

בשבחו של מבחן התוחלת: עקרון המהותיות והתמודדות עם חוסר ודאות בדיני ניירות ערך

מאת

עידו באום*

עקרון המהותיות הוא מאבני היסוד של דיני ניירות ערך, המבוססים על חובת התאגיד הציבורי לגלות את כל המידע המהותי הדרוש למשקיע הסביר. האיסור הפלילי והמנהלי על השימוש במידע פנים חלים אף הם אך ורק כאשר המידע שנעשה בו שימוש שלא כדין הוא מידע מהותי. כעניין שבשגרה מתעורר בהקשר זה הצורך להעריך את מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי בחיי התאגיד אשר אין ודאות מוחלטת אם יתממש, כגון מידע על משא ומתן לקראת עסקה שאין ודאות בדבר סיומו המוצלח.

ניתן להצביע על שני מבחנים שהתפתחו בפסיקה בארצות הברית – ולאחריה נדונו גם בישראל – לסיווגו של מידע על אירוע עתידי בתאגיד ציבורי כמידע מהותי. לפי המבחן המקובל בפסיקה האמריקנית, נקבעת מהותיות המידע על סמך שקלול עוצמת האירוע הצפוי בהסתברות להתממשותו בכל רגע נתון ("מבחן התוחלת"). מבחן אחר, שנדחה בבית המשפט העליון האמריקני, קובע כי יש לאתר סף מוגדר (Bright line) במשא ומתן לקראת עסקה שממנו ואילך העסקה חוצה את נקודת האל-חזור והמידע על אודותיה הופך למהותי ("מבחן ההסכמה העקרונית").

בפסיקת בתי המשפט המחוזיים בישראל קיימת אי-בהירות הן בשאלה מהו המבחן הנוהג והן באשר למצבים שבהם יש להשתמש בו. יש שופטים המאמצים את מבחן התוחלת כמבחן אחיד, ואילו שופטים אחרים מאמצים את מבחן ההסכמה העקרונית ככזה. בקריאה אפשרית אחרת של הפסיקה ניתן לטעון לדיכוטומיה שלפיה מבחן ההסכמה העקרונית משמש לסיווג מהותיותו של מידע על אירוע עתידי בעבירת איסור השימוש במידע פנים, ואילו לצורך קביעתה של חובת גילוי משמש מבחן התוחלת.

רשימה זו קוראת לאימוץ מבחן אחיד בשני המצבים. השימוש במבחנים שונים להגדרת מהותיותו של מידע פנים ולמועד התגבשות חובת הגילוי הוא לא רק דיס-הרמוני אלא חמור מכך, הוא יוצר תמריץ למניפולציות בשוק ההון, במיוחד על ידי אנשי פנים המצויים בעמדה המסוגלת להשפיע על קבלת החלטות בתאגיד. בחינת השיקולים בעד ונגד המבחנים הקיימים מלמדת כי מבחן התוחלת הוא המבחן העדיף מבין השניים.

* מרצה בכיר, בית הספר למשפטים על שם חיים שטריקס, המסלול האקדמי – המכללה למינהל. אני מודה ללאה פרסמן-יוזפוב, לעמיר ליכט, לדניאל רימון, לאברמי וול, לרון עדיני, לחברי תכנית המצטיינים בבית הספר למשפטים של המכללה למינהל ולחברי הסדנה בדיני תאגידים וניירות ערך באוניברסיטת תל-אביב, שהעירו הערות חשובות על טיוטת המאמר בשלבים שונים. תודה גם לעוזר המחקר יניב שוורץ על סיוע בגיבוש הטיוטה הסופית, למערכת משפטים ובמיוחד לעורך חנן סידור על הערות חשובות ודיון מפרה. אני אסיר תודה לקרן המחקר של בית הספר למשפטים ע"ש חיים שטריקס ולקרן מאיר חת על תמיכתם במחקר זה. האחזיות לטעויות באשר הן היא כמובן שלי בלבד.
baum@colman.ac.il

מבוא. א. רגליו של שוק ההון: עקרון הגילוי הנאות ואיסור השימוש במידע פנים.
 1. חובת הדיווח ודרישת המהותיות; 2. האיסור על שימוש במידע פנים; ב. עקרון המהותיות באירוע שמועד התממשותו עתידי. ג. מבחן התוחלת לעומת מבחן ההסכמה העקרונית. 1. המבחנים בצורתם הפרדיגמטית; 2. התפתחות המבחנים במשפט האמריקני; ד. הגישה בישראל. 1. עניין מהרשק; 2. עניין אייל; 3. עניין גרינפלד; 4. עניין קדץ; 5. עניין דרין; 6. סיכום ביניים; ה. מהמצוי לרצוי. 1. מבחן אחד או מבחנים שונים?; 2. מהו המבחן העדיף?; ו. סיכום.

מבוא

מנכ"ל חברת הזנק ישראלית שמניותיה החלו להיסחר לאחרונה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב שב מפגישה עם איש עסקים אמריקני, "גורו" ידוע ורב השפעה בתחומו. ה"גורו" הביע עניין ברכישת נתח נכבד ממניות התאגיד מידי בעל השליטה הנוכחי, שמעוניין מצדו להכניס משקיע אסטרטגי לגרעין השליטה. ה"גורו" מסוגל לפתוח בפני התאגיד שווקים חדשים והזדמנויות עסקיות חדשות, אך בשלב זה ביקש מהמנכ"ל להימנע מפרסום העניין שהוא מגלה בחברה.

האם חלה על התאגיד חובה לדווח לבורסה על דבר קיומם של מגעים ראשוניים? אם החובה קיימת, האם ניתן לעכב את הדיווח לנוכח דרישת המשקיע הזר לשמור את המידע בסודיות בשלב זה? ובהנחה שלא חלה על התאגיד חובה למסור דיווח לבורסה בשלב זה, או שניתן לעכב את הדיווח מטעמים שונים, האם רשאי המנכ"ל להשקיע כעת בעצמו במניות התאגיד הנסחרות בבורסה בידועו כי בעל השליטה אכן מעוניין להכניס את המשקיע הזר לגרעין השליטה, וכי יש סיכוי טוב שהשניים יסכימו על תנאי העסקה תוך זמן קצר? התשובה למכלול השאלות הללו תלויה בין היתר בשאלה אם המידע על העסקה העתידית המתחילה להירקם בין המשקיע הזר לבין בעל השליטה הישראלי הוא בגדר מידע מהותי החשוב למשקיע סביר לצורך קבלת החלטת השקעה. אם התשובה לכך חיובית, ככלל, תהיה החברה חייבת לדווח על המגעים. בה בעת יהיה המנכ"ל מנוע מקנייה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד כל עוד לא דיווחה החברה לבורסה על המידע המהותי, שכן מידע זה הוא בגדר "מידע פנים" כל עוד הוא ידוע למנכ"ל בלבד ולא נמסר כדיווח לבורסה.

ואולם, הדברים אינם כה פשוטים. השאלה אם מידע על עסקה עתידית (אשר כשלעצמה היא בעלת השפעה מהותית על התאגיד) ההולכת ונרקמת הוא בגדר מידע מהותי יכולה להיבחן בדיני ניירות הערך בישראל באמצעות שני מבחנים שונים זה מזה. מבחן אפשרי אחד הוא "מבחן התוחלת", שבו משקלל בית המשפט את עצמת האירוע הצפוי מבחינתו של התאגיד בכל רגע נתון עם ההסתברות להתרחשותו של האירוע ומודד את התוצאה המתקבלת מול סף המהותיות של העניין מושא חובת הגילוי. מבחן אחר הוא "מבחן ההסכמה העקרונית", שבו מחפש בית המשפט "קו בוהק", מעין נקודת אל-חזור, שממנה ואילך ניתן לומר כי המידע על אודות האירוע העתידי הוא מידע מהותי, וזאת מבלי להתייחס לעצמתו היחסית של האירוע, ובלבד שהוא יהיה מהותי מבחינת התאגיד.

ברשימה זו אעמוד על הנסיבות שבעטיין התפתחו שני מבחנים שונים אלה בפסיקת בתי המשפט המחוזיים, בהמשך אצביע על אי-הבהירות בפסיקה, אשר הניסיון לדלות מתוכה נורמות התנהגות ברורות מעלה שתי אפשרויות. לפי קריאה אחת של הפסיקה, שופטים מסוימים משתמשים במבחן התוחלת, ואילו אחרים מעדיפים את מבחן ההסכמה העקרונית. לפי פרשנות אחרת של הפסיקה, ניתן להצביע על דיכוטומיה ביישום המבחנים, ולפיה מבחן ההסכמה העקרונית משמש לסיווג של מידע על אודות אירוע עתידי בעבירות איסור שימוש במידע פנים כמהותי, ואילו ביישומה של חובת הגילוי משמש מבחן התוחלת לסיווג של המידע כמהותי.

בהתחשב באפשרות לקריאה של הפסיקה באופן דיכוטומי, אבחן מנקודת מבט תאורטית ומעשית את השיקולים להאחדת המבחן המשמש לסיווג של מידע על אודות אירוע עתידי כמידע מהותי. בהמשך אציע כי מבחן התוחלת יאומץ כמבחן האחיד להערכת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי בדיני ניירות ערך. לא ארחיב ברשימה זו יתר על הנדרש בדיון עיוני בעקרון הגילוי הנאות ובאיסור השימוש במידע פנים, שעליהם נכתבו תלי תלים בישראל ובעולם. הרשימה תתמקד אך ורק באופן היישום של עקרונות אלה בישראל במצבים שבהם עומד התאגיד בפני אירוע שהתממשותו אינה ודאית.

בפרק הראשון אעמוד על תפקידו המרכזי של עקרון המהותיות הן במסגרת חובת הגילוי, שהיא מיסודותיו של שוק ניירות ערך יעיל, והן במסגרת האיסור על השימוש במידע פנים. בפרק השני אסקור את הדין הפוזיטיבי בישראל בכל הקשור ליישום עקרון המהותיות ואעמוד על הקושי המתעורר ביישום העיקרון על אירוע עתידי בכלל ועל אירוע מסוג עסקה עתידית בפרט. בפרק השלישי אציג את שני המבחנים באופן פרדיגמטי ואסקור את אופן התפתחותם במשפט האמריקני, שהוא המקור הפרשני החשוב ביותר לענייננו. הפרק הרביעי יסקור את הפסיקה הישראלית בסוגיה. בפרק החמישי אדון תחילה ביתרונות ובחסרונות של האחדת מבחני המהותיות של מידע על אירוע עתידי על רקע האפשרות של קריאת הפסיקה באופן המחיל את מבחן התוחלת על חובת הגילוי ואת מבחן ההסכמה העקרונית על עבירת איסור השימוש במידע פנים. אסביר מדוע יש להעדיף שימוש במבחן אחיד. לאחר מכן אפנה לבחינת המבחן העדיף מבין שני המבחנים. אטען כי מבחן התוחלת גובר על מבחן ההסכמה העקרונית כמעט בכל פרמטר, למעט קלות היישום.

א. רגליו של שוק ההון: עקרון הגילוי הנאות ואיסור השימוש במידע פנים

גילוי מלא ועדכני של מידע מהותי על התאגידים הנסחרים בשוק ההון הוא תנאי לקיומו של שוק הון תקין ויעיל.¹ תנאי נוסף הוא כי גילוי המידע יהיה שוויוני וכך לא יהיו פערי מידע בין השחקנים בשוק ניירות הערך. שני תנאים אלה משתקפים בשני עקרונות יסוד של דיני ניירות ערך: האחד, עקרון הגילוי הנאות, שמכוחו מתגבשות חובות גילוי פוזיטיביות על

1 אה פטרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך – חובת הגילוי 11 (2009).

מעת שניירות הערך של התאגיד נסחרים בשוק המשני, חלות עליו חובות למסור דיווחים תקופתיים ודיווחים מידיים.⁸ חובת הדיווח השוטף של תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור ("תאגיד נסחר") מעוגנת בסעיף 36 לחוק ניירות ערך, הקובע כי תאגיד חייב להגיש דוחות לבורסה ולרשות ניירות ערך לפי התקנות שנקבעו מכוחו של סעיף זה על ידי שר האוצר. אף באשר לחובת הדיווח החלה על תאגיד נסחר מבהיר החוק בסעיף 36(ג) כי התקנות שיותקנו על ידי שר האוצר מכוחו של הסעיף יכול שיחולו על כל עניין החשוב למשקיע הסביר השוקל קנייה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד.

ככלל מחויב התאגיד הנסחר בדיווחים תקופתיים שנתיים ורבעוניים. עם זאת יש אירועים בעלי חשיבות שהדין מחייב לדווח עליהם במועד שבו נודעו לתאגיד. פרק ג לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), מסדיר את חובת הדיווח על אירועים קונקרטיים בחיי התאגיד שיש לדווח עליהם מידית.⁹ חובת הדיווח המידי ועיתויו מעוגנת בתקנה 30 לתקנות הדיווח, הקובעת כי היוודעותו של אירוע ליו"ר דירקטוריון התאגיד, למנכ"ל, למנהל העסקים הראשי, לנושא המשרה הבכיר בתחום הכספים, למזכיר התאגיד וכיוצא באלה כמוהו כאירוע שנודע לתאגיד, ויש לדווח עליו בתוך פרקי הזמן הקבועים בתקנה האמורה.¹⁰

אירועים המחייבים דיווח מידי כוללים שינוי בהון התאגיד,¹¹ שינוי שם,¹² שינוי פרטי התאגיד,¹³ שינויים בתקנון או בתזכיר,¹⁴ שינויים בשטר נאמנות או בנאמן,¹⁵ שינויים במרשם בעלי המניות,¹⁶ בקשה להסרת קיפוח שהוגשה לבית המשפט,¹⁷ הפיכתה של החברה מציבורית לפרטית,¹⁸ פשרה או הסדר,¹⁹ בקשה לחלוקת רווחים המהווה הפחתת הון,²⁰ בקשה לפירוק או למינוי בעל תפקיד אחר,²¹ מיזוג,²² תכנית לרכישת ניירות ערך של התאגיד,²³ הקצאת זכויות לרכישת מניות,²⁴ שינויים בהחזקות של בעלי עניין ונושאי משרה

8 חובות הדיווח התקופתיות והשוטפות הושוו בהיקפן לחובת הדיווח התשקיפית לאור ההמלצות בדוח הוועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו (2001) (להלן: ועדת ברנע) (זמין ב־www.isa.gov.il/Download/IsaFile_54.pdf). לפיכך ניתן לומר כי חברה המקפידה על מילוי חובות הדיווח התקופתיות והשוטפות עומדת בפועל ברמת הגילוי שנדרשת בעת פרסום תשקיף לצורך הצעת ניירות ערך לציבור.

9 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 (להלן: תקנות הדיווח).

10 מכל מקום, פרקי הזמן בתקנה אינם עולים על 24 שעות ממועד היוודע האירוע.

11 תק' 31 לתקנות הדיווח.

12 שם, תק' 31א.

13 שם, תק' 31ב.

14 שם, תק' 31ג, ד31.

15 שם, תק' 1731.

16 שם, תק' 31ה.

17 שם, תק' 31ו.

18 שם, תק' 31ז.

19 שם, תק' 31ח.

20 שם, תק' 31ט.

21 שם, תק' 31י.

22 שם, תק' 31יא.

23 שם, תק' 31יב.

בכירים,²⁵ שינויים בנוגע לנושאי משרה בכירים,²⁶ מינוי וחילופין של רואה חשבון של התאגיד,²⁷ וכן אי-השגה של יעד בשימוש בתמורה שהתקבלה מהנפקת ניירות ערך.²⁸ המונחים "מהותי", "משמעותי" ו"חשוב" משמשים בערבוביה בחוק ניירות ערך ובתקנות הדיווח, אך משמעותם בהקשר של עקרון הגילוי היא אחת: על התאגיד מוטלת החובה לדווח על מידע שיש בו כדי להשפיע על החלטות ההשקעה של משקיעים בניירות ערך. אחת ההבחנות המוכרות היא בין מהותיות הניתנת לבחינה כמותית לבין מהותיות איכותית.²⁹ מידע שניתן לאומדן כמותי קל יחסית לקבוע את מהותיותו. למשל, "כלל אצבע" מקובל בדיני ניירות ערך הוא סף חמשת האחוזים. כאשר אירוע מסוים בחיי התאגיד מחולל שינוי בעצמה של חמישה אחוזים ויותר באחד המדדים הכמותיים המקובלים נתפס אירוע זה במקרים רבים כאירוע המחייב גילוי לציבור.³⁰ לעומת זאת מידע איכותי שאינו ניתן לאומדן כמותי עשוי להיות בעל חשיבות רבה למשקיעים, אך קשה יותר להצביע על כללים להגדרתו כמהותי. דוגמה מובהקת למידע מסוג זה היא מחלתו של נושא משרה בכיר בתאגיד.³¹ דוגמאות אחרות יכולות להיות כניסתו של מתחרה חדש לענף שבו פועל התאגיד, שינויים רגולטורים בתחום פעילות התאגיד, והיד עוד נטויה.

לדרישה כי המידע יהיה מהותי יש טעם כפול: מצד אחד נועדה דרישת המהותיות להבטיח כי מידע בעל חשיבות יגולה מיד למשקיעים, מהצד האחר נועדה הדרישה להבטיח כי מידע שאינו חשוב למשקיעים לא יחויב בגילוי כדי לא להעמיס על התאגיד הנסחר חובות גילוי שאין להן סוף, וכדי שלא להציף את ציבור המשקיעים במידע עודף שאינו חשוב מבחינתם.³²

2. האיסור על שימוש במידע פנים

בדומה לתפקידו של מושג המהותיות בחובת הדיווח, מושג זה הוא גם חלק מרכזי ובלתי נפרד מהדיון באיסור על שימוש במידע פנים. טיבו של האיסור על שימוש במידע פנים נעוץ

- 24 שם, תק' 32.
 25 שם, תק' 33.
 26 שם, תק' 34.
 27 שם, תק' 35.
 28 שם, תק' 36א.
 29 פס"מ יוזפוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 203–212.
 30 שם, בעמ' 203. לדוגמאות לספים נפוצים ראו למשל הגדרת "בעל עניין בתאגיד" בס' 1 לחוק ניירות ערך (ס' 5%); הגדרת "בעל מניות עיקרי" לצורך הגדרת איש פנים בתאגיד בס' 52א לחוק ניירות ערך (ס' 5%); חישוב גודלו של נכס בעסקה שמחייבת את תחולת תק' 6 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א–2001 (ס' 5%); הגדרת הליכים משפטיים שחובה לתארם בתשקיף בס' 32ג) לתוספת הראשונה של תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת התשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט–1969 (ס' 10%); הס' בס' 13ב) לתוספת האמורה המגדיר מיהו לקוח שחובה לתאר בתשקיף את אופי הקשרים ואת מאפייני ההתקשרות של התאגיד עמו (ס' 10%); הגדרת "חברה קשורה" בס' 1 לחוק ניירות ערך (ס' 25%).
- 31 ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177 (1995).
- 32 פס"מ יוזפוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 177. ראו גם פעילותה של הרשות לניירות ערך לקיצור הדוחות התקופתיים באמצעות עמדה משפטית, מחלקת תאגידים, רשות ניירות ערך 25–105 "קיצור הדוחות" (12.12.2012) (זמין ב-www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7344.pdf).

במונח "שימוש" ולא במידע הפנים עצמו. עצם החזקת מידע שאינו גלוי ליתר המשקיעים אינו מעניק למחזיק במידע יתרון בלתי הוגן על פני סוחרים אחרים בשוק ניירות הערך.³³ השימוש במידע שאינו גלוי עשוי להעניק יתרון כלכלי. שימוש במידע פנים נתפס כהפרה של כללי המשחק ההוגנים בשוק ניירות הערך, והוא עלול לגרום לפגיעה באמון המשקיעים ובהגינותו של שוק ניירות הערך באופן המסכן את קיומו התקין והיעיל של שוק כזה.³⁴ משמעות הכלל האוסר שימוש במידע פנים היא כי חובה על המחזיק במידע להימנע ממסחר בניירות ערך על סמך המידע כל עוד המידע אינו גלוי, וכן חובה עליו להימנע ממסירת המידע לאחר כאשר הוא יודע – או יש לו יסוד סביר להניח – כי האחר ישתמש במידע לצורך עסקה בניירות ערך של החברה.

גילוי המידע ברבים משחרר מן האיסור. היטיב לתאר זאת השופט (כתוארו אז) מישאל חשין בעניין רוזוב באמרו כי "המפתח ליציאה מן האיסור על השימוש במידע-פנים מצוי בכיסו של בעל-המידע. ייגלה המידע לכלל – המידע יהפוך מהיותו מידע-פנים למידע-כול – והאיסור ייעלם מעצמו; לא ייגלה – ימתין בעל-המידע עד שייגלה המידע. ובביטוי המקובל בהקשר זה: גלה (את המידע) או המתן ואל תסחר, ואם אין בידך לגלותו, בכל-זאת המתן".³⁵

אף שהדברים אינם נאמרים במפורש, מדבריו של השופט חשין משתמע כי נודעת חשיבות לשאלה בידי מי נמצא מידע הפנים. יש ידיים היכולות להחזיק מידע פנים ובה בעת מחזיקות בהגה התאגיד או משפיעות על כיוון סיבובו, ויש ידיים אחרות – בעיקר במורד ההיררכיה הארגונית – שמלבד היכולת להחזיק מידע פנים אין להן השפעה על התאגיד. לא תמיד יכול איש פנים בתאגיד שנמצא בידיו מידע על אודות הנעשה בתאגיד אשר טרם גולה לציבור המשקיעים, או מי שקיבל מידע כזה שמקורו באיש פנים, להשפיע על עיתוי גילוי המידע או על עצם החלטתו לגלותו. דוגמה בולטת במיוחד לסוג האחרון של אנשים שנחשפים למידע פנים אך השפעתם על מועד הגילוי אפסית היא של יועצים, כגון עורכי הדין ורואי החשבון של התאגיד וגורמים נוספים כגון אנשי יחסי הציבור של התאגיד. לעומת זאת במעגל העיקרי של הדמויות המוגדרות אנשי פנים בתאגיד מצויים נושאי משרה וגורמים אחרים בעלי השפעה על התאגיד המסוגלים להשפיע על החלטות גילוי מידע או על התנהלות התאגיד.

33 ראו לדוגמה רע"פ 5174/97 קרן נ' מדינת ישראל, פ"ד נב(2) 177, 186 (1998); רע"פ 8472/01 מהרשק נ' מדינת ישראל, פ"ד נט(1) 442, 463 (2004) (להלן: רע"פ מהרשק). על התכלית המוסרית ביסוד האיסור על השימוש במידע פנים ראו גם עניין קדיץ, לעיל ה"ש 2, פס' 15 לפסק הדין.

34 רציונל ההגינות הוא רק אחד הרציונלים שעליהם ניתן להשעין את האיסור על שימוש במידע פנים. על הרציונל לאיסור השימוש במידע פנים ראו עמרי ידלין "גבולות האיסור על שימוש במידע-פנים" עיוני משפט כה 143 (2001); ניצה מימון-שעשוע "שימוש במידע פנים – בין אסור למוסר" הפרקליט מו 85 (2002); יוסף גרוס "האיסור בדבר ניצול מידע פנים בחברות" עיוני משפט טו 481 (1990). על המחלוקת באשר ליעילות ולהצדקות האיסור על שימוש במידע פנים ראו זוהר גושן וגדעון פרחמובסקי "האיסור על שימוש במידע פנים – מונופול של אנשי-פנים או תחרות בין אנליסטים?" עיוני משפט כה 655 (2002); עמרי ידלין "הערה בקשר לסיבתיות בשימוש במידע פנים" עיוני משפט ל 241 (2007).

35 עניין רוזוב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 353.

פרק ח1 לחוק ניירות ערך העוסק באיסור על השימוש במידע פנים, ראה לנגד עיניו את הצורך לזהות מיהן הדמויות בחברה אשר נגישותו של המידע להן גבוהה, ויש להטיל עליהן באופן מובהק את המגבלה של איסור השימוש במידע זה. סעיף 52א לחוק ניירות ערך מגדיר מיהו "איש פנים" בחברה. בעניין קדץ עמד בית המשפט על כך שהגדרה זו אינה טכנית כי אם מהותית, וכי מטרתה להקיף אנשים שלהם גישה למידע על הנעשה בחברה.³⁶ בגדר הסעיף נכללים לא רק דירקטור בחברה ומנהלה הכללי של החברה אלא גם בעל מניות המחזיק חמישה אחוזים ומעלה בהון החברה, או בזכות למנות דירקטור או בעל שליטה בחברה שהוא מבעלי התפקידים או בעלי הזכויות המנויים בסעיף האמור. החוק נוקב בדמויות אלה באופן המגבש בעניין חזקה כי מדובר באנשי פנים ועל כן מידע שהגיע לידיהם מהתאגיד אסור בשימוש כל עוד לא גולה.³⁷ דא עקא, שהגדרת "איש פנים" והפסיקה בתחום זה אינן מתייחסות ליכולת של איש הפנים להשפיע על גילוי מידע הפנים שבידיו, אם אכן יש לו יכולת כזו.

האנשים שבידם הגישה הגבוהה ביותר למידע פנים הם גם במקרים רבים הגורמים בתאגיד המסוגלים לקבל החלטות, או להשפיע עליהן, באשר למועד גילוי המידע. בנוסף, אנשים אלה יכולים להשפיע על ניהול ענייניו של התאגיד באופן כזה שהחובה לגלות מידע הנובעת מעקרון הגילוי הנאות תתגבש בעיתוי הנוח להם. יש לתת את הדעת על מציאות זו בעת התוויית המדיניות הרגולטורית והשיפוטית של יישום עקרון המהותיות בחובת הדיווח ובאיסור השימוש במידע פנים.

ב. עקרון המהותיות באירוע שמועד התממשותו עתידי

רשימה זו מבקשת להתמודד עם השאלה מתי מידע על אודות אירוע עתידי בחברה ציבורית אשר לא קיימת ודאות כי יתממש, הופך למידע מהותי למשקיע סביר. מקובל לכלול מידע מסוג זה במסגרת המונח "מידע רך", אך הכללה זו בעייתית לטעמי. לפי הגישה המקובלת, מידע רך מתאפיין בהיותו מבוסס על הערכות ותחזיות סובייקטיביות, להבדיל מעובדות אובייקטיביות שאין עליהן עוררין.³⁸ לפיכך, לשיטתי, לא תמיד יהיה מדויק לשייך מידע על אודות אירוע עתידי שהסיכויים להתממשותו אינם ודאיים לתחום המידע הרך. הדיווח על אירוע עתידי שהתממשותו אינה ודאית יכול להסתמך על הידוע

36 עניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 20 לפסק הדין.

37 על החוקה האמורה ראו רונן עדיני דיני ניירות ערך 488 (2004). חוקה נוספת מייחסת שימוש במידע פנים ל"איש פנים מרכזי בחברה", כהגדרתו בס' 52(ב) לחוק ניירות ערך, הרוכש ניירות ערך של החברה ומוכר אותם תוך שלושה חודשים (או להפך). בסעיף זה הורחבה הגדרת "איש פנים" גם למשנה למנכ"ל, סמנכ"ל, חשב, מבקר פנים ומחזיקי תפקידים דומים במהותם בחברה. חוקה זו מעידה על מידת הנגישות שמייחס המחוקק למידע פנים בקרב מקבלי החלטות בכירים בחברה.

38 ראו הגדרת "מידע צופה פני עתיד" בס' 32א לחוק ניירות ערך הכוללת "תחזית, הערכה, אומדן, או מידע אחר, המתייחסים לאירוע או לעניין עתידיים שהתממשותם אינה ודאית ואינה בשליטתו של התאגיד בלבד למעט תחזית, הערכה, אומדן או מידע אחר כאמור שיש לכלול אותם לפי כל דין לרבות לפי העקרונות החשבונאיים המקובלים וכללי הדיווח המקובלים, בדוחות הכספיים". כן ראו אברמזון, לעיל ה"ש 2, בעמ' 58.

לתאגיד במועד הדיווח ועל כן לשקף את העובדות האובייקטיביות הידועות לתאגיד באותה עת. למשל, דיווח יכול לכלול פרטים על אודות משא ומתן לרכישת נכס מהותי תוך ציון העובדה שהצדדים העלו כמה מתווים אפשריים לביצוע העסקה, וכי טרם סוכם מחיר העסקה. בדיווח כזה אין התאגיד נדרש לפרט מהם הסיכויים להתממשותה של העסקה, ועל כן אין הדיווח מכיל כשלעצמו מידע סובייקטיבי. אף על פי כן עיתוי הדיווח על אירוע עתידי, בשונה מתוכנו של הדיווח, עשוי להתבסס על הערכה סובייקטיבית של מקבלי ההחלטות בתאגיד בדבר סיכויי התממשותו.³⁹ לעומת זאת ייתכנו כמובן אירועים עתידיים שסיכויי התממשותם אינם ידועים והדיווח עליהם כולל מרכיב מפורש של הערכה סובייקטיבית. כך למשל הפרשות במאזן בגין תביעות משפטיות התלויות ועומדות נגד התאגיד יתבססו כעניין שבשגרה על הערכות סובייקטיביות של עורך הדין של התאגיד בדבר סיכויי ההפסד בתביעה.⁴⁰ לטעמי, אירועים מסוג זה הם האירועים הנפלים באופן טבעי ונכון יותר בגדר המושג "מידע רך". עניינה של רשימה זו אינו באירועים מן הסוג האחרון אלא במבחנים המגדירים מתי הופך מידע על אודות אירוע מן הסוג הראשון, דהיינו אירוע שסיכויי התממשותו אינם ודאיים אך קיים מידע אובייקטיבי עליו, למידע שחובה לגלותו.

הקושי שבמוקד רשימה זו מתעורר – ובא לביטוי מוחשי ותכוף בחיי המעשה – ביישום תקנה 36(א) לתקנות הדיווח, שמטילה על התאגיד חובה לדווח מיד על "כל אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים בשל טיבם, היקפם או תוצאתם האפשרית ואשר יש להם או עשויה להיות להם השפעה מהותית על התאגיד, וכן בדבר כל אירוע או עניין שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר ניירות הערך של התאגיד" (ההדגשה הוספה – ע"ב). תקנה 36(א) לתקנות הדיווח מקימה חובה למסור דיווח מידי על אירוע שהשפעתו המהותית עשויה להתממש בזמן עתיד. לפיכך לעתים יידרש התאגיד למסור דיווח מידי על אירוע שתוצאותיו אינן ודאיות אך קיימת הסתברות שבמועד התממשותו, אם יתממש, יהיה בעל השפעה מהותית על התאגיד.

הדוגמה המאפיינת ביותר של אירוע עתידי מסוג זה בפסיקה הקיימת היא משא ומתן לקראת עסקה שטרם הבשיל לכדי חתימה על החוזה הסופי. לנוכח תכיפותו של אירוע עתידי מסוג זה בחייו של תאגיד באה תקנה 36(א1) לתקנות הדיווח וקובעת כי "התקשרות של התאגיד לרכישת נכס מהותי יגיש התאגיד דוח מידי בכל אחד משלבי העסקה, ובו פירוט ביחס לסוג הנכס הנרכש, גורמי סיכון מיוחדים, אם קיימים, והשפעתם על עסקי התאגיד, כמפורט בתוספת החמישית; כמו כן יצוין כל פרט מהותי אחר החשוב למשקיע סביר להבנת עסקת הרכישה".

39 השוו לאברמזון, שם, בעמ' 63, 77–84. אברמזון אינו עומד על ההבחנה המודגשת כאן בין מידע על משא ומתן לקראת עסקה לבין מידע רך הכולל הערכות סובייקטיביות. כמו כן יוער כי אברמזון מתייחס לדין הנוהג בתקנות ניירות ערך קודם לתיקונו בעקבות המלצות ועדת ברנע, לעיל ה"ש 8, וההמלצות בדוח הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך (1998) (להלן: ועדת ברודט) (זמין ב-www.isa.gov.il).

40 אברמזון, לעיל ה"ש 2, בעמ' 58. (Download/IsaFile_56.pdf)

התוספת החמישית לתקנות הדיווח ממחישה כי לשיטת מתקין התקנות עשוי המשקיע הסביר לראות חשיבות אף במידע על שלביו הראשוניים של משא ומתן לקראת עסקה. על כן קובעת התוספת החמישית לתקנות הדיווח כי התאגיד מחויב למסור דיווח מידי בארבע נקודות זמן קריטיות לאורך חייו של משא ומתן לקראת עסקה: בשלב המשא ומתן, בשלב החתימה על מסמך מקדים, בשלב החתימה על הסכם הרכישה ובשלב ההשלמה (Closing).⁴¹ בשתי נקודות הזמן הראשונות המפורטות בתוספת החמישית לתקנות הדיווח מתחייב הדיווח על העסקה בשלב שבו עדיין אין ודאות מוחלטת להתממשותה. כך למשל בשלב המשא ומתן נדרש פירוט על אודות הנכס, אומדן מחיר הרכישה ולוחות הזמנים המשוערים להשלמת המשא ומתן.⁴² בשלב החתימה על מסמך מקדים נדרש התאגיד למסור דיווח ובו פרטיו של המסמך המקדים שנחתם. מסמך זה יכול להיות מזכר עקרונות, מזכר הבנות, זיכרון דברים או מסמך בעל אופי דומה.⁴³ פירוש מילולי דווקני של לשון תקנה 36(א) מעלה כי חובת הדיווח קיימת בכל אחד משלבי התקמות העסקה בהתקיים התנאי כי הנכס הנרכש הוא מהותי, ללא קשר להסתברות הצלחתו של המשא ומתן. לטעמי, זהו פירוש שאינו סביר ואינו ניתן ליישום בפועל.

בצד החובה לדווח על המשא ומתן לקראת העסקה בשלבי המוקדמים מתעורר לא אחת החשש כי דיווח זה יגרום לסיכולה של העסקה ולפגיעה בתאגיד הנסחר ובבעלי המניות שלו. כך למשל דיווח מלא של התאגיד על אומדן מחיר הרכישה שהוא צופה בעסקה עשוי לחשוף בפני צדדים אחרים לעסקה הערכות שלא היו בידיהם קודם לכן באופן שיגרום להם לעדכן את דרישותיהם ולהפוך את העסקה לבלתי כדאית או לרווחית פחות מבחינתו של התאגיד. לחלופין עשויה הערכה כזו לגרום לגורם מתחרה להציע מחיר גבוה יותר באופן שיסכל את העסקה או יאמיר את מחירה. כדי להתמודד עם קושי זה הוספה לתקנות הדיווח הוראה המאפשרת לתאגיד לעכב דיווח כזה על פי שיקול דעתו. תקנה 36(ב) לתקנות הדיווח קובעת כי התאגיד רשאי לעכב הגשת דוח מידי על אירוע, כולו או מקצתו, "אם הגשתו עלולה למנוע השלמת פעולה של התאגיד או עסקה שהתאגיד צד לה או שיש לו עניין בה, או להרע באופן ניכר את תנאיה, ובלבד שלא פורסם ברבים מידע בדבר אותו אירוע או עניין".⁴⁴

תוספת אחרונה זו היא תולדה של המלצות הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך ("ועדת ברודט") משנת 1998.⁴⁵ קודם לכן קבעה התקנה כי על התאגיד הנסחר להביא את המידע לידיעת הרשות לניירות ערך, וזו הייתה מוסמכת לקבוע אם חובה על התאגיד הנסחר לדווח

41 ס' 1 לתוספת החמישית לתקנות הדיווח.

42 שם, ס' 1(1).

43 שם, ס' 2(1).

44 ראו גם תק' 35א לתקנות הדיווח אשר קובעת חובת דיווח מידי על התאגיד בעניינים שיש להם השפעה מהותית על תעודות התחייבות שהנפיק התאגיד ובצדה נקבעה תק' 35א(4) המעניקה לתאגיד אפשרות לעכב דיווח כזה בנסיבות המנויות בתק' 36(ב) לתקנות הדיווח. הוראה זו מאפשרת לכאורה לתאגיד המנהל משא ומתן למכירת נכס מהותי כדי לפרוע תשלום למחזיקי איגרות חוב לעכב את פרסום המשא ומתן כדי למנוע הרעת תנאים בעסקה או ביטולה. בארצות הברית ובמדינות אחרות קיימת אפשרות דומה לעכב דיווח על מידע המעוגנת לרוב בכללי הבורסות. לסקירה ראו Dale Oesterle, *The Overused and Under-Defined Notion of "Material" in Securities Law*, 14 U. PA. J. BUS. L. 167, 194 (2011).

45 ועדת ברודט, לעיל ה"ש 39, בעמ' 29–30.

על המידע לציבור, או שניתן לעכב את פרסום המידע. ברוח ועדת ברודט צוין כי עורכי דין קבלו בפני הוועדה על הקושי הפרקטי שגרם הסדר זה, ועל כן המליצה הוועדה לבטלו ולהעביר את שיקול הדעת לתאגיד הנסחר, כנהוג בדין האמריקני.⁴⁶

כאמור, רכיבי המהותיות וההתייחסות לאירועים שמועד התממשותם עתידי קיימים גם בהגדרתו של המונח "מידע פנים". בסעיף 52א לחוק ניירות ערך הוגדר "מידע פנים" כך: "מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה או במחיר נייר ערך אחר, שנייר ערך של חברה הוא נכס בסיס שלו" (ההדגשה הוספה – ע"ב). בפסיקה נקבע כי "רק מידע מהותי יכול שיהא מידע-פנים".⁴⁷

האם מידע החייב בדיווח הוא בהכרח מידע פנים, ולהפך? בלשונו של שופט המחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל-אביב חאלד כבוב בעניין קדץ נוסחה שאלה זו כך: "בהנחה שקיימת חובת גילוי על מידע מסוים, והחברה ו/או אנשי הפנים לא עמדו בחובת גילוי זו, האם מידע זה נחשב בהכרח למידע פנים? ולהיפך: אם לא קיימת חובת גילוי בנוגע למידע זה, האם נגזרת מכך בהכרח המסקנה כי לא מדובר במידע פנים?"⁴⁸

תשובת הפסיקה לשאלה הראשונה תהיה, ככלל, חיובית. דהיינו, מידע שקיימת בעניינו חובת דיווח אשר מסיבה כלשהי טרם קוימה ייחשב מידע פנים לכל דבר ועניין. התשובה בפסיקה לשאלה השנייה, ההופכית, היא כי מידע עשוי להיות מידע פנים אף אם אין בעניינו חובת דיווח. בפרשת אייל⁴⁹ סגרה הרשות לניירות ערך את תיק החקירה נגד המבקש בחשד להפרת חובת דיווח. המבקש טען כי הדבר מעיד שהרשות סבורה שהמידע מושא תיק החקירה לא היה מידע מהותי חייב בדיווח, ולפיכך אף אין לראות במידע "מידע פנים". עמדה זו נדחתה על ידי השופט חשין, שקבע כי עמדת הרשות אינה משנה את "אופיו

46 שם. בהקשר זה ראוי להעיר כי ועדת ברודט לא נועדה לדון במנגנון הדיווח בשוק המשני אלא בקביעת ההסדר שיאפשר רישום ומסחר מקביל בניירות ערך של תאגיד בבורסה בישראל ובבורסות אחרות בעולם. סוגיית הדיווח בשוק המשני אינה הכרחית ליישום המלצותיה של ועדת ברודט ולמעשה היא חורגת מהן חריגה ניכרת. זאת, משום שהסדר הרישום הכפול שאומץ על פי המלצות ועדת ברודט קובע כי חובות הדיווח שיהולו על תאגיד נסחר ברישום כפול יהיו בעיקרן חובות הדיווח המוטלות על פי הדין החל על התאגיד במדינה האחרת ולא בישראל. ראו לעניין זה פרק ה'3 לחוק ניירות ערך. אכן, ביטול ההסדר הישן שלפיו היה על תאגיד נסחר לפנות לרשות בשלבי המשא ומתן הראשוניים קידם את ההרמוניה בין הדין הישראלי לדין האמריקני באופן שיצר שוויון בהיבט זה בין חובות הדיווח המוטלות על תאגידים נסחרים בישראל לאלו המוטלות על תאגידים הנסחרים ברישום כפול בישראל ובארצות הברית. דא עקא, השוויון בחובות הדיווח אינו אחת המטרות של ועדת ברודט, אין הוא הכרחי, ואין הוא מתבקש לצורך הסדר הרישום הכפול, וכן ספק אם ניתן להשיג שוויון מלא מבלי להעתיק במלואן את הוראות הדיווח האמריקניות לדין הישראלי. מנגד, ביטול החובה להביא את המידע על משא ומתן לעסקה לאישור הרשות והעברת שיקול הדעת לתאגיד המדווח עולה בקנה אחד עם הגישה שלפיה הרשות אינה מאשרת מראש דיווחים בשוק המשני ועל כן השינוי מתקן עיוות שהיה קיים במצב הקודם.

47 עניין רוזוב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 357; עניין מהרשק, לעיל ה"ש 33, בעמ' 456.

48 עניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 22 לפסק הדין.

49 רע"פ 11428/04 אייל נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 9.2.2005).

ומהותו" של המידע כמידע פנים.⁵⁰ גישה דומה ננקטה על ידי בית המשפט המחוזי בעניין גרינפלד.⁵¹ בעניין קדן סבר השופט כבוב כי קיומה של חובת דיווח על המידע יהיה אינדיקציה של ממש שמדובר במידע פנים, ואולם אין בכך כדי להעיד שמידע אשר אין בעניינו חובת גילוי לא יוכל להיחשב מידע פנים.⁵²

אמנם ייתכנו מצבים שבהם אין חובת דיווח על מידע מסוים, ואף על פי כן יהא מידע זה בעל ערך חשוב מנקודת מבטו של המשקיע הסביר, ועל כן שימוש בו בידי איש פנים יהיה בגדר שימוש במידע פנים. בעיקרם נובעים מצבים אלה מפערי זמנים בין היווצרות מידע פנים למועד שבו מבוצעת בפועל חובת הדיווח. לדוגמה, בפרק הזמן שבין סיום הכנת הדוחות הכספיים של התאגיד למועד פרסומם בפועל במסגרת הדוח התקופתי יהיה המידע הכלול בדוחות הכספיים הללו מידע פנים אף שטרם התגבשה חובת הדיווח. מצב דומה מתקיים כאשר תאגיד פונה לרשות בבקשה לעכב פרסום מידע מסוים, מהותי, וממתין לאישורה, או כאשר מתקיים משא ומתן בין התאגיד לבין הרשות באשר לאופן הצגתו של מידע שאין חולק כי הוא מהותי אך קיימת מחלוקת באשר לדרך שבה על התאגיד להציגו ועל העיתוי המתאים לכך.⁵³

סוגיית הגדרת המהותיות לצורך התגבשות חובת דיווח ולעניינה של עבירת האיסור על שימוש במידע פנים מקבלת משנה תוקף כאשר עסקינן במידע על אודות אירועים עתידיים בחיי התאגיד.

אירועים עתידיים הם אירועים אשר מידה של חוסר ודאות שוררת באשר לסיכויי התממשותם. אף על פי כן עשוי מידע על אודות אירועים עתידיים להיות בעל חשיבות – כלומר מהותי – מנקודת ראותו של המשקיע הסביר, ועל כן עשויה לקום חובה לדווח עליו לציבור המשקיעים בד בבד עם איסור השימוש בו עד למועד הדיווח תוך הפניית תשומת הלב לחוסר הוודאות הגלום במידע. אירוע עתידי עשוי להיות בעל משמעות פוזיטיבית או נגטיבית מבחינתו של התאגיד.

המבחנים להגדרתו של מידע על אודות אירוע עתידי כמהותי לצורך חובת דיווח ולצורך האיסור על שימוש במידע פנים נדונו בפסיקת בתי המשפט המחוזיים בישראל, אך לא ניתנה

50 שם, פס" 6 לפסק הדין.

51 ע"פ (מחוזי ת"א) 70226/08 מדינת ישראל נ' גרינפלד, פס" 19 לפסק הדין (פורסם בנבו, 21.12.2008). בית המשפט ציין כי "אין קורלציה מלאה בין השלב בו על החברה לדווח על אירוע מסוים בדיווח מייד, לבין השלב בו שימוש במידע מסוים על ידי איש פנים ייחשב לשימוש במידע פנים. חובת הגילוי מתייחסת לאירועים שהם חורגים מהרגיל בחברה, כאשר לא בהכרח יש להם השפעה משמעותית על שער נייר הערך. מעבר לכך, המועד בו קמה חובת הגילוי איננו חופף למועד בו המידע הופך להיות 'מידע פנים'. לו זה היה המצב – לא היה צורך בעבירה של איסור על שימוש במידע פנים, ודי היה בעבירה של הפרת חובת הגילוי". להסתייגות מהבחנה זו ראו הדיון להלן בה"ש 137.

52 עניין קדן, לעיל ה"ש 2, פס" 22 לפסק הדין.

53 דוגמה לפערי זמנים מהסוג המתואר כאן ניתן לראות בת"פ (שלום ת"א) 10985-01-11 מדינת ישראל נ' בן ישראל, פס" 4 להכרעת הדין (פורסם בנבו, 30.7.2012). במקרה זה דלף בשוגג מידע על אודות דוחות כספיים של בנק לאומי, אשר אין חולק כי הם מידע מהותי למשקיעים. הכנתם של הדוחות הכספיים כבר הסתיימה, אולם הם טרם התפרסמו. מתאור העובדות עולה כי לפחות יומיים לפני מועד פרסומם הועברו הדוחות לדובר הבנק לצורך הכנת הודעה לעיתונות. מכאן שהמידע היה בגדר מידע פנים, אך טרם התגבשה החובה לדווח עליו.

בסוגיה הכרעה מחייבת של בית המשפט העליון. כפי שאראה להלן, מתאפיינת הפסיקה בסוגיה זו בישראל בחוסר בהירות אשר ככלל ניתן לזהות בה סטייה מהגישה שאומצה על ידי בתי המשפט בארצות הברית אף כי ייתכן שבסופו של דבר אין התוצאה המהותית שונה מזו שבדין האמריקני. הערפל הפסיקתי והסטייה לכאורה מהגישה האמריקנית מחייבים עיון, שכן ככלל מתבססת אסדרתו של תחום ניירות הערך בישראל על העקרונות שבבסיס הדין האמריקני, ועל כן מקובל לפנות אליו כמקור פרשני מרכזי במקום שבו הדין המקומי שותק.⁵⁴ יתר על כן, סטייה מהפתרון שאומץ בדין האמריקני במצבים שבהם לכאורה אין שוני בין שיטות המשפט ראוי שתיתמך בנימוקים בעלי משקל.

ג. מבחן התוחלת לעומת מבחן ההסכמה העקרונית

1. המבחנים בצורתם הפרדיגמטית

במוקד רשימה זו עומדים אפוא שני מבחנים מתחרים לאיתור המועד שבו הופך מידע על אודות אירוע עתידי למידע מהותי. שני המבחנים קיבלו ביטוי בפסיקה בארצות הברית ובעקבותיה גם בישראל.

המבחן הראשון מכונה על פי רוב מבחן "ההסכמה העקרונית"⁵⁵. לפי מבחן זה ייחשב מידע על משא ומתן בדבר עסקה עתידית מידע מהותי כאשר תתגבש הסכמה עקרונית בין הצדדים למשא ומתן על מתווה הביצוע של עסקה ועל המחיר שישולם בה. מבחן זה משתייך למשפחת מבחני "הקו הבוהק" (Bright line standard) בשאיפתו להתוות מבחן חד וברור לקביעת מועד דיווח על משא ומתן לקראת עסקה, שאינו תלוי בהיקפה של העסקה העתידית, אם אכן מדובר בעסקה שתיחשב למהותית מבחינתו של התאגיד בבוא עת מימושה. מבחינת טיבו נדמה כי מבחן ההסכמה העקרונית במתכונת שבה פותח במשפט האמריקני, שתידון להלן בפרק ג.2., נועד לשמש מבחן טכני המיושם באמצעות איתור

54 על הפנייה לדין האמריקני כמקור פרשני בדיני ניירות ערך, ובמיוחד בסוגיית המהותיות, ראו ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 837 (1992). על משמעותו החשובה של אימוץ הדין האמריקני בהקשר זה ראו עמיר ליכט "שימוש במידע פנים וקנייה במשיכה – בשולי הצעת חקיקה" תאגידים ו(3) 31, 38–39 (2009) (להלן: ליכט "שימוש במידע פנים"). אמנם ההסדר הישראלי באשר לאיסור על שימוש במידע פנים דומה להסדר האנגלי, ועם זאת הרציונל של ההסדר קרוב לרציונל האמריקני (ראו שם, בעמ' 48). יישום עקרון המהותיות במסגרת הסדר האיסור על שימוש במידע פנים דומה אף הוא ליישום האמריקני, ועל כן כאמור סטייה מהפרשנות בדין האמריקני מחייבת הצדקה. כמו כן, השופט דנציגר מעיר בהקשר של הדיון בסעד הערכת שווי כי ניתן ללמוד רבות מהדין האמריקני בדיני חברות, במיוחד במקום שבו עולה הרושם כי הניסיון שנצבר הוא רב (ראו רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממך, פס' 54 לפסק דינו של השופט דנציגר (פורסם בנבו, 28.8.2012) (להלן: עניין קיטאל)). בהמשך דיונו עוסק השופט דנציגר בשיטות להערכת שווי ניירות ערך ונעזר גם בדיון זה בניסיון שנצבר במשפט האמריקני ובעיקר בביקורת המלומדים האמריקנים על השימוש במחיר השוק של ניירות הערך כאמצעי הולם לקביעת שוויים של ניירות ערך במסגרת הצעת רכש מלאה שנועדה להביא למחיקת ניירות הערך של החברה המסחר בבורסה (שם, פס' 60 לפסק דינו של השופט דנציגר).

55 פס"מ נ' יוזפוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 231, ה"ש 42, מכנה מבחן זה "מבחן ההסכמה העקרונית" וברשימה זו אימצתי את המונח שטבעה.

נסיבות פרטיקולריות שיש בהן כדי ללמד על הסכמה עקרונית. עם זאת ניתן ליישם מבחן זה גם בדרך של קביעת סף הסתברותי מסוים ואחיד שממנו ואילך ייחשב המידע על אירוע עתידי למידע מהותי. דומה כי זו הדרך שבה יושם המבחן בפסיקה הישראלית, שתיסקר להלן בפרק ד.

מבחן ההסכמה העקרונית נוקט את המונח "הסכמה" המאפיין סיטואציות חוזיות, אך אין מדובר במבחן השאוב מדיני החוזים. בסיטואציות חוזיות במהותן יכול הכלל האחיד שמבקש מבחן זה להתוות להיגזר מנסיבות מובהקות הניתנות לצפייה, כגון גיבוש הסכמה על מתווה העסקה, על מחיר העסקה, חתימה על מסמך עקרונית וכיוצא באלה. ואולם, כינויו של המבחן בשם מבחן "ההסכמה העקרונית" מטעה במידת מה. שימוש במושג זה יוצר את הרושם כאילו המבחן מוגבל לסיטואציות הסכמיות-חוזיות ותו לא. בניגוד לרושם זה, ניתן להחיל מבחנים ממשפחת הקו הבוהק גם על מצבים נסיבתיים שאינם מחייבים זיהוי של הסכמה בין צדדים. כך למשל ניתן להחיל מבחן קו בוהק על המועד שממנו הופך המידע על מחלה של מנכ"ל התאגיד למידע מהותי. ניתן לקבוע כי חובה לגלות מידע זה למשקיעים החל מהמועד שבו מצבו הרפואי של המנכ"ל מחייב שהות קבועה בבית חולים או במוסד רפואי באופן המונע ממנו למלא את תפקידו בהיקף מלא או החל מהמועד שבו קבע מומחה רפואי כי חלה נסיגה בשיעור מסוים וידוע מראש ביכולות הקוגניטיביות של המנכ"ל. בפועל מתאפיין השימוש במבחני הקו הבוהק בפסיקה במצבים של קביעת מהותיותו של מידע כל עסקה עתידית, ומכאן נובעת ככל הנראה הנטייה להתייחס אל המבחן בטרמינולוגיית ההסכמה העקרונית.

מבחן התוחלת, כשמו כן הוא, קובע את מהותיותו של המידע על אודות אירוע עתידי על פי שקלול ההסתברות להתממשותו של האירוע העתידי עם עצמתו הצפויה של האירוע ובחינת התוצאה המתקבלת מהשקלול לעומת סף המהותיות בעניין מושא הגילוי בתאגיד.⁵⁶ המשותף לשני המבחנים הוא כי בשניהם על המידע לעסוק באירוע אשר במועד מימוש הצפוי יהיה מהותי מבחינתו של המשקיע הסביר בתאגיד. השוני העיקרי בין שני המבחנים בצורתם הפרדיגמטית הוא כי מבחן הקו הבוהק שואף להתוות נסיבות קונקרטיות מוגדרות מראש אשר כל עוד לא התקיימו אין לומר כי המידע על אודות האירוע העתידי הוא מידע מהותי, ואילו מרגע שנקבע כי הנסיבות מתקיימות הופך המידע למהותי. לעומת זאת מבחן התוחלת אינו מתווה נסיבות מוגדרות אלא מטיל על נמעניו להסיק מתוך מכלול נסיבות אפשריות את ההסתברות לכך שהאירוע העתידי יתממש.⁵⁷

במישור היישומי מקבל השוני בין המבחנים ביטוי בעיתוי שבו הופך המידע על אודות אירוע עתידי למידע מהותי על ציר ההסתברות של האירוע. על פי מבחן ההסכמה העקרונית

56 בפסיקה בארצות הברית מכונה מבחן זה "The magnitude/probability test"; פסרמן-יוזפוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 230, תרגמה מונח זה ל"מבחן הסבירות/עוצמה". ברשימה זו העדפתי לכנות מבחן זה במונח "מבחן התוחלת". ראו גם עמיר ליכט דיני אמונאות – חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 92 (2013) (להלן: ליכט דיני אמונאות).

57 מדובר אפוא בהבחנה המוכרת בין כללים לסטנדרטים. ראו בעניין זה מאמרו של מנחם מאוטנר "כללים וסטנדרטים בחקיקה האזרחית החדשה – לשאלת תורת המשפט של החקיקה" משפטים יז 321, 325–329 (1987).

יהפוך המידע על אודות אירוע עתידי בתאגיד למהותי במועד שבו יתקיימו התנאים הקבועים במבחן. לעומת זאת בתאגיד זה שבו ישמש מבחן התוחלת לקביעת מהותיות המידע תלוי העיתוי שבו יהפוך המידע למהותי בהסתברות להתרחשות האירוע וכן בעצמתו הצפויה של האירוע. לפיכך ייתכן שבמבחן התוחלת יהפוך מידע על אודות אירוע עתידי בעל עצמה חזקה למהותי בעיתוי מוקדם יותר לעומת המועד שבו היה הופך המידע למהותי במבחן ההסכמה העקרונית. לעומת זאת מידע על אודות אירוע שיהיה במועד מימושו בעל עצמה מהותית נמוכה עשוי להפוך למהותי במבחן התוחלת בעיתוי שיהיה מאוחר יחסית למועד שבו יחייבו הנסיבות לקבוע כי הוא מהותי מבחינת מבחן ההסכמה העקרונית.

המחשה ויזואלית תסייע להבהיר את השוני בין שני המבחנים. ניטול לדוגמה חברה שהרווח השנתי שלה עומד על 1,000 שקלים. החברה מנהלת משא ומתן לעסקה עם לקוח חדש. אם תתממש העסקה, יגדל הרווח השנתי של החברה בעוד 500 שקלים. דהיינו מדובר בעסקה שמהותיותה נמדדת על פי מדד הרווח, ובמדד זה שווייה לתאגיד 500 שקלים. לצורך נוחות הדיון נניח כי לאורך כל המשא ומתן לא חל שינוי בסכום הרווח הצפוי מהעסקה. נכנה עסקה זו – עסקה א.

לצורך פשוטת ההמחשה הגרפית נניח כי סף המהותיות הכמותית לבחינת שינויים ברווח החברה הוא 10%. כלומר, כל שינוי ברווחי החברה העולה על 10% מהרווח הנוכחי ייחשב לשינוי מהותי. במקרה הנתון כל שינוי העולה על 100 שקלים ייחשב לשינוי מהותי. לפיכך במועד התממשותה תהיה עסקה א המתוארת כאן מידע מהותי למשקיע הסביר.

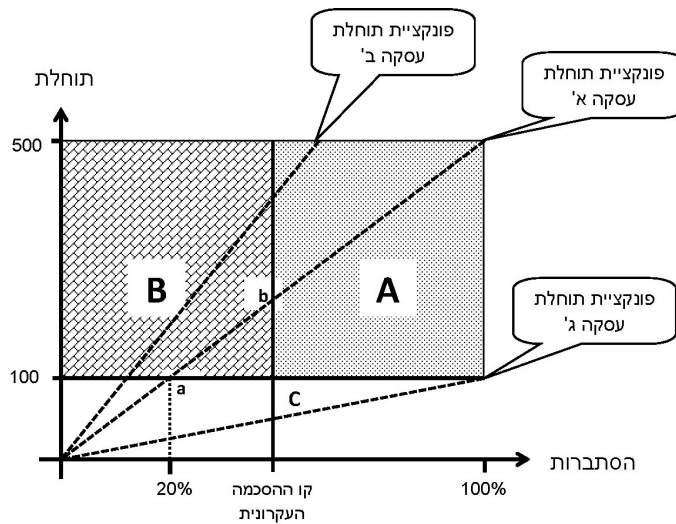
בגרף מס' 1 ניתן לראות על הציר האופקי את ההסתברות להתממשות העסקה, בין אפס ל-100%. בציר האנכי מצוינת תוחלת העסקה, דהיינו מכפלת שווי העסקה בהסתברות להתממשותה. ברצוננו לאתר את המועד שבו ייחשב המידע על המשא ומתן לקראת העסקה הצפויה למידע מהותי.

לפי מבחן התוחלת, על החברה להעריך בכל נקודת זמן מהי ההסתברות להתממשות העסקה ולשקלל אותה עם עצמתה הצפויה. בצורתו הפשוטה ביותר ילבש שקלול זה צורה של מכפלת ההסתברות בעצמת האירוע העתידי. הקו האלכסוני המקווקו החוצה את גרף 1 הוא גרף פונקציית התוחלת של עסקה א. אם נניח למשל כי בנקודת זמן מסוימת החברה מעריכה שהסיכויים להתממשות העסקה הם 5%, הרי תוחלת העסקה הצפויה תהיה 500X0.05, שהם 25 שקלים. כיוון ש-25 שקלים הוא סכום נמוך מהסך הכמותי של 100 שקלים, בנקודת זמן זו המידע על אודות המשא ומתן איננו מידע מהותי לפי מבחן התוחלת. ניתן לראות בנקל כי רק לאחר שההסתברות להתממשות העסקה תעלה על 20%, בנקודה המסומנת באות a, תהפוך העסקה למידע מהותי במבחן התוחלת, ומנקודה זו ואילך כל תוחלת של עסקה א תהיה מידע מהותי.

לצורך ההמחשה נניח כעת כי מבחן ההסכמה העקרונית משקף נקודת זמן במשא ומתן שממנה ואילך הסיכוי להתממשות העסקה עולה על הסיכוי לאי-התממשותה. לצורך ההמחשה נמתח קו זה בסף ה-50% (באותה מידה ניתן לקבוע כי קו זה הוא הנקודה שבה חצה המשא ומתן לקראת העסקה את המבחן ה"טכני" של גיבוש מתווה לביצוע העסקה ומחיר מוסכם). במקרה זה, מרגע שיחצה המשא ומתן את קו ההסכמה העקרונית, ייחשב המידע על אודות המשא ומתן למידע מהותי ללא צורך בחישוב תוחלת כלשהו, שכן הרווח

הצפוי במועד מימוש העסקה במקרה הנתון בעסקה א עולה על סף המהותיות. בנתוני עסקה א הופך המידע על אודות המשא ומתן למידע מהותי לפי מבחן ההסכמה העקרונית רק בנקודה המסומנת באות b, שהיא מאוחרת יחסית למועד שבו הופך המידע למהותי מנקודת המבט של מבחן התוחלת.

גרף 1



השטח התחום במלבן המסומן באות A הוא שטח שבו מתקיימת תוחלת שני מבחני המהותיות גם יחד. לעומת זאת השטח המסומן באות B ממחיש מקצת השוני בין שני המבחנים בכל הקשור להיקף המידע שיוגדר "מידע מהותי". עסקאות בחברה אשר תוחלת הרווח שלהן נופלת בגדרו של שטח B תיחשבנה למידע מהותי על פי מבחן התוחלת אף על פי שטרם הגיעו לסף ההסכמה העקרונית. לדוגמה, עסקה שהרווח הצפוי בה הוא 300 שקלים וההסתברות להתממשותה היא 40% מבטאת תוחלת בת 120 שקלים ומצויה בגדרי שטח B. המידע על משא ומתן לקראת עסקה כזו יהיה מידע מהותי במבחן התוחלת, אך כל עוד לא התגבשה בה הסכמה עקרונית, היא לא תיחשב מהותית לפי המבחן האחרון. ניתן לראות כי ככל שעצמת העסקה גדולה יותר כך יוביל השימוש במבחן התוחלת לגילוי מידע מוקדם יותר על אודותיה. המחשה לכך ניתן לראות בפונקציית עסקה ב, ששוויה רב משל עסקה א. ניתן לראות כי תוחלת עסקה זו תחצה את סף המהותיות בשלב מוקדם מזה של עסקה א.

עם זאת לא בכל מקרה יקדים מבחן התוחלת את מבחן ההסכמה העקרונית בסיווגו של מידע על עסקה צפויה כמידע מהותי. ניטול לדוגמה את עסקה ג, שבה צפוי לחברה רווח של מאה שקלים בלבד במועד המימוש. סכום זה עומד בדיוק בסף המהותיות של החברה המתוארת במקרה הקונקרטי. לפיכך רק כאשר עסקה ג מגיעה למימוש ודאי, הופך המידע עליה למידע מהותי על פי מבחן התוחלת. זאת, משום שבכל שלב אחר של המשא ומתן אי

אפשר לומר כי תוחלת הרווח של עסקה ג היא מהותית. לעומת זאת מרגע שתחצה עסקה ג את קו ההסכמה העקרונית, יהפוך המידע על העסקה הצפויה למידע מהותי במבחן ההסכמה העקרונית משום שהמבחן האחרון אינו משקלל את עצמת העסקה.

השטח המשולש בגרף המסומן באות C משקף עסקאות עתידיות אשר המידע עליהן ייחשב מידע מהותי לפי מבחן ההסכמה העקרונית אך לא לפי מבחן התוחלת. המאפיין העיקרי של עסקאות צפויות מסוג זה הוא שהן עסקאות שתהיינה מהותיות במועד התממשותן, אך הן קטנות יחסית למבחני המהותיות הכמותית שלפיהם הן נמדדות. נעיר כי אף עסקאות המצויות מתחת לשטח המשולש C במסגרת המלבן התחום מתחת לקו 100 על ציר ה- y ומימין לקו ההסכמה העקרונית על ציר ה- x נכנסות לכאורה בגדרו של מבחן ההסכמה העקרונית, אך כאשר יגיעו עסקאות אלה לכדי מימוש, דהיינו בנקודת 100%, הן תהיינה מתחת לסף המהותיות המחייב דיווח. לפיכך אפשר להניח לצורך דיוננו כי כבר במועד ההסכמה העקרונית יהיה ניתן להעריך שעסקאות אלה אינן בגדר מידע מהותי.

מההמחשה הגרפית לעיל עולה כי השאלה אם היקף המידע על אודות אירועים עתידיים בחיי התאגיד שיוגדר מידע מהותי יהיה גדול במקרה של שימוש במבחן התוחלת מהיקף המידע שיוגדר מהותי לפי מבחן ההסכמה העקרונית, תלויה במידה רבה בהנחות בדבר אופן ההתפלגות של עצמת האירועים בחייו של תאגיד ציבורי. למשל, אם התפלגות עצמת האירועים בחיי התאגיד היא נורמלית, דהיינו רק מעט אירועים הם בעלי עצמה גדולה או קטנה, ואילו רוב האירועים הם בעלי עצמה הקרובה למוצע, אזי מבחן התוחלת יביא להרחבת היקף הגילוי הנדרש מהתאגיד, שכן מבחן ההסכמה העקרונית מביא להרחבת היקף הגילוי רק באירועים קטנים מבחינת מהותיותם, ואלה הם מיעוט. לעומת זאת ניתן להניח כי התפלגות עצמת האירועים היא שונה. למשל, כי אירועים בעלי עצמה נמוכה הם רבים יותר, ואילו כמות האירועים פוחתת ככל שעצמתם גדלה. הנחה זו סבירה במיוחד כשמדובר באירוע כגון עסקה עתידית, שכן עסקאות בעלות עצמה הן מטבען נדירות יותר בהתחשב באפשרות שהן תצרכנה השקעה גדולה יותר של עלויות עסקה. במקרה זה הופכת השאלה איזה הוא המבחן העדיף למורכבת יותר.

2. התפתחות המבחנים במשפט האמריקני

המבחן לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי התגבש לראשונה בפסיקה בארצות הברית בשנת 1968, בפסק דין שהתמקד בעבירת השימוש במידע פנים. בפרשת *Texas Gulf Sulphor* (להלן: *TGS*) התבקש בית המשפט להכריע בשאלה אם עובדי תאגיד שביצעו עסקאות בניירות הערך שלו על סמך מידע ראשוני בדבר קידוחים שהצביעו על סיכויים למציאת מרבץ גדול של עפרות מתכת, השתמשו במידע מהותי לצורך עבירת השימוש במידע פנים. בית המשפט ניסח את מבחן המהותיות כך:

Whether facts are material [...] will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the

anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity.⁵⁸

על אף החלת מבחן התוחלת בהקשר של השימוש במידע פנים אומץ כמה שנים לאחר פסק הדין בפרשת TGS מבחן שונה בכל הקשור למידע על אודות משא ומתן לקראת עסקה. הפסיקה האמריקנית בסוגיה זו עסקה לרוב בעסקות מיזוג חברות, ואולם הכלל שאומץ נכון לכל עסקה. על פי הכלל שגובש בשנת 1984 בפסק דין *Greenfield*, מידע על אודות משא ומתן הופך מהותי אך ורק כאשר מתגבשת הסכמה עקרונית שבאה לידי ביטוי בהסכמה על מתווה העסקה והמחיר שישולם בה.⁵⁹ מבחן זה משתייך למשפחת מבחני הקו הבוהק (Bright line standard).

ואולם, בפסק דין *Basic*, שניתן כעשרים שנה לאחר פסק הדין בפרשת TGS, דחה בית המשפט העליון בארצות הברית את גישת הקו הבוהק והחיל את מבחן התוחלת גם בסוגיית מועד הדיווח על משא ומתן לקראת עסקת מיזוג.⁶⁰ עניין *Basic* חשוב במיוחד לעניינו בשל הדיון שקיים בית המשפט בשני המבחנים ובשל החלטתו המושכלת להעדיף את מבחן התוחלת על פני מבחן הקו הבוהק.

פסק הדין נסב על ערעור של חברת Basic בעניין תביעה ייצוגית שהוגשה בשם משקיעים שמכרו את מניותיהם קודם להודעה על מיזוג צפוי של התאגיד. המשקיעים טענו בתביעתם להטעיה, וזאת משום שהנהלת התאגיד הכחישה שלוש פעמים בהודעות מטעמה, שפורסמו בתגובה לפניות של גורמים שונים ובהם הנהלת הבורסה של ניו יורק, את דבר קיומם של מגעים למיזוג – הכחשה שהתבררה כלא נכונה.⁶¹ על פי הדין בארצות הברית אין חובה על התאגיד לדווח על משא ומתן לקראת עסקה, אולם מרגע שמתפרסם מידע מסוג זה נדרש התאגיד להתייחס אליו, גם אם התייחסותו זו מסתכמת ב"אין תגובה".⁶²

בית המשפט נדרש לשאלה אם המידע על אודות המשא ומתן למיזוג הוא מידע מהותי. אם התשובה לכך היא בחיוב, אזי הכחשת המשא ומתן היא הטעיה בעניין מהותי, ועל כן מתקיימת עילת התביעה בגין הטעיה. אם התשובה היא בשלילה, אין לראות בפרסום משום הטעיה המקימה עילת תביעה למשקיעים.

כיצד בחן בית המשפט העליון האמריקני את מהותיותו של המשא ומתן לקראת עסקת מיזוג? השופט Blackmun סקר שלושה נימוקים התומכים באימוץ מבחן ההסכמה העקרונית.⁶³ הנימוק הראשון מתמקד בדאגה לציבור המשקיעים וברצון להימנע מהצפתם בפרטי מידע שאינם ודאיים ושעלולים להטעותם. הנימוק השני מבוסס על טובת התאגיד,

58 SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 849 (2nd Cir. 1968).

59 Greenfield v. Heublein, 742 F.2d 751, 756–757 (3rd Cir. 1984).

60 Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 234–236 (1988). גישת בית המשפט העליון האמריקני אומצה גם בבית המשפט של מדינת דלוור. בפרשת Alessi v. Beracha, 849 A.2d 939, 944–950 (Del. Ch. 2004) אימץ ה־chancery court של דלוור את גישת מבחן התוחלת לבחינת מהותיות המשא ומתן לקראת עסקת מיזוג, ובכך הסתייג מפסיקה קודמת של בית המשפט של דלוור שאימצה את מבחן ההסכמה על מתווה ומחיר בעניין *Bershad v. Curtiss-Wright Corp.*, 535 A.2d 840 (Del. 1987).

61 עניין *Basic*, לעיל ה"ש 60, בעמ' 233, ה"ש 4.

62 הדישה מעוגנת לרוב בכללי הבורסות שבהן נסחרים ניירות הערך.

63 שם, בעמ' 233.

ונטען בו כי מבחן ההסכמה העקרונית מונע סיכול עסקאות בשל דיווח עליהן בשלב מקדמי ובטרם התגבשו סופית. הנימוק השלישי, שאף הוא נועד לקידום טובת התאגיד, הוא כי מבחן ההסכמה העקרונית הוא מבחן "קו בוהק", וככזה הוא יוצר ודאות בשאלה מתי מתגבשת חובת הדיווח וחוסך לתאגיד התלבטות במצבי עמימות.

בית המשפט דחה את הנימוקים הללו, אחד לאחד. הגישה שלפיה יש למנוע מהמשקיעים מידע שאינו ודאי נדחתה כפטרנליסטית וסותרת את עקרון הגילוי הנאות. בית המשפט ציין כי עקרון המהותיות נועד לסנן בשביל המשקיעים כל מידע שהוא חסר ערך מבחינתם, אולם כאשר המידע אינו חסר ערך, אל לו לבית המשפט למנוע את פרסומו רק מחשש שהמשקיעים לא ידעו להעריך נכונה את הסיכונים הגלומים בו.⁶⁴

הטעם השני, שלפיו גילוי המשא ומתן בשלבים מוקדמים עלול לסכל את העסקה, נדחה בבית המשפט בנימוק שאינו רלוונטי לשאלה הנדונה. בית המשפט נדרש לקבוע אם המידע מהותי ועל כן חייב בגילוי, ולא אם יהיה בגילוי משום פגיעה אפשרית בתוצאות המשא ומתן.⁶⁵ למעשה, דחיית טעם זה מושתתת על ההבנה שבצד היתרונות הטמונים באפשרות שניתנת לתאגיד לגייס הון ממקורות ציבוריים קיימים חסרונות, ובהם הסיכון כי חובות הגילוי יקשו על ניהול עסקי התאגיד בהשוואה לגמישות הקיימת בתאגיד פרטי, שאינו מחויב בגילוי נאות ושוטף כלפי המשקיעים.

הנימוק השלישי, המושתת על פשטות היישום של מבחן ההסכמה העקרונית, נדחה בבית המשפט על הסף בקביעה כי קלות ופשטות אינן הצדקה להתעלם מהמדיניות שביקש המחוקק להתוות בעקרון המהותיות. בית המשפט סבר כי מהותיות נלמדת מניתוח מכלול העובדות, ועל כן מבחן הנשען על פרט יחיד או פרטים בודדים יהא בהכרח מדויק פחות.⁶⁶ הנה כי כן, בנפול מבחן ההסכמה העקרונית הפך מבחן התוחלת למבחן הדומיננטי בדין האמריקני.

ד. הגישה בישראל

מבחינה כרונולוגית, בישראל כמו בארצות הברית נדרשו בתי המשפט קודם כול לשאלה מתי מידע על אודות משא ומתן לקראת עסקה הופך למידע מהותי לצורך יישום האיסור הפלילי על שימוש במידע פנים. רק לאחר מכן נדונה השאלה בדבר חובת הדיווח. כאמור, בית המשפט העליון לא התווה הלכה מנחה בסוגיה זו ועל כן יעקוב הדיון שלהלן אחר התפתחותה של הפסיקה בעיקר בבתי המשפט המחוזיים. כפי שיובהר מיד, הפסיקה מתאפיינת בחוסר אחידות וניתן לפרשה בכמה אופנים.

64 שם, בעמ' 234.

65 שם, בעמ' 235. אכן, ניתן לפתור קושי זה במנגנונים שאינם שוללים את מהותיות המידע אך מאפשרים לעכב את פרסומו בנסיבות מסוימות.

66 שם, בעמ' 236. השופט Blackmun מסביר: "Any approach that designates a single fact or occurrence as always determinative of an inherently fact-specific finding such as materiality must necessarily be overinclusive or under-inclusive"

1. עניין מהרשק

בעניין מהרשק הואשמו אנשי פנים בחברת "התכוף" בשימוש במידע פנים על אודות משא ומתן לעסקה של הקמת מפעל על ידי החברה. השופטת (כתוארה דאז) דבורה ברלינר סברה כי המבחן אם משא ומתן "הבשיל" לקראת מימוש מצריך את בית המשפט לאתר נקודת אל-חזור מסוימת. בלשונה: "כאשר מדובר בעסקה או חוזה שצריך להיחתם, הרי השאלה היא מתי ניתן לומר שהצדדים הסכימו על עיקרי הדברים, ועברו גם כברת דרך של ממש בדרך לגיבוש ההסכם על כל פרטיו, באופן שהכף נוטה יותר לכיוון קיום העסקה, מאשר לביטולה".⁶⁷ ניסוחה של השופטת ברלינר הוא עמום. מחד גיסא, מבקש בית המשפט לאתר הסכמה על עיקרי דברים ופרטי הסכם בגישה שמזכירה את יישום מבחן הקו הבוהק בדין האמריקני, ומאידך גיסא, בדימוי המאזניים שבהן הכף נוטה לכיוון קיום העסקה ולא לביטולה ניכרת נטייה למבחן הסתברותי. כך או כך ברור כי השופטת ברלינר אינה מתייחסת כלל לשאלת גודלה היחסי של העסקה. התפתחות הפסיקה מעידה במובהק כי השופטת ברלינר מאמצת את פרדיגמת הקו הבוהק.

2. עניין אייל

המקרה המובהק שבו דחה בית המשפט הישראלי את הלכת *Basic* ואת מבחן התוחלת שאומץ בה הוא פרשת אייל בבית המשפט המחוזי.⁶⁸ במקרה זה נדון ערעורו של דירקטור בחברה הציבורית "אלוני" אשר רכש בשני מקרים מניות בהיקף ניכר בחברה בעת שידע על מיזוגה של אלוני עם חברת איטונג ואף היה מעורב בניהולו של המשא ומתן בעניין. הדירקטור ערער על הרשעתו בעבירות של שימוש במידע פנים.

במועד רכישת המניות ידע הדירקטור, המערער, על קיומו של מסמך עקרונות שהוכן על ידי חברת איטונג וטרם נחתם. המסמך לא כלל הסכמה על מחיר העסקה, אשר טרם סוכם בין הצדדים באותה עת, אך שיקף את הפתרונות למרבית הסוגיות שעליהן נסב המשא ומתן בין הצדדים.⁶⁹ היות שהעסקאות שביצע המערער נעשו לאחר שגובש מסמך העקרונות אך קודם לחתימה על המסמך, לא כל שכן קודם לחתימה על העסקה עצמה, מחדדת השופטת ברלינר, שכינה כאב בית הדין בערעור זה וכתבה את פסק הדין על דעתם של השופטים המר ושיצר, כי "עיקר המחלוקת בנושא זה לא נסב סביב חשיבות העסקה, אלא סביב השאלה אם הגיע המשא ומתן, עובר לרכישת המניות על-ידי המערער, לכלל הבשלה מספקת, כך שיהיה מידע פנים, בהבדל מ'מידע רך' על קיומה של אפשרות לעסקה".⁷⁰ השופטת ברלינר גורסת כי מבחן התוחלת, כמו גם מבחנים אחרים לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע שאינו ודאי, הוא "ניסיון לתרגם את האמור בהגדרה [של המונח "מידע פנים" – ע"ב], לכלל נוסחה יותר מדויקת, פחות פלואידית או אמורפית, כאילו

67 ע"פ (מחוזי ת"א) 70672/00 מהרשק נ' מדינת ישראל, פס' יא לפסק דינה של השופטת ברלינר (פורסם בנבו, 16.9.2001) (להלן: ע"פ מהרשק), וזאת על דעת חבריה למוחב, השופטים המר ושטופמן.

68 ע"פ (מחוזי ת"א) 70403/03 אייל נ' מדינת ישראל, פ"מ התשסד (1) 49 (2004) (להלן: ע"פ אייל).

69 שם, בעמ' 53.

70 שם, בעמ' 55.

המדובר בסוגיה מתחום המדעים המדויקים שניתנת לפתרון מתמטי⁷¹. לנוכח הסתייגותה זו מאמצת השופטת מבחן הדומה יותר למבחן ההסכמה העקרונית תוך שהיא דוחה את הלכת *Basic*. נראה אפוא כי הנימוק העיקרי לדחיית מבחן התוחלת במקרה זה הוא הניחוח המדעי-מתמטי העולה מניסוחו במקור האמריקני.

בבחינת העובדות בפרשת אייל בבית המשפט המחוזי מצאה השופטת ברלינר כי אף שנוסח מסמך העקרונית שהוכן על ידי איטונג במהלך המשא ומתן לא נחתם כלל, שיקף מסמך זה שלב מתקדם במשא ומתן בין הצדדים, ולא היו באותה עת סוגיות שהיה בהן כדי להכשיל את מימושו של הסכם סופי⁷². כמו כן אף כי הצדדים לא הסכימו על המחיר, הייתה ביניהם הסכמה על מנגנון לקביעתו, ונוספה על כך העובדה שמניותיהן של שתי החברות נסחרו באותה עת בבורסה ועל כן שוויין של החברות לא היה בגדר תעלומה⁷³. בנסיבות אלה סברה השופטת כי קמה לחברת אלוני חובת דיווח על המידע עוד בטרם ביצע המערער את העסקאות במניות. עם זאת מציינת השופטת כי גם ללא חובת הדיווח כבר היה המידע שבידי הדירקטור באותה עת מידע פנים לכל דבר ועניין.

אגב, השופטת ברלינר אף אינה שוללת את האפשרות שמשא ומתן בשלביו המוקדמים ייחשב למידע פנים, במיוחד אם הצדדים ניגשים למשא ומתן זה מתוך רצון כן ואמתי להגיע לעסקה. היא מותירה סוגיה זו בצריך עיון⁷⁴. לנוכח אמירה זו, ובהתחשב בעובדה שפסק הדין אינו מתווה כללים מדויקים או מרשם מפורט של נסיבות אשר מהן ניתן להסיק מתי התגבשה הסכמה עקרונית, קשה לומר שבית המשפט אימץ את הגישה הנוקשה של מבחן הקו הבוהק האמריקני בפסק הדין בעניין *Greenfield* שנדון בפרק הקודם. כל שניתן לומר הוא שבית המשפט מסמן את חציית סף מהותיות המידע על אודות העסקה העתידית במועד ההסכמה העקרונית, וכי עיתוי ההסכמה העקרונית יתפרש מתוך נסיבות קונקרטיות, ולעומת זאת נדחית במפורש קביעת המהותיות באמצעות מדד הסתברותי אמורפי שאינו מתמקד בהסכמה עקרונית⁷⁵.

3. עניין גרינפלד

בעניין גרינפלד הגישה המדינה כתב אישום בעבירות שימוש במידע פנים נגד בעל השליטה בחברת קרדן, יוסף גרינפלד, בטענה כי רכש מניות של החברה בערך נקוב של חמישה שקלים שעה שידע על איחוד הון המניות של התאגיד ואף החל לקדמו, אשר במסגרתו בעלי

71 שם, בעמ' 64.

72 שם, בעמ' 58.

73 שם, בעמ' 59.

74 שם, בעמ' 65. בהקשר זה מציינת השופטת ברלינר כי אין להוליך גישה זו עד אבסורד, ולכן מחשבה שעלתה בראשו של מנהל בחברה לא תיחשב בגדר מידע פנים.

75 לביקורת על עמימותו של פסק הדין ראו גם את החלטת מותב האכיפה המנהלי של הרשות לניירות ערך בתיק מנהלי (ועדת האכיפה המינהלית על פי חוק ניירות ערך) 1/13 יו"ר רשות ניירות ערך נ' אפריקה ישראל תעשיות בע"מ, בעמ' 49-50 (פורסם בנבו, 27.8.2013) (להלן: פרשת אפריקה ישראל), המתבססת במידה רבה על טיוטה מוקדמת של מאמר זה, טרם ראה אור. מדברי המותב עולה כי ניתן לקרוא את פסק דינה של השופטת ברלינר כמתווה מבחן קו בוהק בנקודה שבה מאזן ההסתברות נוטה לטובת קיום העסקה אך אינו שולל קו בוהק הסתברותי אחר, על פי נסיבות כל מקרה ומקרה.

המניות בערך נקוב של חמישה שקלים היו אמורים לקבל תחתייהן מניות בערך נקוב של שקל אחד. בית המשפט המחוזי דן בערעור המדינה על זיכוי של גרינפלד. עמדתה של השופטת ברלינר בפסק דינה בפרשת אייל מצוטטת בהסכמה בבית המשפט המחוזי בעניין גרינפלד, אם כי בית המשפט מעיר כי המבחן המוצע בפסק דין Basic עשוי לשמש "כלי עזר נוח" כדי לקבוע אם המידע היה מידע פנים.⁷⁶

המבחן שאימץ בית המשפט בעניין גרינפלד, כדי לקבוע אם מידע על משא ומתן ייחשב למידע פנים, הוא מבחן מועד "הבשלת החוזה", דהיינו המועד שבו ההסכם "קרום עור וגידים, ומכל מקום המו"מ הגיע לשלב ממשי, ותוצאות המו"מ עשויות להשפיע על החברה". בכך מסתמך בית המשפט על פסק הדין המחוזי בעניין מהרשק,⁷⁷ שהתאפיין כאמור בטרימינולוגיה עמומה באשר לתוכנו של מבחן ההסכמה העקרונית.

בהמשך נדרש בית המשפט לשאלה אם ההסתברות להתממשותו של האירוע העתידי צריכה להיות הסתברות של 51% ומעלה. בהקשר זה מסתמך בית המשפט על דברי השופטת ברלינר בעניין מהרשק לעיל, אך קובע כי "המידע צריך להיות על אירוע 'צפוי', אולם המונח 'צפוי' אינו מתייחס בהכרח רק לאירוע שהסיכוי להתרחשותו היא 51%. כאשר מדובר במידע מהותי ביותר למשקיע הסביר, ניתן להסתפק בסיכוי נמוך יותר להתרחשותו, כדי לקבוע את המועד שבו המידע התגבש לכדי מידע פנים".⁷⁸ השימוש בטרימינולוגיה זו מעיד דווקא על נטייה לשימוש במבחן הסתברותי הדומה יותר למבחן התוחלת למרות הצהרת הכוונות הראשונית בדבר הסכמתו של בית המשפט לקן המנחה של השופטת ברלינר.

חשוב לשים לב כי בעניינו של גרינפלד אי אפשר לומר כי המידע היחיד שהיה בידיו של הנאשם התייחס למשא ומתן לקראת עסקה. גרינפלד אמנם ידע על כוונה לבצע עסקה בין בעלי השליטה בקרדן אשר מטרתה הייתה לאחד תחת קרדן את הנכסים שהוחזקו קודם לכן במשותף על ידי התאגיד ועל ידי חברות אחרות של בעלי השליטה, אך נוסף על כך התמקד פסק הדין במידע העיקרי שהיה בידיו של גרינפלד והוא המידע על תכנית איחוד ההון.

בית המשפט קבע כי איחוד הון הוא מידע מהותי למשקיע הסביר. דא עקא, שמהלך איחוד הון אינו מהלך הכרוך במשא ומתן קונווציונלי, אלא תלוי בהליכי אישור בתאגיד, ובכלל זה בתמיכת בעלי המניות שאמורים לוותר על מניותיהם.⁷⁹ קשה להחיל על מהלך איחוד הון את מבחן ההסכמה העקרונית. כך למשל בעל השליטה רשאי לקדם את איחוד ההון באורגנים הרלוונטיים לעניין בתאגיד ואף לקבל את אישורם, ולאחר מכן לסגת מההחלטה. בתסריט אפשרי אחר עשויים בעלי המניות שסוגן עתיד להימחק לדרוש פיצוי שבעל השליטה אינו מוכן לשלם. משא ומתן שכזה על שיעור הפיצוי בין בעל השליטה לבין בעלי מניות מפוזרים אינו כולל שלבים של מתווה, הסכמות עקרוניות או שלבים אחרים

76 עניין גרינפלד, לעיל ה"ש 51, פס' 15 לפסק הדין.

77 שם, פס' 18 לפסק הדין. ראו גם הבחנתו של השופט כבוב בעניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 23 לפסק דינו, העומד על כך שבעניין גרינפלד הסכים בית המשפט לעמדת השופטת ברלינר, המסתייגת ממבחן התוחלת, אך בפועל מיהר ליישם את המבחן כמבחן מסייע.

78 עניין גרינפלד, לעיל ה"ש 51, פס' 16-17 לפסק הדין.

79 שם, פס' 35 לפסק הדין.

שניתן לסרטט ביניהם הסכמה עקרונית. משא ומתן כזה מתנהל באמצעות הצעה של בעל השליטה לכלל בעלי המניות והצבעה של בעלי המניות המפוזרים בעד או נגד ההצעה. אף על פי כן בית המשפט עשה מאמץ לאתר את העור והגידיים שמתוכם עשוי מהלך של איחוד הון להפוך ממידע סתם למידע פנים, בציינו כי "באפריל 98 לא היו לוחות זמנים, לא היה מנגנון לקביעת שווי הפיצוי לבעלי מניות קרדן 1, לא היה משא ומתן ביחס לשווי הפיצוי. העובדה כי גרינפלד התכוון להוציא את התוכנית אל הפועל תוך שנה, אין די בה כדי להפוך אותה באפריל 98 לתוכנית ודאית דייה, כדי שהמידע אודותיה ייחשב במועד זה כמידע פנים".⁸⁰

הנה כי כן, עניין גרינפלד הוא מקרה מורכב שבו השתמש בית המשפט ברטוריקה המצדדת במבחן ההסכמה העקרונית אף כי נדמה כי לא זה המבחן שיושם בפועל, בוודאי לא במתכונתו הטכנית של המבחן.⁸¹ ממילא אין במקרה זה כדי להועיל להבנת מדיניות יישומו של המבחן. בית המשפט זיכה את גרינפלד בקבעו למעשה כי המדינה לא הצליחה להוכיח כי נחצה הקו הבוהק ההופך את המידע על תכנית איחוד ההון ממידע לא מהותי למידע פנים. האם מידת הבשלות שעלתה מהנסיבות העובדתיות של תכנית איחוד ההון בעניין גרינפלד העמידה את המידע במרחק קרוב לקו הבוהק של המהותיות או במרחק רחוק ממנו? אין לדעת.

בית המשפט אמנם נוקב בכמה רכיבים שהתקיימותם עשויה להעיד על חציית סף מהותיות כגון לוחות זמנים למימוש התכנית, מנגנון קביעת שווי הפיצוי לבעלי מניות שמניותיהם יבוטלו ומשא ומתן על שווי הפיצוי (שאמור להתקיים בדרך של הצעה לקבוצת בעלי המניות האנונימיים). עם זאת לא ברור אם כל הרכיבים הללו צריכים להתקיים, או שמא די באחד מהם או בכמה מהם כדי לגבש את מהותיותו של מידע על אודות תכנית עתידית לאיחוד הון. כך למשל אין לדעת אם יהיה ניתן להשיג את הסכמת כל בעלי המניות לתכנית גם לאחר קביעת מנגנון הפיצוי, ולפיכך ספק אם עצם קביעתו של מנגנון פיצוי היא שוות ערך לגיבוש הסכמה עקרונית במשא ומתן לקראת עסקה.

בצד מאמציו של בית המשפט לאתר נסיבות קונקרטיות שיעידו על חציית סף המהותיות ניתן לזהות בדברי השופטים טרמינולוגיה הסתברותית. כזהו למשל הביטוי "תוכנית ודאית דייה".⁸² כך גם האמירה המפורשת שלפיה "מידע הנוגע לאיחוד הון הוא נושא פחות מהותי לעומת נושאים אחרים כגון מכירת שליטה, ולכן נדרשת ודאות גבוהה יותר בסבירות להתממשותו".⁸³

במקרה זה קיימת אפוא עמימות רבה ביותר באשר למבחן שבו עשה בית המשפט שימוש בפועל כדי לקבוע את מהותיותו של המידע.

80 שם, פס' 36 לפסק הדין.

81 בפרשת אפריקה ישראל, לעיל ה"ש 75, בעמ' 50, מובעת במפורש הדעה כי בעניין גרינפלד "לצורך ההכרעה בשאלה אם הנאשם אכן עשה שימוש במידע פנים, השתמשו השופטים במבחן ה'סבירות/עוצמה'".

82 עניין גרינפלד, לעיל ה"ש 51, פס' 36 לפסק הדין.

83 שם, פס' 38 לפסק הדין (ההדגשה הוספה – ע"ב).

4. עניין קדץ

בעניין קדץ, שעניינו אישום בשימוש אסור במידע פנים על אודות משא ומתן לקראת עסקה, מאמץ בית המשפט המחוזי את מבחן ההסכמה העקרונית באמרו כי "כאשר עבר המשא ומתן את אותה 'נקודה קריטית' שבה סוכמה מהות הדברים, מדובר בשלב ממשי ומתקדם ודומה כי 'צועד' המשא ומתן אל עבר סיכום – זהו המועד שבו ניתן לומר כי מדובר במידע פנים".⁸⁴

השופט כבוב הצטרף בעניין קדץ לדעה כי המבחן ה"מתמטי" – דהיינו מבחן התוחלת – הוא "כלי עזר נוח" ותו לא. לדבריו "שומה עדיין על בית המשפט להישמר היטב לא להיתפס בגדר הנוסחות המתמטיות יתר על המידה ולבחון את נסיבות האירוע הרלוונטי במשקפיים אובייקטיביים. לא ניתן לטעמי לקבוע אפריורי כי מידע על אירוע עתידי מסוים יחשב מידע פנים אך בשל כך שמכפלת משמעותיותו בהסתברות להתרחשותו עולה כדי תוצאה מסוימת. אנו איננו 'טכנאי משפט' ואף לא 'מתמטיקאי משפט'.⁸⁵

האמנם מבקש בית המשפט לטעון כי מתמטיקה אינה אובייקטיבית? דומה כי לא היא, אלא שבית המשפט סבור כי תרגום המציאות להסתברויות כרוכה בהכרח בייחוס ערכים מספריים סובייקטיביים, לאחר מעשה, לנסיבות שהיו לא ודאיות במועדן. מכאן נובעת בעיני בית המשפט המחוזי בעניין קדץ המסקנה שלפיה "בהחלט יתכנו שני אירועים, שתוצאת מכפלתם תהא זהה, ועדיין מידע על אחד מהם ייחשב מידע פנים בעוד שהמידע על האחר לא ייחשב ככזה".⁸⁶

הקושי שעמד בפני בית המשפט בעניין קדץ נבע מפיצול העסקה, שעסקה באספקת מערכות לטורבינות חשמל לכמה חוות לייצור חשמל בספרד, לכמה חוזים בהתאם מספר חוות החשמל שנכללו בפרויקט. כתב האישום ייחס לנאשם אפרים קדץ, נושא משרה בכיר בתאגיד הציבורי אלספק הנדסה בע"מ, רכישת ניירות ערך במועד שלאחר החתימה על החוזה הראשון ולפני החתימה על שאר החוזים שהתייחסו להספקת טורבינות לחוות חשמל נוספות.⁸⁷ טענתו של קדץ הייתה כי כל החוזים היו מכלול אחד, ובטרם נחתמו כולם אי אפשר לומר כי העסקה הושלמה.⁸⁸ בית המשפט דחה את טענתו וקבע כי כל החוזים היו זהים זה לזה במהותם, ולמעשה ניהלה החברה משא ומתן אחד בלבד, ועל כן יש להסיק כי החתימה על החוזה ראשון משמעה כי הוסרו המכשולים לחתימה על יתר החוזים (שאכן נחתמו ימים ספורים לאחר מכן), ומכאן שהעסקה חצתה את נקודת האל-חזור שלה במועד החתימה על החוזה הראשון.⁸⁹

84 עניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 24 לפסק הדין.

85 שם, פס' 23 לפסק הדין. נעיר כי בניגוד לדברי השופט כבוב, דווקא מבחן ההסכמה העקרונית עשוי להיות מבחן טכני, בוודאי על פי מתכנתו האמריקנית, ואילו מבחן התוחלת הוא מבחן המצריך יכולות שיפוטיות מורכבות יותר.

86 שם.

87 שם, פס' 1-5 לפסק הדין. הפער בין מועד חתימת החוזה הראשון לחתימת יתר החוזים היה ימים ספורים.

88 שם, פס' 31 לפסק הדין.

89 שם, פס' 34-38 לפסק הדין.

עניין קדץ מבסס את שליטתו של מבחן ההסכמה העקרונית, אך הוא אינו מקדם בהרבה את היכולת לזהות בכירור מהי נקודת האל-חזור המובהקת בעת משא ומתן לקראת עסקה עתידית, משום שהוא אינו עומד במדויק על הנסיבות שבהתקיימן ניתן לזהות נקודה זו. בפרשה זו נחצתה נקודת האל-חזור עוד קודם לחתימה על החוזה הראשון, אשר רק לאחריו נרכשו ניירות הערך על ידי הנאשם קדץ.⁹⁰ ייתכן שנקודת האל-חזור, שגיבשה הסכמה עקרונית, נחצתה כבר במועד שבו יצא בעל השליטה בחברת אלספק הנדסה לחו"ל, כדי לנהל את המשא ומתן, ואולי עוד קודם לכן. משקבע בית המשפט כי החוזה הראשון היה למעשה זהה לחוזים שבאו אחריו, ולכן בחתימה על החוזה הראשון כבר נחצתה נקודת האל-חזור באשר לכל החוזים בעסקה, אנו למדים רק כי סדרה של עסקאות זהות במהותן בין אותם צדדים, העומדות כולן על הפרק באותה עת, תיחשב לכזו שנתגבשה בעניינה הסכמה עקרונית כבר במועד גיבוש ההסכמה העקרונית על העסקה הראשונה בסדרה. אך היכן נמצא אותו קו חמקמק שממנו ואילך מתגבשת לה הסכמה עקרונית? לשאלה זו אין פתרון של ממש בעניין קדץ.

עניין קדץ משיא תרומה לפיתוח השימוש במבחני עזר. בית המשפט מצטט, אם כי בהסתייגות מסוימת, את הקביעה בעניין גרינפלד שלפיה מבחן התוחלת עשוי להיות כלי עזר לאיתור מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי.⁹¹ במובן זה ולנוכח העליונות המסתמנת של מבחן ההסכמה העקרונית בפסיקה יש חשיבות להכרת בית המשפט בעניין קדץ במבחן התוחלת, אף אם היא מוגבלת להכרה בו כמבחן מסייע בלבד. בית המשפט אמנם מסתייג מהמבחן ההסתברותי, אך אין הוא מדיר אותו לחלוטין משימוש, ובלבד שהשימוש בו יהיה זהיר.

על מבחן התוחלת מוסיף בית המשפט בעניין קדץ עוד מבחני עזר המשמשים אותו בצד מבחן ההסכמה העקרונית כדי להעריך את מהותיותו של המידע. בהם: קיומה של חובת דיווח, בחינה בדיעבד של השפעת גילוי המידע על שער נייר הערך של החברה, התנהגות נסיבתית של אנשי פנים בתאגיד לאחר שהמידע נודע להם וכיוצא באלה.⁹² למרות הפירוט תפקידם של מבחני העזר והיחס ביניהם לא הובהר די צורכו אך נראה כי השימוש במבחני העזר נועד לחזק את המסקנה שאליה הגיע בית המשפט במסגרת הפעלת המבחן העיקרי בענינו, שהוא מבחן ההסכמה העקרונית. מבחני העזר נועדו לספק אינדיקציות חיצוניות שאינן חלק ממהלכי גיבושה של הסכמה בין הצדדים לעסקה לכך שהמידע על אודות העסקה המתגבשת היה מידע חשוב למשקיע הסביר. יש להניח כי חשיבותם של מבחני העזר תעלה ככל שהמסקנה הנגזרת מיישום המבחן העיקרי איננה חד-משמעית. במקרה כזה עשויים מבחני העזר להטות את הכף לצד זה או אחר. נעיר כי ככל שמבחני העזר כוללים בדיקה של נסיבות המתבררות רק בדיעבד, כגון השפעת המידע על שער נייר הערך, אין בהם כדי לקדם את האפשרות של נושאי משרה בתאגיד להעריך מראש את מהותיותו של המידע, ועל כן ראוי לבית המשפט להשתמש בהם בזהירות.

90 בפרשת אפריקה ישראל, לעיל ה"ש 75, בעמ' 51, מובעת הדעה כי הדיון בעניין מבחן ההסכמה העקרונית בפסק דינו של השופט כבוב הוא בגדר אמרת אגב.

91 עניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 23 לפסק הדין.

92 שם, פס' 62 לפסק הדין.

5. עניין דרין

גישה שונה לחלוטין מזו שאומצה בפסקי הדין המחוזיים שהובאו לעיל עולה מתוך פסק דינו של בית המשפט המחוזי בהליך של המרצת פתיחה בעניין דרין.⁹³

פסק הדין אינו עוסק באיסור השימוש במידע פנים אלא בחובת הגילוי החלה על מידע מהותי. בפרשה זו דרש המבקש, בעל מניות במשיבות, חברות ציבוריות מהקונצרן העסקי אי-די-בי, להורות על גילוי תכנית עסקית לטווח של 12 שנים אשר גיבשו המשיבות ומסרו לגופים פיננסיים לצורך קבלת הלוואות גדולות. ההלוואות ניתנו לתאגיד האם, דיסקונט השקעות, לצורך מימון השתלטותו על קונצרן אי-די-בי.⁹⁴ המבקש טען כי מדובר במידע מהותי שחלה עליו חובת דיווח מידי על פי תקנה 36 לתקנות הדיווח.⁹⁵

בניגוד לפסקי הדין הקודמים שנסקרו ואשר נאחזו – אם במעשה ואם בטרמינולוגיה בלבד – במבחן ההסכמה העקרונית, בית המשפט המחוזי הפעיל במקרה זה את מבחן התוחלת בבואו לאמוד את מהותיותו של המידע המבוקש. לדברי השופטת שרה סירוטה, "שאלת מהותיות המידע הטמון בתוכנית העסקית תלויה בשני הרכיבים של מבחן המהותיות, שבהם עסקה הפסיקה לא מעט: הראשון – מידת השפעתו של המידע על שיקול הדעת של המשקיע הסביר, או על ניירות הערך של התאגיד; השני – מידת הסתברות שהפעולות בהן עוסק המידע אכן תתרחשנה בפועל".⁹⁶

בית המשפט קבע כי התרחישים בתכנית העסקית הם אמנם מידע מהותי למשקיע סביר, אך אין ודאות כי יתקיימו בעתיד,⁹⁷ אין הם מודל מחייב שהתאגיד כבול אליו,⁹⁸ אין להסיק את חשיבותם מכך שחברת דירוג אשראי שסיקרה את הקונצרן ביקשה לקבלם,⁹⁹ אין להסיק כי לתכנית העסקית סיכוי ממשי לצאת לפועל רק משום שחלק מסוים מהאמור בה אכן בוצע,¹⁰⁰ והמבקש לא עמד בנטל להראות, כי יש סיכוי ממשי שהתכנית תצא לפועל לפי חובה כלשהי של בעל השליטה לפועל על פיה.¹⁰¹ בנסיבות אלה מצא בית המשפט כי לא קיימת חובת גילוי של התכנית העסקית לנוכח ההסתברות המזערית שתצא לפועל ככתבה וכלשונה.¹⁰²

הדרך, באמצעותה הגיע בית המשפט לתוצאה שלפיה התכנית העסקית אינה חייבת בגילוי, אינה הדרך היחידה שבה היה ניתן להגיע לתוצאה זו. השופטת סירוטה ציינה כי "יש ממש בטענות המשיבים שגילוייה של התוכנית העסקית יהיה כרוך בהפצתו של מידע

93 ה"פ (מחוזי ת"א) 1207/03 דרין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פ"ד תשסג(2) 673 (2004).

94 שם, פס' 1-4 לפסק הדין.

95 שם, פס' 8 לפסק הדין.

96 שם, פס' 47 לפסק הדין (ההדגשות הוסרו – ע"ב).

97 שם.

98 שם, פס' 50 לפסק הדין.

99 שם, פס' 52 לפסק הדין.

100 שם, פס' 53-54 לפסק הדין.

101 שם, פס' 55 לפסק הדין.

102 בהמשך בחן בית המשפט אם ניתן לחייב את גילוי התכנית בהיותה "מידע צופה פני עתיד" ושלל חובה כזו לנוכח הגישה שעוגנה בחוק ניירות ערך ולפיה מידע צופה פני עתיד הוא "מידע רך" שגילוי מוסר בדרך כלל לשיקול דעתו של התאגיד (שם, פס' 57-63 לפסק הדין).

למתחרי הקבוצה, ויפגע באמונם של הנהלות החברות העתידות להימכר ועובדיהן, כמו גם בעמדת המיקוח של הקבוצה במשא-ומתן פוטנציאלי עם רוכשים עתידיים של נכסיה".¹⁰³ בנסיבות אלה ניתן היה לקבוע כי המידע מהותי וחלה עליו חובת הדיווח, אך רשאי התאגיד המדווח לעכב את הדיווח בהתאם לתקנה 36(ב) לתקנות הדיווח.¹⁰⁴ ואולם, ראשית, התאגיד עצמו לא ביקש לעכב את הדיווח ועל כן ייחוס כוונה כזו לתאגיד היא מוקשית וטוב שבית המשפט לא בחר בכך. שנית, הקביעה כי ניתן לעכב את פרסום המידע, משמעה כי המידע הוא מידע מהותי למשקיע הסביר אך הדיווח עליו ברבים עלול לגרום לתאגיד (ומכאן לבעלי המניות שלו) נזק גדול מהתועלת שתצמח מפרסום המידע ועל כן יש לעכב את הדיווח. במקרה זה סבר בית המשפט כי המידע אינו מהותי ועל כן פנייה למסלול עיכוב המידע אינה פתרון המשקף את המציאות שבפניה עמדה השופטת סירוטה. בית המשפט העדיף כאמור את מבחן התוחלת, שיישומו הביא כבר בשלב בחינת מהותיות המידע למסקנה כי לא קמה במקרה דנן חובת דיווח.

6. סיכום ביניים

פסק הדין בעניין דריין ניתן באותה שנה שבה ניתנה ההחלטה בבית המשפט המחוזי בערעור בפרשת אייל. בעוד מבחן התוחלת, שאומץ בעניין דריין לא הכה שורשים בפסיקה אלא כמבחן עזר בלבד, נראה כי ההסתייגות ממנו הכתה שורשים, לפחות להלכה. כיצד ניתן לתרץ את הבחירה של בית המשפט בעניין דריין להסתמך על מבחן התוחלת, לנוכח ההסתייגות ממבחן זה בפסקי דין אחרים (גם אם אלה באו אחריו) וכיצד ניתן לתרץ את הבחירה במבחן ההסכמה העקרונית לאור העמדה בעניין דריין?

אפשר להסביר את הפערים בהבדלים הנגזרים מהמאטריה השונה של פסקי הדין. בעניין דריין נדרש בית המשפט לאמוד את מהותיותו של המידע לצורכי חובת הדיווח בלבד ובהליך אזרחי, בעוד שיתר פסקי הדין עסקו בהערכת מהותיות המידע בהקשר של עבירת השימוש במידע פנים ובהליכים פליליים. כמו כן, עניין דריין התמקד בתכנית עסקית של תאגיד, אשר לא ניתן ליישם עליה מבחן של הסכמה עקרונית, שכן אין בגיבושה תהליך של משא ומתן, בעוד יתר פסקי הדין התמקדו במשא ומתן לעסקה או במצב דומה לכך.

לכאורה, בהליך אזרחי, נוח יותר לבית המשפט לבחור במבחן אמורפי, בעוד בהליך פלילי ייטה בית המשפט לאמץ מבחן חד וקונקרטי המקל על נמעני הנורמה לדעת ברמת ודאות גבוהה מהי נקודת הזמן המדויקת שממנה חל עליהם האיסור לעשות שימוש במידע

103 שם, פס' 31 לפסק הדין.

104 השופטת סירוטה בוודאי הייתה מודעת לאפשרות זו. ראו דבריה בפס' 47 לפסק הדין: "ככל שהמקדם ההסתברותי נמוך יותר, כך גדל משקלם של הנוקים מחשיפת המידע, באיזון הנדרש לשם קביעת גבולותיה של חובת הגילוי לפי תקנה 36 לתקנות דוחות מיידים. על כך מעידה הרשות שהעניק מחוקק המשנה לתאגיד בתקנה 36(ב) לתקנות דוחות מיידים לעכב פרסומו של מידע על אירועים עתידיים, על אף החובה לדווח על אותו מידע על פי תקנה 36(א) לתקנות".

הפנים. הדין הפלילי מעדיף נורמה היוצרת ודאות לנמעניה, ומסתייג מנורמות "פתוחות" שיישומן נתון בדיעבד לשיקול דעתו הפרשני של בית המשפט.¹⁰⁵ ואולם, בצד קריאה זו של הפסיקה ניתן להצביע על פרשנות אחרת של הדין הפוזיטיבי. עיון בהערות בתי המשפט לגבי הדין הרלוונטי במאטריה האחרת מזו המונחת בפניהם – היינו, התייחסות בתי המשפט למבחן החל באיסור השימוש במידע פנים בעת שהסוגיה הנדונה היא סוגיית חובת הגילוי ולהיפך – יכולה ללמד כי ישנם שופטים הסבורים כי המבחן האחד בשתי המאטריות המשפטיות צריך להיות מבחן ההסכמה העקרונית ואילו אחרים סבורים כי המבחן האחד צריך להיות מבחן התוחלת. עם זאת בשני המקרים הפרשנות המוצעת ביחס לתחולת המבחן שאומץ למאטריה הנדונה גם על המאטריה האחרת הינה בגדר אמרת אגב. כך למשל, בערעור בפרשת אייל שבו דחתה השופטת ברלינר את תחולת מבחן התוחלת על איסור השימוש במידע פנים ניתן לטעון כי לשיטתה מבחן ההסכמה העקרונית הוא גם המבחן הקובע לעניין חובת הדיווח. במקרה דנן נקבע כי מסמך העקרונית שאליו הגיעו הצדדים מהווה הסכמה עקרונית אשר ממנה והלאה מהווה המידע על אודות העסקה העתידית מידע מהותי, דהיינו מידע פנים. כחלק מהתמודדות בית המשפט עם טענת אייל כי לא ייתכן שהאיסור על שימוש במידע פנים יחול עוד בטרם התגבשה חובת הגילוי מציינת השופטת ברלינר כי לשיטתה "חובת הדיווח אכן הייתה קיימת" כבר במועד ניסוח מסמך העקרונית.¹⁰⁶ לא ניתן לשלול לפיכך כי עמדתה הכוללת של השופטת ברלינר היא כי מבחן ההסכמה העקרונית הוא המבחן שיש להחיל הן בסוגיית איסור השימוש במידע פנים והן בסוגיית חובת הגילוי. באופן דומה ניתן להסיק מעיון בדברי השופטת סירוטה בעניין דרין עמדה כוללנית בדבר עליונותו של מבחן התוחלת על מבחן ההסכמה העקרונית בשתי המאטריות. כחלק מהדיון באופן הפעלתו של מבחן התוחלת שאותו כאמור מאמצת השופטת סירוטה לעניין חובת הדיווח מפנה בית המשפט ומסתמך על פסק דינו של בית משפט השלום בפרשת אייל, שם ביקש בית המשפט להחיל את מבחן התוחלת על עבירת איסור השימוש במידע פנים.¹⁰⁷ לפיכך אין לשלול את האפשרות שהשופטת סירוטה סברה כי השימוש במבחן התוחלת גם לצורך קביעת מהותיותו של מידע בעבירת איסור השימוש במידע פנים הוא הגישה הנכונה והראויה.

105 העדפה זו של המשפט הפלילי נובעת מעקרון החוקיות. לדיון כללי בעקרון זה ראו יורם רבין ויניב ואקי דיני עונשין כרך א 73–119 (מהדורה שנייה, 2010). על הסתייגותו של בית המשפט מנורמות "פתוחות" במשפט הפלילי ראו הדין בעבירת מרמה והפרת אמונים בחוות דעתו של הנשיא ברק בדנ"פ 1397/03 מדינת ישראל נ' שבס, פ"ד נט(4) 385, 405–407 (2004), וכן חוות דעתו של השופט (כתוארו אז) חשין (שם, בעמ' 433–436).

106 ע"פ אייל, לעיל ה"ש 68, פס' ח לפסק הדין.

107 בפס' 47 לפסק דינה של השופטת סירוטה בעניין דרין, לעיל ה"ש 93, מפנה בית המשפט לפס' 52 בהכרעת הדין בת"פ (שלום ת"א) 6030/00 מדינת ישראל נ' אייל (פורסם בנבו, 11.12.2002), שניתן בבית משפט השלום. פסק דינה של השופטת סירוטה בעניין דרין ניתן לאחר פסק הדין בעניין אייל בבית משפט השלום אך טרם ההכרעה בערעור בעניינו בבית המשפט המחוזי שבו דחתה השופטת ברלינר את השימוש במבחן התוחלת לעניין עבירת איסור השימוש במידע פנים. כאן נראית ביתר חדות ההתנגשות הישירה בין שתי השופטות לעניין השימוש במבחן התוחלת.

בשני פסקי דין מחוזיים שניתנו בשנתיים האחרונות בסוגיית חובת הדיווח ניתן למצוא התייחסות לבחינה של מועד הפיכתו של מידע על אודות אירוע צפוי למידע מהותי. שניהם ממחישים את הערפל שמרחף מעל הפסיקה בעניין זה.

במקרה הראשון, בפרשת מפעלי פ.מ.ס., התעוררה השאלה אם המשיבים הפרו את החובה לפרסם דיווח על מידע מהותי במועד שבו נודע המידע לחברה.¹⁰⁸ בית המשפט התייחס – ומכאן שגם הביע נכונות להכיר – במקרה זה למבחן "האיכות והכמות" שהועלה בסיכומי המשיבים בבקשה לאישור תובענה ייצוגית,¹⁰⁹ וגם בסיכומי הצד שכנגד.¹¹⁰ בפועל, שגה בית המשפט בכך שנדרש למבחן זה.

אמנם, בתשובתם לבקשה המשיבים התמקדו בטיעון כי האירועים מושא הבקשה לאישור התובענה הייצוגית היו אירועים בדבר עיכוב בייצור עתידי שיביא להפסד הכנסות צפוי בהיקף של 3.5% מהכנסות החברה.¹¹¹ ואולם, בית המשפט דחה טענה זו והתמקד בדיונו במידע קונקרטי על אודות התפתחויות קיימות שכבר היה בידיעת החברה ואשר לדעתו של בית המשפט היה מידע החייב בדיווח מדי. בית המשפט קבע כי בידי החברה כבר היה מידע על אודות אימתן אישור הרשויות למוצר החברה (אפוד מגן) ועיכוב בייצור שנבע מכך. בית המשפט קבע כי המידע מהותי מבחינה כמותית שכן דובר על עיכוב של יותר מ-50% מהיקף הייצור של החברה. חשוב מכך, בית המשפט קבע כי שתי העובדות הן ודאיות, שכן לא נתקבל אישור הרשויות והמפעל הושבת.¹¹² לפיכך לא ברור מה טעם מצא בית המשפט להידרש כלל ליישום מבחן התוחלת שעניינו התמודדות עם חוסר ודאות, כאשר לשיטתו המידע עסק בעניינים ודאיים.

בפרשת עוז,¹¹³ נדרש בית המשפט לסוגיה מתי קמה חובת דיווח על כך שלא תצא לפועל הצעת רכש צפויה, שעל הכוונה לבצעה נמסר גילוי כדין, לניירות הערך של חברה שעמדה על סף קריסה ואשר מימוש הצעת רכש לגביה היה חלק מתכנית למניעת קריסתה. פרשה זו ממחישה את חשיבותו הכפולה של המבחן לקביעת מועד הדיווח על אודות מידע על אירוע צפוי. במבט צופה פני עתיד, קובע המבחן מתי מוטלת על החברה החובה לדווח. במבט צופה פני עבר, במקרה שבו נקבע כי הופרה החובה לדווח, נועד המבחן לקבוע מהו המועד שבו אמורה היתה לחול חובת הדיווח וממנו ואילך יש לחשב את נזקם של מחזיקי ניירות ערך של החברה שנפגעו כתוצאה מהפרת חובת הדיווח.

כך, בפרשת עוז נתבעו פיצויים בגין ירידת ערך המניות בחברה החל מהמועד שבו הופרה חובת הדיווח על אודות אי-התקיימותה של הצעת הרכש הצפויה, ועל כן ביקשו התובעים לקבוע כי מועד חובת הדיווח היה בנקודה מוקדמת ככל האפשר על ציר האירועים שהובילו לקריסת החברה, כדי להגדיל את הפיצויים בגין הירידה שנגרמה במחיר ניירות

108 ת"א (מחוזי ת"א) 2103/06 גבאי נ' מפעלי פ.מ.ס. מיגון בע"מ (פורסם בנבו, 22.12.2011).

109 שם, פס' 13 ו-15 לפסק הדין.

110 שם, פס' 13 לפסק הדין. נעיר כי התייחסות הצדדים למבחן התוחלת מהווה כשלעצמה המחשה להכרה בקיומו של מבחן זה בעיני העושים במלאכת קבלת החלטות הדיווח.

111 שם, פס' 12 לפסק הדין.

112 שם.

113 ת"א (מחוזי ת"א) 1570/06 עוז נ' פרבר (פורסם בנבו, 19.5.2013).

הערך.¹¹⁴ בית המשפט דחה את טענת התובעים כי חובת הדיווח התגבשה בשלב מוקדם יחסית.¹¹⁵ מנגד, הנתבעים טענו כי לא חלה חובה לדווח על אי-קיומה של הצעת הרכש כלל. טענה זו נדחתה אף היא על ידי בית המשפט.¹¹⁶ מנייתוחו של בית המשפט קשה לאמוד במדויק מהו הקו הבוהק או מהי ההסתברות ששימשה לקביעת נקודת הזמן שממנה קמה חובת הדיווח. בית המשפט למד על המועד מן הנסיבות. כך למשל נקבע כי לא די היה באי-השגת מימון לשיקומה הפיננסי של החברה כדי לקבוע שהמהלך להצעת הרכש בוטל, זאת לנוכח מהלכי הבראה נוספים שנקטה החברה. לעומת זאת במועד מאוחר יותר, שבו החברה עצמה כבר דיווחה כי טרם הגיעה להסדר עם הבנקים, וכי עקב כך לא עמדה בהתחייבויותיה לתשלומים – מה גם שמנהלי החברה כבר פנו לעורכי דינה כדי להכין בקשה לצו הקפאת הליכים – קמה חובת הדיווח על כשלונה של התכנית להבראת החברה ובכללה התפוגגות הצעת הרכש.¹¹⁷

למרות העיסוק המפורש בסוגיה, לא דן בית המשפט בפרשת עוז כלל במבחנים לאיתור מועד התגבשותה של חובת גילוי המידע בדבר אירוע עתידי. מלשונן של בית המשפט קשה ללמוד אם החיל את מבחן התוחלת או מבחן קו בוהק, וזאת לנוכח העובדה שגם ביישום מבחן התוחלת מוטל על בית המשפט בסופו של דבר לאתר נסיבות שמהן נלמדת תוחלת המידע.

עם זאת בית המשפט עמד על העובדה שאי-התממשותה של הצעת הרכש הצפויה היא אירוע עתידי. על כך ניתן ללמוד מהעובדה שבית המשפט הפריד בין נקודת הזמן שבו קמה חובת הדיווח לבין נקודת הזמן שבה ידעה החברה בוודאות מוחלטת כי האירוע לא ייצא אל הפועל. כך, בית המשפט קבע כי חובת הדיווח הופרה במועד שבו שני נתבעים בכירים בתאגיד ידעו "ללא ספק" כי "לא תבוצע הצעת רכש ולמעשה החברה אינה מסוגלת להמשיך בפעילותה העסקית".¹¹⁸ ואולם, נקודת זמן זו לא שיקפה לדעת בית המשפט ודאות מוחלטת בכך שהצעת הרכש לא תצא אל הפועל. בית המשפט מבהיר כי רק שלושה שבועות לאחר מועד זה, כאשר הוצא צו הקפאת הליכים בבית המשפט בעניין החברה, "נגווזו ציפיותיה של החברה והיה ברור גם לנתבעים, כי המקטע השלישי (הצעת רכש), שהיווה חלק בלתי נפרד מהמהלך המשולש הכולל – לא יבוצע".¹¹⁹ פסק דין זה אף הוא אינו מפיג לפיכך את אי-הבהירות בסוגיית המבחן לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי.

במישור המנהלי התקבלה לאחרונה החלטה של מותב האכיפה המנהלי של הרשות לניירות ערך בפרשת אפריקה ישראל, העוסקת בלב הסוגיה הנדונה במאמר זה, ומתבססת במידה רבה על טיוטה מוקדמת של המאמר.¹²⁰ במקרה זה נדונה הפרה של איסור השימוש במידע פנים והפרה של חובת הדיווח בקשר עם הצעת רכש מלאה שפרסמה החברה

114 שם, פס' 36 לפסק הדין.

115 שם.

116 שם.

117 שם.

118 שם, פס' 37 לפסק הדין.

119 שם.

120 פרשת אפריקה ישראל, לעיל ה"ש 75.

הציבורית אפריקה ישראל תעשיות לבעלי מניותיה של חברה בת ציבורית, נגב קרמיקה, מבלי שנמסר גילוי על אודות משא ומתן לעסקת ייצוא קרמיקה בהיקף גדול מאוד בחברת הבת.¹²¹ במסגרת הניתוח המשפטי של הדין סוקרים חברי המותב המנהלי את פסיקת בתי המשפט המחוזיים בסוגיית המבחן לאיתור מהותיותו של מידע על אודות אירוע לא ודאי ודוחים את מבחן ההסכמה העקרונית תוך שהם מאמצים את מבחן התוחלת (בלשונם, "מבחן הסבירות/עוצמה") כמבחן אחיד לעניין זה.¹²² דא עקא, לקביעה זו נפקות במישור האכיפה המנהלית של דיני ניירות ערך בלבד.

לסיכום שלב זה של דיוגנו, ניתן אפוא לקרוא בכמה אופנים את הפסיקה המצטברת. אפשרות אחת היא כי נוצרה אי־בהירות גורפת באשר למבחנים החלים בפסיקה בסוגיית קביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי.

דרך קריאה שנייה, המבקשת לדלות סדר מסוים מתוך הפסיקה, היא כי נוצרה חלוקה דיכוטומית ביישום המבחנים בפסקי הדין המחוזיים. לפי חלוקה זו חל מבחן ההסכמה העקרונית על בחינת מהותיות המידע על אודות אירוע עתידי בעבירת איסור השימוש במידע פנים, כפי שארע במובהק בפרשת אייל ובעניין קדץ. לעומת זאת בכל הקשור להערכת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי בנסיבות של קביעת חובת הדיווח יש להחיל את מבחן התוחלת, כפי שנעשה באופן מובהק בעניין דרין. במקרה האחרון קיימת כמובן הוראת הפטור שלפיה רשאי התאגיד לעכב דיווח על אודות עסקה עתידית על אף החובה החלה עליו, אם יש בדיווח כדי לפגוע בסיכויי מימושה של עסקה.¹²³

אפשרות שלישית לפירוש תמונת המצב הפסיקתית היא כי ניתן להצביע על שופטים המחזיקים בדעה שלפיה מבחן ההסכמה העקרונית ומשפחת המבחנים ממנה הוא נגזר צריכים לחול על כל המקרים שבהם נדרשת בחינת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי (נראה כי השופטת ברלינר מחזיקה בדעה זו) ולעומת זאת קיימים שופטים המחזיקים בדעה שלפיה מבחן התוחלת הוא המבחן היחיד שיש להחילו (עמדה העולה כאמור מדבריה של השופטת סירוטה בעניין דרין). השוני בין הפרשנות השלישית לקודמתה הוא כי מאופן הקריאה השלישי עולה כי למרות קיומה של מחלוקת על טיבו של המבחן לבחינת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי, אין מחלוקת כי נדרש מבחן אחיד. מחלוקת שופטים מסוג זה יוצרת חוסר ודאות בקרב השחקנים השונים בשוק ניירות הערך ומחדדת את הצורך בהכרעה בין המבחנים.

ה. מהמצוי לרצוי

בפרק זה אדון בשאלות הנורמטיביות העולות מהפרשנויות האפשריות של תמונת המצב המשפטית כפי שנסקרו בפרק הקודם. ראשית כל אבחן אם חלוקה דיכוטומית שלפיה חל מבחן שונה לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי על מצבים שונים היא פתרון רצוי. אקדים את המאוחר ואומר כי מבחינה דוקטרינרית ותאורטית התשובה לשאלה זו היא בשלילה. לפיכך יתמקד הדיון בחלקו השני של פרק זה בשאלה איזה הוא המבחן

121 שם, בעמ' 2–3.

122 שם, בעמ' 48–52.

123 לקריאה דיכוטומית כזו של הפסיקה ראו ליכט דיני אמונאות, לעיל ה"ש 56, בעמ' 92, ה"ש 292.

הרצוי לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי לא ודאי בתאגיד, שאלה שההכרעה בה נחוצה גם לנוכח המבחנים השונים שיושמו על ידי שופטים הדוגלים ביישום מבחן אחיד.

1. מבחן אחיד או מבחנים שונים?

כדי להמחיש את המורכבות בקיומם של שני מבחנים שונים לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי המיוחדים כל אחד למקרה-אב אחר, ניטול לדוגמה משא ומתן בין שתי חברות שיש ביניהן פערי גודל משמעותיים על פי המדדים הכמותיים המקובלים (הון עצמי, נכסים, הכנסות, היקף מכירות וכיוצא באלה).¹²⁴ נניח כי בחינת המידע לעניין חובת הדיווח נעשית על ידי מבחן התוחלת ואילו בחינת איסור השימוש במידע פנים נעשית במשקפי ההסכמה העקרונית. נניח עוד כי מבחינת החברה הגדולה מבין השתיים תחול חובת הדיווח על פי מבחן התוחלת רק כאשר תיחתם העסקה בין שתי החברות בפועל. לעומת זאת מבחינת החברה הקטנה תהיה העסקה מהותית במבחן התוחלת כבר בשלבי המשא ומתן הראשוניים. במבחן ההסכמה העקרונית, יחול המועד שבו ייאסר על אנשי פנים לעשות שימוש במידע על אודות העסקה העתידה להיחתם באותו עיתוי בשתי החברות, שכן מטבע הדברים הסכמה עקרונית מתקיימת רק כאשר שני הצדדים שותפים לה.

המשמעות היא כי בחברה הגדולה ייכנס לתקפו האיסור על שימוש במידע פנים קודם להתגבשותה של חובת הדיווח. בחברה הקטנה תתגבש חובת הדיווח בטרם יהווה המידע על אודות העסקה הנרקמת מידע פנים, אם כי מרגע מסירת הדיווח (אם לא יוחלט על עיכובו מטעמי חשש לסיכול העסקה), יתפוגג מאליו האיסור על השימוש במידע על ידי אנשי פנים, שכן המידע יהפוך למידע גלוי. הדיווח על ידי החברה הקטנה מבין השתיים עשוי לחשוף גם את זהותה של החברה הגדולה (אם כי אין תמיד הכרח שזהות החברה הגדולה תימסר במסגרת דיווח מוקדם שכזה), ובכך יהפוך המידע לגלוי גם מבחינת אנשי הפנים בחברה הגדולה, עוד בטרם יהפוך המידע למידע פנים בחברה הגדולה ולמעשה תימנע בכך הפיכתו של המידע למידע פנים מבחינת אנשי הפנים בחברה הגדולה.

הדיווח המוקדם על ידי החברה הקטנה מבין השתיים, פותר את הקושי שהיה עומד בפני אנשי פנים בחברה הגדולה, אולם החברה הקטנה יכולה גם להחליט לעכב את הדיווח כדי שלא לפגוע בהשלמת העסקה.¹²⁵ או אז שימוש במידע על אודות העסקה על ידי אנשי פנים בחברה הגדולה לצורך מסחר במניות החברה או מסירת המידע לאחרים לאחר ההסכמה העקרונית על העסקה ולפני מועד התגבשות חובת הדיווח של החברה הגדולה, יהוו עבירה על איסור השימוש במידע פנים, אך לא עבירה על חובת הדיווח. תוצאה זו נובעת בהכרח מיישום מבחנים שונים על אותה עסקה.

האם קיומם של מבחנים שונים הוא המצב העדיף, או שמא עדיף מבחן אחיד שיחול על שני מקרי האב הטיפוסיים? ראשית כל, מבחינה דוקטרינרית, הרמוניה בדין עדיפה על פני שימוש במבחנים שונים בתחום משפטי אחד. על רקע זה ניתן להבין למשל את הזהרתו

.LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 2071 (3rd ed. 1989) 124

125 ראו לעיל ה"ש 44 והטקסט הסמוך לה.

המפורשת של בית המשפט העליון האמריקני מפני אימוץ מבחנים שונים. בעניין *Basic* הבהיר בית המשפט האמריקני כי אין להשלים עם מצב שבו מתקיימים שני סטנדרטים שונים של מהותיות. לדעת בית המשפט האמריקני, עצם עשיית שימוש במידע על ידי אנשי פנים, יכול להוות אינדיקציה לכך שמדובר במידע מהותי, אך אין להסיק מכך שניתן לקבוע מבחן אחד למהותיות של מידע פנים ומבחן אחר לעניין מהותיות המידע שפרסמה הנהלת התאגיד, במסגרת חובתה להתייחס לפרסומים בשוק.¹²⁶ בית המשפט העליון בישראל, בעניין רוזוב, רומז אף הוא כי מבחן המהותיות אחד הוא גם אם הוא משמש למטרות שונות בחוק ניירות ערך.¹²⁷

שנית, שילוב של מבחנים שונים עלול לספק תמריצים להתנהגות פסולה, ולמצער להתנהגות לא יעילה, מצד נושאי משרה בתאגיד. לשם כך נבחן ארבעה מצבי עולם אשר יכולים להתקיים בהינתן שני מבחנים שונים – מבחן הסכמה עקרונית החל על איסור שימוש במידע פנים ומבחן תוחלת החל על חובת הדיווח. בהקשר המבחן האחרון יש להביא בחשבון גם את הסייג המאפשר לעכב דיווח על מידע מהותי בדבר עסקה מתקמת, אם התאגיד סבור שיש בדיווח הפומבי כדי לפגוע בסיכוייה של העסקה להתממש. ארבעת מצבי העולם האפשריים הם אלה:

1. המידע אינו מהותי במבחן התוחלת ואינו מהותי במבחן ההסכמה העקרונית – זהו שילוב המקרים הפשוט ביותר. בנסיבות אלה, אין התאגיד חייב לדווח על המידע לציבור המשקיעים שכן מבחן התוחלת החל על חובת הדיווח אינו מתקיים. אין גם מניעה כי איש פנים בתאגיד יעשה שימוש במידע על אודות העסקה, כדי לקנות או למכור נייר ערך של התאגיד על סמך המידע שבידו או יעביר את המידע לאחר, שכן אף החובה להימנע מכך מכוח מבחן ההסכמה העקרונית טרם התגבשה.
 2. המידע אינו מהותי במבחן התוחלת אך הוא מהותי במבחן ההסכמה העקרונית – מידע על אודות עסקה עתידית, במקרה דנן, אינו חייב בדיווח על פי דין ואף על פי כן איש פנים שיעשה שימוש במידע פנים על העסקה יעבור על איסור השימוש במידע פנים.¹²⁸ מצב זה הוא נדיר יחסית בגלל מערך התמריצים של אנשי פנים המחזיקים במידע: כל עוד אין בגילוי המידע כדי לגרום נזק לעסקה הנרקמת, ברי לאיש פנים שיש לו השפעה על התנהלות התאגיד כי אין בידו לסחור כחוק בניירות הערך של התאגיד, כל עוד לא דיווחה החברה על המידע לציבור ועל כן ככל שברצונו של איש הפנים לסחור בניירות הערך של התאגיד יהיה לו תמריץ להשפיע על התאגיד כך שידווח על המידע כדין.
- עם זאת שילוב המבחנים טומן בחובו בעייתיות בכל הקשור לאנשי פנים בתאגיד שאינם בעלי השפעה על התנהלות התאגיד ושהמידע שבידם על התנהלות התאגיד אינו מידע מלא.

126 עניין *Basic*, לעיל ה"ש 60, בעמ' 240, ה"ש 18. גם במדינות אחרות לא קיימת דיכטומיה. ראו מימון-שעשוע, לעיל ה"ש 34, בעמ' 102.

127 עניין רוזוב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 357.

128 מע"פ אייל, לעיל ה"ש 68, בעמ' 62–65, עולה כי לדעת השופטת ברלינר סיטואציה כזו היא אפשרית. מכל מקום לדעתה אין חפיפה הכרחית בין מידע מהותי החייב בדיווח לבין מידע פנים. אם כך, ניתן להביא את הסיטואציה עד למצב קיצון שבו המידע לעולם לא יהיה חייב בדיווח שכן לא יחצה את רף מבחן התוחלת, אך מצד שני ייחשב למידע פנים בגלל קיומה של הסכמה עקרונית. במקרה כזה ייווצר מצב אבסורדי שבו איש פנים יהיה מנוע לעולם מלסחור בניירות הערך של התאגיד.

אנשי פנים אלה עשויים להחזיק במידע פנים שלא פורסם לציבור, אך אין בידיהם לדעת כי אי-הפרסום נובע מכך שלא התגבשה חובה חוקית לדווח על המידע או מסיבות אחרות, כגון עבירה על חובת הדיווח. ככל שהיעדר הפרסום יובן על ידי אנשי פנים אלה כאינדיקציה לכך שהמידע הוא בגדר מידע פנים, יש להניח שיימנעו מלסחור בניירות הערך של התאגיד ויקיימו בכך את הוראות החוק. עם זאת אנשי פנים אלה עשויים גם לטעות ולסבור כי העדר הדיווח משמעו כי המידע שבידיהם אינו מהותי מבחינת הדין ועל כן אין חובה למסור לגביו דיווח לציבור ובה בעת אין מניעה מבחינתם לסחור בניירות הערך של התאגיד או למסור את המידע לאדם אחר. בכך ימצאו עצמם אנשי פנים אלה עוברים על האיסור לעשות שימוש במידע פנים.¹²⁹

היעדרה של מודעות, להיותו של המידע "מידע פנים", עשוי לשלול את אחריותם הפלילית של אנשי פנים במקרה כזה,¹³⁰ אם כי קיימת האפשרות להטיל עליהם סנקציה מנהלית,¹³¹ ובכל מקרה, אין בכך כדי לשנות את העובדה שהמסחר בניירות הערך של התאגיד יתקיים בין צדדים שאינם בעלי מידע שווה, דבר הפוגע ביעילות השוק ובאמון המשקיעים. יתר על כן, במצב שבו עובד אינו מודע כלל להיותו של המידע שברשותו מידע פנים, שאין לעשות בו שימוש, לא מתקיים התמריץ להימנע משימוש אסור ועל כן יש חשש כי השימוש במידע ומסירתו לאחרים תתרחש בתכיפות גבוהה. ועוד, גישת המשפט

129 יש לסייג ולומר כי בעייתיות זו עלולה להתקיים גם במציאות של מבחן אחיד וזאת בשל הסמכות שניתנה לתאגיד לעכב את הדיווח על משא ומתן לקראת עסקה גם כאשר המידע אודות המשא ומתן הוא מהותי וחייב בדיווח. במציאות שבה מבחן התוחלת הוא המבחן היחיד, החלטה של נושאי המשרה הבכירים לעכב גילוי מידע שקיימת לגביו חובת דיווח עלולה שלא להיות מובאת לידעת אנשי פנים אחרים ולהעמידם במצב דומה לזה הנובע משילוב המבחנים אשר מתואר כאן. אף על פי כן, למציאות שבה קיים מבחן אחיד יש יתרון תאורטי על פני מציאות של שילוב מבחנים, שכן במציאות הראשונה נובע הסיכון של אנשי הפנים הבלתי מיוודעים רק מיכולתם של מקבלי ההחלטות לעכב דיווחים ואילו במציאות האחרת חשופים אנשי פנים בלתי מיוודעים לסיכון זה וגם לסיכון הנובע משילוב המבחנים שהוסבר כאן. אני מודה למערכת על הערה זו.

130 עניין רוזוב, לעיל ה"ש 2, בעמ' 397; עדיני, לעיל ה"ש 37, בעמ' 526–527. עם זאת בנסיבות שבהן תוטל אחריות פלילית בגין עצימת עיניים ייתכן אף מצב שבו אדם חיצוני לתאגיד שקיבל מידע פנים שמקורו באיש פנים, מבלי לדעת כי המוסר הוא איש פנים ומבלי לדעת כי המידע שקיבל הוא מידע פנים, יורשע בעבירת שימוש במידע פנים (שם, בעמ' 533). ראו גם הדוגמה המובאת על ידי מימון-שעשוע, לעיל ה"ש 34, בעמ' 115.

131 לפי ס' 52מג, 52מד לחוק ניירות ערך רשאי יושב ראש הרשות לניירות ערך להורות על פתיחה בחקירה או בירור שיוביל לנקיטת הליכי אכיפה מנהליים כנגד מי שנחשד בהפרת האיסור על שימוש במידע פנים, כמפורט. ההפרות המנהליות בהקשר זה מפורטות בס' (9)–(11) בחלק ג' של התוספת השביעית לחוק. כדי לאכוף הפרה מנהלית נדרשת הרשות להוכיח יסוד נפשי של רשלנות בלבד ביחס לשימוש במידע פנים על ידי אדם. יותר מכך, ס' (9) בחלק ג' של התוספת השביעית קובע כי הפרה של האיסור המנהלי על שימוש במידע פנים מתקיימת בכל עת שאיש פנים עושה עסקה בנייר ערך של החברה או בנייר ערך אחר שנייר הערך של החברה הוא נכס הבסיס שלו "והיה עליו לדעת כי מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה" (ההדגשה הוספה – ע"ב). מהסיפא לסעיף עולה כי אף איש פנים שעשה עסקה בניירות ערך של החברה מבלי שהחזיק בעצמו במידע פנים אלא בשעה שמידע כזה היה קיים בחברה עלול למצוא עצמו מפר את האיסור המנהלי על שימוש במידע פנים אם היה עליו לדעת כי מצוי בידי החברה מידע פנים באותה עת. בפועל, הסעיף עלול להטיל חובה על איש פנים לוודא כי אין בידי החברה מידע פנים כל אימת שהוא מבקש לבצע עסקה בניירות הערך של החברה.

האמריקני מתנה הרשעת מקבלי מידע פנים (Tippee) בכך שידעו כי מוסר המידע (Tipper) הוא איש פנים וכי פעל תוך הפרת אמון התאגיד.¹³² בישראל לא נדרשת ידיעה בדבר הפרת האמון,¹³³ ולכן עלול אדם שקיבל מידע תוך עצימת עיניים למצוא עצמו מורשע בעבירה פלילית.

הבעייתיות הגלומה בתוצאה זו של שילוב המבחנים עשויה להצטמצם עקב קיומה של ההטיה השיפוטית הקוגניטיבית הקרויה "חוכמה שלאחר מעשה" (Hindsight bias).¹³⁴ נניח כי תאגיד מנהל משא ומתן לעסקה וכי משא ומתן זה עבר את נקודת האל-חזור ועל כן הוא מקיים את מבחן ההסכמה העקרונית, בכל הקשור לשימוש אסור במידע פנים. עם זאת העסקה עשויה להיתפס על ידי מקבלי החלטות בתאגיד כבעלת חשיבות נמוכה, ביחס למבחנים הכמותיים המאפיינים את מבחן התוחלת, ועל כן יוחלט כי אין חובה לדווח על המשא ומתן על אודות העסקה וניתן להמתין ולדווח על אודותיה רק במועד השלמתה. הטיית החוכמה שלאחר מעשה משמעה, כי לאחר שהעסקה תתממש עלול בית משפט לסבור כי תוחלת העסקה הייתה גבוהה יותר ועל כן התגבשה חובה לדווח עליה על פי מבחן התוחלת בשלב מוקדם יותר מזה שבו הוחלט לדווח עליה בפועל. ההטיה השיפוטית עלולה לעלות לתאגיד ולנושאי המשרה המכהנים בו בהרשעה בעבירה פלילית או באחריות להפרה מנהלית של חובת הדיווח. תוצאה מסתברת זו, יוצרת תמריץ לדיווח-יתר בשוק ניירות הערך על עסקאות שאינן מהותיות. הדיווח העודף ימנע מצב של שימוש במידע פנים הנובע מטעות במצב הדברים ועל כן ימזער את החשש להרשעת חפים בעבירה זו. מאידך גיסא, דיווח-יתר הוא חסרון מנקודת מבטם של המשקיעים המבקשים לקבל רק את המידע הנחוץ להם לצורך קבלת החלטת ההשקעה. עומס מידע יוצר חשש לעיוות יעילות קבלת החלטות בשוק, עקב חוסר יכולת של המשקיעים ופעילי שוק ההון לעכל כמויות מידע גדולות מדי.

3. המידע מהותי במבחן התוחלת וכן מהותי במבחן ההסכמה העקרונית – תוצאת שילוב נסיבות זה פשוטה יחסית. התאגיד חייב לדווח על האירוע העתידי, עקב חציית סף מבחן התוחלת ומרגע שנמסר הדיווח על האירוע, אין מניעה על איש הפנים לעשות שימוש במידע שכן המידע כבר איננו בגדר מידע פנים. אם נמנעה החברה מלדווח על האירוע, תהיה בכך הפרה של חובת הדיווח בעוד איש פנים שיעשה שימוש במידע שברשותו כל עוד לא נמסר הדיווח הנדרש, יבצע בכך עבירה של שימוש אסור במידע פנים.

היכולת לעכב דיווח שיש בו כדי לפגוע בסיכויי מימושה של עסקה מעורר קושי במקרה זה, שכן יש חשש כי עיכוב הדיווח יגרום לאנשי פנים במורד ההיררכיה הארגונית החשופים למידע, אך אינם מודעים להיותו מידע פנים לסבור בטעות כי המידע שברשותם אינו מהותי ולעשות בו שימוש כמתואר בחלופה 2 לעיל.

132 עדיני, לעיל ה"ש 37, בעמ' 534.

133 שם.

134 לסקירה כללית ראו מיה בר הלל ואוריאל פרוקצ'יה "כלכלה התנהגותית" הגישה הכלכלית למשפט 71, 105–102 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012).

4. המידע מהותי במבחן התוחלת ואינו מהותי במבחן ההסכמה העקרונית – בית המשפט סבור כי זהו מצב נדיר,¹³⁵ אך ספק אם אמנם כך הם פני הדברים. במצב זה חלה על התאגיד חובה לדווח על האירוע לשוק, אך אין איסור על איש פנים לעשות שימוש במידע שברשותו, כדי לבצע עסקאות בשוק ניירות הערך, עוד בטרם נמסר הדיווח לשוק. כמו כן, אף אם הפרה החברה את החוק ולא דיווחה על האירוע במועד או שלא דיווחה עליו כלל, לא תהיה במעשיו של איש הפנים משום עבירה על האיסור לעשות שימוש במידע פנים. החסרון בשילוב המבחנים במקרה זה, נעוץ בכך שהעדר אחריות פלילית בגין שימוש במידע מפחית את התמריץ של אנשי פנים, שיש להם שליטה על מהלכי התאגיד ושמעוניינים לסחור בניירות הערך של התאגיד, לפעול למימושה של חובת הדיווח.

הרושם שלפיו שילוב מבחנים אלה הוא נדיר, מטעה. משא ומתן לגיבושה של עסקה, עשוי בקלות לחצות את סף מבחן התוחלת, עוד בטרם גובשה הסכמה עקרונית. במיוחד נכון הדבר במשא ומתן בין שתי חברות לקראת מיזוג. כמו כן, הסיכוי כי עסקה מתקמת טרם הגיעה לסף המהותיות לפי מבחן ההסכמה העקרונית, אך חייבת כבר בדיווח על סמך מבחן התוחלת, גדל בהינתן האפשרות לעכב דיווח שעלול לפגוע בהשלמת העסקה. לשם המחשה ניטול עסקה שבה מתעדת קרן פנסיה בינלאומית גדולה להשקיע השקעה ניכרת בתאגיד ציבורי הנסחר בבורסה, אך המשא ומתן על תנאי ההשקעה מצוי בשלב מקדמי, שאינו עונה על תנאי מבחן ההסכמה העקרונית. אף כי המשא ומתן רחוק מלהבשיל לכדי הסכם מחייב, ייתכן כי היקף ההשקעה המתוכנן הוא כה גדול (ואף עצם העניין של קרן פנסיה זרה גדולה להשקיע סכום משמעותי בתאגיד ישראלי הוא חשוב), עד כי הוא עונה על תנאי מבחן התוחלת ומחייב דיווח מבחינתו של התאגיד הישראלי.

דוגמה נוספת הממחישה את הבעייתיות בפער שבין שני המבחנים במצב זה יכולה להתעורר כאשר בעל שליטה בחברה מזהה הזדמנות עסקית משמעותית ביותר לקשירת עסקה שתניב לחברה רווחים גדולים, אך בטרם יעשה את הצעד הראשון למימושה של העסקה, הוא פונה לבעלי המניות מהציבור בהצעת רכש מלאה כדי להפוך את החברה לחברה פרטית ולהבטיח כי הוא בלבד ייהנה מפירותיה של העסקה. במקרה זה ייתכן שהכוונה לבצע עסקה עתידית תהיה חייבת בדיווח בהסתמך על מבחן התוחלת, אך גם אם יפר בעל השליטה את חובת הדיווח לא ניתן יהיה לטעון כי רכישת המניות נעשתה תוך שימוש במידע פנים על אודות העסקה העתידית, שכן בעל השליטה לא החל כלל במימוש תכניתו ועל כן בוודאי לא ניתן לומר כי נחצה קו ההסכמה העקרונית.

הפער שנוצר בין המבחנים בחלופה זו יוצר תמריץ להתנהלות אסטרטגית מבחינתם של אנשי פנים, שהם מקבלי החלטות בתאגיד, ואשר המידע על אודות האירוע הלא ודאי מצוי

135 בעניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 22 לפסק הדין, העיר השופט כבוב כי "רק במצבים חריגים ניתן יהיה להגיע למסקנה כי אין מדובר במידע פנים כאשר קיימת חובת גילוי בגין המידע. הרציונל ברור: אם המידע הוא מהותי במובן שנדרש בעניינו גילוי, נדרשות נסיבות מאוד חריגות כדי להגיע למסקנה כי אף-על-פי-כן, הוא לא מידע מהותי עבור המשקיעים כך שגם אם היו יודעים עליו, לא היה בו כדי להשפיע משמעותית על החלטותיהם הטקטיות בדבר השקעה".

בידיהם.¹³⁶ כך למשל, במצבים המתוארים עשוי איש פנים, שיש לו השפעה על מועד הדיווח או על עצם ההחלטה לדווח על האירוע, לנסות לדחות את הדיווח. צעד כזה יאפשר לאיש הפנים לעשות שימוש במידע הקיים ברשותו מבלי שהדבר ייחשב לעבירה, שכן אי-העמידה במבחן ההסכמה העקרונית מונעת את התגבשותה של עבירת שימוש אסור במידע פנים.¹³⁷

דחיית הדיווח עשויה אמנם להוות עבירה פלילית או הפרה מנהלית מבחינתו של התאגיד ואפשר שאף נושאי משרה בתאגיד יישאו באחריות למעשה זה, אולם תוצאה זו תושג רק אם יוחלט על צעדי אכיפה פליליים או מנהליים כנגד התאגיד או נושאי המשרה בו. ככל שאיש הפנים מעריך כי גבוה הסיכוי שהוא עצמו יישא באחריות בגין עיכוב או מניעת דיווח שכזה כך ייטה להימנע מדחיית הדיווח או מניעתו.¹³⁸

136 בעניין גרינפלד, לעיל ה"ש 51, פס' 14 לפסק הדין, עמד בית המשפט המחוזי על העובדה שיש אנשי פנים אשר מידע פנים לא רק מצוי בידיהם אלא הם עשויים להשפיע על היווצרותו ואף ליצור אותו בהיותם נושאי משרה ואף מקבלי החלטות משמעותיים בחברה ("אנשי פנים הם אלה המתכננים תוכניות ביחס לחברה, הם מניעים תהליכים ויוזמים יוזמות. ככל שאיש הפנים הוא משמעותי יותר בהתנהלות של החברה, כך השפעתו האפשרית על עתידה של החברה היא גדולה יותר").

137 על קושי זה עמד למשל השופט כבוב בעניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 22 לפסק הדין, בציינו כי ייתכנו פערי זמנים בין הפיכתו של מידע מסוים למידע פנים וחובת הגילוי לגביו. לדבריו, "יתכן בהחלט שמועד הפיכתו של אותו מידע לכדי 'מידע פנים' יהיה מוקדם יותר או מאוחר יותר מהמועד שבו קמה חובת הגילוי". בהקשר זה התגלעה מחלוקת מסוימת בין השופט כבוב בעניין קדץ לבין בית המשפט המחוזי בעניין גרינפלד. בעניין גרינפלד, לעיל ה"ש 51, פס' 19 לפסק הדין, נטען כי הפערים האפשריים בין המועד שבו עשויה לקום חובת הגילוי לבין האיסור הגורף יותר על שימוש במידע פנים מצדיקים את קיומה של עבירת האיסור על שימוש במידע פנים. "המועד בו קמה חובת הגילוי איננו חופף למועד בו המידע הופך להיות 'מידע פנים'. לו זה היה המצב – לא היה צורך בעבירה של איסור על שימוש במידע פנים, ודי היה בעבירה של הפרת חובת הגילוי". השופט כבוב בעניין קדץ חולק על עמדה זו ומציין כי "האיסור על שימוש במידע פנים מהווה עברה חמורה יותר מאשר הפרת חובת הגילוי, במובן שלא הגילוי נלווית פעולת ה"שימוש" במידע. ברור אפוא הצורך בעברה, שגלומה בה ממילא ענישה מחמירה יותר, כך שאף אם הייתה חפיפה במועד – לא היה בכך, לטעמי, כדי לייתר את קיומה של עבירת השימוש במידע פנים" (עניין קדץ, לעיל ה"ש 2, פס' 22 לפסק הדין). בעניין זה הצדק עם השופט כבוב, מטעמים נוספים על אלה המפורטים בפסק דינו. האיסור על השימוש במידע פנים חל על מעגל גדול של יותר אנשים ומהם אנשים שאינם נושאים באחריות להפרה אפשרית של חובת הדיווח. אילו האיסור על השימוש במידע פנים ניתן היה להעלות על הדעת מצבים שבהם מידע פנים שחובה לגלותו וטרם גולה היה מגיע לידי קרוב משפחה של איש פנים בתאגיד וזה היה עושה בו שימוש בידיעה כי פרסומו התעכב מבלי שניתן היה להעמידו לדין. אכן, האיסור על השימוש במידע פנים לא נועד להשלים את ההרתעה מפני אי-דיווח אלא למנוע שימוש במידע שלא גולה באופן בלתי הגון הפוגע באמון בשוק ניירות הערך. על ניגודי אינטרסים בין התאגיד לבין נושאי המשרה והמנהלים בתאגיד ביחס לחובות הגילוי ראו פסרמן-יופוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 45 והאסמכתאות המופיעות שם. לגישה שלפיה כללי האיסור על שימוש במידע פנים עלולים לתמרץ נושאי משרה בחברה לקבל החלטות ניהוליות אסטרטגיות באופן המיטיב עמם אך פוגע בטובת התאגיד ראו Robert J. Haft, *The Effects of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of Large Corporations*, 80 MICH. L. REV. 1051, 1056 (1982). ניתן להוסיף ולטעון כי היכולת של מנהלים לגרוף רווחים פרטיים משימוש במידע פנים אף מעצים את החשש לניהול לא יעיל של התאגיד שכל מטרתו ליצור רווחים קצרי מועד שאותם ינסו המנהלים לגרוף באמצעות השימוש במידע שברשותם.

התנהלות אסטרטגית אטרקטיבית יותר מבחינתם של אנשי פנים שהם מקבלי החלטות בתאגיד המחזיקים במידע על אודות אירוע לא ודאי שאינו מהותי על פי מבחן ההסכמה העקרונית, אך שקיימת חובה לדווח עליו על פי מבחן התוחלת, תהיה לסווג את האירוע ככזה שחלות עליו התקנות המעניקות לתאגיד את האפשרות לעכב את הדיווח עד למועד מאוחר יותר. לאנשי פנים בעלי השפעה על ניהול המשא ומתן בתאגיד קיים תמריץ לנהלו באופן מדורג, אסטרטגי, כך שהמרכיבים עליהם נשענת ההסכמה העקרונית של העסקה יושארו לשלבים מתקדמים יותר במשא ומתן ובו-זמנית ניתן יהיה לעכב את הדיווח באופן שיותר פרק זמן לצורך שימוש במידע הפנים בטרם יהפוך המידע לנחלת הכלל.

בנסיבות אלה, יוכלו אנשי הפנים בתאגיד לעשות שימוש במידע שברשותם לצורך קנייה או מכירה של ניירות ערך או מסירת המידע לאחרים, בעוד התאגיד מעכב את הדיווח על המידע לשוק כדין. התמריץ להתנהלות אסטרטגית מסוג זה חריף במיוחד, לנוכח הגישה המעניקה לתאגיד עצמו את הסמכות לקבוע אם מתקיימות הנסיבות המתירות לו לעכב את מסירת הדיווח לשוק. פעולה זו מעמידה את מקבלי ההחלטות בתאגיד בניגוד אינטרסים פוטנציאלי, בין חובתם לגלות למשקיעים את דבר העסקה הנרקמת לבין האינטרס הפרטי לעכב, באופן לגיטימי לכאורה, את פרסום המידע באופן שיאפשר לנושאי המשרה לממש את היתרון מהשימוש במידע שמצוי בידיהם בלבד.¹³⁹

לסיכום, שלושה טעמים תומכים בהאחדת המבחן לאיתור המהותיות של מידע על אודות אירוע עתידי. טעם אחד, הוא הרצון להשיג הרמוניה בדין. טעם שני, הוא חשש מפני פגיעה ביעילות השוק ובאמון המשקיעים עקב זליגת מידע פנים מאנשי פנים במורד ההיררכיה התאגידית, מבלי שאלו יהיו מודעים לכך ולעתים תוך יצירת סיכון של העמדה לדין פלילי או אחריות מנהלית לאנשים חיצוניים לתאגיד שקיבלו את המידע. טעם שלישי, הוא התמריץ שיוצר הארביטראז' החוקי למנהלים בתאגיד לניהול של התאגיד באופן שיאפשר להם ניצול של המידע לטובתם על חשבון המשקיעים ולעתים אף לניהול לא יעיל של התאגיד בהינתן יכולת לנצל את המידע להעשרת כיסם הפרטי.

139 מובן כי עיכוב מידע מטעמים שאינם טעמים מסחריים לגיטימיים עלול לחשוף את נושאי המשרה האחראים לכך לסנקציות פליליות ומנהליות. עם זאת אכיפה של הדין בהקשר זה מעוררת קושי יישומי. ניטול לדוגמה מנכ"ל המנהל משא ומתן לקראת עסקה בשם התאגיד ועומד בפגישה הראשונה עם הצד שכנגד על סיכוי למימוש העסקה בהתקיים מצגים מסוימים מצד התאגיד שבראשותו, המחייבים קבלת אישורים של אורגנים בתאגיד. נניח כי עד להצגת המצגים האמורים המידע על אודות העסקה העתידית אינו בגדר מידע מהותי לפי מבחן ההסכמה העקרונית ועל כן לא חל עליו איסור השימוש במידע פנים, אולם המידע מהותי במבחן התוחלת על כן הוא חייב דיווח, אך דיווח זה מעוכב מכוח סמכותה של החברה לעכב גילוי מידע שעלול לפגוע במימוש העסקה. המנכ"ל מעריך בינו לבינו כי ביכולתו לשכנע את האורגנים בתאגיד שבראשותו להעניק את האישורים להצגת המצגים לצד שכנגד. בידי המנכ"ל נתונה האפשרות להכתיב או למצער להשפיע על המועד שבו יתקבל אישורם של האורגנים ואף על המועד שבו תתקיים פגישה נוספת עם הצד שכנגד ובה יוצגו המצגים הנדרשים לקידום העסקה. אפשרות זו עלולה לתת בידי המנכ"ל הזדמנות לסחור בניירות הערך על בסיס המידע שברשותו עוד בטרם יהפוך מידע זה למידע האסור בשימוש.

2. מהו המבחן העדיף?

איזה הוא המבחן שראוי לאמץ מבין שני המבחנים מושא דיוננו?

פסק הדין בעניין *Basic* דחה אמנם את גישת מבחן ההסכמה העקרונית, אך קימץ במלים באשר ליתרונותיו של מבחן התוחלת. מכלל לאו באשר לגישה הראשונה למד בית המשפט האמריקני הן באשר לגישה האחרונה. מבחן התוחלת אמנם עמום יחסית למבחן ההסכמה העקרונית ודורש מנמעניו ניתוח מפורט של עובדות ונסיבות האירוע העתידי ועל כן עלות יישומו גבוהה יותר ממבחן ההסכמה העקרונית, ואף על פי כן יתרונותיו בצדו. ארון ביתרונות ובחסרונות להלן.

ראשית, לנוכח היותו של מבחן התוחלת תלוי בעובדות העסקה,¹⁴⁰ או בעובדות כל אירוע עתידי אחר, הוא נבחן בכל רגע ורגע של התהוות האירוע ומספק אומדן מדויק יותר של הערכת מהותיות האירוע העתידי לאורך כל שלבי התהוותו, לעומת מבחן ההסכמה העקרונית. מבחן ההסכמה העקרונית עשוי להתבסס על צירופם של רכיבים טכניים (למשל מתווה ומחיר, במקרה של עסקה) המעידים על התגבשותו של האירוע העתידי, שעה שיייתכן בהחלט כי המידע הפך למהותי אף אם טרם התגבשו הנסיבות הקונקרטיות של המבחן. כך למשל במקרה שבו מגלה משקיע אסטרטגי עניין ברכישת השליטה בתאגיד או השקעה מהותית בו, עשוי המידע להיות מהותי עוד בטרם התגבשה הסכמה עקרונית כלשהי על ההשקעה. יתרון הגילוי לאורך כל פרק הזמן המהותי של האירוע העתידי המתקיים במבחן התוחלת ואינו מתקיים במבחן ההסכמה העקרונית נותר בעינו אף אם מבחן ההסכמה העקרונית ייושם על דרך של בחירת סף מהותיות הסתברותי – כפי שנדמה שמציעה לעשות השופטת ברלינר – במקום יישום בדרך בחינת התקיימותם של רכיבים טכניים, כדרך שאיפיינה את הפסיקה בארצות הברית. זאת משום שבחינת מהותיות המידע ברוזמנית על סמך שני קריטריונים המשוקללים יחדיו, בהכרח עדיפה מבחינה זו על פני בחינת מהותיות הנשענת על קריטריון העוצמה בלבד אשר ייבחן רק לאחר חציית סף הסתברותי מסוים של היתכנות.

שנית, מבחן התוחלת הוא אוניברסלי בעוד מבחן ההסכמה העקרונית במתכונתו האמריקנית המתבססת על איתור רכיבים נסיבתיים המעידים על סיכוי גבוה להתממשות עסקה, אינו אוניברסלי אלא ייחודי לעניין משא ומתן לקראת עסקה. מבחן התוחלת ניתן ליישום ביחס לכל אירוע שתוצאתו העתידית אינה ידועה. ניטול למשל מחלה של נושא משרה בכיר שאין לדעת כיצד יעלה הטיפול בה,¹⁴¹ החלטה של נושאי משרה בכירים לשנות באופן מהותי את פעילותו העסקית העיקרית של התאגיד, שנדונה בפורום בכיר, אך טרם אושרה על ידי כלל האורגנים בתאגיד, או החלטה לבחון את האפשרות לסגת (להבדיל מהחלטה לחתום) מעסקה מהותית שטרם נחתמה, אך כבר גובשה לגביה הסכמה עקרונית ונמסר לגביה דיווח לבורסה. כמובן, ניתן להחיל מבחן מסוג קו בוהק פרטני בכל אחד מהמצבים הללו. למשל ניתן לקבוע נסיבות רפואיות פרטניות שבהתקיימן חלה חובת דיווח

140 ראו Loss & Seligman, לעיל ה"ש 124, בעמ' 2071; Stefan J. Padfield, *Immaterial Lies: Condoning Deceit in the Name of Securities Regulation*, 61 CASE W. RES L. REV. 143, 153 (2010).

141 ראו פסרמן-יוזפוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 232.

על מחלת נושא משרה בכיר. עם זאת שלל האירועים העתידיים שהמציאות עשויה לזמן לתאגיד הוא רב, למעשה – אינסופי.¹⁴² על כן, תהליך גיבושם של מבחני קו בוהק שיחולו באופן פרטני על האירועים שעשויים להזדמן בדרכו של התאגיד הוא כשלעצמו תהליך שמיומשו רווי בחוסר ודאות ומצריך משאבים רגולטורים ומשפטיים. התוצאה של מאמץ כזה תעמיד לרשות פעילי שוק ניירות הערך כללים ודאיים להערכת המהותיות של מכלול אירועים עתידיים, אך היא עתידה לסבול מהקשיים האינהרנטיים של אסדרה מוטת-כללים, כגון הצורך בעדכון מתמיד והתאמה לשינויי נסיבות, התמודדות עם ניסיונות לעקוף כללי אצבע מובהקים וכיוצא באלה.¹⁴³ לחילופין, ניתן לאמץ מבחן קו בוהק הקובע סף הסתברותי שרק מעליו תיבחן מהותיות המידע. מבחן הסתברותי שכזה ניתן להחיל על בחינת מהותיותו של מידע על אודות כל אירוע עתידי ולא דווקא אירוע המחייב איתור של הסכמה. ואולם, ככל שממילא נעשה שימוש בקריטריון המחייב איתור הסתברות מסוימת, נראה כי יש טעם להעדיף את מבחן התוחלת מהנימוק הראשון לעיל.

שלישית, אין לשכוח כי עקרון המהותיות נועד לבחון כיצד ישפיע המידע על שוק ניירות הערך. בחינת מידע במשקפי מבחן התוחלת משקללת בדיוק זאת. לעומתו, מבחן ההסכמה העקרונית עומד על נקודת זמן מסוימת בחיי המשא ומתן לקראת עסקה, אך הקשר בין התגבשותה של הסכמה עקרונית להשפעת המשא ומתן על ערכו של התאגיד, אינו נבחן כלל ועל כן המבחן עלול להחטיא את המטרה שביסוד עקרון המהותיות.

רביעית, פסרמן-יוזפוב מצדדת באימוץ מבחן התוחלת בישראל לאור התאמתו למודל עקרון המהותיות הישראלי שאומץ מהמשפט האמריקני.¹⁴⁴ לנימוק זה אפשר להוסיף חיזוק: הדין האמריקני הוא יותר ממקור פרשני גרידא בדיני ניירות ערך בישראל. לנוכח הגלובליזציה והקלות של תנועת ההון בין מדינות ושווקים, שואף הדין הישראלי להרמוניה עם הדין הנוהג בשוקי הון בולטים, כגון השוק האמריקני.¹⁴⁵ בית המשפט בישראל מציין כי במבחן היישום מגיע גם הדין האמריקני בסוגיית האיסור על שימוש במידע פנים לתוצאות דומות לאלו שאליהן מגיע מבחן ההסכמה העקרונית בישראל.¹⁴⁶ אף אם זהו המצב, אין

142 למעשה, אימוץ מבחן קו בוהק מחייב קביעת שני מבחנים לכל אירוע צפוי. בכל אירוע יש לקבוע נסיבות שבהתקיימן נחצה הקו הבוהק שממנו ואילך ניתן לומר כי האירוע מהותי ולאחר מכן יש לקבוע נסיבות שבהתקיימן נחצה הקו הבוהק במקרה שהאירוע העתידי לא יתרחש, למרות שהיה צפוי שיתממש. כפי שעולה מעניין עוז, לעיל ה"ש 113, אין הכרח כי הקו הבוהק יהיה זהה בשני המקרים.

143 ראו הדיון אצל מאוטנר, לעיל ה"ש 57.

144 ראו פסרמן-יוזפוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 232. הכוונה לבחינה אם מידע מסוים הוא מהותי על סמך השאלה כיצד משפיע מידע חדש זה על מכלול המידע (Total mix) המצוי בידי המשקיע. על מבחן מכלול המידע ראו שם, בעמ' 195–199. בניגוד לגישה האמריקנית, לאחרונה הביע בית המשפט האירופי את דעתו כי המבחן הנכון בסוגיה הוא מבחן קו בוהק שאינו משקלל את עוצמת האירוע העתידי עם ההסתברות להתרחשותו. ראו Case C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG., 2012 E.C.J EUR- Lex, LEXIS 1753.

145 ההרמוניה בחקיקה נועדה לקדם השפעות רשת המקלות על משקיעים להעביר הון ממדינה למדינה. ראו אוריאל פרוקצ'יה ודפנה קפליוק "מתקל דינים" הגישה הכלכלית למשפט 521, 541–542 (אוריאל פרוקצ'יה עורך, 2012).

146 השופטת ברלינר מצטטת בהסכמה את האמור בספרם של ALAN R. BROMBERG & LEWIS D. מדבריהם עולה לכאורה כי LOWENFELS, SECURITIES FRAUD & COMMODITIES FRAUD 7 (1994).

בכך כדי להבטיח כי גם בעתיד תמשיך להתקיים הזהות התוצאתית ביישום שני המבחנים בסוגיית איסור השימוש במידע פנים (מבחן התוחלת בארצות הברית ומבחן ההסכמה העקרונית בישראל). כמו כן, טיעון התוצאה הזוהה אינו תשובה משכנעת לנימוק ההרמוניה הבינלאומית, שכן מטרת ההרמוניה לאפשר למשקיעים זרים להשקיע בישראל מתוך הבנה כי הדין הישראלי זהה לדין המוכר להם ולא כי הדין שונה, אך לעת עתה תוצאותיו זהות לאלה המושגות בדין המוכר להם.

מנגד, הרמוניזציה עם הדין האמריקני טומנת בחובה חסרונות במישור פיתוח הדין ויישומו. לדעת רוברטה רומאנו, הרמוניזציה עלולה לגרום לתקלה נרחבת במקרה של בחירה בכלי רגולטורי שגוי, בעוד תחרות בין רגולטורים יכולה לחולל נורמות או אמצעי אכיפה עדיפים שיילמדו מתוך ניתוח הישגי הרגולציה או כישלונותיה.¹⁴⁷ אימוץ מודל הרגולציה האמריקני אמנם מקל על הרגולטור הישראלי לאמץ את דרכי היישום ושיטות האכיפה, שכבר פותחו על ידי רשות ניירות הערך בארצות הברית, אולם בה בעת הוא מקל על נמעני הרגולציה לאמץ דרכים לעקיפת החובות המוטלות עליהם, באמצעות למידת התנהגותם של נמעני הרגולציה בשוק האמריקני שבו קיימת פעילות גיוס הון ישראלית ענפה. לעומת זאת גישת אסדרה ייחודית לישראל תטיל עלות גבוהה יותר על פעילי שוק מקומי המבקשים להימנע מציות לנורמות החלות עליהם, דבר שימזער את הניסיונות להפר את החוק.

ואולם, טיעון התחרות הרגולטורית כהצדקה לאימוץ מבחן ההסכמה העקרונית בישראל משכנע במידה מוגבלת בלבד, שכן בשוק ניירות הערך האמריקני התקיימו, גם אם בתקופות שונות, שני מבחני המהותיות. עדיפותו של מבחן התוחלת נלמדת מהישרדותו של המבחן האחרון והעדפתו על פני המבחן הקודם למרות הקושי שהוא מציב בפני נמעניו, שהם במקרים רבים תאגידיים עתירי עוצמה ונושאי משרה בכירים בעלי יכולת כלכלית בלתי מבוטלת, המסוגלים להשפיע על עיצוב הנורמות.

חמישית, ניתוח כלכלי מופשט מצביע אף הוא על עדיפות למבחן התוחלת על פני מבחן ההסכמה העקרונית מבחינת התועלת לשוק המתבטאת בהבטחת דיווחים חשובים ובמניעת שימוש אסור במידע פנים. נניח כי בשוק מתקיימות חברות משני סוגים – גדולות וקטנות. נניח כי בשוק מתבצעות עסקאות משני סוגים – גדולות וקטנות. באופן טבעי, לא ניתן להניח כי היחס בין החברות הגדולות והקטנות או בין העסקאות הגדולות והקטנות הוא שווה. בשוק יהיו לפיכך יותר חברות קטנות ופחות חברות גדולות וכן יהיו מעט עסקאות גדולות והרבה עסקאות קטנות. יש להניח עוד כי חלוקת העסקאות אינה שווה, אלא מוטה לטובת החברות הגדולות. כלומר, חברות גדולות נקשרות ביותר עסקות משני הסוגים לעומת חברות קטנות. עוד נניח כי חברות גדולות נקשרות ביותר עסקות גדולות מחברות

רף המהותיות בענייני מידע פנים בארצות הברית נקבע בפועל על ידי בתי המשפט בנקודה נמוכה יותר בהשוואה לעניינים אחרים (ראו ע"פ אייל, לעיל ה"ש 68, בעמ' 62 לפסק הדין).

147 לגישה זו ראו Roberta Romano, *For Diversity in the International Regulation of Financial Institutions: Redesigning the Basel Architecture* (Yale Law School, National Bureau of Economic Research (NBER) & European Corporate Governance Institute (ECGI), Working Paper No. 452, 2013), available at <http://ssrn.com/abstract=2127749>

קטנות. כלומר גם שיעור העסקות הגדולות בסך העסקות שעושות החברות הגדולות גדול יותר משיעור העסקות הגדולות שעושות חברות קטנות.

אם כך, בהפשטה, מתקיימות ארבע חלופות אפשריות:

1. בחברות גדולות המנהלות משא ומתן לביצוע עסקות גדולות יחול מבחן התוחלת לפני מבחן ההסכמה העקרונית או למצער יחולו שני המבחנים באותו מועד.
2. בחברות גדולות המנהלות משא ומתן לביצוע עסקות קטנות יחול מבחן ההסכמה העקרונית לפני מבחן התוחלת.
3. בחברות קטנות המנהלות משא ומתן לביצוע עסקות גדולות יחול מבחן התוחלת במועד מוקדם בהרבה לפני ההסכמה העקרונית.
4. בחברות קטנות המנהלות משא ומתן לקראת עסקות קטנות יחול מבחן התוחלת לפני מבחן ההסכמה העקרונית ולמצער יחולו שניהם יחד בו זמנית כמתואר בחלופה הראשונה.¹⁴⁸

במקרים (1) ו-(4) יובילו שני המבחנים לתוצאה זהה. ההכרעה מחייבת אפוא לבחור את המבחן לקביעת מהותיות המידע אשר מתאים על פי הברירה בין חלופות (2) ו-(3). לכאורה, נראה כי מנקודת המבט הרגולטורית בשוק ניירות הערך עדיף מבחן המקיים את חלופה (3) על פני מבחן המקיים את חלופה (2). הטעם לכך נעוץ בעובדה שההשפעה של עסקות גדולות על שערי ניירות הערך של חברות קטנות תהיה משמעותית יותר מבחינת השינוי בשערי המניות לעומת ההשפעה של עסקות קטנות על שערי המניות של חברות גדולות. דא עקא, סביר להניח כי עקב המספר המועט של חברות גדולות המבצעות מספר רב של עסקות קטנות ולעומת זאת ריבוי החברות הקטנות המבצעות מעט עסקות גדולות מתקזזים היתרונות והחסרונות של המבחנים בחלופות (2) ו-(3).

בכל זאת, מסתמנת עדיפות למבחן התוחלת על פני מבחן ההסכמה העקרונית במודל המוצע כאן. נסביר: המוטיבציה לעשות שימוש במידע לצרכי מסחר בניירות ערך גדלה ככל שפוטנציאל הרווח גדל ולכן הנטייה להשתמש במידע בחברה קטנה העומדת בפני עסקה גדולה תהיה חזקה יותר מהנטייה להשתמש במידע במסחר בניירות הערך של חברה גדולה. הסיבה לכך היא התשואה הגדולה יותר מהשימוש במידע זה בחברה קטנה, שבה ההשקעה הנדרשת ברכישת ניירות הערך נמוכה יותר מההשקעה הנדרשת להשגת תשואה זהה בחברה הגדולה, גם אם הרווח הנומינלי זהה בשני סוגי החברות.

אמחיש בדוגמה מספרית. נניח שוק ניירות ערך שבו נסחרות מניותיהן של 100 חברות. 20 מתוך החברות הללו הן חברות "גדולות" שהונן העצמי בניכוי התחייבויות עומד על 1000 שקלים חדשים. הון המניות המונפק של חברות אלה עומד על 100 מניות ומתוכן 20

148 תוצאה זו מחייבת הנחת הנחות מסוימות לגבי גודלן היחסי של החברות הקטנות והעסקאות הקטנות. ללא הנחות אלה עשוי להתקיים במקרה זה גם מצב שבו עסקה תהיה קטנה דיה כך שגם לאחר התגבשות הסכמה עקרונית (דהיינו התגבשות איסור השימוש על מידע פנים) לא ייחצה סף המהותיות של מבחן התוחלת (דהיינו לא תקום חובת הדיווח). כזכור, תוצאה זו, אשר השלכותיה תוארו בניחות מצב עולם 2 בתת-פרק ה-1. לעיל, טומנת בחובה קשיים המטים את הכף לטובת אימוץ מבחן אחיד, יהא אשר יהא. הדברים הללו נכונים גם ביחס לחלופה הראשונה שבה נדונות חברות גדולות המבצעות עסקאות גדולות. לפיכך, לצורך המשך הדיון, נניח כי גודלן היחסי של החברות הגדולות והעסקאות הגדולות בחלופה 1 כמו גם גודלן היחסי של החברות הקטנות והעסקאות הקטנות בחלופה 4 שוללים תוצאה כזו.

מניות רשומות למסחר בבורסה ומוחזקות בידי הציבור. שווי כל אחת מהמניות שבידי הציבור עומד על 10 שקלים למניה ולכן מסתכם שווי המניות שבידי הציבור בסכום של 200 שקלים.

יתר 80 החברות הנסחרות בבורסה הן חברות "קטנות" אשר הונן העצמי בניכוי התחייבויות עומד על 400 שקלים חדשים. שיעור המניות מכלל הון המניות המונפק שחייבת חברה לרשום למסחר בבורסה לצורך הנפקה לציבור גדל ככל שההון העצמי של החברה לאחר ההנפקה קטן יותר כדי להגדיל את הסחירות במניות. לכן בהשוואה לחברות הגדולות נדרשות החברות הקטנות להנפיק שיעור גדול יותר מהון המניות שלהן.¹⁴⁹ נניח כי לחברות הקטנות יש 100 מניות וכי 50 מניות נסחרות ומוחזקות בידי הציבור. שוויה של כל מניה שבידי הציבור בחברה קטנה עומד על 4 שקלים ובסך הכול שווי החזקות הציבור במניות כל אחת מהחברות הקטנות עומד על 200 שקלים.

בהתאם להנחות שצוינו לעיל, כל אחת מהחברות הגדולות מבצעת מדי שנה 20 עסקאות, מהן 10 עסקאות גדולות ו-10 עסקאות קטנות. לעומת זאת כל אחת מהחברות הקטנות מבצעת מדי שנה רק 10 עסקאות ומתוכן רק שתי עסקאות הן עסקאות גדולות ואילו יתר 8 העסקאות הן עסקאות קטנות. עסקה גדולה משמעה רווח של 100 שקלים לחברה ואילו עסקה קטנה משמעה רווח של 10 שקלים בלבד. בהנחה כי שוק ניירות הערך מתנהג בהתאם לתאוריית השוק היעיל החצי-חזקה,¹⁵⁰ אמורים מחירי המניות בחברות לשקף את הרווח הנובע מכל עסקה עם הדיווח על העסקה לציבור. אם כך, בחברה גדולה יעלה מחיר המניה בשקל אחד עקב דיווח על עסקה גדולה ובעשר אגורות לאחר דיווח על עסקה קטנה. בחברה קטנה יעלה מחיר המניה גם הוא בשקל אחד לאחר דיווח על עסקה גדולה ובעשר אגורות לאחר דיווח על עסקה קטנה.

בהינתן הנחות אלה, אדם הרוכש מניה אחת של חברה גדולה בהתבסס על מידע בדבר עסקה (גדולה או קטנה) ירוויח סכום נומינלי זהה לזה שירויח אדם הרוכש מניה אחת של

149 ראו למשל את התנאים בדבר שווי החזקות הציבור לאחר ההנפקה, שיעורן ופיזורן בפרק ו' להנחיות על פי החלק השני לתקנון הבורסה (רישום מניות למסחר של חברה חדשה) (זמין ב-www.tase.co.il/resources/pdf/rulesandregulations/hebrew/companies/nr_companies_1_2_105986.pdf).

150 תאוריית השוק היעיל בוואריאציה המכונה "חצי חזקה" גורסת כי מחירים של ניירות ערך משקף את כל המידע שפורסם בציבור על נכס הבסיס של ניירות הערך, אך אינו משקף מידע שטרם פורסם ובכלל זה מידע פנים. לפיכך פרסומו של מידע חדש ישפיע על שער נייר הערך בהתאם לטיבו של המידע שיתפרסם. כמו כן, מסחר בניירות ערך על סמך מידע פנים שטרם פורסם ברבים מעניק למשתמש במידע זה יתרון על פני שאר המשקיעים בשוק, ולכן עבירת איסור השימוש במידע פנים מבוססת במידה רבה על תאוריה זו. ניסוחה הידוע ביותר של התאוריה מיוחס למאמרו של יוג'ין פאמה, Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383 (1970). במשפט האמריקני מקובל לראות בעניין *Basic*, לעיל ה"ש 60, פסק דין המאמץ את התאוריה והיא שומרת לעת עתה על מעמדה בפסיקה האמריקנית על אף שלאחרונה גוברת הביקורת עליה מצד כלכלנים ומשפטנים. לסקירה עדכנית של הביקורת על אימוץ התאוריה בפסיקה האמריקנית ראו, Jill E. Fisch, *The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895 (2013). לגישה בפסיקה הישראלית המעניקה מעמד של חזקה ניתנת לסתירה לתאוריית השוק היעיל החצי-חזקה בשוק ניירות הערך בישראל ראו למשל דעת המיעוט של המשנה לנשיא ריבלין בעניין קיטאל, לעיל ה"ש 54, פס' 36 לפסק הדין.

חברה קטנה בהתבסס על מידע בדבר עסקה (גדולה או קטנה) של החברה. עם זאת הרוכש מניה בחברה גדולה יידרש להשקיע עשרה שקלים ברכישת המניה ואילו הרוכש מניה בחברה קטנה ישקיע רק 4 שקלים, ועל כן התשואה על השימוש במידע בחברה הגדולה תעמוד על 10% בעסקה גדולה ועל אחוז בודד בעסקה קטנה ואילו התשואה שתצמח למשתמש במידע בחברה הקטנה תעמוד על 25% בעסקה גדולה ועל 2.5% בעסקה קטנה.

בהינתן ההנחות האמורות, קיים תמריץ לשימוש במידע בחברות קטנות. נוסף על כך בהינתן כי פיזור החברות בשוק ניירות הערך ופיזור העסקאות בשוק דומה להנחות המוצעות כאן, יהיה ההפסד המצרפי למשקיעים התמימים בשוק ניירות הערך כתוצאה משימוש במידע על ידי אנשי פנים בעלי נגישות למידע בחברות הקטנות גדול מההפסד המצרפי למשקיעים התמימים בשימוש במידע כאמור בחברות הגדולות.¹⁵¹

מהניתוח האמור עולה כי אימוץ מבחן התוחלת עדיף על פני אימוץ מבחן ההסכמה העקרונית שכן מבחן התוחלת מוביל לגילוי עסקאות מהסוג המנוי בחלופה (3) בשלב מוקדם יותר ובכך מקטין את פרק הזמן העומד לרשות מחזיקי מידע לנצל לרעה מידע זה. כמו כן, גילוי המידע בשלב מוקדם מונע ממחזיקי מידע לנצל בדרכים, שאינן בלתי חוקיות, אך מעניקות להם יתרון בלתי הוגן לעומת משקיעים אחרים, כגון רכישת ניירות ערך בחברות אחרות אשר תושפענה מהמידע באופן עקיף.¹⁵²

חסרונו העיקרי של מבחן התוחלת נעוץ, כאמור, בקושי ליישמו. בתכנית העבודה של הרשות לניירות ערך לשנת 2012 נכללו שורת הקלות שמטרתן לעודד חברות לגייס מימון בשוק ניירות הערך, בין היתר על ידי הפחתת עלויות הרגולציה.¹⁵³ במסמך זה מציינת הרשות כי חוסר הוודאות בשאלה מהו המועד שבו מחויבת החברה לדווח על משא ומתן לקראת עסקה מהותית מעורר קשיים פרקטיים בקרב החברות הנסחרות.¹⁵⁴ הקשיים הפרקטיים ביישומו של מבחן המחייב את נמעניו להפעיל שיקול דעת מובנים מאליהם

151 כדי להבין מדוע נניח כי נושאי משרה בעלי נגישות למידע מתוך החברה ינצלו את המידע האמור כדי לרכוש מניות לפני כל עסקה וימכרו את המניות לאחר עליית המחיר בשוק בעקבות הדיווח על העסקה. הרווח המצטבר של בעלי המידע בחברה גדולה יעמוד על 220 שקלים (20 מניות X עלייה של שקל אחד לכל עסקה גדולה X 10 עסקאות גדולות + 20 מניות X עלייה של 0.1 שקלים לכל עסקה קטנה X 2 עסקאות קטנות). בהינתן כי בשוק יש 20 חברות גדולות יעמוד הרווח המצטבר של בעלי המידע על 4,400 שקלים. לעומת זאת, הרווח המצטבר של בעלי מידע בחברה קטנה יעמוד על 140 שקלים בלבד (50 מניות X עלייה של שקל אחד לכל עסקה גדולה X 2 עסקאות גדולות + 50 מניות X עלייה של 0.1 שקלים לכל עסקה קטנה X 8 עסקאות קטנות). הרווח הנומינלי של מחזיקי מידע בחברה קטנה נראה נמוך יותר, אך יש לזכור כי רווח זה משקף תשואה גבוהה יותר על ההשקעה לעומת הרווח שיצברו בעלי המידע בחברה גדולה. בהינתן מספר של 80 חברות קטנות בשוק יעמוד הרווח המצרפי של בעלי מידע בחברות קטנות על 10,200 שקלים. דהיינו, הנזק המצרפי הנגרם עקב אי-מניעת השימוש במידע בחברות קטנות עולה באופן משמעותי על הנזק הנגרם מאי-מניעת השימוש במידע בחברות גדולות ונוסף על כך יש דווקא בחברות הקטנות תמריץ לשימוש במידע לנוכח התשואה הגבוהה יותר המושגת בהן.

152 ראו לעניין זה Ian Ayres & Joseph Bankman, *Substitutes for Insider Trading*, 54 STAN. L. REV. (2001) 235.

153 רשות ניירות ערך מפת דרכים: יעדים ותכניות לשנים הקרובות חלק II – הצעות להקלות ברגולציה – מסמך להערות הציבור (2012) (זמין ב-www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7044.pdf).

154 שם, בעמ' 32. עוד צוין כי קשיים אלה גוברים לנוכח היעדר כללים ברורים בשאלה מהו המידע שמוטל על החברה לגלותו בשלב המשא ומתן.

ועמדו אף לנגד עיניו של בית המשפט העליון האמריקני בעניין *Basic*, שבו דחה אותם בית המשפט. למרות זאת אין לזלזל בקושי היישומי שמעמיד מבחן התוחלת. יישום המבחן דורש חישוב של שני משתנים שונים, אשר שניהם עלולים להיות עמומים. המשתנה הראשון הוא ההשפעה הצפויה של האירוע העתידי על התאגיד והמשתנה השני הוא ההסתברות להתרחשותו של האירוע. הערכת כל אחד משני המשתנים היא עתירת עבודה. זוהי חולשתו המרכזית של המבחן מול מבחן קו בוהק כגון מבחן ההסכמה העקרונית שבו נדרש לכאורה איתורו של משתנה אחד בלבד, דהיינו עיתוי התגבשותה של הסכמה עקרונית.

עיון מדוקדק יותר מלמד כי הפער היישומי בין שני המבחנים אינו כה גדול כפי שנרמזה מלכתחילה.¹⁵⁵ נתבונן תחילה ברכיב ההשפעה של האירוע העתידי על התאגיד. כאשר מדובר במידע בעל אופי כמותי, קשה יותר להעריך את השפעתו של אירוע עתידי על התאגיד בשלבים מוקדמים של התהוותו שבהם ההסתברות להתממשותו של האירוע קטנה. לעומת זאת במבחן ההסכמה העקרונית יש בידי המעריך הפוטנציאלי במועד גיבושה של הסכמה עקרונית נתונים מדויקים יותר להערכת השפעתו של האירוע על התאגיד. בעניין זה למשל העיר בית המשפט בעניין גרינפלד כי כל עוד לא התגבשה הסכמה עקרונית על תנאי העסקה, כגון מחיר המכירה, "קשה יותר לקבוע איך אם בכלל ישליך המידע על שווי המניה".¹⁵⁶ אין לכחד כי הקושי קיים וטמונה בהתגברות עליו השקעת עלות נוספת מבחינת המעריך הפוטנציאלי, כמו גם סכנה של חוסר דיוק בהערכה. מנגד, ההתמודדות עם קשיים מסוג זה היא מנת חלקם היומיומית של פעילי שוק ההון העוסקים דרך קבע בהערכת שוויין של עסקאות עתידיות, בתחזיות כלכליות ובתכניות עסקיות ארוכות טווח. המומחיות הקיימת ממילא בתחום זה מסייעת להקטין את עלויות הערכתם הכלכלית של אירועים עתידיים אף בשלב מוקדם שבו לא ניתן להצביע על הקווים המדויקים של אירועים אלה. ועוד, ביישום מבחן התוחלת כמו גם במבחני קו בוהק נדרשת במקרים רבים הערכה של השפעת אירועים עתידיים שאינם כמותיים ואשר מהותם אינה משתנה על רקע הסיכויים להתממשותם. ניטול שוב לדוגמה אירוע כגון מחלתו של נושא משרה בכיר בתאגיד שעלול להידרש לפרוש מכהונתו עקב פגיעה ביכולות קוגניטיביות. במקרה זה נדרשת ממילא הערכה איכותית ולא כמותית של השפעת האירוע על התאגיד. אופייה של הערכה זו אינו משתנה בין שהיא מבוצעת בשלב מוקדם ביותר של מחלת נושא המשרה או בשלב מאוחר יחסית שבו ההסתברות לפרישתו של נושא המשרה גבוהה יותר, שכן מהותו של האירוע העתידי שנדרש חישוב השפעתו נותרת זהה לאורכו של ציר ההסתברות, או ציר הזמן. לפיכך במקרים אלה מציבים מבחן הקו הבוהק ומבחן התוחלת קושי זהה בפני נמעניהם.

בהקשר זה חשוב לציין כי ייטיבו לעשות בתי המשפט או מתווי הנורמות בשוק ניירות הערך אם יקבעו סף למשתנה ההסתברותי של מבחן התוחלת, שיעלה בקנה אחד עם הספים המקובלים בדיני ניירות ערך. לעת עתה לא נמצא בפסיקה או בדין סף מפורש כזה. לכאורה, ניתן להעריך את השפעתו של אירוע עתידי על תאגיד גם כאשר הסיכוי להתממשותו הוא

155 ראו גם ליכט דיני אמונאות, לעיל ה"ש 56, בעמ' 92, ה"ש 292 העומד על כך שהחדות של דוקטרינת ההסכמה העקרונית שנדחתה בעניין *Basic* היא "למראית עין בלבד" וכי המבחן מתאפיין ב"עמימות מובנית".

156 עניין גרינפלד, לעיל ה"ש 51, פס' 17 לפסק הדין.

מזערי ביותר, קרוב לאפס. עם זאת הדבר מעורר שני קשיים. הקושי הראשון – הערכת ההשפעה של אירוע עתידי כזה עלולה להיות כה גסה עד כי לא יהיה טעם בגילוייה. הקושי השני והעיקרי הוא כי ככל שסף ההסתברות נמוך יותר, כך גדלה כמות האירועים העתידיים שיהיה על התאגיד להעריך את מהותיותם. קביעת סף הסתברות נמוך במיוחד תחייב הערכה של כמות אינסופית של אירועים פוטנציאליים, שרבים מהם לא יתממשו בסופו של דבר.

בדיני ניירות ערך נפוץ השימוש בספים כגון 5%, 10%, 25% לקביעת מהותיותם של אירועים שונים בתאגיד.¹⁵⁷ כל אחד מהספים הללו יכול להתאים כסף ההסתברות המינימאלי כך שרק אירוע שההסתברות להתממשותו עולה על השיעור שנקבע יהיה אירוע שיש לבחון אם השפעתו הצפויה על התאגיד היא מהותית על פי מבחן התוחלת. יש לתת את הדעת כי ככל שיוגבה הסף, כך יקטן מספר האירועים העתידיים שהתאגיד יידרש להערכתם מחד גיסא, ומאידך גיסא תרד גם כמות המידע החשוב, אך לא ודאי, שתובא לידיעת המשקיעים.¹⁵⁸

ניתן לטעון כי נורמה המותירה שיקול דעת רחב בידי התאגידים עומדת בסתירה להסדרת הגילוי בשוק ניירות הערך בעיקר בדרך של כללים. לכאורה, מבחן ההסכמה העקרונית, בגרסתו האמריקנית המקורית, הולם יותר ממבחן התוחלת את דיני ניירות הערך בישראל המתאפיינים ברגולציה עתירת כללים גם אם יש בהם עקרונות ומושגי שסתום. ואולם, טענה זו יש לדחות. ראשית, גם בארצות הברית מוסדרים דיני ניירות ערך על ידי שילוב דומה של ריבוי כללים ובצדם עקרונות או סטנדרטים.¹⁵⁹ אף על פי כן, בחר בית המשפט האמריקני להעדיף את מבחן התוחלת. שנית, על אף הרגולציה מוטת הכללים, דיני ניירות הערך בישראל כמו גם בארצות הברית כוללים כאמור מונחי שסתום המתפקדים כמבחני סל שיוריים ומחייבים הפעלת שיקול דעת. עקרון המהותיות הוא המרכזי שבהם והוא בא לידי ביטוי בחובת התאגיד לדווח על כל אירוע מהותי. מבחן התוחלת הוא המבחן ליישומו של עקרון המהותיות ועל כן עמימותו של מבחן התוחלת אינה מעלה ואינה מורידה. מבחן התוחלת אך מתווה את אופן הפעלת שיקול הדעת במקום שבו המחוקק

157 ראו לעיל ה"ש 30.

158 נעיר כי למרות הסתייגותה של השופטת ברלינר מהמבחן ההסתברותי, ניתן לקרוא את פסק דינה בע"פ מהרשק, לעיל ה"ש 67 והטקסט הסמוך לה, ככזה המאמץ סף הסתברות של 50% להתרחשות האירוע העתידי לצורך קביעת מהותיות המידע. אולם סף זה הוא חריג וכמעט שאינו קיים בדיני ניירות ערך. דוגמה חריגה לסף כזה מצאנו למשל בתק' 51(א) לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף – מבנה וצורה) התשכ"ט–1969 המתייחסת למצב שבו יותר ממחצית נכסיו של מנפיק ניירות ערך ובהם תמורת ההנפקה מושקעים בתאגיד אחר ועל כן נדרש המנפיק לפרט בתשקיף ההנפקה את כל הפרטים שהיו נדרשים מהתאגיד האחר מושא ההשקעה אילו היה התאגיד האחר עצמו מנפיק ניירות ערך. לנוכח חריגותו של סף חמישים האחוזים נדרשת לטעמנו לכל הפחות התמודדות עיונית של בית המשפט עם הבחירה בסף כה יוצא דופן.

159 על תמהיל הכללים והסטנדרטים בדיני ניירות ערך בארצות הברית ראו למשל James J. Park, *Rules, Principles and the Competition to Enforce the Securities Laws*, 100 CAL. L. REV. 115, 132–134 (2012). מהדוגמאות המובאות במאמרו של Park, דומה כי בארצות הברית מתאפיינת חובת הגילוי בהסדרה מוטת-כללים ואילו האיסור על הונאה (Fraud) מתאפיין בהסדרה מוטת-עקרונות.

הותיר בכוונת מכוון מתחם עמום לנמעני הנורמה.¹⁶⁰ נוסף על כך, המושג "הסכמה עקרונית" אף הוא מושג עמום. אמנם מדובר במושג הכולל בתוכו את המילה "הסכם", אך לא נמצא בדיני החוזים פרשנות לתוכנו. האם "הסכמה עקרונית" מחייבת מסוימות? גמירות דעת? מהי אותה נקודת אל-חזור? המושג משווע להבהרה. למעשה, גם את מושג ההסכמה העקרונית ניתן לטעון בתוכן הסתברותי עמום באופן שיקרב את יישומו למבחן התוחלת. למרות הביקורת, שעלולה להתעורר בהקשר של אימוץ מבחן עמום בדין הפלילי, דווקא הקושי ביישומו של מבחן התוחלת מחזק את ההצדקה לאמצו ביחס לבחינת מהותיותם של אירועים עתידיים בעבירת איסור השימוש במידע פנים. ראשית, מבחן ההסכמה העקרונית החד יותר, לכאורה, יוצר תמריץ להתנהלות אסטרטגית של אנשי פנים מרכזיים בכל הקשור לשלבי המשא ומתן לקראת עסקה באופן שעלול להביא לנטרולו של איסור השימוש במידע פנים. שנית, תיקונים שנעשו בחוק ניירות ערך בשנים האחרונות מעידים על כוונת המחוקק להרחיב את תחולתה של עבירת איסור השימוש במידע פנים.¹⁶¹ אימוץ מבחן התוחלת ירחיב אף הוא את מוטת ההרתעה של העבירה, שכן כאשר הנורמה עמומה נוצר לנמעניה תמריץ לנהוג בזהירות יתר.¹⁶² זהירות יתר במקרה זה משמעה כי אנשי פנים בתאגיד יימנעו משימוש במידע שברשותם, אף אם מידע זה טרם הגיע לדרגת מידע פנים, וזאת כדי שלא ימצאו את עצמם עוברים בטעות על איסור השימוש במידע פנים. התנהגות כזו אמנם פוגעת ביעילות השוק, שכן נפח המסחר יצטמק במידה מסוימת עקב היעדרם מהמסחר של קונים או מוכרים שהם אנשי פנים. עם זאת היעדרות זו אינה צפויה להשפיע באופן משמעותי, אם בכלל, על מחירו של נייר הערך בשוק שכן טעותם של אנשי הפנים היא בחושבם שהמידע שבידם הוא מהותי בשעה שהמידע אינו מהותי, דהיינו אינו מידע שיש בו כדי להשפיע על החלטות השקעה של משקיע סביר ועל כן אינו אמור להיות מידע בעל השפעה על מחיר נייר הערך.¹⁶³

160 הניסיון להמיר את מבחן התוחלת במבחן פשוט וטכני יעקר את התכלית שנועדה להשיג עמימותו של מושג המהותיות. אילו רצתה רשות ניירות ערך לפשט את מושג השסתום יש להניח שהייתה עושה זאת. מושג המהותיות אינו מוגדר בחוק ניירות ערך במפורש ולא בכדי. המחוקק והרשות טרחו והתקינו עשרות תקנות על פני מאות עמודים וחזקה גם עליהם כי אילו היו רואים לנכון להמיר את עמימות עקרון המהותיות במבחנים טכניים היו עושים זאת. השוו למאמרו של Oesterle, לעיל ה"ש 44.

161 ראו תזכיר חוק איסור שימוש בלתי הוגן במידע על ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התש"ע-2009 וכן ליכט "שימוש במידע פנים", לעיל ה"ש 54. תזכיר החוק הציע לאמץ את דוקטרינת הקנייה במשיכה בעבירת השימוש במידע פנים, כך שגם גורם חיצוני לתאגיד ואף גורם לעומתי לתאגיד שהגיע לידיו מידע שאינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי להשפיע על החלטות השקעה, יהיה מנוע מלעשות שימוש במידע. תזכיר החוק מציע להגדיר "מידע מהותי" כ"מידע שאינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי להשפיע על שיקולי ההשקעה של משקיע סביר". הגדרה זו מנסה לעקוף את הקושי שיעמוד בפני גורם חיצוני לתאגיד בבואו להעריך אם מדובר במידע מהותי על סמך ההגדרה הקיימת כיום בפסיקה המחייבת היכרות עם מכלול המידע אודות התאגיד אשר לא כולו מצוי בידיעת הגורם החיצוני. עם זאת יש לציין כי תזכיר החוק האמור נגנו בשל קשיים אחרים העולים ממנו.

162 לעומת זאת אימוץ נורמה אשר מרחיבה את מתחם האירועים העתידיים שלא ייחשבו לאירועים מהותיים עלול לשרד לאנשי פנים מסר מתירני המעודד הסתרת מידע ומסחר אסור. ראו Padfield, לעיל ה"ש 140.

163 פסרמן-יוזפוב, לעיל ה"ש 1, בעמ' 183-186.

אף במצב של אי־ודאות לגבי המועד שבו מתגבשת חובת דיווח על פי מבחן התוחלת, עלול התאגיד לטעות אחת משתי טעויות: דיווח מוקדם מדי ודיווח מאוחר מדי. דיווח מאוחר מדי עלול לגרום סנקציות פליליות ומנהליות וכן אחריות אזרחית בגין אי־דיווח במועד. לפיכך גם במקרה זה יגרום אימוץ מבחן התוחלת העמום להרתעת יתר. מחירה של הרתעת היתר הוא הצפת השוק במידע לא מהותי שעלול להקשות על משקיעים לברור את התבן מן המוץ. עם זאת בין שתי הטעויות האפשריות עדיף פתרון המגדיל את כמות המידע בשוק ומבטיח כי מידע מהותי יימסר גם אם במחיר של הוספת מידע לא מהותי על פני כלל שבו מידע מהותי עלול להימנע מהמשקיעים.

בשולי הדברים ייאמר, כי ניתן גם להציע לבטל באופן מוחלט את החובה לדווח על עסקה בטרם הושלמה. ביטול החובה לדווח על משא ומתן לקראת עסקה מגלם במקרים לא מעטים חסכון פרקטי כפול מבחינת החברה. לא רק הדין הפנימי על אודות המועד שבו יש לדווח על המשא ומתן נחסך, אלא אף נחסך מהתאגיד דיון מורכב לא פחות במקרה שבו המשא ומתן לקראת העסקה, שעליו דיווחה החברה, לא הבשיל ויש להכריע אם העסקה לא תצא עוד לפועל ולעדכן את השוק במידע זה.¹⁶⁴ דא עקא, ביטול חובת הדיווח אינו מסיר את ההתלבטות בשאלת המבחן הראוי להערכת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי בעבירת איסור השימוש במידע פנים. מנקודת המבט הרגולטורית, כל שיושג בביטול חובת הדיווח על מידע כזה, הוא הסרת הארביטראז' הפוטנציאלי בין שני המבחנים והתמריצים הנובעים ממנו.

בארצות הברית נקט המחוקק בגישה שאינה מחייבת תאגיד לדווח על משא ומתן באופן יזום אלא מטילה עליו חובה להתייחס למידע על אודות משא ומתן, אם מידע כזה הגיע לשוק ניירות הערך, למשל כתוצאה משמועות שהופצו על ידי מאן דהוא. אם מקור המידע אינו בתאגיד עצמו, רשאי התאגיד, על פי הדין האמריקני, להשיב "אין תגובה" ואילו אם מקור המידע הוא בתאגיד או בגורם מתוך התאגיד, חייב התאגיד להתייחס מפורשות למידע ולאשר או להכחיש אותו.¹⁶⁵ לנוכח מצב זה, המאפשר במקרים רבים לחברה להימנע מדיווח על משא ומתן, ברור עוד יותר מדוע בחר בית המשפט האמריקני, בבואו לבחון אם נעברה עבירת שימוש במידע פנים, ליישם את מבחן התוחלת החובק אירועים רבים יותר ועל כן יוצר הרתעה רחבה יותר.

1. סיכום

שני מבחנים נמצאו בדין הישראלי כדי לקבוע את מועד סיווגו של מידע על אודות אירוע עתידי שקיימת אי־ודאות באשר להתממשותו בחייו של תאגיד כמידע מהותי. בדין הישראלי יש לסווג המידע כמידע מהותי שתי נפקויות עיקריות: האחת, הוא מקים חובת דיווח של התאגיד לציבור המשקיעים. האחרת, המידע הופך למידע פנים שמחיל על אנשי פנים בתאגיד איסור לעשות בו שימוש כל עוד לא גולה לציבור.

164 שם, בעמ' 241.

165 שם, בעמ' 250. כללי הבורסות בארצות הברית מחמירים יותר ומחייבים התייחסות מפורטת של התאגיד גם למידע שמקורו בצד שלישי (שם, בעמ' 245).

ברשימה זו הצבעתי על הצורך לאמץ מבחן אחיד לסיווגו של מידע על אודות אירוע עתידי כמידע מהותי, על רקע אי-הבהירות הרווחת בפסיקה לעת הזו בשאלה איזה מהמבחנים הוא המבחן הנוהג.

המבחן האחיד העדיף, לשיטתי, הוא מבחן התוחלת. עלות יישומו הגבוהה של מבחן התוחלת מבחינה שיפוטית ופרקטית היא חסרונו העיקרי של מבחן זה. מנגד, דיוקו של מבחן התוחלת עולה על מבחן ההסכמה העקרונית בכל הקשור להערכת מהותיותו של המידע. כמו כן, מבחן ההסכמה העקרונית ייחודי למצבים חוזיים. אמנם ניתן לפתח מבחני קו בוהק מסוגו של מבחן ההסכמה העקרונית גם למצבים אחרים, אולם עלות פיתוחם של כללים אלה תארך זמן רב ותחייב השקעה רבה.

מבחינה מעשית, סטייה מהפסיקה שאימצה את מבחן ההסכמה העקרונית יכולה להיעשות באמצעות פסיקה שונה של בתי המשפט המחוזיים אשר פסיקה קודמת של ערכאה זהה אינה מחייבת אותם או בתקדים מחייב של בית המשפט העליון לכשתובא הסוגיה בפניו. דא עקא, לנוכח השתרשות מבחן ההסכמה העקרונית בפסיקת בתי המשפט המחוזיים בעבירת איסור השימוש במידע פנים ולנוכח האפשרות הסבירה כי גישה זו תחלחל גם לתחום האכיפה המנהלית המופעלת על ידי הרשות לניירות ערך, נראה כי מתחייב שינוי חקיקתי. קרי, הגדרת מהותיותו של מידע על אודות אירוע צפוי בחוק או בתקנות באופן שיחיל מבחן מהותיות אחיד במסגרת חובת הדיווח ובמסגרת הגדרת מידע פנים בהתאם לשקלול ההסתברות להתרחשותו של האירוע ועוצמתו של האירוע ביחס לתאגיד כפי שהיא ידועה במועד הערכת ההסתברות.