת באופן סלקטיבי למרכיב אחד בה ומתעלמת ממרכיב משלים אחר. למשל: תהיה זו הטעיה להתייחס לתחזית המכירות האופטימית של החברה מבלי לציין כי הגידול במכירות יביא להקטנת הרווח הצפוי; שכן המשקיע מסיק מתחזית המכירות את המסקנה ההגיונית הנלווית לה, שהחברה צופה גם גידול ברווח. ראה Item 10(b) ל־Regulation S-K. ראה גם את כתב־האישום שהוגש בת"פ 5322/90 מדינת ישראל נ' חברת גבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ, בבית־המשפט השלום בתל־אביב־יפו (טרם ניתן פסק־דין בתיק זה).

nevo.co.il

אולם במקרים אחרים יתנו שתי חובות גילוי אלה מענה שונה ויחלקו ברורות את תחומי הגילוי לאלה הנשלטים על־ידי החובה הראשונה ולאלה הנשלטים על־ידי החובה השנייה.

הנחיות ה־SEC בדבר חובת הגילוי של מידע צופה־עתיד (forward looking information) יספקו לנו דוגמא לפעולתה של החובה השנייה. על־פי הנחיות ה־SEC, יש לכלול בסקירת המנהלים (MD&A) — סקירה הנדרשת הן בתשקיפים הן במסגרת הדו״חות התקופתיים — מידע צופה־עתיד. מידע זה נדרש אם הוא תוצאתם המסתברת — לדעת ההנהלה — של מגמה, אירוע או אי־ודאות קיימים, אשר סביר לצפות כי בעתיד תהיה להם השפעה מהותית על מצבו הכספי של התאגיד ותוצאות פעילותו. לדוגמא: ירידה במחירי המוצרים של התאגיד, שחיקה בפלח־השוק שלו ואי־חידושו הצפוי של הסכם מהותי — כל אלה הם אירועים או מגמות הידועים בתקופת הדו״ח. אם ההנהלה מזהה, כי לאירועים או מגמות ידועים אלה עשויה להיות השפעה מהותית על ביצועי התאגיד ועל מצבו הפיננסי, אזי מידע צופה־עתיד זה חייב בגילוי במסגרת סקירת המנהלים. הסיבה לכך היא, שבהעדרה של התייחסות המנהלים המידע המגולה בדו״חות הפיננסיים יהיה מטעה, מכיוון שהוא לא יהיה אינדיקטיבי לביצועי התאגיד ולמצבו הפיננסי בעתיד[62]. המאפיין מידע צופה־עתיד זה הוא שיש לו עוגן עובדתי מהותי הקיים במציאות, אשר לו ״שובל״ עתידי נצפה. אם ה״עוגן״ מגולה לציבור מכוח החובה הראשונה, אזי מכוח החובה השנייה יש לגלות באותו מועד את ״שובלו״ העתידי, על־אף אי־הוודאות שהיא אינהרנטית לציפייה עתידית זו. ההנהלה יכולה להגן על עצמה מפני ציפיות או חששות מופרזים של המשקיעים באמצעות עידון הדיווח, הדגשת אי־ודאותו ואף הזהרתו של הקורא מפני הישענות־יתר על המידע הרך; אולם איננה יכולה להימנע מדיווח על ההשפעה העתידית הנובעת מהעוגן המדווח והנצפית באופן סביר על־ידה. גישה אחרת תביא להטעיית המשקיע, שכן המימד הנכון של הדיווח ייחסר לו[63].

גם בעניין זה פועל עיקרון המהותיות. לא כל תוצאה נצפית מחויבת בגילוי, אלא רק תוצאה שיש לה מימד מהותי. המבחן הוא, כמובן, עובדתי, וההנהלה נמצאת בעמדה הנכונה ביותר לשקול את מהותיותו. בשל האופי העובדתי אין לתת להנהלה מִפרט גילוי מדויק, שהרי זה משתנה בהתאם לנסיבותיו של כל אירוע ואירוע. אולם מבחנו של פסק־דין *Basic* יכול להדריך אותנו גם כאן. על

62 Item 303 של ה־Regulation קובע, שסקירת המנהלים חייבת "to focus specifically on material events and uncertainties known to management that would cause reported financial information not to be necessarily indicative of future operating results".

63 הדוגמאות הניתנות על־ידי ה־SEC כחוזר הפרשנות ל־MD&A (לעיל, הערה 42) מבהירות היטב את פעולתה של החובה השנייה בעניין זה. הנה אחת הדוגמאות: חברה דיווחה על גידול משמעותי ברווח בהשוואה לשנה קודמת. גידול זה נבע מביצוע הזמנה משמעותית של החברה בעלות נמוכה ממה שצפו בעת שנחתם ההסכם. אין ביטחון כי הזמנה זו תחודש. אם ההסכם, שעל־פיו נמסרה ההזמנה, לא יוארך, הציפייה היא שרווחי השנה הבאה לא ישקפו גידול דומה ברווח. מובן שאי־גילוי העובדה שצפוי כי ההסכם המהותי לא יחודש מטעה את המשקיע, העלול להניח שרווחי העבר הם אינדיקציה לרווחי העתיד. אמנם, ההנהלה איננה יכולה להעריך אם הסכם רווחי זה יחודש, אולם ההנהלה יכולה להעריך את הנסיבות והעובדות הקשורות בשאלה אם ההסכם יוארך אם לאו.

nevo.co.il

הנהלת־התאגיד לשקול אפוא את ההסתברות שההשפעה העתידית אכן תקרה ואת תוצאתה האפשרית. אם המסקנה של בדיקה זו מעלה כי סביר להניח שהאירוע יקרה וכי התוצאה לגבי כלל עסקי התאגיד היא מהותית, הרי מידע צופה־עתיד זה חייב בגילוי[64].

אך אם גם האירוע, המגמה או ההתחייבות, היינו: ה״עוגן״ עצמו, הם בגדר ציפייה עתידית בלתי־ודאית, אשר הנהלת־התאגיד מגיעה למסקנה כי אין סבירות שתקרה — אזי אין חובת דיווח לגביהם. על־פי החובה הראשונה, אין בשוק המשני חובת דיווח על מאורע עתידי, ומיכן שבהיעדר דיווח על המאורע אין חובה להעמיד את המשקיע על השפעותיו העתידיות הצפויות של האירוע על התאגיד מכוח החובה השנייה. שונה יהיה הדין אם ההנהלה, על־אף שאיננה חייבת בכך, תבחר לגלות את האירוע העתידי, אזי, בד־בבד, תקום החובה לדווח על השפעותיו הצפויות, אם בהיעדר התייחסות אליהן יהיה הדיווח מטעה.

4. החובה לעדכן ״מידע צופה־עתיד״ על־פי ״החובה השנייה״

מידע צופה־עתיד הוא מידע שבנסיבות מסוימות יש חובה לעדכנו. הצהרה צופה־עתיד טעונה במסר הממשיך להתקיים גם מעבר למועד נתינתה. אם סביר להניח, כי במועד עתידי המשקיעים עדיין מסתמכים על המסר והוא עדיין ״חי״ בקרבם, אזי יש לעדכנו כל־אימת שמתברר, אמנם בדיעבד, כי הציפייה לא התגשמה. השארת המסר החי כשהוא בלתי־מעודכן הופכת אותו למידע מטעה, ולפיכך — מכוח החובה השנייה — יש לעדכנו. בטרם נבהיר הצהרה זו עלינו להבדיל בין עדכון לבין תיקון. אין אנו דנים בתיקון הדיווח הקודם, שהרי זה היה ״נכון״ בזמנו ולפיכך אין מקום ״לתקנו״. אמנם, הוא צפה לעתיד ולפיכך היה בלתי־ודאי, אולם ככזה הוא ביטא את הערכתה הכנה של ההנהלה כפי שהיתה באותו מועד לגבי סיכויי התממשותו ומהותיותו. אם ההערכה לא התממשה, אין בכך כדי לשנות אותה רטרואקטיבית למועד נתינתה, אלא לכל היותר היא טעונה עדכון. לעומת זאת, תיקון נדרש רק בקשר למידע שבמועד מאוחר יותר התברר כי היה בלתי־נכון למועד נתינתו. מידע זה חייב — מכוח החובה השנייה — תיקון. זאת ועוד: יש להבדיל בין שני אלה, היינו: מידע החייב בעדכון ומידע החייב בתיקון, לבין מידע שהיה נכון בזמנו אולם במועד מאוחר יותר איבד את משמעותו בשל התיישנותו. מידע שהתיישן איננו מחייב תיקון או עדכון. הסיבה היא, שמשקיעים יודעים כי מידע המשוחרר לציבור נכון למועד נתינתו ולפיכך אינם מסתמכים עליו בעתיד.

64 מבחנה של הרשות לניירות־ערך בארה״ב להסתברות התרחשותו של האירוע, כעולה מפרשת קטרפילר (לעיל, הערה 2) הוא מחמיר. ה־SEC מבחינה בין מידע עתידי החייב בגלוי לבין מידע עתידי הניתן לגילוי. אם ההנהלה מגיעה, על דרך השלילה, למסקנה כי אין זה סביר שהאירוע העתידי יקרה, אזי אין היא חייבת בגילוי. לעומת זאת, אם ההנהלה מגיעה למסקנה כי סביר שהאירוע יקרה או, וזה העיקר, אפילו איננה יכולה להגיע למסקנה חיובית או שלילית לגבי סבירות התרחשותו, אזי עליה להעריך את השפעת האירוע על יסוד ההנחה כי האירוע יקרה והיא חייבת בגילוי אם התוצאה היא מהותית. בהתבטאויות מטעם ה־SEC נאמר, שאחוז הסתברות של 40% מהווה קו־גבול לעניין זה. SEC Commissioner Edward M. Fleischman, *Address to the Eleventh Southern Securities Institute (Tampa, Florida, March 1, 1991)*.

nevo.co.il

מידע כזה הוא מידע היסטורי, מידע שפג תוקפו, או מידע צופה־עבר וככזה הוא יישאר ״נכון״ לתמיד ואין עוד מקום לעדכנו[65].

ההבחנות שבין מידע טעון תיקון, מידע צופה־עתיד ומידע צופה־עבר, רלבנטיות גם לגילוי תחזיות. כאשר התאגיד מפרסם את תחזיותיו, בין מכוח חובת הגילוי הראשונה, שלדעתנו מחייבת אותו לעשות כן בתשקיף, ובין משום שבחר לגלותן באורח וולונטרי לשוק המשני — על התאגיד לצפות כי השוק עשוי להסתמך על תחזיות אלה לאורך תקופת התחזית. לפיכך, אם הנהלת־התאגיד מגיעה במועד מאוחר יותר למסקנה כי לתחזיות שפורסמו אין עוד בסיס, אזי היא חייבת לעדכנן בדיווח מיידי לשוק. לעניין זה מצבו של התאגיד המשחרר את תחזיותיו הפנימיות בתשקיף אינו שונה ממצבו של תאגיד הקובע בתשקיף את יעוד תמורת ההנפקה ומשנה את היעוד במועד מאוחר יותר או מצהיר על מדיניות חלוקת דיבידנדים ומשנה אותה — אלה גם אלה חייבים בעדכון.

לעומת זאת, בהיעדר החובה הראשונה, אין על התאגיד לדווח לשוק המשני על תחזיותיו. עמדה זו איננה משתנה גם אם תוצאותיו העסקיות המדווחות של התאגיד לשנה החולפת לא יחזרו עוד או יהיו שונות בהרבה — למעלה או למטה — מאלו של השנה הנצפית. תוצאות עסקיות הן מידע צופה־עבר. הדו״חות הכספיים מעידים על עצמם את אשר כתוב בהם והם נכונים אפוא למועד פרסומם, וליתר דיוק: למועד הנקוב בהם, ואין להם מסר הקיים מעבר למועד זה. לפיכך אין אנו סבורים שתאגיד שפרסם דו״חות כספיים של רבעון רווחי במסגרת הדיווח השוטף חייב לעדכן את הציבור כאשר נודע לו על ההפסד הצפוי ברבעון העוקב. מידע זה יוודע כאשר יפורסם הדו״ח הכספי הבא[66].

65 דוגמאות להמחשת ההבחנות הללו ניתן ללקט מכל מרחב שיטת הגילוי. לדוגמא: תאגיד הודיע על מו״מ למיזוג או הודיע כי זה עתה קיבל הזמנה רבת־היקף, לטווח ארוך, לאספקת מוצריו העיקריים או הודיע כי כוונתו להשקיע בהקמת מפעל בהיקף מהותי. אם יתברר כי המו״מ למיזוג הופסק או אם ההזמנה, שנראתה בטוחה, בוטלה מסיבה זו או אחרת או התאגיד שינה עמדה ולא יקים את המפעל — אזי יש חובה לעדכן את המשקיעים. אלה הרי צפו, כל עוד לא עודכנו, להתממשות המיזוג או להגדלת הרווחים הנובעים מההזמנה או להקמת המפעל. לעומת זאת, הודעת התאגיד כי מכירות מוצרו המוביל ברבעון האחרון היו הגבוהות ביותר מזה שנים איננה מחייבת תיקון או עדכון בדיווח מיידי אם במהלך הרבעון שלאחר־מכן חלה ירידה משמעותית במכירות. הדיווח על הרבעון הרווחי לא הטעה את המשקיע לגבי הרבעון הבא, שכן הוא יודע כי הדיווח היה נכון למועדו. המשקיע יקבל מידע מבוקר על רבעון זה בעת הדיווח התקופתי הבא. לעומת זאת, אם הדיווח על הרבעון היה מוטעה בשל יישום לא־נכון של כללי החשבונאות והכרה ברווח אשר לא היה ראוי להכרה, אזי יש חובת תיקון. המידע לא היה נכון למועד נתינתו.

66 ראה פסק־הדין החשוב *Backman* v. *Polaroid Corp.* [1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) s. 95,389 (1st. Cir. Aug. 2, 1990) (en banc). לתיאור העובדות של פרשת *Polaroid* וניתוחן ראה התזכיר (לעיל, הערה 1), 45-47. כפי שנפסק באותו פסק־דין, כאשר התאגיד מדווח על עובדות אשר כשלעצמן הן שלמות ואינן מטעות, אין עליו החובה לדווח על עובדות נוספות שיש בהן להשלים את המידע ולתת מימד רחב יותר. בסופו של דבר, לעניין זה אין גבולות. חובתו של התאגיד היא רק לגלות את העובדות הנוספות שבהיעדרן העובדות שגולו יהיו בלתי־שלמות עד כדי להטעות. כמובהר בטקסט, המחוקק יכול לחייב את התאגיד להרחיב את הדיווח לשוק המשני ולחייבו, כבר במועד פרסום הדו״ח הרבעוני, להשלים את תיאור המצב ולדווח, בנסיבות המתאימות, גם על ההפסד הצפוי ברבעון העוקב. מגמה זו, כאמור, באה לידי ביטוי בארה״ב בהרחבת דרישות הדיווח בסקירת המנהלים (ראה עניין *Caterpillar* ועניין *Bank of New England* (לעיל, הערה 2)), ועשויה לבוא לידי ביטוי בישראל אם תתקבלנה המלצותיה של ועדת גליה מאור. הרחבת דיווח זו תהיה הרחבה מכוח החובה הראשונה.

nevo.co.il

nevo.co.il