

על מהותיות ואי-גילוי: בשולי פסק דין דסק"ש

מאת

ד"ר עמיר ליכט*

א. מבוא

חברה ציבורית אינה מגלה לציבור מידע מהותי שחובה עליה לגלותו על פי דין. את ההחלטה להימנע מן הגילוי מקבלים מנכ"ל החברה ומנהל הכספים שלה, המכהנים גם כדירקטורים בחברה, וזאת בידיעת יועצה המשפטי. האם עברו החברה ונושאי המשרה בה עבירה לפי חוק ניירות ערך? לכאורה שאלה רטורית, שהתשובה (החיובית) עליה אמורה להיות ברורה לכל. בפועל, לאחר מתן פסק הדין בעניין דסק"ש בבית-המשפט המחוזי בתל-אביב¹, הדברים כבר אינם כה מחוורים. כידוע, בפרשה זו נמנעה חברת השקעות דיסקונט בע"מ (להלן: **דסק"ש**) מלמסור לרשם החברות ולבורסה לניירות ערך דו"חות כספיים של חברות אשר בהן היו לה החזקות משמעותיות, ובמיוחד חברת ישקר בע"מ (להלן: **ישקר**). בכך מנעה החברה מן הציבור את האפשרות לעיין בדו"חות אלה. לאחר שהורשעו בבית משפט השלום בעבירה לפי סעיף 53(א)(4) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, זיכה בית המשפט המחוזי מעבירה זו את דסק"ש ועמה את דב תדמור, יוסף בוק ושלמה כהן, שכינהו (בהתאמה) בתפקידים הנזכרים לעיל.

ברשימה זו נבקש להראות כיצד פסק-דינו של בית-המשפט המחוזי בעניין **דסק"ש** מחטיא את היעד המרכזי של דיני ניירות ערך, שהוא הספקה קבועה של מידע מהותי אודות חברות ציבוריות לשוק ההון. השלכות פסק הדין, מעבר לתוצאתו המיידית, עשויות לעורר דאגה, ולא רק בלב אנשי אכיפת החוק. מבחינתם של אלה, אי-הטלת אחריות פלילית על אישים בכירים הפכה כבר לעניין שבשיגרה. זיכוי הנאשמים בפרשת **דסק"ש** צריך להדאיג במידה שווה את כל מי שעניין לו במשק ובשוק ההון בישראל, החל בבורסה לניירות ערך ובחברות הציבוריות וכלה באחרון בעלי המניות בהן.

בחלקים הבאים נתאר את הרקע העובדתי והמשפטי להתפתחויות בפרשת **דסק"ש**. לאחר מכן נעמוד על טיבו של אי-הגילוי בדיני ניירות ערך ועל האופן שבו ניתח בית המשפט המחוזי את התקיימות יסודות העבירה בעניין שלפנינו. נסיים בכך שנצביע על השלכות כלליות של פסק הדין, אשר לדעתנו, חורגות מגדר התיק המסויים.

* פרופסור אורח, אוניברסיטת קליפורניה ברקלי; מרצה בכיר, המרכז הבינתחומי הרצליה; עמית מחקר, המוסד האירופי למשטר חברות (ECGI).
1. ע"פ (ת"א) 70949/02 **מדינת ישראל נ' בוק** (טרם פורסם), ניתן ביום 1 לנובמבר 2004 (להלן: עניין **דסק"ש**).

ב. רקע

את האירועים שנדונו בפרשת **דסק"ש** יש לראות על רקע מסכת נסיבות רחבה יותר.² חברת ישקר נוסדה על ידי סטף ורטהיימר בשנת 1952. לפי המסופר, שכן מפעלה הראשון בתצר ביתו בנהריה. החברה עסקה ועודנה עוסקת בייצור כלי עבודה ממתכות קשות. סטף ורטהיימר מכהן כיו"ר הדירקטוריון ובנו, איתן, מכהן כנשיא החברה. ישקר היא אחת משלוש החברות המובילות בעולם בתחום פעילותה. שתי החברות האחרות, Sandvik השבדית ו-Kennametal האמריקאית, הן חברות ציבוריות וניירות הערך שלהן רשומים למסחר בארצות הברית. בסוף שנות השישים, לאחר מלחמת ששת הימים ובמענה לפנייות מראשי המדינה, ייסד סטף ורטהיימר את חברת טכנולוגיות להבים בע"מ (להלן: **להבים**) המפתחת ומייצרת להבים למנועי סילון. באותה תקופה השקיעה משפחת רקאנטי בישקר ובלהבים ורכשה כ-50% ממניות ישקר. ההשקעה התבצעה דרך אי.די.בי. חברה להחזקות בע"מ (להלן: **אי.די.בי.**), שנשלטה אז על ידי בני המשפחה. את המניות החזיקה חברת דסק"ש, חברה נכדה של אי.די.בי., שמנהלה הכללית היה כבר אז מר תדמור. בשנת 1988 רכשה משפחת ורטהיימר מדסק"ש כמחצית מהחזקותיה בישקר, דהיינו כ-25% ממניות החברה, לפי שווי חברה של 100 מיליון דולר. דסק"ש נותרה עם 26.7% מן המניות.³ בנוסף היה לדסק"ש דירקטור מטעמה, יעקב אשל, בדירקטוריונים של שתי החברות. ישקר ולהבים לא גייסו מעולם הון מן הציבור והיו תמיד חברות פרטיות כהגדרתן בקודת החברות [נוסח חדש].

על פי הוראות חוק ניירות ערך ותקנותיו, היתה ישקר "חברה מסונפת" ו"חברה קשורה" של דסק"ש והחל מ-1993, עם התקנת תקנות בעניין, גם "חברה כלולה".⁴ זאת, מכיוון ששיעור ההחזקה שלה במניות ישקר עלה על 25%. לפיכך היה על דסק"ש לצרף לדו"חותיה הכספיים, הנמסרים לציבור על פי חוק ניירות ערך, גם את הדו"חות הכספיים של ישקר.⁵ דעתם של בעלי השליטה בישקר ולהבים לא היתה נוחה ממצב דברים זה, והם הביעו את אי שביעות רצונם מן הצורך לפרסם את הדו"חות הכספיים של ישקר. בין השנים 1988-1990 פנתה דסק"ש לרשות ניירות ערך בבקשות לפטור אותה מחובת צירוף הדו"חות הכספיים של ישקר ולהבים לדוחותיה שלה בנימוק של "שיקולים עסקיים".⁶ הרשות דחתה את הפניות, בפעם האחרונה - בינואר 1991.⁷

-
2. בעת כתיבת רשימה זו לא עמד בפנינו חומר הראיות שעמד בפני בית המשפט. הדברים להלן מתבססים על דיווחים בעתונות, רובם ככולם לאחר מעשה. את הדברים יש לקרוא, לפיכך, בכפוף להערה זו.
 3. ראו גיא רולניק, "בלב קל - אבל במחיר כבד" **הארץ** 3.8.97 (להלן: "**בלב קל**").
 4. ראו תקנות 12-13 ו-44 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970; תקנה 23 לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), תשנ"ג-1993.
 5. מעבר לסף המספרי הטכני, ייתכן שהיקף ההחזקות של דסק"ש בישקר הביא לכך, שלמרות עמדת המיעוט שלה היתה לדסק"ש עמדת כוח מסויימת בישקר. תחת המשטר המשפטי שנהג בעת שחלה פקודת החברות [נוסח חדש], החזקות בשיעור העולה על 25% מזכויות ההצבעה היקנו למחזיק זכות וטו על שינויים בתקנון החברה ועל החלטות מרכזיות אחרות, והכל בכפוף לאמור בתקנון החברה.
 6. עניין דסק"ש, **לעיל** הערה 1, פסקאות 3-4 לחוות דעת הרוב, מפי כב' סגנית הנשיא ברלינר.
 7. **שם**, **שם**.

החל מן הדו"ח השנתי לשנת 1990 (שמועד הגשתו ב-1991) וכלה בדו"ח הרבעוני הראשון לשנת 1995 - ובסך הכל, ב-18 דו"חות לציבור - נקטה דסק"ש גילוי מפלה, דהיינו, היא צירפה את הדו"חות של ישקר ולהבים רק לדו"חות הכספיים אותם הגישה לרשות ניירות ערך. בנוסח מכתב הלוואי שנשלח לרשות עם הדו"ח שלה כתבה דסק"ש, כי "אליו בלבד מצורפים" הדו"חות של ישקר ולהבים. דסק"ש לא צירפה את הדו"חות של ישקר ולהבים לדו"חות שמסרה לרשם החברות ולבורסה, אשר רק הם עמדו באותה תקופה לעיון הציבור. על מתכונת זו החליט תדמור, יחד עם בוק וכחן, הגם שכהן, כיועץ משפטי, גרס כי יש בכך משום אי-חוקיות אך לבסוף גיבש את מתכונת הגילוי המפלה המתוארת. סטף ורטהיימר העיד, כי לא ידע על חובת צירוף הדו"חות.⁸

בני משפחת ורטהיימר ודסק"ש הקימו בערך בחודש אוגוסט 1995 את חברת Is. H. Ltd (להלן: יש. אייץ') והעבירו אליה את מניותיהם בישקר, כך שמאותו מועד החזיקו הצדדים בישקר ביחסים הנזכרים דרך חברת ההחזקות יש. אייץ'.⁹ לצעד זה לא היתה השפעה על חובות הגילוי של דסק"ש. בסוף אותו חודש ממש פנתה ישקר לבית המשפט בבקשה לצו מניעה נגד דסק"ש, כי לא תציין בדוחותיה הכספיים כל נתון כספי הנוגע לפעילותה של ישקר, ונגד אשל (שכיהן, כאמור, כדירקטור בישקר מטעם דסק"ש), כי יימנע מלמסור לדסק"ש כל נתון שכזה. כנימוק לבקשה ציינה ישקר, כי "בעת האחרונה חלו תמורות גדולות בנתוני הכספיים של ישקר, תמורות אשר גילוין למתחריה של ישקר עלול בהסתברות גבוהה לגרום לנזקים חמורים לישקר ומפעלה."¹⁰ ניתן צו מניעה זמני והתוצאה היתה, שלנוכח סירובה של ישקר למסור את דו"חותיה לדסק"ש, אי.די.בי. ודסק"ש - מן החברות המובילות במשק - עמדו בפני הסיכון כי מניותיהן יועברו למסחר חד-שבועי. שינוי כזה גורר פגיעה בנזילות ניירות הערך (ולכן פגיעה בשוויים ובמשקיעים המחזיקים בהם) כמו גם במוניטין של החברה. ועדת המסגרת של לשכת רואי החשבון לטיפול בסוגיות חשבונאיות מזדמנות נחלצה לעזרה ואישרה לדסק"ש להציג את נתוני ישקר בדו"חותיה על בסיס עלות ולא על בסיס שווי מאזני. רשות ניירות ערך לא ראתה את הדברים עין בעין ועמדה על צירוף הדו"חות לדו"חותיה של דסק"ש.¹¹

במחצית ספטמבר 1995 נקטה דסק"ש יוזמה נגדית וביקשה מבית המשפט לתת צו המורה לישקר למסור לה את דו"חותיה הכספיים, על-מנת שדסק"ש תוכל לעמוד בחובת הגילוי החלה עליה. במסגרת זו דווח, כי בכתבי הטענות טען סטף ורטהיימר, כי בעייתיות חשיפת המידע אודות ישקר עלתה פעמים רבות בפגישות שערכו הוא ובנו, איתן ורטהיימר, עם רפאל רקנאטי, יו"ר בחברות בקבוצת אי.די.בי., דב תדמור ויעקב אשל. לדברי ורטהיימר, בפגישות אלה הדגיש, כי יש למצוא פתרון לעניין

8. שם, חוות דעת כב' השופטת שיצר.

9. ראו רולניק, "בלב קלי", לעיל הערה 3. מקום התאגדותה של יש. אייץ' והדין החל עליה, לרבות דיני המס הנוגעים להעברת מניות בה, אינם ידועים לנו.

10. גיא רולניק, "הנעליים הגדולות של סטף ורטהיימר", הארץ 28.8.95. המחבר הביע דעתו, שם, כי הנתונים החסויים עשויים להיות משופרים דווקא וכי מטרת צעד זה היתה עשויה להיות הפעלת לחץ על דסק"ש למכור את מניותיה בישקר לורטהיימר.

11. יורם גביון, "מנהל מחלקת חשבונאות ברשות ניירות ערך דוחה את הדו"חות של דסק"ש", הארץ 1.9.95.

"החשיפה המסוכנת והמזיקה של נתוני ישקר".¹² תביעות שני הצדדים אוחדו, ובינואר 1996 הורה בית המשפט המחוזי בתל אביב, מפי כבי' השופט קלינג, לישקר וליש. אייץ' לספק לדסק"ש את דו"חותיה של ישקר. על ההחלטה הוגש ערעור לבית המשפט העליון, ודיון בו התקיים בינואר 1996. באותה תקופה התבררה גם מתכונת הגילוי המפלה שנקטה דסק"ש, לאחר שבעתונות דווח אז, כי זו הפעם הראשונה שבה דסק"ש מפרסמת את הדו"חות הכספיים של ישקר.¹³ מכל מקום, עם פירסום הנתונים התברר, כי שיעורי הרווחיות, תזרימי המזומנים ונתוני הביצועים הכספיים האחרים של ישקר היו גבוהים ביותר וחריגים לטובה בהשוואה למתחרותיה בענף. כפועל יוצא, במהלך שנות התשעים היתה ישקר מקור ההכנסות העיקרי של דסק"ש - עד כדי מחצית מכלל הרווח הנקי שלה.¹⁴

פסק דינו של בית המשפט העליון בערעור ניתן באוגוסט 1997, גם לנוכח נתונים אלה. כידוע, בית המשפט העליון קבע, כי הדו"חות הכספיים של ישקר הם מידע מהותי שחובה על דסק"ש לגלותו, וכי מחובתה של זו נגזרת חובתה של ישקר למסורם לדסק"ש.¹⁵ דא עקא, בזמן שניתן פסק הדין כבר בטל טעמו הישיר. עוד בראשית אותו חודש נפגשו נציגי משפחת ורטהיימר עם תדמור, בוק וכהן וסיכמו עמם על מכירת כל החזקות דסק"ש בישקר למשפחת ורטהיימר. בפועל, התבצעה המכירה על ידי העברת מניות דסק"ש בחברת יש. אייץ' לישקר עצמה. כן סוכם על מכירת מניות להבים שבידי דסק"ש, ושתי החברות שבו להיות בשליטת בני משפחת ורטהיימר בלבד. לסיכום זה קדמו מגעים בין בני משפחת ורטהיימר לבני משפחת רקנאטי. כן נערכו תיאומים ובירורים עם רשויות מס הכנסה במשך השנה שקדמה לכך, מהם עלה כי המועד הראשון האפשרי לעסקה הוא כחלוף שנתיים מהעברת מניות ישקר ליש. אייץ'.¹⁶ עוד קדמה לסיכום רכישה של כ-13% ממניות אי. די. בי החזקות על ידי בני משפחת ורטהיימר, אשר יצרה מנוף לחץ על בני משפחת רקנאטי. מחצית התמורה עבור החזקות בישקר ובלהבים שולמה באמצעות מכירת מניות אלה לדסק"ש והיתרה שולמה במזומן ולא לתר. בסך הכל נאמד שווי התמורה בכ-250 מיליון דולר. מחיר זה שיקף שווי של כמיליארד דולר לישקר. בדיעבד התברר, כי בדומה לרכישת מחצית מהחזקות דסק"ש בישקר בשנת 1988, גם רכישת המחצית השנייה היתה מהלך כדאי עבור משפחת ורטהיימר: באמצע שנת 2004 הוערך שווייה של ישקר בכ-3 מיליארד דולר.¹⁷

-
12. חמי גלית, "סטף ורטהיימר מנסה להסתיר אך זוכה לחשיפה מוגברת", **הארץ** 17.9.95. אך השוו **לעיל**, טקסט להערה 8.
13. נתן ליפסון, "פרשת הדו"חות הכפולים של דיסקונט השקעות" **הארץ** 14.8.98.
14. גיא רולניק, "מה שלא ידעו המשקיעים" **הארץ** 18.8.98.
15. ע"א 218/96 **ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ** (לא פורסם; ניתן ביום 21.8.97) (להלן: **עניין ישקר**).
16. רולניק, "בלב קל", **לעיל** הערה 3.
17. גיא רולניק, "במקרה של הרקנאטים" **הארץ** 11.5.04.

ג. טיבה של עבירת אי-הגילוי

1. הטעמים לחובת הגילוי המלא

חובת הגילוי המלא היא עמוד התווך של דיני ניירות הערך. אף על פי כן, הדרישה המופנית אל תאגידים המציעים ניירות ערך לציבור, לגלות ולהמשיך לגלות לכולי עלמא כמויות ניכרות של מידע אודותיהם, אינה מובנת מאליה. אחרי ככלות הכל, החברה היא בעיקרה התארגנות רצונית המושתתת על מסגרת בעלת אופי הסכמי.¹⁸ הסכם מסגרת זה יכול שיקבע גם את היקף הגילוי של התאגיד ונושאי המשורה בו. ההתערבות הרגולטיבית מרחיקת הלכת בהיקף המידע הטעון גילוי, כפי שהיא מקובלת כיום בדיני ניירות הערך בכל המדינות המתקדמות, מחייבת הסבר והנמקה. רק לאחר שתובהר התכלית לקביעת חובת הגילוי הנרחבת, ניתן יהיה לגזור ממנה את הפרשנות הנאותה להפרת חובה זו, כפי שנדונה בפרשת **דסק"ש**.¹⁹

בפרשת **ברנוביץ** עמד בית המשפט העליון, מפי הנשיא שמגר, על התכליות העומדות בבסיס חובת הגילוי על-ידי כך שהצביע על האינטרסים החברתיים שדיני הגילוי נועדו להגן עליהם:

"עיקרו של דבר, מקובל לראות פעלו של הגילוי בשניים: האחד - הספקתו של בסיס מידע נאות למשקיעים, באופן המאפשר קבלת החלטות רציונאליות בנוגע להשקעותיהם; השני - הרתעתם של בעלי הכוח בחברות ציבוריות מתרמית והתנהגות מניפולטיבית, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם. מובן כי קיימת זיקה הדוקה בין הגילוי המלא לבין קיומו של שוק יעיל לניירות ערך, שכן בעזרת החשיפה של מידע רלוונטי יש לשוק יכולת להגיב בזריזות לשינויים הנוגעים למצבה של החברה."²⁰

הנשיא שמגר מצביע, אם כן, על שני אינטרסים שחובת הגילוי המלא מגינה עליהם, הלוא הם שוק ההון והחברה. הגילוי המלא נועד לקדם את יושרת שוק ההון ואת משטר החברות (Corporate Governance) בתאגיד. הניסוח ההדוק מקפל בתוכו שורה של טעמים, אשר נדונו בהרחבה בספרות. האינטרס החברתי בהגנה על שוק ההון זכה לתימוכין שונים במרוצת השנים. מנקודת מבט כלכלית, מידע אודות התאגיד הוא מוצר ציבורי, דהיינו, הוא אינו מתכלה על

18. ראו סעיף 17 לחוק החברות, תשנ"ט-1999, הקובע, כי דין התקנון כדין חוזה בין החברה ובין בעלי מניותיה ובינם לבין עצמם.

19. הסברה המושמעת תדיר, לפיה ניירות ערך נבדלים מיתר הנכסים העומדים לממכר בשוק בכך שערכם אינו ניכר על פניהם, עומדת על כרעיים דקות. ככלות הכל, בשווקים מודרניים רבים הנכסים הבלתי-מוחשיים - למשל, נכסי קניין רוחני כגון פטנטים או תוכנה - שערכם אינו ניכר על פניהם ואין הקונה יכול לאומדם בחושיו. אף-על-פי-כן, חוזים לממכר נכסים כאלה אינם כפופים לחובת גילוי מלא. נמצא, התכלית לחובה זו אינה תלויה בטיב הממכר.

20. ע"א 5320/90 **ברנוביץ** נ' **רשות ני"ע** פ"ד מו(2) 818, 831 (להלן: עניין **ברנוביץ**).

ידי עצם השימוש בו וקשה להדיר מן השימוש בו. לפיכך אין תמריצים כלכליים נאותים לשחקנים בשוק לספק את כמות המידע האופטימלית ועלול להיווצר כשל שוק. הטלת חובת גילוי מכוח דין אמורה לפתור כשל שוק זה.²¹ מחברים אחרים, הדוגלים בגישה חוזית צרה לדיני תאגידים, כפרו בצורך לכפות גילוי מלא מטעם זה. אך גם לדעתם של אלה, יש צידוק לחובת הגילוי והוא מתן אפשרות למשקיעים להשוות ביעילות בין חברות שונות.²² לצד הנימוקים הכלכליים ניצב הנימוק המכונה לא פעם "אמון הציבור". לגירסה זו, ציבור המשקיעים רגיש לאותות אודות איכות ההגנה על זכויותיו ולכן יש מקום לרגולציה שתתמוך באמון הציבור. המוניטין של שוק ניירות הערך כזירה הגונה להשקעות עבור משקי הבית הם מוצר ציבורי, שלחברה בכללותה יש אינטרס להגן עליו.²³

לצד ההגנה על שוק ההון, קיים אינטרס ציבורי בפיקוח על המשטר בתאגיד. המימרה הוותיקה של השופט ברנדייס גורסת, כי "אור השמש הוא המחטא הטוב ביותר ואור החשמל הוא השוטר היעיל ביותר."²⁴ דהיינו, בעלי הכוח יהססו לנצל את כוחם לרעה לאור היום יותר מאשר במחשכים. הצורך להתמודד עם בעיית הנציג (Agency Problem) בחברות הציבוריות היה גם הוא בין הטעמים לקביעת משטר הגילוי בדיני ניירות הערך של ארצות הברית בשנות השלושים.²⁵ בהקשר זה ממלאת חובת הגילוי את תפקידה הקלאסי כאחד משני הרכיבים של חובת האמונים החלה על המחזיקים בעמדות כוח - הפעם בחברה הציבורית.²⁶ דיני ניירות הערך מהווים לפיכך מעין "שלוחה ציבורית" של דיני התאגידים המסווגים, בדרך כלל, כמשפט פרטי.²⁷

-
21. ראו: John C. Coffee, Jr., **Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System**, 70 Va. L. Rev. 717 (1984); Merritt B. Fox, **Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment**, 85 Va. L. Rev. 1335 (1999).
22. ראו: Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, **Mandatory Disclosure and the Protection of Investors**, 70 Va. L. Rev. 669 (1984). למותר לציין, הנמקה זו מוגבלת לחברות ציבוריות.
23. ראו: Joel Seligman, **The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System**, 9 J. Corp. L. 1 (1983).
24. Louis Brandeis, **Other People's Money** (1914) 85.
25. ראו: Paul G. Mahoney, **Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems**, 62 U. Chic. L. Rev. 1047 (1995).
26. הרכיב השני הוא האיסור על פעולה בניגוד עניינים.
27. מעמדה של חובת הגילוי כחלק מחובת האמונים בדיני תאגידים זכה לפיתוח מועט יחסית במשפט הישראלי. בעניין זה חלה לאחרונה התפתחות מעודדת. ראו ע"א 741/01 קוט נ' עזבון איתן ז"ל, פ"ד נז(4) 171; אך השוו ת"א (ת"א) 1981/02 גרינפלד נ' לסר (טרם פורסם, ניתן ביום 23.6.03). כן ראו ה"פ 1165/95, ה"מ 7778/95 גדיש קרנות תגמולים בע"מ ואח' נ' יש-גד תעשיות לתשתית (1993) בע"מ, דינים מחוזי כ(5) 555. על ההבחנה בין דיני התאגידים ודיני ניירות ערך כגופי משפט פרטי וציבורי, בהתאמה, ראו: Amir N. Licht, **International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence**, 20 Cardozo L. Rev. 227 (1998).

פועלה של חובת הגילוי ככלי של משטר חברות הוא צמצום הנחיתות האינפורמטיבית בה נתונים בעלי מניות מיעוט או בעלי מניות מן הציבור לעומת המנהלים בחברה או בעלי שליטה בה. נחיתות זו היא המחוללת את בעיית הנציג והיא זו שמעמידה את אנשי הפנים בעמדת כוח כלפי אותם בעלי מניות. בצורה רחבה יותר נטען, כי חובת הגילוי המלא מסייעת לא רק לקיום חובת האמונים אלא בעקיפין גם לקיום חובת הזהירות (שהאפשרות לאכוף אותה בהליך משפטי קלושה).²⁸ ולבסוף, היו שראו בחובת הגילוי אמצעי לאכוף על התאגיד את חובותיו כלפי החברה בכללותה, אף כי הבסיס לדעה זו אינו מחוור די צרכו.²⁹

המובאה לעיל מפרשת **ברנוביץ** מציינת גם את ה"שוק היעיל לניירות ערך" ומתארת אותו כפועל יוצא של ההגנה על שני האינטרסים האמורים. ניתן לפרש דיבור זה כמכוון לשוק יעיל אינפורמטיבית, שבו המידע המצוי בידי הציבור מגולם במחירי הנכסים.³⁰ הגדלת כמות המידע שבידי הציבור עשויה לשפר את מחירי הנכסים הפיננסיים. כתוצאה מכך עשויה להשתפר גם היעילות של הקצאת המקורות במשק כולו (יעילות הקצאתית), והרווחה החברתית המצרפית עשויה לגדול. פסיקה מאוחרת יותר ראתה בשיפור יעילות השוק משום טעם שלישי עצמאי.³¹

2. מבחן המהותיות

הגם שמקובל לומר, כי מטרת דיני ניירות הערך היא "גילוי, עוד גילוי, ושוב גילוי," החובה לגלות גילוי מלא אין משמעה הטלת חובה על התאגיד לגלות את כל המידע שברשותו. חובה מעין זו אינה מעשית כלל ונזקה צפוי להיות מרובה מתועלתה. נדרשת, לפיכך, אמת מידה לתחימת היקף המידע הטעון גילוי. חוק ניירות ערך אימץ לשם כך את מבחן המשקיע הסביר: חובת הגילוי חלה על כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל החלטת השקעה - לאמור, רכישה או מכירה של נייר ערך של התאגיד. לגבי הגילוי בתשקיף במסגרת רכישת ניירות ערך בשוק הראשוני, מעוגן מבחן זה בסעיפים 16 ו-17 לחוק. באשר לגילוי בשוק המשני, מעוגן המבחן בסעיף 36 לחוק. אלא שבכך לא סגי. העובדה שלחובת הגילוי יש תפקיד משטרי בחברה, הביאה לכך שמבחן

28. ראו: Louis Lowenstein, **Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure**, 96 Colum L. Rev. 1335 (1996). עקרונית, תוכן של החלטות ניהוליות, שאינן נגועות בניגוד עניינים (ולכן מפרות את חובת האמונים) או בחוסר תום לב, אינו נתון לביקורת שיפוטית וזאת מכח כלל שיקול הדעת העסקי (Business Judgement Rule), המשתקף בסעיף 253 לחוק החברות.
29. ראו: Cynthia A. Williams, **The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency**, 112 Harv. L. Rev. 1197 (1999).
30. יעילות השוק בהטמעת המידע שבידי הציבור במחירי הנכסים מכוונה יעילות במובן החזק-למחצה. לדיון ראו: Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman **The Mechanisms of Market Efficiency**. *Twenty Years Later: the Hindsight Bias*. 28 J. Corp. L. 715 (2003).
31. ראו ע"א 1928/93 רשות ני"ע נ' **גיבור סבירנה מפעלי טקסטיל בע"מ** פ"ד מט(3) 177.

המשקיע הסביר אומץ גם בהקשרים תאגידיים אחרים, אשר בהם נתונים בעלי מניות בנחיתות אינפורמטיבית.

לדוגמה, בעלי מניות, המתבקשים להחליט, האם למכור את מניותיהם בהצעת רכש, זקוקים לשם כך למידע שאינו ברשותם. תקנה 9 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000, קובעת מתכונת של מסמך גילוי (מפרט) שבו יכלול "כל פרט המצוי בידע המציע, העשוי להיות חשוב למחזיק סביר השוקל היענות להצעה על פיו, ולא יהיה במפרט פרט מטעה." בדומה לכך, בעלי מניות, שהצבעתם באסיפה הכללית נחוצה לשם אישור עסקה, הנגועה בחשש לניגוד עניינים, זקוקים למידע לשם קביעת עמדתם. כך גם בעלי מניות המתבקשים להצביע על הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה. לפיכך קובעות תקנות מכוח חוק ניירות ערך, כי יש למסור לבעלי המניות דו"ח עסקה או דו"ח הצעה, לפי העניין, ובו "כל פרט הנוגע להצעה העשוי להיות חשוב למשקיע סביר או לבעל מניות סביר לצורך הצבעתו באסיפה הכללית"³². הדעת נותנת, כי חובת גילוי זה חלה בנסיבות דומות, כגון אישור מיזוג באסיפה כללית או במסגרת כתבי שידול להצעה, וכי המבחן להיקף המידע הטעון גילוי זהה אף הוא.³³

אנוסים על פי הדיבור, בתי המשפט שנדרשו להיקף המידע הטעון גילוי פירשו אותו לאור מבחן המשקיע הסביר. כך, נאמר בפסק דין **ברנוביץ**, כי "אין המדובר במשקיע מתוחכם במיוחד, כפי שאין הכוונה למשקיע חסר הבנה"³⁴. תיאור זה צוטט בהסכמה על ידי בית המשפט בעניין **גיבור סברינה**, מפי השופט גולדברג, אשר הוסיף כי המשקיע הסביר "מצוי בין מקצוענות לבורות"³⁵. דברים אלה עולים בקנה אחד עם הגישה הכללית למבחני הסבירות - דהיינו, הם מבוססים על דמות "האדם הסביר" - "האזרח ברחוב". עקת הדברים היא, שמבחן המשקיע הסביר אינו הולם את תכליתו. עיון קל בדברי החקיקה השונים (תקנות, הנחיות רשות וכו'), המסדירים את סוגי המידע הטעון גילוי, מלמד מיד כי אין הם מכוונים לאותו משקיע סביר היפותטי. מבלי לפרט, נציין כי בעניין זה שרוי הדין במתח בין שתי תכליות שונות. תכלית אחת, עיקרה הוא הספקת מידע למשקיעים המתוחכמים ולאנשי המקצוע המסייעים להם (אנליסטים), שהם גם השחקנים המרכזיים בשוק והמשפיעים העיקריים על תנודות המחיר. התכלית האחרת, עיקרה הוא הרצון שלא להדיר משוק ההון את משקי הבית והמשקיעים הקטנים (אותם מייצגת דמותה המיתולוגית של "גברת כהן מחדרה"). עיקר בניינו של משטר הגילוי במדינות המפותחות וגם בישראל מיועד לספק את צרכי המשקיעים המתוחכמים. סוגי המידע שגילוי נדרש על-פי דין, כמו גם המתכונת העיקרית להצגת המידע במסגרת דו"חות כספיים ומסמכים נלווים להם, מעידים כי חובת הגילוי בדיני ניירות הערך

32. ראו, בהתאמה, תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001; תקנה 4 לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000.

33. ראו הערה 38 להלן.

34. ברנוביץ, לעיל הערה 20, בעמ' 836.

35. **גיבור סברינה**, לעיל הערה 31, בעמ' 187.

החדשים תפורה במיוחד למידותיהם.³⁶ אכן, ניתן לומר שחובת הגילוי המלא מהווה, למעשה, מנגנון לסיבסוד פעילותם של המשתתפים המתוחכמים בשוק ההון. במקביל, נעשה מאמץ להציג את המידע באופן שיהיה נהיר יחסית לאדם מן היישוב.³⁷

בתי המשפט בארצות הברית שנדרשו לסוגייה זו, אימצו אמת מידה מיוחדת ליישום מבחן המשקיע הסביר, הלא הוא מבחן המהותיות (Materiality). לפי גישה זו, מידע טעון גילוי אם הוא מהותי, ומהותיות המידע נחתכת לפי השאלה ההיפותטית, האם בנסיבות העניין משקיע סביר היה סבור, שגילוי העובדה שהושמטה משנה באופן מובהק את מכלול המידע שהועמד לרשותו:

"What the standard does contemplate is a showing that of substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. There must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of the information made available."³⁸

בית המשפט העליון אימץ גם הוא את מבחן המהותיות כאמת-מידה לפרשנות מבחן המשקיע הסביר בדין הישראלי.³⁹ כיום משמש מבחן המהותיות - לרבות זיקתו לדין האמריקאי - כמבחן-על בדיני ניירות ערך ודיני תאגידים לתחמת קווי הגבול בשאלות של מידע הנוגע לתאגיד.⁴⁰

36. ראו דברי בית המשפט בעניין **ברנוביץ, לעיל** הערה 20, בעמ' 837 ("יש גם לזכור כי חלק ניכר מההשקעה בבורסה לניירות ערך אינה נעשית על-ידי החזקה ישירה של המשקיע אלא דרך משקיעים מוסדיים שונים (קרנות נאמנות, קופות גמל, חברות ביטוח וכיוצא באלה). גם בעובדה זו יש כדי להשפיע על עיצובה של אמת המידה של המשקיע הסביר, ובהתאם לכך על תחמתה של חובת הגילוי."); **גבור סבירנה, לעיל** הערה 31, בעמ' 187. המגמה בקביעת היקף חובת הגילוי היא חד-משמעית, בכיוון של הגדלת כמות המידע המיועד לשחקנים המתוחכמים בשוק ההון. גם הרפורמה האחרונה בחוק ניירות ערך ובתקנות מכוחו בעקבות דו"ח ועדת ברנע הולכת בנתיב זה. ראו רשות ניירות ערך, **דו"ח הועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו** (תשס"א) (להלן: **דו"ח** וועדת ברנע); חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), תשס"ד-2004.

37. ראו התיקון לחוק ניירות ערך, בעקבות המלצת ועדת ברנע, **שם**, לגבי דיווח בעברית בהירה. נציבות ניירות ערך בארצות הברית (SEC) נוקטת עמדה דומה. ראו: SEC, A Plain English Handbook: How To Create Clear SEC Disclosure Documents <http://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf> (1998).

38. (1976) 426 U.S. 438, 449 **TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.**. מעניין לציין, כי הלכת TSC נפסקה לגבי חובת הגילוי ל"בעל מניות סביר" בהקשר תאגידי של שידול להצבעה באסיפה הכללית. הלכה זו אומצה לגבי חובת הגילוי בשוק ניירות הערך בפסק הדין בעניין **Basic Inc. v. Levinson**, 485 U.S. 224, 231-32 (1987).

39. **ברנוביץ, לעיל** הערה 20, בעמ' 837.

40. ראו ע"פ 4675/97 **רוזב נ' מדינת ישראל**, פ"ד נג (4) 337, 357, מפי השופט חשין. ("אכן, חוק ניירות ערך כולו ספוג במבחן "מהותיות" בגילויי השונים, והמהותיות היא אף העושה את החוק לריקמה אחת חיה-ונושמת."); **קוט, לעיל** הערה 28, בעמ' 184 ("מנהלי החברה וגוטמן בתוכם הפרו את חובת האימון

3. מידע מהותי

הפסיקה המתוארת לעיל שבה והדגישה, כי השאלה, אימתי ייחשב פריט מידע פלוני כמהותי, תלויה בנסיבות המקרה. יחד עם זאת, במרבית המקרים ניתן להניח כמעט בוודאות, כי מידע מסויים הוא מהותי. כזה הוא, למשל, מידע שגילוי נדרש על פי דין. כאשר שר האוצר או רשות ניירות ערך קובעים בתקנות או בהנחיות חובת גילוי של פרטים מסויים, חזקה היא כי עשו זאת בגדר סמכותם על פי חוק ניירות ערך לקבוע חובת גילוי של מידע העשוי להיות חשוב למשקיע סביר - לאמור, מידע מהותי.⁴¹ כך נקבע גם בפרשת *Howing II* בהתייחס לחובה סטטוטורית לכלול פריטי מידע מסויים בכתב שידול להצבעה (Proxy Statement):

"Although we agree with the District Court that the general TSC standard of materiality is applicable to transactions governed by Rule 13e-3, the clear and specific language of the instructions to Item 8 creates in effect a presumption that a discussion of book, going concern and liquidation value in the proxy statement would be material to a reasonable shareholder. The presumed fact - that the investor would likely find disclosure of such information significant - follows from Item 8's insistence that the information be stated."⁴²

בפרקטיקה החשבונאית התגבשו כללי-עזר מנחים המבוססים על ערכי-סף כמותיים לפיהם, בנסיבות מסויים, מידע מוחזק כמהותי. מקובל לסבור, כי שינויים של יותר מעשרה אחוזים בערכים כספיים מסויים (כגון מחיר נייר הערך, שווי הנכסים הכולל, סך המכירות, או הרווח הנקי) מוחזקים כעובדה מהותית, שינויים של פחות מחמישה אחוזים בערכים אלה מוחזקים כעובדה בלתי-מהותית, ואילו שינויים בתחום הביניים מצויים בתחום האפור.⁴³ בעגה החשבונאית מקובל להתייחס לערכים הכספיים עצמם כ"מהותיים" או לא, וכך גם להחזקות בתאגידים ולגדלים כלכליים אחרים. ודוק: מבחינת חובת הגילוי המשפטית, להבדיל מחובת ההצגה החשבונאית, אין נפקות ישירה להיגד כי "חברה פלונית מהותית לחברה אלמונית." השאלה היא, האם המידע אודות חברה פלונית הוא מהותי. בדרך כלל, התשובה המשפטית נגזרת ישירות מן התשובה החשבונאית. בכל הקשור לדיווח במתכונת של דו"חות כספיים, דיני

כלפי המערער ... (כאשר) לא גילו לבעלי המניות במסגרת מהלכיהם לגיוס הון פרטים מהותיים שהיו נדרשים כדי לאפשר להם לקבל החלטה מושכלת בכל הקשור לשינוי מבנה ההון. (").

41. ראו:

John C. Coffee, Jr. and Joel Seligman, *Securities Regulation: Cases and Materials* 992 (2003) ("Accountants and lawyers can safely assume also that required disclosure items may be presumed to material.")

חזקה זו אמנם ניתנת לסתירה, אך כפי שנבאר להלן, יש מקום להבחין בעניין זה בין אי גילוי לבין הטעיה.

42. *Howing Co. v. Nationwide Corp.*, 927 F.2d 263, 266 (6th Cir., 1991)

43. ראו Coffee and Seligman, לעיל הערה 41, בעמ' 991.

ניירות הערך החרותים מסתפקים בהפניה לכללי החשבונאות המקובלים תוך שמירה על סמכות הרשות המנהלית להתערב ולסטות מכללים אלה.⁴⁴ נמצא, מקום שלעסקי חברה פלונית יש השפעה מהותית על עסקי חברה אלמונית, הכפופה לחובת גילוי מלא, המידע אודות החברה הפלונית ייחשב למהותי.⁴⁵

במקרים רבים מידע ייחשב למהותי מבחינה משפטית אף אם אין הוא משקף שינויים משמעותיים בערכים הכלכליים הרלוונטיים לחברה המדווחת. הדוגמה המובהקת למידע מסוג זה היא מידע אודות המשטר בחברה. עיסקה של נושא משרה בחברה, הנגועה בניגוד עניינים, טעונה גילוי מלא, אף אם שוויה הכספי נופל בהרבה מערכי הסף הנזכרים. זאת, מכיוון שהיא משליכה על יושרת ההנהלה (Management Integrity) באופן כללי. כלל זה אינו מוגבל רק לעסקות בניגוד עניינים, שגילוי מלא לגביהן מוסדר בדין בדרך כלל.⁴⁶ בעניין **גיבור סבריינה** הבהיר השופט גולדברג, כי דבר מחלת הנפש (דמנטיה סנילית) של נשיא החברה ויו"ר הדירקטוריון הוא מידע מהותי לעניין דו"חות כספיים שאושרו בחתימת ידו. זאת, הגם שהלה כבר הלך לבית עולמו, ותוקפו של המידע הכספי שנכלל באותם דו"חות פג לאחר שפורסמו דוחות מאוחרים יותר. הטעם לכך הוא, שאישור הדו"חות נעשה בידיעתם של יתר חברי הדירקטוריון, שהיו בני משפחתו של יושב הראש והמשיכו לכהן. עובדה זו נוסכת אור חדש על יושרתם ואיכות תיפקודם של חברי הדירקטוריון.⁴⁷ היא משנה באופן מובהק את מכלול המידע אודותם, וייתכן שיש בה כדי לבסס עילת תביעה נגדם.

4. אי-גילוי וכוונה להטעות

את חובת הגילוי ניתן להפר בשני אופנים: במעשה ובמחדל. במעשה - על ידי ביצוע המעשה הנדרש באופן הסותר את תכלית החובה, ובפרט, על ידי פירסום מידע מוטעה; במחדל - על ידי אי-גילוי מידע מהותי בהעדר נסיבות לפטור. סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר "פרט מטעה" בצורה הכורכת את שתי החלופות: "פרט מטעה - לרבות דבר העלול להטעות משקיע סביר וכל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר." במילים אחרות, מקום שנשלל מציבור המשקיעים מידע, שיש בו כדי להשפיע באופן מובהק על מכלול המידע שבידיו, קובע החוק כי מידע זה הוא פרט מטעה. עצם שלילת המידע היא ההטעה-בכוח.

44. תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (עריכת דו"חות כספיים שנתיים), תשנ"ג-1983 קובעת: "הדו"חות יערכו לפי כללי חשבונאות וישקפו באופן נאות בהתאם לכללי החשבונאות את מצב עסקי התאגיד..."
45. **ישקר, לעיל** הערה 15. בפרשת **ישקר**, כמו גם בפרשת **ברנוביץ**, צויין כי הטלת חובת הגילוי של מידע מהותי זה, הנוגע לחברה הפלונית, מוצדקת גם לנוכח הסכמה שניתן לייחס לחברה הפלונית. דיון בגבולות "חובת הגילוי הנגזרת" מכוח הלכות אלה אינו נדרש לענייננו.
46. **לעיל**, טקסט להערה 32.
47. **גיבור סבריינה, לעיל** הערה 31, בעמ' 189-190 ("הידיעה בדבר מצב בריאותו הנפשית של רוזוב היתה מאירה באור שונה את אמינותם של דו"חות אלה, והיה בה להשפיע על החלטות הקנייה או המכירה של המשקיע הסביר. בידיעה זו היה אף להשליך על הערכת תיפקודה של הנהלת החברה (בראשה עומד חיים רוזוב כמנכ"ל ושני ילדיו האחרים של רוזוב, ישראל רוזוב ושולמית גרודצקי, שמשמשים כדירקטורים), לאור העובדה שהנהלה זו התירה ביודעין למי שאינו בריא בנפשו לאשר את דו"חות החברה.")

סעיף 53(א)(4) לחוק ניירות ערך מטיל אחריות פלילית על מי אשר :

"לא קיים הוראה מהוראות סעיף 35כד, הוראה מהוראות סעיף 36, הוראה של הרשות לפי סעיף 36א, הוראה החלה עליו מכוח סעיף 36ב, או הוראה מהוראות סעיף 37, או תקנות לפי הסעיפים האמורים, או גרם לכך שבדו"ח או בהודעה או במסמך רישום לפי חוק זה או תקנות לפיו שנמסרו לרשות או לבורסה יהיה פרט מטעה, והכל כדי להטעות משקיע סביר; לענין זה, אם לא הוגש דו"ח תקופתי או דו"ח כספי ביניים תוך חודשיים מהמועד האחרון הקבוע להגשתו או עברו למעלה משבעה ימים מהמועד שנקבע להגשת דו"ח מיידי או הודעה, והם לא הוגשו, או לא נמסרו בהתאם לדרישת הרשות, תהיה זו ראיה לכאורה כי מי שחלה עליו החובה להגיש דו"ח או הודעה כאלה נמנע מהגשתם כדי להטעות."

בית-המשפט העליון נדרש לעבירה זו בשתי הזדמנויות. בפרשת פולק נדונה מסכת עובדות הקרובה לענייננו, ובה דובר באי-גילוי במחדל.⁴⁸ בנסיבות אותה פרשה נמנעה חברה ציבורית, שייצרה ושיווקה ציוד רפואי חד-פעמי, מלמסור דיווח כדין לרשות, לרשם החברות ולבורסה על מחלוקת שנתגלעה בינה לבין משרד הבריאות אודות סיווגו של תכשיר פלוני, וכן נמנעה מלמסור דיווח על איסור שהטיל המשרד על ייצור ושיווק אותו תכשיר. בית-המשפט לא נדרש במפורש לשאלה, אם שתי עובדות אלה הן מידע מהותי. מסקנה כזו מתבקשת לאור העובדה, המצויינת בפסק הדין, שהחברה דיווחה כי ל"מוצר הנ"ל תהיה השפעה משמעותית על עסקי ומחזור המכירות". הנשיא ברק הטעים: "אכן, לעיתים אי גילוי של פרט מהותי שקול כנגד גילוי של פרט מטעה. אין לי ספק, כי אי גילוי מידע (בדו"ח הראשון) על המחלוקת עם משרד הבריאות, מהווה אי גילוי העלול להטעות משקיע סביר".⁴⁹ באשר לאי הדיווח השני, התייחס בית המשפט לנפקות העובדה כי דבר האיסור שהטיל משרד הבריאות פורסם בכלי התקשורת. פירסום זה, מדגיש בית המשפט חזור והדגש, אינו משחרר את החברה מחובת הגילוי המוטלת עליה.⁵⁰

בפסק הדין בעניין International Paper נדונה מסכת דומה לזו שבפרשת **דסק"ש**, ונאמרו בה דברים היפים לענייננו :

"The mere fact that a company has filed with a regulatory agency documents containing factual information material to a proposal

48. רע"פ 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ נ' מדינת ישראל פ"ד נד(2) 97 (להלן: עניין פולק).

49. שם, בעמ' 107.

50. שם, בעמ' 107-108 ("לא ניתן לגזור גזירה שווה, בעיני המשקיע הסביר, בין ידיעה מהתקשורת לבין ידיעה מכוח החובה שבדין למסור דו"ח לרשות לניירות ערך ולבורסה. מן המפורסמות הוא, כי ההסתמכות על מידע נגזרת לא רק מתוכנו, אלא גם ממקורו... לא הרי שמועה כהרי דו"ח ברור וגלוי; לא הרי שברי מידע מעורפלים וסותרים כהרי דיווח הנדרש על פי חוק; לא הרי ידיעה בעיתון כהרי ידיעה "בדו"ח סטטוטורי"; לא הרי מידע עיתונאי הבא וחולף כחדשות של יום אתמול כהרי מידע הנכלל באופן קבוע בדו"ח לרשות רשמית").

as to which proxies are sought plainly does not mean that the company has made adequate disclosure to shareholders under Rule 14a-9. Corporate documents that have not been distributed to the shareholders entitled to vote on the proposal should rarely be considered part of the total mix of information reasonably available to those shareholders.⁵¹

בית המשפט העליון בעניין פולק ובתי המשפט בארצות הברית סייגו את ההלכה הנזכרת. ייתכן שלא תקום אחריות פלילית גם במצב של אי גילוי מידע מהותי במתכונת הקבועה בדין, מקום שהמידע עומד לרשות ציבור המשקיעים באופן שמצדיק להחזיק את הציבור כיודע אותו.⁵² פסיקה חדישה מגלה נכונות רבה יותר לתת נפקות כזו למידע שפורסם ברבים, בפרט באמצעות מדיום אלקטרוני הנגיש לכל, כגון מערכת הדיווחים האלקטרונית של הנציבות האמריקאית EDGAR, ובמיוחד באמצעות האינטרנט.⁵³ יש להדגיש, עם זאת, כי תוקפן של הלכות פולק ו-International Paper לא פג. הפסיקה בישראל דבקה בהלכת פולק במובן זה, שפירסום ברבים עדיין אינו מספיק לשלילת האחריות לאי-גילוי או הטעיה.⁵⁴ עמדה זו מוצדקת, לדעתנו, לנוכח ההבדלים בין השוק הישראלי לשוק האמריקאי מבחינת יעילותם האינפורמטיבית.⁵⁵ עם זאת, ייתכן שיהיה מקום לעיין בה מחדש בעתיד, לאחר שיילמדו ההשלכות של הפעלת מערכת הדיווחים המקוונת "מגנא". בהקשר זה, עשוי בית המשפט גם

-
51. *United Paperworkers Int'l Union v. International Paper Co.*, 985 F.2d 1190, 1199 (2d Cir. 1993).
52. פולק, לעיל הערה 48, בעמ' 108 ("יש להתחשב, בין השאר, בשאלה אם לאור הפרסום של המידע, ניתן לראות את המשקיע הסביר כיודע את המידע, בהתחשב במקורו, מידת תפוצתו, מידת הפירוט שבו ונגישותו של המשקיע הסביר אליו"). כן ראו: *Rodman v. Grant Foundation*, 608 F.2d 64, 70 (2d Cir. 1979) (The "total mix" of information may also include "information already in the public domain and facts known or reasonably available to the shareholders."); *Seibert v. Sperry Rand Corp.*, 586 F.2d 949, 952 (2d Cir. 1978) (same); *GAF Corp. v. Heyman*, 724 F.2d 727, 729 (2d Cir. 1983) (same); *In re Apple Computer Sec. Litigation*, 886 F.2d 1109, 1115 (9th Cir., 1989) (same).
53. *In re KeySpan Corp. Sec. Litig.*, 2003 U.S. Dist. LEXIS 20746 (D.N.Y., 2003) ("For the same reason - that is, the dramatic increase in recent years in public access to information via the Internet - the court finds distinguishable *United Paperworkers Int'l Union v. Int'l Paper Co.*, 985 F.2d 1190 (2d Cir. 1993)); *Lone Star Steakhouse & Saloon, Inc. v. Adams*, 148 F. Supp. 2d 1141, 1144 (D. Kan. 2001) ("The court deems any SEC filings distributed because all filings are readily available to the public both through the Internet and other media."); *Bibeault v. Advanced Health Corp.*, No. 97 Civ. 6026 (RJW), 1999 U.S. Dist. LEXIS 7173, 1999 WL 301691, at *5 (S.D.N.Y. May 12, 1999) ("Plaintiff's professed lack of access to the EDGAR system and ignorance of the document's availability on the SEC internet website do not exempt him from the expectation that the average investor of ordinary intelligence can acquire materials that are a matter of public record.").
54. ראו ע"פ 1027/94 זילברמן נ' מדינת ישראל פ"ד נג(4) 502.
55. בעניין זה מלמדת פרשת דסק"ש, כי זמן רב עוד עשוי לחלוף עד שיפוג טעמה של ההלכה הנוכחית. ראו להלן.

להבחין בין היקף המידע שניתן לייחס למשקיע השוקל החלטת השקעה, לבין בעל מניות השוקל כיצד להצביע.⁵⁶

עוד נקבע בפרשת פולק, כי עבירת אי הגילוי היא התנהגותית ולא תוצאתית.⁵⁷ לאמור, לא נדרש להראות, כי מאן דהוא אמנם הוטעה בפועל כתוצאה מהשמטת המידע המהותי. עצם קביעת המהותיות היא, כשלעצמה, מבססת גם את פוטנציאל ההטעה. לפיכך, התקיימות היסוד הנפשי מספיקה לשיכלול האחריות הפלילית. לפרשנות היסוד הנפשי בעבירת אי הגילוי הוקדש דיון נרחב בפרשת פולק. סוגייה זו שבה ונדונה גם בפרשת רייך אשר נסבה על מסירת פרט מטעה במעשה (דהיינו, שקר).⁵⁸ הסיבה לכך נעוצה בסיפא של הפיסקה הראשונה בסעיף 53(א)(4) הכוללת רכיב של "מטרה" או "כוונה להטעות", לפיה אי הגילוי צריך שייעשה "כדי להטעות משקיע סביר". פרשנות יסוד המטרה סיפקה בקעה נרחבת להתגדר בה, אולם בסופו של דבר נקבע, כי די במודעות להתקיימות היסוד העובדתי - כלומר, די במודעות לכך שמדובר במידע מהותי שלא דווח כדין. את יסוד "הכוונה להטעות" מסיק בית המשפט באמצעות "הלכת הצפיות" - "על פי הלכה זו... המודעות להתממשות הטעיה של משקיע סביר כאפשרות קרובה לוודאי שקולה כנגד המטרה להטעות משקיע סביר".⁵⁹ ונזכיר: לעניין עבירת אי-הגילוי, הטעייתו הפוטנציאלית של משקיע סביר מתממשת כל אימת שנשלל ממנו מידע מהותי בנסיבות המחייבות גילוי.

לסיום, נשוב לחזקה לפיה מידע שגילוי נדרש על פי חיקוק הוא מידע מהותי. חזקה זו ניתנת לסתירה, אלא שבעניין זה יש להבחין בין סתירתה ביחס להטעיה (תרמית) לבין סתירתה ביחס לאי גילוי. מכיוון שהטעיה בניירות ערך היא עבירה תוצאתית⁶⁰, מתעוררות לגביה שאלות של קשר סיבתי הן להסתמכות והן לנוק, בפרט כאשר מדובר בתובענה פרטית לסעד כספי. במקרים כאלה עשוי הדיון בסיבתיות לחפוף במידה ידועה את הדיון במהותיות.⁶¹ על רקע זה פיתחו בתי המשפט בארצות הברית מערכת הלכות לגבי חזקות העומדות לצדדים והאפשרויות לסתירתן במקרים קונקרטיים, כאשר מדובר בהטעיית בעלי מניות מן הציבור ומשקיעים אחרים.⁶² בניגוד

56. השו: 56.

KeySpan, id. (It stands to reason that the universe of information a shareholder would consider when voting in a proxy contest concerning a specific issue is smaller than, or at least different from, the corresponding universe an investor would consider when deciding whether to purchase or a retain a publicly traded stock in the first instance.").

57. פולק, לעיל הערה 48, בעמ' 108.

58. ע"פ 5640/97 רייך נ' מדינת ישראל פ"ד נג' (2) 433 (להלן: עניין רייך).

59. פולק, לעיל הערה 48, בעמ' 109; רייך, שם, בעמ' 440.

60. ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל פ"ד נ' (2) 642.

61. חפיפה מושגית דומה קיימת בין קביעת היקפה של חובת הזהירות המושגית והקונקרטית בעוולות של רשלנות לבין קביעת היקף הקשר הסיבתי וריחוק הנוק, שכן בשני ההקשרים מעורב יסוד של צפיות סבירה.

62. ההלכות המרכזיות בעניין זה הן: Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988); Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083 (1991). לדיון ראו רע"א 8332/96 שמש נ' רייכרט, פ"ד נה' (5) 276. יודגש, כי בדיון האמריקאי מתעוררות בעיות נוספות בקשר להכרה בעילות תביעה פרטיות על בסיס חקיקה פדרלית - בעיות שאינן מנת חלקו של משפטן בישראל.

להטעיה, אי גילוי אינו מעורר שאלות דומות, שכן זו עבירה התנהגותית. לפיכך, אף אם תאמר שחזקת המהותיות של מידע הנדרש בחיקוק אינה חזקה חלוטה, סתירת החזקה צריכה להיעשות באופן כללי, דהיינו לגבי סוג מידע זה לגבי כל המנפיקים ובכל הנסיבות. סתירת החזקה לובשת אז דמות של ערעור על הסמכות או הפעלת שיקול הדעת של מחוקק-המשנה בקביעת הדרישה כנורמה כללית. כל עוד לא עורערה חוקיותה של הדרישה, מנפיק אינו רשאי לנקוט שיקול דעת עצמאי ביחס לכל דו"ח שעליו להגיש או פריט מידע שעליו לכלול בו. משמעות הדבר תהיה "רגולציה כבקשתך". אין צריך לומר, שהנטל לסתור את החזקה מוטל על הכפופים לחובה.

ד. ההחלטה בעניין דסק"ש

לאור האמור לעיל יש יסוד לסברה, כי דעת הרוב בעניין דסק"ש טענה בניתוח עובדות המקרה, בניתוח הדין החל עליו ובהחלת הדין החל על העובדות.

היסוד העובדתי המכריע בפרשת דסק"ש הוא המסכת המתמשכת של שלילת כמויות עצומות של מידע מהותי מציבור המשקיעים. מהותיות הדו"חות הכספיים של ישקר לגבי דסק"ש נעלה מספק: ישקר נמשלה ליען המטילה ביצי זהב, ותרומתה לתוצאות העסקיות של דסק"ש היתה דומיננטית. בשל כך היתה דסק"ש חשופה בצורה מרחיקה-לכת לביצועים העסקיים של ישקר.⁶³ כפועל יוצא מן החשיפה הכלכלית ומיחסי ההחזקות בישקר, המידע אודות ישקר, לרבות דו"חותיה הכספיים, היה מהותי לגבי דסק"ש. מערכת יחסים מסוג זה היא שהביאה להלכה כפי שנפסקה בעניין ברנוביץ ובעניין ישקר. על דרך ההפלה ניתן אף לומר, כי בשאלת מהותיותם של הדו"חות של ישקר עמדו הצדדים בפרשת דסק"ש (בעת הדיון בערעור) בפני מעין מעשה בית דין.⁶⁴

אף-על-פי-כן, הסתפקו שופטי הרוב בהנחה בלבד, שהדו"חות היו מהותיים וחובה היה לצרפם.⁶⁵ דעת הרוב מצאה פגם בכך שבית המשפט בערכאה הראשונה דן במשולב וללא הפרדה שיטתית בשאלת מהותיות הדו"חות של ישקר ובשאלה, האם היה בהעדרם מדו"חות דסק"ש כדי "פרט מטעה" לעניין סעיף 53(א)(4). כמבואר לעיל, הלך ניתוח זה הוא הנכון. פוטנציאל ההטעיה של הפרט החסר במקרה של אי גילוי נגזר באופן ישיר ומיידי ממהותיותו. בהמשך לכך, דעת הרוב גורסת, כי מהותיות הביצועים העסקיים של ישקר לעסקיה של דסק"ש אינה מכרעת לעניין מהותיות דו"חותיה של הראשונה לאלה של האחרונה, וכי אין להסיק חזקה חלוטה

63. על אף הקושי הגלום בהלכת ישקר, לנוכח העובדה כי היא מחילה על חברות פרטיות משטר משפטי החל על חברות ציבוריות, נראה כי אין מנוס מתוצאה זו. הסדר משפטי אחר, לפיו יכולה חברה ציבורית "להעלים" פעילות עסקית מעיני שוק ההון וציבור המשקיעים על ידי העברתה לתאגיד פרטי "חוץ-מאזני", עלול להביא לתוצאות הרוות-אסון כפי שהתברר בפרשת Enron.

64. חוות דעת המיעוט של כב' השופטת שיצר מלמדת, כי המערערים טענו, בין השאר, לאי-בהירות המצב המשפטי בעת התרחשות הדברים. דעתנו כדעת השופטת שיצר, כי אין בטענה זו ממש.

65. דסק"ש, לעיל הערה 1, פסקאות 16-17 לחוות דעת הרוב.

על מהותיות כל הדו"חות מכך שנדרש צירופם בחקיקת משנה.⁶⁶ כפי שצינו, הדרישה הסטטוטורית לדיווח על מידע מסויים יוצרת חזקה איתנה, שמידע זה הוא מהותי. חזקה זו צריכה להיסתר לעניין חוקיות הדרישה באופן כללי ולא באופן הקשרי לגבי פריטי מידע מסויים במועדים מסויים. לפיכך צדק בית-משפט השלום כאשר התייחס לכל הדו"חות שהושמטו באופן אחיד.

זאת ועוד. מעבר לתוכן הדו"חות של ישקר, עצם העדרם של דו"חות אלה מן הדו"חות של דסק"ש הוא, כשלעצמו, מהווה מידע מהותי בכך שהוא משקף את אי-ישרת ההנהלה.⁶⁷ בהקשר הנוכחי, השמטת הדו"חות של ישקר משקפת את העובדה, כי ההנהלה הבכירה של דסק"ש העדיפה את אינטרס הסודיות של ישקר ושל בעלי השליטה בה - ואין זה בלתי-רלוונטי שמדובר היה במערכת יחסים ארוכת שנים - על פני האינטרס של בעלי המניות מן הציבור בדסק"ש לקבל גילוי מלא על השקעתם. במילים אחרות, יש יסוד לטענה, כי אי הגילוי משקף ניגוד עניינים של נושאי משרה בכירים, שהוא עניין מהותי ללא קשר להיקפו הכספי. נדגיש: לא מן הנמנע שנושאי המשרה בדסק"ש פעלו בסוברים בתום לב, כי בכך הם פועלים לטובת החברה, ולא ביקשו להפיק כל טובת הנאה לעצמם. הדבר אינו מעלה ואינו מוריד לעניין הפרת חובת האמונים בשל הפרת חובת הגילוי.⁶⁸ נושא משרה בחברה עשוי להימצא בניגוד עניינים בין בעלי אינטרסים שונים גם ללא כוונה להיטיב עם עצמו, ועליו לפעול אז בהתאם לחובת האמונים שלו.⁶⁹ מכל מקום, גם כוונה לפעול לטובת החברה אינה מספקת היתר להפרת החוק.⁷⁰

בפרשת דסק"ש לא היתה, לפיכך, מחלוקת מבחינת היסוד העובדתי לגבי אי-גילוי המידע המהותי ולגבי מודעותם המלאה של הנאשמים לעצם אי-הגילוי. שלילת המידע המהותי מציבור המשקיעים התרחשה, על פי העובדות הידועות, לא רק כתוצאה של מחדל וחוסר מעש מצד הנאשמים אלא כתוצאה של תוכנית יזומה שלהם, שבוצעה במשך מספר שנים. כיצד, אם כן, זוכו הנאשמים?

בית-המשפט המחוזי מבסס את הזיכוי על אי-הוכחת היסוד הנפשי של "כוונה להטעות", גם לנוכח "הלכת הצפיות" המתוארת לעיל. שאלה היא בעינינו, אם בית המשפט דייק בהחלת הלכת הצפיות כפי שפותחה בפסיקה, אלא שבעניין זה לא נרחיב.⁷¹ ההבחנה המרכזית עליה נשען בית המשפט היא בין שניים: "פרט ספציפי

66. שם, פסקה 15 לחוות דעת הרוב.

67. גיבור סברניה, לעיל הערה 31.

68. קוט, לעיל הערה 28.

69. לדיון בהיקף המושג "ניגוד עניינים" ראו ת"פ (ת"א) 40200/99 מדינת ישראל נ' איזנברג ואח' (טרם פורסם), ניתן ביום 16.9.03. כן ראו: Melvin Aron Eisenberg, Corporations and Other Business, Organizations, cases and Materials (8th ed. 2003), self-interestedness, שניתן לכנותו "ניגוד עניינים אישי", לבין positional conflict, שניתן לכנותו "ניגוד עניינים מצבי".

70. American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations § 2.01(b)(1) (1994).

71. בעניין דסק"ש, לעיל הערה 1, בפסקה 36, קבע הרוב כי "אי הצירוף בפני עצמו אינו יכול להוכיח את הכוונה להטעות". הדברים מוקשים. אם לצורך הכוונה להטעות די, למעשה, במודעות לאי צירוף הדוחות (אשר מוחזקים כמהותיים, כזכור), לא ברור מה עוד נדרש כדי להוכיח כוונה זו.

שלא פורסם", כפי שהיה בפרשת פולק, או "מידע ספציפי נקודתי", שאודותיו פורסם דבר שקר, כפי שהיה בפרשת רייך, מחד גיסא, לבין "מידע לא מוגדר, שההגדרה היחידה לגביו היא שהוא אמור להימצא בדו"חות הכספיים", כפי שהיה בפרשת דסק"ש⁷², מאידך גיסא. ומטעים בית המשפט בשאלות רטוריות:

"ושמא אין בו כל חדשנות בהשוואה למידע המצוי בדו"חות הכספיים של דסק"ש; ושמא אין בו, בפני עצמו, גם ללא המצוי בדו"חות של דסק"ש, כל רלוונטיות למשקיע הסביר?"⁷³

התשובה המתבקשת לשאלות בית המשפט אינה זו שהוא מכוון אליה, כנראה. ככל הנראה, סבר בית המשפט, כי רק כאשר היה במכלול המידע שנשלל מן הציבור פרט מידע ספציפי, שהוא כשלעצמו מהותי ("אשר היה (בו) כדי להשפיע על מערך השיקולים לעניין ההשקעה", כדברי שופטי הרוב), או אז נעברת העבירה. על כך ניתן לחלוק. באשר לשאלה הרטורית הראשונה, הרי שדו"חות החברה הכלולה מחדשים בכך שהם מיוחדים לחברה הכלולה ולכן הם מאפשרים לציבור המשקיעים להתמקד בה בנפרד - דבר שבעלי השליטה בישקר רצו בכל מאודם למנוע. אשר לשאלה השנייה, כאשר מדובר במידע מהותי שהוא דו"ח כספי, אזי הדו"ח כולו מהותי, על קרבו וכרעיו והקשר הכנתו על ידי החברה. מהותיות הדו"ח הכספי אינה נובעת משורה פלונית בו, שאולי יש בה חידוש מרעיש או שתוכנה עוות בכונה (שורה כזו עשויה להיות מידע מהותי בפני עצמה). מהותיות הדו"ח הכספי נובעת מכך שהמשתתפים הרבים בשוק ההון - ובמיוחד המתוחכמים שבהם - זקוקים להספקה שוטפת וקבועה של מכלול המידע הכלול בדו"חות לשם אמידת מחיר נייר הערך, בין באופן ישיר ובין בהשוואה לניירות ערך של מנפיקים אחרים. ודוק: ייתכן בהחלט, שבעיני משקיע פלמוני, פריט מידע מסויים בדו"ח ייראה חסר-חשיבות או סתום. בכך יש כדי לשלול טענת הסתמכות אישית של אותו משקיע בנסיבות מסויימות אך לא לשלול באופן קטיגורי את מהותיות אותו פריט מידע מבחינת כל משקיע היפותטי. כאמור לעיל, נקודת ההשקפה של המשקיע הסביר לא בהכרח מסייעת לבירור היקף המידע הטעון גילוי.

בהמשך הדברים מבקרים שופטי הרוב את קביעתו של בית המשפט בערכאה הראשונה, כי ציבור המשקיעים הוטעה לחשוב כי ברשותו כל הנתונים, ומגיעים למסקנה, כי "המשקיע לא הוטעה באשר לקיומם או העדרם של הדו"חות הכספיים של החברות".⁷⁴ מכיוון שהעבירה לפי סעיף 53(א)(4) היא התנהגותית ולא תוצאתית, יש בסיס לביקורתם של שופטי הרוב. אלא שבדיוק מאותו טעם אין נפקות לקביעה, כי המשקיע לא הוטעה. קיומה של הטעיה בפועל אינו מעלה ואינו מוריד כל עוד הנאשם מודע לעובדת אי-גילוי של מידע מהותי.⁷⁵ בדומה לכך, בית המשפט אכן עומד על כך שהעובדה שדו"חות ישקר לא צורפו לדו"חות דסק"ש ניכרת מן

72. שם, פסקאות 26-28 לחוות דעת הרוב.

73. שם, פסקאות 26 ו-34 לחוות דעת הרוב.

74. שם, פסקאות 32-36 לחוות דעת הרוב.

75. לטעות העקרונית בהקשר זה תרמה גם המדינה כמאשימה כאשר טענה, שלא לצורך, כי מעשי הנאשמים הטעו את המשקיע הסביר.

האחרונים. זו קביעה נכוחה, שיש לה משמעויות עגומות הנדונות להלן. אלא שבדומה לקביעה הקודמת, עשויה להיות לה נפקות בתביעה אישית של משקיע מסויים בגין תרמית. הדבר אינו משפיע על כך שמידע מהותי לא התגלה, וביודעין. אם לא תאמר כן, יוכל כל מנפיק להסתפק בפירסום הודעה לקונית בנוסח "השנה איננו מגישים דו"ח שנתי" ולחסות מפני אחריות לאי-גילוי בטענה, כי שום משקיע לא יוכל לטעות ולחשוב שדו"ח שנתי אמנם הוגש.

בית המשפט המחוזי מסכם את גישתו באופן הבא:

"אדרבא, נראה לנו כי חייבת להיות מעין נדנדה, איזון, בין היקף חובת הגילוי לבין העבירות הפליליות הגזורות ממנה. ככל שההיקף גדול יותר, דהיינו, כונס תחת כנפיו תחומים רבים יותר מתוך סך המידע הנצבר בתאגיד, מידת הזהירות שבה תיבחן התנהגות המפרה תהא גדולה יותר כדי שההתנהגות המצוייה ב"תחום האפור", לא תחשב בקלות רבה מיד בביצוע של עבירה פלילית חמורה. בוודאי נכונים הדברים לגבי עבירת המירמה בהבדל מעבירת אי-מילוי הוראה. הכוונה להטעות צריכה להבחן, על כן, בהירות. לא בכדי, המקרים בהם הוכר בקיומה - היו אותם מקרים שבהם דובר בנתון מטעה של ממש, שאפשר היה לבחון את השפעתו והשלכתו לענין שיקולי השקעה.⁷⁶

בכל הכבוד, גישה זו אינה ראויה. קשה להלום, כיצד העלמת דו"ח כספי בשלמותו (גם כנספח לדו"ח אחר) יכולה להיחשב בנסיבות כגון אלה דן להתנהגות ב"תחום האפור". נהפוך הוא: בין היקף המידע הטעון גילוי ובין מידת ההקפדה על אי גילוי צריך להיות יחס ישר, ואף מחמיר יותר. ייתכן שגישת בית המשפט נובעת מעמדתו, כי אפשר שמרבית המידע שהועלם מידיעת הציבור לא היה מהותי. הנחה כזו שגויה היא, כמבואר לעיל. קבלת עמדתו של בית המשפט תביא לתוצאה הבלתי נסבלת לפיה ייווצר תמריץ מעוות להעלים עוד ועוד מידע. הלך מחשבה זה מנביע, לכאורה, כי במקרה הקיצוני, אי גילוי מוחלט לא יוכל להקים אחריות בשל אי גילוי.

ה. השלכות כלליות

פרשת דסק"ש מעוררת מחשבה גם מעבר לתוצאה המשפטית בפסק דינו של בית המשפט המחוזי. בחלק זה נצביע על מספר השלכות כלליות יותר העולות מן הפרשה.

בראש ובראשונה, זיכוי הנאשמים מקרקר נדבך נוסף באדני היסוד של החברה הישראלית כחברה המבוססת של שלטון החוק. פרשת דסק"ש מתעדת מקרה בו אישים בכירים במשק הישראלי נוהגים באדנות מוחלטת כלפי ציבור אשר לו הם חבים חובת אמונים. יחס זה, בנוסח "אנחנו יודעים יותר טוב מה טוב", מתלווה להתעלמות כמעט מופגנת מהוראות החוק. כביכול, אין בחוק משום מדריך עקרוני

76. דסק"ש, לעיל הערה 1, פסקה 44 לחוות דעת הרוב (הדגשה הושמטה).

לשאלה, מהי דרך ההתנהגות הטובה בדרך כלל. החלטת בית-המשפט המחוזי מקנה בעקיפין גושפנקא רשמית להתנהגות זו ולהלך מחשבה זה.

באופן צר יותר, פרשת **דסק"ש** מאירה באור בלתי-מחמיא את שוק ניירות הערך בישראל. כפי שציין בית-המשפט המחוזי, את העדרם של הדו"חות של ישקר מדו"חותיה דסק"ש לא ניתן היה להצניע. הם פשוט לא היו בנמצא. אף-על-פי-כן, לא נמצא, ככל הנראה, גורם אחד מבין שפע השחקנים בשוק ההון - מתוחכמים יותר ומתוחכמים פחות - אשר נקט צעדים כלשהם בעניין זה כגון פנייה לרשות ניירות ערך או לבית-המשפט. זאת, למרות שהיה מדובר ב-18 דו"חות של אחת מחברות הענק במשק במשך תקופה של מספר שנים. במקרה הטוב ניתן לייחס מחדל רב-היקף זה לחוסר תשומת לב. גם לאור הנחה מיטיבה זו, יש יסוד לסברה כי שוק ההון הישראלי במחצית הראשונה של שנות התשעים היה בלתי-יעיל אינפורמטיבית. זאת, מכיוון שהמנגנונים של יעילות השוק כשלו. בשוק ניירות ערך יעיל אמורים מקצועני השוק להכיר את הוראות החוק אשר מכוחו הם ניזונים במידע. מחדלם של מקצועני השוק בישראל באותה תקופה מלנקוט צעדים בפרשת **דסק"ש** מתיישב עם המסקנה, כי הם לא הבינו שהם זכאים לקבל את דוחות ישקר כחברה כלולה של דסק"ש ככתוב בתקנות, או שהבינו זאת ולא עמדו על מהותיות המידע אודות ישקר לגבי דסק"ש וכו'. דיני ניירות ערך מודרניים אינם יכולים להיות מנותקים מן הסביבה הריאלית של שוק ההון. ההלכות המשפטיות חייבות להתאים למבנה השוק ולדרישותיו. כפועל יוצא, פרשת **דסק"ש** עשויה להשפיע גם על הלכות אחרות שמעבר לפרשנות חובת הגילוי. לדוגמה, בפרשת **רייכרט** הביע בית המשפט העליון נכונות עקרונית לאמץ את דוקטרינת התרמית על השוק תוך שהוא מסתמך על הלכת **Basic**. בבסיס הדוקטרינה עומדת קבלה עקרונית של ההנחה, העולה כדי חזקה משפטית, כי בשוק ניירות הערך שוררת יעילות אינפורמטיבית - לאמור, "היפותיזת השוק היעיל מבוססת על ההנחה, כי מידע הכולל פרטים מטעים או החסר פרטים מהותיים ישפיע גם הוא על מחיר נייר הערך ויביא לעיוותו."⁷⁷ בהתבסס על חזקה זו, מוכן בית המשפט לאמץ את "התפיסה כי המשקיע רשאי להניח שהמידע שעל בסיסו נקבע מחירו של נייר ערך הוא מלא, מהימן ומדויק."⁷⁸ האירועים בפרשת **דסק"ש** אינם שוללים את האפשרות, שמחירי ניירות הערך של דסק"ש שיקפו את **העדרו** של המידע אודות ישקר במובן זה שהם היו בלתי-מדויקים. אלא שכאמור, האירועים מקימים בסיס לספק אודות האפקטיביות של מנגנוני יעילות השוק בכלל באותה תקופה.

דוקטרינת התרמית על השוק ממלאת תפקיד מרכזי בהחלת דיני ניירות הערך בשווקים מודרניים, שבהם יש הפרדה מוחלטת בין הקונה למוכר, ובאופן תדיר - גם ניתוק בין המשקיעים לבין המנפיק. חזקת ההסתמכות שמספקת דוקטרינה זו היא מרכיב חיוני לצורך גיבוש עילות תביעה בתובענות ייצוגיות בניירות ערך. תובענות ייצוגיות אלה הן, בתורן, החלופה האזרחית העיקרית לאכיפה פלילית ומינהלית על ידי הרשויות. במילים אחרות, ככל שיתערער הבסיס העובדתי להנחת היעילות

77. רייכרט, **לעיל** הערה 62, בעמ' 319-320. יעילות השוק הנדרשת לשם הסתמכות על דוקטרינת התרמית על השוק היא היעילות האינפורמטיבית במובן החזק-למחצה. לדיון בממצאים אודות יעילות השוק ומשמעותם לגבי השימוש בדוקטרינה ראו Kraakan Gilson and, **לעיל** הערה 30.

78. רייכרט, **שם**, שם.

האינפורמטיביות של שוק ניירות הערך, כך יתחזק הבסיס לדחיית דוקטרינת התרמית על השוק ויוקוהו במידה ניכרת שינוי של הדין. נחמה מסויימת יש בעובדה, שמאז האירועים בפרשת דסק"ש השתנו הנסיבות והופעלה מערכת הדיווחים המקוונת "מגנא", כך שלא ניתן לחזור על גילוי מפלה של מידע מהותי כפי שהיה באותה פרשה.

1. סיכום

עבירת אי הגילוי שקובע סעיף 53(א)(4) עשויה להיראות ממבט ראשון כעניין טכני ואפרורי הנוגע לאי קיום הוראה מינהלית כלשהי. בפועל, על אף חזותו האפרורית, סעיף זה מספק את עיקר התמיכה לחובת הגילוי המלא בדיני ניירות ערך.⁷⁹ ברשימה זו ביקשנו להראות, כי התוצאה אליה הגיעו שופטי הרוב בבית המשפט המחוזי בפרשת דסק"ש לגבי הוראת חוק זו אינה הכרחית וכי יש בסיס לעיין בה פעם נוספת.

79. השו לנסיבות בואו לעולם של Rule 10b-5 בארצות הברית כמעט בדרך מקרה. ראו: Milton V. Freeman, *Colloquium: Foreword*, 61 Fordham L. Rev. 1 (1993); Milton Freeman, *Administrative Procedures*, 22 Bus. Law. 793, 922 (1967).