

”ובעמום הוא מחפש את הצלול”: **עמימות, רכות ומהותיות בחובת הגילוי המלא***

מאת

עמיר ליכט**

עבודה זו בוחנת את עמדתם של דיני ניירות ערך בישראל לגבי מידע עמום – דהיינו, מידע לגבי הלא ודאי. דינים אלה מבטאים עמדה כללית לגבי השאלה עד כמה לגיטימיות הן הכמיהה אל ה”צלול” אשר מצוי בתוך העמום והשאיפה האפשרית להצטמצם בדל”ת אמותיו של הצלול. העבודה מראה כיצד הדין בישראל דוחה גישה מעין זו ומבכר על פניה חובת גילוי אשר משתרעת במלוא עוצמתה גם על מידע עמום ובלבד שהוא מהותי. לאחר סקירה קצרה של עקרון המהותיות העבודה מציגה תובנות מתחום הפסיכולוגיה והכלכלה לגבי האופן שבו הפרטים מתייחסים לעמימות ומגיבים לקיומה. העבודה דנה תחילה בחובת גילוי של מידע עמום מהסוג הצופה פני עתיד (“מידע רך”), ומציגה ניתוח ביקורתי של סבך הילכתי מטריד אשר נוצר בישראל לגביו. לאחר מכן העבודה מתייחסת ל”מידע מעורפל” – לאמור, מידע קשה המתאפיין בעמימות בהיותו חלקי, לא מגובש, לא מכומת או לא מובהק. בכפוף לסייגים שאינם נוגעים לעמימותו (כגון פטור), הדין הישראלי נוקט מדיניות ברורה שלפיה גם מידע עמום טעון גילוי אם הוא מהותי לפי המבחנים הרגילים.

א. מבוא. ב. עקרונות יסוד; 1. חובת הגילוי המלא; 2. עקרון המהותיות והפעלתו; 3. מקורות לחובת הגילוי; 4. מיידיות; 5. חובת העדכון וחובת התיקון. ג. עמימות. ד. רפות; 1. רכות לעומת קשיות; 2. הלכה כפשוטה; 3. פנימיות, מהותיות ורכות בפסיקה. ה. ערפול; 1. מידע לא ברור, לא מגובש, לא מכומת; 2. מידע עמום בדיווח כספי; 3. מידע לא מובהק. ו. סיכום.

א. מבוא

* חלקה הראשון של הכותרת לקוח מתוך נתן יונתן, נאסף תשרי, מבחר שירים, 1980-1940 (1982):
”מת אב ומת אלול ומת חומם
גם נאסף תשרי ומת עימם ...
וילד זר הולך ותר כמו שאול
את עקבותיו של אב ושל אלול
ובעמום הוא מחפש את הצלול ...”

** פרופסור מן המניין, בית ספר רדזינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה. תודה לעידו באום ולאיתי פיגנבאום על הערות מועילות. על חלק מהסוגיות הנדונות בפרק זה חיוויתי דעתי לבא כוח התובע הייצוגי בת”צ 28110-09-12 מלכה נ’ אפריקה ישראל להשקעות בע”מ.

דיני ניירות הערך של ישראל, בדומה לדינים אלה ביתר שיטות המשפט המפותחות, מבוססים על עקרון הגילוי המלא. החובה לקיים גילוי מלא של כל מידע מהותי עוברת כחוט השני בהקשרים שונים בדינים אשר חלים על המשתתפים בשוק ההון הציבורי – מנפיקים, בעלי עניין ועוד. למעשה, חובת הגילוי המלא מהווה גם עקרון יסודי בדיני התאגידים, כאחד משני האדנים שעליהם נשענת חובת האמון (לצד איסור ניגוד העניינים). חובה זו משמשת בתורה כעמוד התווך של דיני האמונות (fiduciary law). פרופסור Loss, מגדולי המלומדים של דיני ניירות ערך, עמד בתמציתיות על ההיגיון אשר ניצב בבסיסה של חובת הגילוי בדיני ניירות ערך במימרתו המפורסמת: "[המחוקק] לא נטל מן האזרח את זכות היסוד שלו להשתטות. הוא פשוט ניסה למנוע מאחרים לשטות בו.¹ לשם כך הדין קובע את חובת הגילוי המלא וכן כללים משפטיים פרטניים אשר מגנים עליה, ובמרכזם איסור ההטעיה.

אם בדיני התאגידים פרופסור גרוס נמנה עם בני הסמכא הוותיקים וידיו רב לו,² הרי בדיני ניירות ערך יוסי הוא אחד מן האבות המייסדים של התחום הזה במשפט שלנו. ספרו, דיני ניירות ערך ובורסה,³ שנכתב שנים ספורות לאחר חקיקת חוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968, היה חיבור חלוצי בשעתו והניח יסודות ראשוניים להכרת דיני ניירות הערך. עשרות בתי משפט – מבתי משפט השלום ועד בית המשפט העליון – הדריכו את עצמם לאורו של הספר,⁴ ואין ספק שאינספור עורכי דין עשו זאת אף הם. הקורס באותו שם שיוסי לימד במשך שנים בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב הכשיר רבים מבין אלה אשר עוסקים בתחום זה כיום. יוסי הוא גם המחבר שהביא בפני הקהילה המשפטית את המימרה הנזכרת של Loss.⁵ בין פסקי הדין שציטטו בהסכמה אותה ואת הספר ניתן למצוא כמה מבין הלכות היסוד בדיני ניירות הערך של ישראל – ובהן הלכות אברון,⁶ ברנוביץ,⁷ וגבור סברינה.⁸

אכן, על חובת הגילוי המלא ועל חשיבותה אין חולק. אולם נדמה כי בקרב משפטנים בישראל שוררת לעתים אי-בהירות לגבי הדין החל על גילוי מידע שאינו בגדר דיווח על נתונים ידועים או אירועי עבר שאותם ניתן לכנות "מידע קשה" או "עובדות היסטוריות". מידע שאינו מתאר עובדה היסטורית עלול לעורר קושי בדיוק בהקשר שעליו הצביעו פרופסור Loss ופרופסור גרוס – לאמור, הוא עלול לשמש אמצעי כדי לשטות במשתתפים בשוק ההון. ברשימה הנוכחית – מינחה ליוסי בהגיעו לגבורות – אני מבקש להאיר מעט היבטים אלה של המידע הטעון גילוי.

1 LOUIS LOSS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 36 (1983) ("Congress did not take away from the citizen 'his inalienable right to make a fool of himself.' It simply attempted to prevent others from making a fool of him")

2 השוו דברים לג' ז': "וְזֹאת לַיהוָה וְיֵאמֶר שְׂמֵעַ יְהוָה קוֹל יְהוָה וְאֵל עֲמוּ תְבִיאָנוּ; יָדְיוֹ רַב לוֹ וְעֵזוֹ מְצָרָיו תְּהִיָּה". אבן עזרא מפרש: "יספיקו לו ידיו ואין לו צורך למי שיעזור אותו כי אם עזרת השם לבדו". יוסף גרוס, דיני ניירות ערך ובורסה (1973).

3 בתחילת שנת 2014 מניתי בעזרת מאגר "נבו" ארבעים פסקי דין שנוקקו לספר גרוס, לעיל הערה 3, בעמ' 38 ("המחוקק לא נטל מהאזרח את זכותו היסודית להיות טיפש, אלא מנסה למנוע מאחרים להפכו לטיפש").

4 ת"פ (ת"א) 31/73 מדינת ישראל נ' אברון, פ"מ תשל"ז(1) 329, 338 (1976), מפי השופטת בן-עתו. ע"א 5320/90 ברנוביץ נ' רשות ני"ע, פ"ד מו(2) 818, 830–831 (1992), מפי הנשיא שמגר.

5 ע"א 1928/93 רשות ני"ע נ' גבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177, 188 (1995), מפי השופט גולדברג.

לאחר חלק זה של מבוא חלקה השני של הרשימה עומד בקצרה על כמה היבטים מקדמיים אך חשובים של החובה לגלות גילוי מלא, כמצע לדיון העיקרי. חלק זה מדגיש את עקרון המהותיות כעקרון העל לבחינת נפקותו המשפטית של פריט מידע מסוים, מבהיר את זיקתו המיוחדת של הדין הישראלי לדין האמריקני בסוגיה זו, ומתייחס לעיתוי העיקרי שבו השאלה מתעוררת – דהיינו, הגילוי המידי – תוך הבחנה בין חובת העדכון לבין חובת התיקון. החלק השלישי מציג את מושג העמימות כמסגרת עיונית כללית להבנת האתגרים המתעוררים כאשר קיימת חובת גילוי של מידע עמום. מסגרת זו נשענת על תובנות מתחום הפסיכולוגיה והכלכלה לגבי האופן שבו הפרטים מתייחסים לעמימות ומגיבים לקיומה בדרך של "חיפוש אחר הצלול" – כלומר, שאיפה להשיג מידע חד-משמעי וברור. בחלק הרביעי מתחיל הדיון במדיניות המשפטית לגבי גילוי מידע עמום, הדוגלת בגילוי באופן מלא. חלק זה דן בגילוי של מידע עמום מסוג של מידע צופה פני עתיד – זה המכונה "מידע רך" – ומציג ניתוח ביקורתי של סבך הילכתי מטריד, אשר נוצר בישראל לגביו. החלק החמישי מתייחס ל"מידע מעורפל" – לאמור, מידע שמתאפיין בעמימות מחמת היותו לא ברור, לא מגובש או לא מכומת, הגם שהוא מידע קשה. בכפוף לסייגים הרגילים שאינם נוגעים לעמימותו (כגון פטור), הדין הישראלי נוקט מדיניות ברורה שלפיה גם מידע עמום טעון גילוי אם הוא מהותי לפי המבחנים הרגילים. החלק השישי חותם את הרשימה.

ב. עקרונות יסוד

1. חובת הגילוי המלא

אמירות חוזרות בפסיקה גורסות, כי "תפיסת היסוד של דיני ניירות ערך היא גילוי, ושוב גילוי ועוד גילוי".⁹ זאת, בעקבות דבריהם של לוס ושל זליגמן (Seligman).¹⁰ אכן, חובת הגילוי בדיני ניירות הערך שלנו היא חובת גילוי מלא ולא חובת גילוי "נאות", כפי שנאמר אצלנו מעת לעת. "גילוי נאות" מרמז לאמת מידה של מספיקות או סבירות או תום לב, ולא היא. מדובר בחובת גילוי מרחיבה בהיקפה, התובעת כנות מוחלטת ממי שכפוף לה. היטיב לבטא זאת בית המשפט של המחוז הדרומי של ניו יורק:

"Of course, specific statutes and regulations create affirmative duties to disclose information, but another duty arises more generally. When a corporation does make a disclosure – whether it be voluntary or required – there is a duty to make it complete and accurate. In other words, corporations

9 ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, בפס' 20 מפי הנשיא ברק (פורסם בנבו, 21.8.1997) (להלן – ישקר); רע"פ 11476/04 מד"י נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, בפס' 120 מפי השופטת פרוקצ'יה (פורסם בנבו, 21.2.2010) (להלן – דסק"ש).

10 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 29 (3rd ed., 1998) ("[T]here is the recurrent theme throughout [federal securities] statutes of disclosure, again disclosure, and still more disclosure... 'The truth shall make you free.'")

have a duty to disclose all facts necessary to ensure the completeness and accuracy of their public statements.”¹¹

חובת הגילוי המלא שקובע חוק ניירות ערך נשענת של שורה של טעמים או תכליות ולא דווקא על תכלית מסוימת אחת. בית המשפט העליון, מפי הנשיא שמגר, עמד על שתי העיקריות שביניהן בהלכה המנחה בעניין ברנוביץ, במילים שנישנו מאז בערכאות רבות:

“עיקרו של דבר, מקובל לראות את פועלו 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 ומהתנהגות מניפולטיבית, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם.”¹²

התכליות שמציין בית המשפט העליון נוגעות להגנה על שני אינטרסים חברתיים. הראשונה – תכליתה להגן על אינטרסים של שוק ההון; השנייה – על אינטרסים של ממשל תאגידי. הסוגיות נפרדות מבחינה עיונית, אך הן משורגות זו בזו מבחינה מושגית ומעשית. תחולתן משתרעת מעבר לבקעה של דיני תאגידיים וניירות ערך אל מלוא המרחב של דיני האמונות (fiduciary law).¹³ בהקשר של הגנה על שוק ההון ועל המשקיעים, עיקר החשש שעמו מתמודדת חובת הגילוי המלא נוגע למעשים ומחדלים של החברה ואנשי הפנים שלה, אשר עלולים לשלול ממשתתפי שוק ההון – משקיעים, אנליסטים ועוד – מידע שעשוי לסייע להם. כדברי הנשיא שמגר, “חובת הגילוי, המוטלת על החברות אשר ניירות הערך שלהן נסחרות [כך] בבורסה, עיקרה בחשיפתם של הנתונים הרלוואנטיים למשקיע ובמניעת הטעייתו, ואין מטרתה לכוון דרכיו של המשקיע או להמליץ לפניו בבחירת השקעותיו.”¹⁴ לכך התכוון לוס במימרתו הנזכרת במבוא בדבר הצורך למנוע מאנשים לשטות במשתתפי שוק ההון.¹⁵ עם זאת, חובת הגילוי המלא אין משמעותה שעל התאגיד המדווח וצדדים אחרים הכפופים לחובת הגילוי מוטל לחשוף ללא סייג את כל המידע שברשותם. משטר גילוי מעין זה אינו מעשי ואינו מביא בחשבון אינטרסים כלל חברתיים (societal) נוספים, ובכלל זה העלות הכרוכה בציות

11 *In re Marsh & McLennan Cos., Inc. Sec. Litig.*, 501 F. Supp. 2d 452, 469 (S.D.N.Y., 2006) (מרכאות והפניות הושמטו). בית המשפט של המחוז הדרומי של ניו יורק חזר על הדברים עוד מספר פעמים. ראו: *Freudenberg v. E*Trade Fin. Corp.*, 712 F. Supp. 2d 171, 180–181 (S.D.N.Y. 2010); *Billhofer v. Flamel Techs., S.A.*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 106067, *15 (S.D.N.Y., July 30, 2012). המחוז הדרומי של ניו יורק הוא בעל הסמכות המקומית לגבי הבורסה של ניו יורק ולכן זהו בית המשפט הדיוני המוביל בניירות ערך. בהתאמה, בית המשפט לערעורים של המחוז הפדרלי השני נהנה מיוקרה מיוחדת. בבית המשפט העליון של ארצות הברית כונה בית המשפט לערעורים הזה “The ‘Mother Court’ of securities law”. ראו חוות דעתו של השופט *Stevens* בפסק דין *Morrison v. National Australia Bank*, 561 U.S. 247 (2010), בעקבות דברי השופט *Blackmun* (בדעת מיעוט) בפרישת *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 762 (1975).
12 פסק דין ברנוביץ, לעיל הערה 7, בעמ' 831. לסקירה נרחבת של הטעמים לחובת הגילוי ראו לאה פסרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך - חובת הגילוי 37–97 (2009).
13 לניתוח ראו עמיר ליכט דיני אמונות - חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי 65–78 (2013).
14 פסק דין ברנוביץ, לעיל הערה 12, בעמ' 830.
15 ראו לעיל טקסט להערה 1 ולהערה 5.

למשטר הגילוי¹⁶ (אינטרסים פרטיים של החברה הציבורית ושל אנשי הפנים שלה נסוגים בדרך כלל מפני התכלית של חובת הגילוי המלא בדיני ניירות ערך).¹⁷ עצם העובדה שפלוני מעוניין במידע נוסף על זה שכבר נמסר אין משמעה בהכרח שאי-גילוי אותו מידע מהווה הפרה של חובת הגילוי.¹⁸ בדומה לכך, גם כאשר חלה על אלמוני חובת גילוי מלא לפי דיני ניירות ערך, יש צורך לתחום את היקף המידע הטעון גילוי במועדים שונים. כך הדבר כאשר חובת הגילוי נובעת מחיקוק מפורש לאור חובת הדיווח המידי לפי סעיף 36 לחוק ניירות ערך ותקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970 (להלן – תקנות הדיווח), או כאשר הדיווח נדרש מכוח הנסיבות – למשל, כדי להימנע מהפיכת דיווח מסוים למטעה מחמת אי-גילוי.¹⁹

2. עקרון המהותיות והפעלתו

אמת המידה המשמשת בדין הישראלי לתחימת היקפה של חובת הגילוי ולקביעת המידע הטעון גילוי היא המהותיות. במילותיו של הנשיא שמגר בפרשת ברנוביץ:

"ככלל ניתן לומר, כי [חובת הגילוי] תחול לגבי כל מידע, שהינו מהותי למשקיע הסביר, ואשר אין מגבלה חוקית או מגבלה שבסבירות המצדיקות מניעת גילוי. אמת המידה של ה'מהותיות' (materiality) הינה זו השלטת במשפט האמריקני, שם נקבע, כי למרות שאופיין של העובדות המהותיות (material facts) משתנה לאור נסיבותיו של כל מקרה נתון – ניתן להכליל ולומר, כי חובת הגילוי משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מכלול האינפורמציה שעל בסיסה

16 בעת האחרונה החלה רשות ניירות ערך לגלות מודעות רבה יותר לעלויות הכרוכות בציות למשטר הגילוי. כך, למשל, בינואר 2014 אישרה ועדת הכספים של הכנסת מתווה להקלות לתאגידים קטנים במסגרת תיקון תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970. בין היתר, התיקון מקנה לתאגידים קטנים, בהגדרתם, פטור מגילוי בדוח התקופתי והרבעוני בדבר חשיפה לסיכונים שוק ודרכי ניהולם, כאשר החשיפה לסיכונים שוק הנובעים ממכשירים פיננסיים אינה מהותית, וכן פטור מהחובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית ודוח רואה החשבון המבקר על הבקרה הפנימית, כך שתאגידים קטנים יחויבו בצירוף הצהרות מנהלים מצומצמות הכוללות התייחסות לגילוי בדבר תרמית בלבד.

17 פסק דין גבור סברינה, לעיל הערה 8, בעמ' 193–194, מפי השופט גולדברג.
18 In re Delphi Financial Group Shareholder Litigation, 2012 Del Ch LEXIS 45, ראו, בדין של דלאוור, ("This information is of the 'tell me more' variety, and given the quantity and quality of the disclosure provided in the Definitive February 2012 Proxy, I find that the Plaintiffs are unlikely to succeed on the merits of their claims alleging disclosure violations.") גם In Re Plains Exploration & Production Company Stockholder Litigation, 2013 Del. Ch. Lexis *36 (Del. Ch. 2013), 118.

19 ראו פסק דין ברנוביץ, לעיל הערה 12, בעמ' 837 ("מאחר שהמצבים האופייניים הנופלים בגדרה של חובת הגילוי הוסדרו בחוק ובתקנות שהותקנו מכוחו, יש להניח, כי המקרים בהם יתבקש גילוי נוסף על מה שמוזכר בחוק ובתקנות לא יהיו מרובים").

יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לעניין (פרשת *Basic*, בעמ' 208; *TSC Industries Inc. v. Northway, Inc.* (1976)).²⁰

הגם שהדברים ידועים היטב והם משמשים דרך קבע נר לרגלי הפסיקה בארץ, ראוי לעמוד על המשמעות המיוחדת של המהלך המשפטי שבית המשפט העליון נקט באימוץ עקרון המהותיות. בית המשפט העליון אינו מקיים כאן דיון השוואתי לשם השראה גרידא, ואף אינו מפנה לשם שכנוע ותימוכין לעקרונות יסוד של שיטה אחת במשפחת המשפט המקובל, כפי שעשה בד"נ קוסוי, למשל, אף שם מפי הנשיא שמגר.²¹ הלכת ברנוביץ מייבאת, במפורש ובמוצהר, את מבחן המהותיות האמריקני על קרבו וכרעיו, לרבות האסמכתאות הקלסיות המבססות אותו בדיני ניירות ערך ובדיני חברות כאחד – הלכות *Basic* ו-*TSC*, בהתאמה. אכן, משנותקו הזיקות המחייבות לדינים זרים עם הקמת המדינה, בתי המשפט בישראל אינם כבולים או כפופים עוד לדינים כאלה.²² אולם בהקשר הנוכחי, בכואנו לקבוע את היקף המידע – אמור מעתה: המהותי – הטעון גילוי לפי הדין בישראל, יש לבחון בתשומת לב מיוחדת כיצד מתפרש עקרון המהותיות לאור הפסיקה המיישמת אותו בארץ מכורתו לאור הלכת *Basic* ופסיקה נוספת שבאה בעקבותיה. זאת, לאור מצוותו הברורה של בית המשפט העליון בהלכת ברנוביץ. פריט מידע מסוים ייחשב לכן למהותי, אם בעיני משקיע סביר יש בו כדי לשנות את "מכלול המידע" שבידיו – אותו total mix מפורסם שקבעה הלכת *TSC*. הפסיקה והחקיקה הרחיבו את תחולתו של מבחן המהותיות, והוא משמש כיום כאמת מידה כללית לקביעת נפקותו של מידע, ולא רק בהקשר של חובת הגילוי בדיני ניירות ערך. כך, בפרשת רוזוב קבע בית המשפט העליון, מפי השופט מ' חשין, בהקשר של שימוש במידע פנים, כי "חוק ניירות ערך כולו ספוג במבחן ה'מהותיות' בגילויה השונים, והמהותיות היא אף העושה את החוק לרקמה אחת חיה ונושמת."²³ התיחסויות בחקיקה לחובה למסור מידע באירועים תאגידיים שאינם קשורים בהכרח לשוק ההון יש לפרש באותו אופן – לאמור, כי מדובר במידע מהותי. כך, למשל, עסקאות הנוגעות בחשש לניגוד עניינים, הצבעות באסיפה הכללית והצעות רכש.²⁴ כך הוא המצב גם בדיני החברות של דלאוור, שבהם מבחן המהותיות לפי הלכת *TSC* אומץ בפרשת

20 פסק דין ברנוביץ, לעיל הערה 12, בעמ' 837. ראו *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 224 (1988); *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 438 (1976). בית המשפט העליון חזר על הדברים בפרשת גבור סבירנה, לעיל הערה 8, בעמ' 187 ובמקרים רבים נוספים.

21 ד"נ 29/84 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ, פ"ד לח(4) 505, 510–511 (1984) ("העיון בפסיקה אמריקנית או בפסיקה של ארצות אחרות, בהן נוהגות הוראות חוק דומות לשלנו, לשם גיבושן של התפיסות שלנו או ההתייחסות לפסיקה כאמור לשם הבנת מהותם של כללי משפט דומים, אשר עליהם מלין בא-כוחו המלומד של המבקשת, הם דבר מקובל זה זמן רב").

22 ראו עוד ליכט, לעיל הערה 13, בעמ' 30–32, ובפרט בעמ' 32 ("לפחות בתחום דינים זה ממשכה שיטת המשפט הישראלית להתפתח כנצר של אילן המשפט המקובל – ללא כפיפות או כבילה אך תוך יניקה משורשים משותפים").

23 ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 357, 337 (1999). לציטוט מלא יותר ולדיון מפורט בהשלכות של עמדה זו ראו להלן טקסט להערה 91 ואילך.

24 ראו, למשל, תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א–2001; תקנה 7 לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעת עמדה), התשס"ו–2005; תקנה 4 לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התשס"ו–2000; תקנה 9 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס–2000.

Rosenblatt.²⁵ הלך זה של ניתוח על בסיס מבחן המהותיות משמש, למעשה, כעיקרון מנחה כללי בדיני האמונות.²⁶ מהותיות מערבת עיקרון משפטי עם יסודות עובדתיים ולכן היא נבחנת על ידי בית המשפט. בית המשפט העליון של ארצות הברית עמד על כך בפרשת *TSC*:

"The issue of materiality may be characterized as a mixed question of law and fact, involving as it does the application of a legal standard to a particular set of facts. In considering whether summary judgment on the issue is appropriate, we must bear in mind that the underlying objective facts, which will often be free from dispute, are merely the starting point for the ultimate determination of materiality. The determination requires delicate assessments of the inferences a 'reasonable shareholder' would draw from a given set of facts and the significance of those inferences to him, and these assessments are peculiarly ones for the trier of fact."²⁷

הסיפא של הדברים מלמד, כי הקביעה של בית המשפט – אם פריט מידע מסוים השנוי במחלוקת עשוי לשנות את מכלול המידע בעיני משקיע סביר – היא עניין לבירור עתיר עובדות. בלשונו של בית המשפט בפרשת *Basic*: "an inherently fact-specific finding such as materiality"²⁸. כפועל יוצא, בית המשפט לא ימהר להכריע בשאלה בשלב מקדמי. מבחינה דיונית, בארצות הברית השלב המקדמי לובש צורה של בקשה לסילוק על הסף (summary judgment), ואילו בישראל המחוקק הגדיר באופן סדור שלב מקדמי של אישור התובענה הייצוגית. בתי המשפט בארצות הברית שבו וקבעו, כי פלוגתא לגבי מהותיות של מידע שהושמט ולא גולה תוכרע בשלב מקדמי רק בנסיבות הנדירות, שבהן לא תיתכן לגביה כל מחלוקת בין בעלי דעות סבירות:

"Whether [the omitted fact] constitutes material information, and whether nondisclosure of the [omitted fact] renders the original disclosure misleading, remain questions for the trier of fact, and may be resolved by summary judgment when there is no disputed issue of material fact."²⁹

25 *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, 944-45 (Del. 1985) ("[I]t is clear from the Delaware cases that the materiality standard of *TSC*... applies")
 26 ראו ליכט, לעיל הערה 13, בעמ' 85-95.
 27 *TSC*, לעיל הערה 20, בעמ' 450.
 28 *Basic*, לעיל הערה 20, בעמ' 236. ראו גם *Litwin v. Blackstone Group, L.P.*, 634 F.3d 706, 716 (2d Cir. 2011) ("Materiality is an inherently fact-specific finding")
 29 *In re Time. In re Sanofi-Aventis Secs. Litig.*, 774 F. Supp. 2d 549, 564 (S.D.N.Y., 2011)
In re Warnaco Group Inc. Opinion. Warner Inc. Sec. Litig., 9 F.3d 259, 267 (2d Cir. 1993)
Sec. Litig., 388 F. Supp. 2d 307, 313 (S.D.N.Y. 2005) ("[materiality] may be characterized as a mixed question of law and fact, and is generally inappropriate for determination at the pleading (stage")

“[A] complaint may not properly be dismissed... on the ground that the alleged misstatements or omissions are not material unless they are so obviously unimportant to a reasonable investor that reasonable minds could not differ on the question of their importance.”³⁰

נפקות נוספת שיש לכך שההכרעה בשאלת המהותיות טעונה בירור עתיר עובדות היא, שבית המשפט, וכן כל מי שכפוף לחובת הגילוי, מצוּנָה שלא להירתע מן הקושי הכרוך בכך לעתים. קלות ביישום אינה תירוץ להתעלמות מתכלית החקיקה. זאת, במיוחד כאשר פריט המידע השנוי במחלוקת אינו ברור וחד.

“A bright-line rule indeed is easier to follow than a standard that requires the exercise of judgment in the light of all the circumstances. But ease of application alone is not an excuse for ignoring the purposes of the Securities Acts and Congress’ policy decisions. 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 underinclusive.”³¹

3. מקורות לחובת הגילוי

פריט מידע טעון גילוי בהתקיים שני תנאים מצטברים: ראשית, שהמידע מהותי; שנית, שיש חובה לגלותו. מדובר בשתי סוגיות נפרדות. לפיכך, כאשר מידע הוא מהותי אלא שאין חובה לגלותו, החברה ואנשי הפנים שלה לא ייחשבו כמפרים את חובת הגילוי או כמי שביצעו תרמית אם שמרו את המידע חסוי. בית המשפט העליון של ארצות הברית עמד על הנקודה בפרשת *Basic*: “Silence, absent a duty to disclose, is not misleading under Rule 10b-5.”³² המקור המרכזי לחובה לגלות פרט מידע מסוים הוא חיקוק. כך הדבר בדין הישראלי לגבי חובת דיווח מידי של כל אירוע או עניין שהמידע לגביהם מהותי.³³ תקנה 36(א) לתקנות הדיווח קובעת:

30 Goldman v. Belden, 754 בעקבות Ganino v. Citizens Utils. Co., 228 F.3d 154, 162 (2d Cir., 2000) In re Sanofi-Aventis Secs. Litig., 774 F. Supp. 2d 549, 1059, 1067 (2d Cir., 1985) .F.2d 1059, 1067 (2d Cir., 1985) .ראו גם 564 (S.D.N.Y., 2011).

31 *Basic*, לעיל הערה 20, בעמ' 236. ראו גם Ganino, שם, בעמ' 162. 32 *Basic*, לעיל הערה 20, בעמ' 239. ראו גם Resnik v. Swartz, 303 F.3d 147, 154 (2d Cir., 2002) (“For an omission to be actionable, the securities laws must impose a duty to disclose the omitted information.”); In re Time Warner Inc. Sec. Litig., 9 F.3d 259, 267 (2d Cir., 1993) (“[A]n omission is actionable under the securities laws only when the corporation is subject to a duty to disclose the omitted facts”).

33 הדין הפדרלי, שמכוחו מתנהלים תובענות אזרחיות וכן הליכי אכיפה ציבורית בגין תרמית בניירות ערך, אינו מכיל דרישה לדיווח מידי תכופ כזו המוכרת בדין שלנו. חובת הדיווח המידי בנוסח זה מעוגנת בכללי הרישום של הבורסות הגדולות. לכללים אלה יש אופי חוזי ולא סטטוטורי. ראו, למשל, כללי הרישום של הבורסה של ניו יורק, (NYSE, LISTED COMPANY MANUAL (2013)).

"בדוח יובאו פרטים בדבר 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."

כפי שציין בית המשפט העליון בפרשת דסק"ש, "פרטים שהחוק והתקנות מחייבים הכללתם בדוחות חברה ציבורית אין לטעון לגביהם שאינם מהותיים למשקיע הסביר"; "ההנחה היא, אפוא, כי מידע שגילוי נדרש מכח הדין הינו מהותי למשקיע כעניין נורמטיבי, שאם לא כן, גילוי לא היה נדרש בבחינת חובה סטטוטורית."³⁴ אלא שאין בכך כדי למצות את המידע שגילוי נדרש כמידע מהותי. בית המשפט בעניין דסק"ש הבהיר, כי חובת הגילוי עשויה בהחלט להשתרע מעבר למידע שגילוי נדרש באופן קונקרטי על פי חוק ניירות ערך: "מטבע הדברים, לא ניתן לקבוע מראש רשימה סגורה של פרטים מהותיים החייבים בגילוי ביחס לכל תאגיד."³⁵ לצד החובה לדרוש פרטים מסוימים במועד מסוים מכיוון שהדבר נדרש בחיקוק עשויה לצמוח חובה לגלות מידע נוסף בהתאם להקשר העובדתי:

"The central issue on all three claims is not whether the particular statements, taken separately, were literally true, but whether defendants' representations, taken together and in context, would have mislead a reasonable investor about the nature of the debentures. Some statements, although literally accurate, can become, through their context and manner of presentation, devices which mislead investors."³⁶

גישה דומה הובעה על ידי בית המשפט העליון בפרשת גבור סבריינה:

"התשובה לשאלה, אם פרט מסוים הינו מהותי או חסר חשיבות, לעניין הפירסום, הינה פועל יוצא מהסתכלות על המידע שגילוי מתבקש, כנתון במכלול הנתונים. יכול שפרט מסוים, ששאלת גילוי עומדת לדיון, ייראה עמום או בלתי מהותי, ובעומדו לבדו יקשה על 'המשקיע הסביר' לזקק מתוכו מסקנה אופרטיבית כלשהי. אך בהצטרף פרט זה למסגרת הפרטים כולם, עשוי הוא לשפוך אור על סביבותיו וליצוק תוכן ומשמעות לכלל האינפורמציה המובאת

"202.05 Timely Disclosure of Material News Developments - A listed company is expected to release quickly to the public any news or information which might reasonably be expected to materially affect the market for its securities. This is one of the most important and fundamental purposes of the listing agreement which the company enters into with the Exchange."

34 פסק דין דסק"ש, לעיל הערה 9, בפס' 81, 132, בהתאמה. ראו גם עמיר ליכט "על מהותיות ואי גילוי: בשולי פסק דין דסק"ש" תאגידים א/5, 12, 34 (2004).

35 פסק דין דסק"ש, לעיל הערה 9, פס' 133.

36 *McMahan v. Warehouse Entertainment, Inc.*, 900 F.2d 576, 579 (2d Cir., 1990). הדברים צוטטו מאז בהסכמה עשרות פעמים.

לפני המשקיע, ובכך להטות את הכף לטובת גילוייו. כך יעניק אותו פרט למכלול האינפורמציה חיות שנעדרה ממנו קודם לכן.³⁷

בית המשפט של המחוז הדרומי של ניו יורק סיכם את ההלכה בפרשת *Sanofi-Aventis*:

“There are two types of disclosure obligations. A duty may arise expressly pursuant to an independent statute or regulation - i.e. an affirmative legal disclosure obligation. Or, a duty may arise as a result of the ongoing duty to avoid rendering existing statements misleading by failing to disclose material facts.”³⁸

במסגרת הבירור עתיר העובדות שבית המשפט צריך לקיים לגבי מהותיות המידע השנוי במחלוקת לאור הקשרו, בית המשפט רשאי להתייחס לנסיבות מסוגים שונים. בין הנסיבות השונות נודעת חשיבות מיוחדת להתנהגותה של החברה עצמה. תבנית ההתנהלות של החברה לגבי קיום חובת הגילוי החלה עליה יוצרת הקשר, שלאורו ניתן לבחון את התנהגותה במקרה מושא הסכסוך. בית המשפט העליון של ארצות הברית בפרשת *Basic* נתן דוגמה מפורסמת לכלל הזה, כאשר העיר לגבי משמעויות שונות שעשויות להיוודע להודעת “אין תגובה” של חברה ציבורית. התבטאות בעלת תוכן מילולי זהה לחלוטין – בפרט, הודעת “אין תגובה”, שכמוה כשתיקה – עשויה להיחשב כשתיקה ועשויה להיחשב להיפך, כהודאה, הכול לפי ההקשר שיצרה החברה בהתנהלותה עד אז.

“‘No comment’ statements are generally the functional equivalent of silence... It has been suggested that given current market practices, a ‘no comment’ statement is tantamount to an admission that merger discussions are underway. That may well hold true to the extent that issuers adopt a policy of truthfully denying merger rumors when no discussions are underway, and of issuing ‘no comment’ statements when they are in the midst of negotiations. There are, of course, other statement policies firms could adopt; we need not now advise issuers as to what kind of practice to follow, within the range permitted by law.”³⁹

בתי משפט בארצות הברית פיתחו כך עיקרון שלפיו עשויה לצמוח חובת גילוי לגבי נושא שהמנפיק עצמו העמיד על הפרק.⁴⁰ בפרשת *Merck* קבע בית המשפט כי חברת התרופות הייתה

37 פסק דין גבור סבריניה, לעיל הערה 8, בעמ' 188; ראו גם ת"א (מחוזי נצ') 496/95 סבן נ' להב, בפס' 47 מפי השופט גינת (פורסם בנבו, 8.8.1999).

38 *Sanofi-Aventis*, לעיל הערה 30, בעמ' 561 (הפניות ומרכאות הוסרו), בעקבות *Thesling v. Bioenvision, Inc.*, 374 Fed. Appx. 141, 143 (2d Cir., 2010); *Glazer v. Formica Corp.*, 964 F.2d 149, 157 (2d Cir., 1992).

39 *Basic*, לעיל הערה 20, בעמ' 239 (הפניות הוסרו).

40 *In re Merck & Co.*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 123800, *38 (D.N.J. 2012) (“the principle that a company acquires a duty to speak about a topic if it puts that topic at issue”).

צריכה לתת גילוי על סיכונים בתרופה Vioxx, משבחרה לציין את הבטיחות של המוצר בדיווחים קודמים.⁴¹ בעניין *Providian* הצהירה חברה לרטיסי אשראי על כך שהצלחתה נובעת מ"מחוייבות בלתי מתפשרת לביצוע ללא פגם של המדיניות העסקית", ומשכך קבע בית המשפט כי היא "שמה במשחק" את הפרקטיקות העסקיות שלה ולכן פגם שנפל בהן הוא פרט מהותי שחלה לגביו חובת גילוי מלא.⁴² הלכת *Providian* הנחתה בתי משפט נוספים במקרים שבהם החברה התבטאה לגבי גורמים המשפיעים על הביצועים הכספיים שלה, ובכך הפכה פרטים נוספים הקשורים לכך למהותיים וטעונים גילוי:

"[A]lthough a defendant does not have a Rule 10b-5 duty to speculate about the risk of future investigation or litigation, if it puts the topic of the cause of its financial success at issue, then it is 'obligated to disclose information concerning the source of its success, since reasonable investors would find that such information would significantly alter the mix of available information."⁴³

ההתייחסות לעיל בפסק דין *Basic* ל"פרקטיקה הנוהגת בשוק" (current market practice) מצביעה על סוג נוסף של נסיבות, אשר עשויות ליצור הקשר לקביעת ממצא בשאלת המהותיות. כאשר חברות ציבוריות אחרות זולת החברה מושא הסכסוך מתנהלות באופן מסוים לגבי קיום חובת הגילוי, הדבר יכול לשמש כראיה עובדתית לכך שמתתפי השוק – ובמרכזם "המשקיע הסביר" – נותנים משקל לגילוי מידע מסוים במועד מסוים ככזה שעשוי להשפיע על מכלול המידע שברשותם. במילים אחרות, שהמידע שגילוי נעשה במועד זה הוא מהותי.

4. מיידיות

לצד השאלה אילו פריטי מידע יש לגלות כמידע מהותי ניצבת שאלה אחרת לגבי מועד הגילוי הנדרש. באופן סכמטי, דיני ניירות הערך קובעים שלושה סוגים של מועדים: ראשית, גילוי במועד שרצוי למנפיק, כגון בתשקיף עובר להצעת ניירות ערך לציבור; שנית, גילוי עיתי בודחות תקופתיים; שלישית, גילוי מידי. מבחינה עקרונית-מושגית, היקף הגילוי זהה בכל שלושת ההקשרים. בעבר התקיים שיח בדבר הבדלים אפשריים בגילוי בהקשרים השונים – ובפרט בין השוק הראשוני לשוק המשני – ובפסיקה יש לכך הד מסוים. אולם כיום ברור שהיקף

⁴¹ *Merck*, לעיל הערה 40, בעמ' 37-38 * (The Court must evaluate the alleged materiality of Merck's failure to disclose unfavorable information about Vioxx's possible CV risks in the context of what (Merck chose to tell the market about the reason for the product's economic performance"

⁴² *In re Providian Fin. Corp. Sec. Litig.*, 152 F. Supp. 2d 814, 824-25 (E.D. Pa. 2001) ("Having put the issue in play, Providian is obligated to disclose information concerning the source of its success, since reasonable investors would find that such information would significantly alter the (mix of available information"

⁴³ *In re Van der Moolen Holding N.V. Sec. Litig.*, 405 F. Supp. 2d 388, 400-01 (S.D.N.Y. 2005); *Lapin v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 506 F. Supp. 2d 221, 240 (S.D.N.Y. 2006)

הגילוי נקבע לפי מבחן המהותיות, ולכן הוא זהה עקרונית.⁴⁴ אף על פי כן בעבר נבע פער בין מתכונות הגילוי מחמת הבדלים במתכונת הפיקוח עליהם. תיקון מס' 23 לחוק ניירות ערך ואימוץ המלצותיה של ועדת ברנע⁴⁵ הביאו לכך שהדין שלנו מיישם את מנגנון הגילוי על דרך ההפניה בין מסמכי גילוי בשוק הראשוני והמשני ובכך הוא משווה אותם גם בפועל. תהיות לגבי מהותיות של מידע עמום ולגבי החובה לגלותו עשויות להתעורר בכל אחד משלושת מועדי הגילוי. עם זאת, הסוגיה המשפטית מתעוררת במלוא קשיותה בהקשר של דיווח מידי. עיקר מניינם ובניינם של הגילוי בשוק הראשוני ובמסגרת הדיווח העיתי מבוסס על דוחות כספיים וטקסט הנלווה אליהם. במסמכי גילוי בשוק הראשוני נוספים לאלה תיאורים מילוליים של החברה וכיוצא באלה. לעומתם, הדיווח המידי הוא מילולי באופיו והוא מתייחס לאירועים הטעונים תיאור חופשי. כפועל יוצא מכך, מקבלי ההחלטות בחברה ויועציהם המשפטיים חייבים להתמודד עם שאלת הצורך בגילוי בלא יכולת להישען על תבניות מובנות של דוחות כספיים ועל שיקול דעתם המקצועי של חשבונאים. יתר על כן, חובת הגילוי המידי, החלה על החברה מכוח סעיף 36 לחוק ותקנה 36 לתקנות הדיווח, עשויה להטיל עליה לעתים נטל לברוק האם יש מידע מהותי הטעון דיווח מידי.⁴⁶ כך כאשר יש לחברה אפשרות להשיג את המידע. נסיבות כאלה מתקיימות, למשל, ביחסים בין החברה לבין נושא משרה שלה או ביחסים בין חברה לבין חברת בת בשליטתה או חברה אחות בשליטה משותפת.⁴⁷ (כד בכד, על הצד השני ביחסים אלה, נושא המשרה או החברה הבת או האחות, מוטלת חובה למסור לחברה את המידע הדרוש לה לשם קיום חובת הגילוי שלה).⁴⁸ כל זאת, בשעה שתקנה 30 לתקנות הדיווח קובעת הסדר תובעני לגבי מועדי הדיווח המידי.⁴⁹

44 להתבטאויות כלליות לגבי הבדלים בין השוק הראשוני למשני ראו פסק דין גבור סבירנה, לעיל הערה 8, בעמ' 186 ("השוק המשני" הוא השלב שבו ניירות הערך נסחרים בבורסה. זאת להבדיל מ'השוק הראשוני', הוא שלב הנפקתם של ניירות הערך... בכל אחד מן 'השוקים' האמורים לובשת חובת הגילוי אופי שונה. בעוד שבראשון הגילוי הוא חד-פעמי כביטוי בתשקיף, הרי שבשני נושא הגילוי אופי מתמשך"); פסק דין עוז, לעיל הערה 57, בפס' 33 מפי השופטת אבניאלי. עיון בדברים מלמד שמבחינת היקף המידע הטעון גילוי אין מדובר בהבדלים של תוכן אלא בתיאור של צורה ומתכונת שונות של גילוי. סעיפים 16(א) ו-36(ג) לחוק ניירות ערך נוקטים שניהם את המבחן של "פרט החשוב למשקיע סביר", אשר פורש בהלכת ברנוביץ כמבטא את מבחן המהותיות. לגישה שונה, שלא היו לה מהלכים, ראו אפרים אברמזון "תחזיות ומידע רך" בחברה הציבורית – החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב 55 (1993).

45 ראו דוח ועדה בחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה בתשקיף ובנגזרותיו ("וועדת ברנע") (2001).

46 מדובר בנטל משפטי, מכיוון שבמקרה של הפרה ואי-גילוי תוטל אחריות אזרחית על החברה ועל אנשי פנים מסוימים שלה על פי סעיף 52 לחוק ניירות ערך.

47 ראו, בהתאמה, ע"פ 5640/97 רייך נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(2) 433 (1999); פסק דין ישקר, לעיל הערה 9; פסק דין ברנוביץ, לעיל הערה 7.

48 ראו, למשל, פסק דין ישקר, לעיל הערה 9, בפס' 29 מפי הנשיא ברק ("מחובתה הסטטוטורית של החברה הציבורית למסור המידע על החברה הפרטית (המסונפת, הכלולה או הקשורה) לחברה הציבורית]) לרשות לניירות ערך, לבורסה ולרשם נגזרת חובתה של החברה הפרטית למסור מידע זה לחברה הציבורית... הפתרון השני – שאינו מכיר בחובתה של החברה הפרטית והמשחרר על כן את החברה הציבורית מחובת גילוי המידע – מסכל את המטרה המונחת ביסוד דיני הגילוי הנאות").

49 תקנה 30 לתקנות הדיווח קובעת:

"(א) תאגיד יגיש דו"חות מידיים על האירועים המפורטים בפרק זה.

משהגיע מידע מהותי לידיעת התאגיד, כהגדרתה בתקנות, אין התאגיד פטור מגילוי אלא בהתאם לפטורים העומדים לו כדין.⁵⁰ כך, למשל, אם הגשת הדוח המידי "עלולה למנוע השלמת פעולה של התאגיד" או בדומה לכך, בהתאם לתקנה 36(ב) לתקנות הדיווח.⁵¹ בהיעדר סייג או פטור חובת הדיווח המידי חלה במלוא עוצמתה. כך או כך, כאשר קיימת חובת דיווח, סוגיית המהותיות וסוגיית מועד הדיווח לגבי מידע שלא גולה נוטות להתמזג:⁵²

"The Second Circuit has drawn a distinction between concepts of a duty to disclose and materiality; however, where the duty to disclose arises from a need to avoid false or misleading statements the inquiries as to duty and materiality coalesce."⁵³

5. חובת העדכון וחובת התיקון

בשולי חלק זה ועוד טרם הדיון במהותיות של מידע רך – הערה קצרה לגבי חובת גילוי משנית הנוגעת למידע כזה. ככלל, הדין אינו מחייב גילוי של מידע רך. אולם משבחר המנפיק לגלות מידע רך, הוא נוטל על עצמו נטל להבטיח שהמידע לא יהיה מטעה. זאת, כאשר התחזיות שסיפק מלכתחילה כבר אינן נכונות, למיטב ידיעתו, לאור מידע חדש שברשותו אשר מצדיק עדכון שלהן. המידע המקורי הטוען עדכון נותר רך וצופה פני עתיד, אך המידע המעדכן עשוי להיות קשה, כגון התפתחויות בפועל או "עובדות היסטוריות" אחרות, או רך, כגון תחזיות אחרות אשר משליכות על התחזיות מושא התיקון. המידע האחרון, למרות שהוא מידע רך, כפוף בכל זאת לחובת גילוי מידי אם הוא מהותי, מכיוון שהוא נחוץ לשמירה על יושרת המידע הרך אשר דווח מלכתחילה באופן התנדבותי.

(ב) המועד להגשת דו"ח מידי – אם לא נקבע אחרת בתקנות אלה – הוא:

- (1) משנודע לתאגיד לראשונה על אירוע עד השעה 9.30 ביום מסחר כשלהו – לא יאוחר משעה 13.00 באותו יום;
- (2) משנודע לתאגיד לראשונה על אירוע במועד אחר – לא יאוחר משעה 9.30 ביום המסחר שלאחריו.

(3) בתקנה זו – "נודע לתאגיד לראשונה על אירוע" – נודע לראשונה על התרחשות האירוע לאחד מאלה: יושב-ראש הדירקטוריון של התאגיד, המנהל הכללי שלו, מנהל העסקים הראשי שלו, נושא המשרה הבכיר ביותר בתחום הכספים בתאגיד, מזכיר התאגיד, או ממלא תפקיד כאמור בתאגיד אף אם תואר משרתו שונה.

50 בשלהי שנת 2013 פרסמה רשות ניירות ערך פנייה לציבור לקבלת הערות לגבי כוונתה להקל במקצת את דרישות הדיווח המידי. ככל שההצעות ייושמו עשויים לחול שינויים במועדי הדיווח הנזכרים אך לא שינויים עקרוניים בתפיסת הדיווח. ראו רשות ניירות ערך, הצעות חקיקה בנושא הקלות בדיווחים מידיים (2013), http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8255.pdf.

51 פסק דין דסק"ש, לעיל הערה 9, פס' 138.

52 בעוד הדין הישראלי דומה לדין האמריקני דמיון הקרוב לזהות בסוגיית המהותיות של המידע, המצב המשפטי בישראל שונה מן הדין הפדרלי בארצות הברית בקשר למועדי הגילוי, בכך שאצלנו חובת הגילוי המידי מעוגנת בחיקוק.

53 *Sanofi-Aventis*, לעיל הערה 30, בעמ' 564.

בדין האמריקני מוכרת בפסיקת המחוז השני חובה לעדכן דיווחים של מידע רך, המכונה "חובת העידכון" (duty to update).⁵⁴ בדין הישראלי מעוגנת חובת עדכון דומה של מידע רך בתקנה 2א37 לתקנות הדיווח.⁵⁵ על פי התקנה יחולו על העדכון לוחות הזמנים הנוקשים, המצוינים בתקנה 30 לתקנות אלה. לצד חובת העדכון ניצבת חובה דומה אך שונה, המכונה "חובת התיקון" (duty to correct). חובה זו מתייחסת למידע קשה שדווח כבר, ואשר למנפיק מתברר במרוצת הזמן כי כבר בעת שדווח הוא היה שגוי. המידע החדש, המתקן, מחייב גילוי אם הוא מהותי.⁵⁶

חובת העדכון של מידע רך נדונה בפרשת עוז בקשר עם הצעת רכש למניות הציבור בחברה, אשר החברה הודיעה כי תבוצע בעתיד אך בנקודת זמן כלשהי היא ירדה מעל הפרק כאפשרות מעשית.⁵⁷ המידע המחדש בפרשת עוז היה מידע קשה על סדרה של התפתחויות שליליות בחברה, אשר הפיגו את הטעם בכיצוע הצעת הרכש. בית המשפט המחוזי, מפי השופטת אבנאלי, ראה בחובת העדכון לפי תקנה 2א37 לתקנות הדיווח משום ביטוי לחובת הדיווח המיידית לפי תקנה 36 לתקנות.⁵⁸ נדמה, בכל הכבוד, כי בית המשפט לא דייק בקביעתו המשפטית, הגם שבנסיבות פסק הדין יש להבחנה זו בעיקר נפקות עיונית. תקנה 36 לתקנות הדיווח, הקובעת חובת דיווח מידי, אינה משתרעת על מידע רך, מכיוון שגילוי של זה הוא עניין התנדבותי. כדי לקבוע חובת גילוי של מידע רך נדרש בסיס נפרד, בין מכוח הלכה ובין מכוח חיקוק כגון תקנה 2א37. להבחנה זו עשויה להיות נפקות במקרים בעתיד כאשר המידע המחדש יהיה מידע רך.

ג. עמימות

- 54 *In re IBM Corporate Sec. Litig. (Kowal v. IBM)*, 163 F.3d 102, 110 (2d Cir., 1998). ראו גם *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 249 (5th Cir., 2009) ("a duty to speak the full truth arises when a defendant undertakes a duty to say anything. Although such a defendant is under no duty to disclose every fact or assumption underlying a prediction, he must disclose material, firm-specific adverse facts that affect the validity or plausibility of that prediction.")
- 55 כעניין אנקדוטלי יצוין, כי חובת עדכון של מידע רך נועדה תחילה להיכלל בחקיקה ראשית. הכוונה לכך הופיעה לראשונה בתזכיר הצעת החוק, אשר נועד ליישם את המלצות ועדת ברנע משנת 2001 לגבי קביעת משטר גילוי למידע צופה פני עתיד. על פי התזכיר, סעיף 33א המיועד לחוק ניירות ערך היה אמור לקבוע חובת עדכון של מידע רך. סעיף זה היה אמור לשלול את הפטור למידע רך שהתברר כשגוי ממי שלא הוציא דיווח מידי על מידע רך שהגיע לידעתו "ועשוי לשנות מהותית" את הכלול במידע הרך שגולה. נוסח התזכיר נתקל בהתנגדות של נציגי החברות הציבוריות. הצעת החוק הממשלתית לתיקון מס' 23 כבר לא כללה את חובת העדכון. אולם לאחר שהחובה הזו הוצאה מן החקיקה הראשית המתוכננת, היא הוספה לדין שלנו בחקיקת משנה במסגרת תקנה 2א37 הנוכרת לעיל בשנת 2006. ראו תזכיר חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ב–2002; אורי וינברגר "חשיפת תוכניות העסקיות של החברה – מיתרת ומזיקה; איגוד החברות הציבוריות מבקר את המלצות ועדת ברנע" הארץ (27.5.2001); הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 23), התשס"ד–2004, ה"ח 370.
- 56 ראו *IBM*, לעיל הערה 54, בעמ' 109; ראו גם *Sanofi-Aventis*, לעיל הערה 30, בעמ' 561–562.
- 57 ת"א (מחוזי ת"א) 1570/06 עוז נ' פרבר (פורסם בנבו, 19.5.2013).
- 58 שם, בפס' 32.

רשימה זו מוקדשת לבחינה של הדין הנוהג ושל המדיניות המשפטית בנושא של מהותיות של מידע עמום – לאמור, מידע שאינו ידוע, מלא, מדויק, ברור או מגובש. החלק הנוכחי מציג מעט מן הידוע לנו על עמימות (ambiguity) ועל האופן שבו אנשים מתמודדים עם מידע עמום. זאת, כרקע להבנה עשירה יותר של המשטר המשפטי אשר חל על גילוי מידע עמום. עמימות היא תופעה כללית נרחבת, אשר מתייחסת לידע ולהכרה שיש לפרטים (individuals). המאפיין העיקרי של עמימות הוא אי־ודאות (uncertainty). עמימות ואי־ודאות עשויות לנבוע ממקורות שונים. הן עשויות להיווצר לנוכח גודש של נתונים, באופן שהפרט אינו מסוגל להתמודד עם המורכבות (complexity) שהוא ניצב בפניה במסגרת יכולותיו הקוגניטיביות. מנגד, עמימות ואי־ודאות עשויות לנבוע גם ממצב הפוך של מחסור אקוטי במידע – למשל, לגבי הלא מוכר או לגבי העתיד. זה השימוש הרווח במונח "אי־ודאות". עמימות, אי־ודאות ומורכבות הן, לפיכך, תופעות הקשורות זו לזו הן מבחינה מושגית־עיונית הן מבחינה אישית חווייתית. לעמימות ולאי־ודאות יש תכונות שליליות בכוח – כלומר, תכונות שעשויות להיחשב לא רצויות. הספרות מתעדת היטב את העובדה שפרטים בחברה מגלים סלידה מעמימות (ambiguity aversion) במידה שונה איש מרעהו.⁵⁹ בתחום הפסיכולוגיה הגדיר קרוגלנסקי "צורך בסגירות קוגניטיבית" (need for cognitive closure) כ"תשוקה לתשובה החלטית על נושא כלשהו – איזושהי תשובה, בניגוד לבילבול ולעמימות".⁶⁰ הצורך בסגירות קוגניטיבית משקף את מידת ההינעה (המוטיבציה) השונה שיש לכל אדם לסיים תהליכים של בירור והחלטה.⁶¹ השגת סגירות קוגניטיבית מלווה בתחושה רגשית חיובית; איום על השגתה מלווה בתחושת מצוקה. כדי להשיגה הפרטים עשויים לשנות את התנהגותם, ומכאן ההתייחסות אליה גם כ"סגנון קוגניטיבי" (cognitive style). אנשים בעלי צורך גבוה בסגירות קוגניטיבית עשויים "לתפוס ולהקפיא" פריט מידע זמין – דהיינו, להיאחז בתשובות קלות וזמינות, לקבל אותן כמספקות ולהפסיק את הבירור וההתלבטות – ובלבד שיסתיים תהליך החשיבה המכביד עליהם.⁶² במרוצת השנים הוצגו בספרות הפסיכולוגית מושגים נוספים הקרובים מבחינה רעיונית לצורך בסגירות קוגניטיבית, וביניהם נטייה לוודאות לעומת נטייה לאי־ודאות (certainty versus uncertainty orientation).⁶³

- 59 Nabil I. Al-Najjar & Jonathan Weinstein, *The Ambiguity Aversion Literature: A Critical Assessment*, 25 ECON. & PHILOSOPHY 249 (2009); Johanna Etner, Meglena Jeleva, & Jean-Marc Tallon, *Decision Theory under Ambiguity*, 26 J. ECON. SURVEYS 234 (2012)
- 60 ARIE W. KRUGLANSKI, LAY EPISTEMICS AND HUMAN KNOWLEDGE: COGNITIVE AND MOTIVATIONAL BASES 14 (1989) ("The desire for a definite answer on some topic, *any* answer as opposed to confusion and ambiguity" (הדגשה במקור).)
- 61 Lucia Mannetti *et al.*, *A Cross Cultural Study of the Need for Cognitive Closure Scale: Comparing Its Structure in Croatia, Italy, the USA and the Netherlands*, 41 BRIT. J. SOC'L PSYCHOL. 139 (2002)
- 62 Arie W. Kruglanski & Donna M. Webster, *Motivated Closing of the Mind: 'Seizing' and 'Freezing'*, 103 PSYCHOL. REV. 263 (1996)
- 63 RICHARD M. SORRENTINO & CHRISTOPHER J.R. RONEY, THE UNCERTAIN MIND: INDIVIDUAL DIFFERENCES IN FACING THE UNKNOWN 7 (2000)

מלבד גורמים אישיים, כגון התפתחות ורקע משפחתי,⁶⁴ הצורך בסגירות קוגניטיבית מושפע גם מגורמים סביבתיים משתנים. גורמים חיצוניים המגדילים את העומס על התפקוד הקוגניטיבי – כגון רעש-רקע מטריד, לחץ זמן וריבוי של גורמים המחייבים תשומת לב – מעלים את הצורך בסגירות קוגניטיבית.⁶⁵ ממצאים אלה נובעים מן העובדה שתהליכים קוגניטיביים כרוכים במאמץ. מחקרים רבים הצביעו על קשר חזק בין עמדות של שמרנות פוליטית, המוגדרת כהתנגדות כללית לשינוי ודגילה באי-שוויון, לבין נטייה לוודאות, צורך גבוה בסגירות קוגניטיבית וכדומה. קשר זה עולה משורה של תיאוריות פסיכולוגיות אשר מוצאות בשמרנות פוליטית נטייה כללית לחוש איום או חרדה לנוכח אי-ודאות.⁶⁶

המחקר בתחום הכלכלה מציע תובנות דומות לגבי תופעת הסלידה מעמימות. ההבחנה היסודית בין סיכון לבין אי-ודאות הוצגה על ידי נייט (Knight) לפני כמאה שנה.⁶⁷ נייט הגדיר אי-ודאות בתור קטגוריה המקרים הבלתי ידועים, אשר לגביהם אין הערכה על אודות ההסתברות להתרחשותם. זאת, להבדיל מסיכון, המתאר התרחשויות לא ידועות, אשר יש מידע על אודות ההסתברות להתרחשותן. עבודות עיוניות מצביעות על כך שלאנשים יש סלידה מעמימות או מאי-ודאות. כך, כאשר אנשים מתבקשים לבחור בין תוצאות בסיכון, הם מייחסים תועלת נמוכה יותר לתוצאות אשר אין הם יודעים את ההסתברות להתרחשותן.⁶⁸

גם לפי הספרות הכלכלית סלידה מעמימות עשויה לנבוע ממקורות שונים. בפרט, ריבוי של גורמים המחייבים תשומת לב – ובאופן כללי יותר, עלייה במורכבות ההחלטה הנדרשת –

- 64 כשלים בהתפתחות בילדות המוקדמת עשויים לגרום להתפתחות של אי-אמון בסיסי בעולם ולרצון להיצמד אל הצפוי והמוכר. ראו RICHARD M. SORRENTINO & CHRISTOPHER J.R. RONEY, THE UNCERTAIN MIND: INDIVIDUAL DIFFERENCES IN FACING THE UNKNOWN 7 (2000) ("From a psychodynamic approach, the [certainty-oriented person] likely did not make it through the oral, anal, and phallic stages of development very successfully. Consequently, this person developed a basic mistrust in the world, a lack of sense of autonomy, and a desire to adhere to predictable and familiar worlds") פרויד ואריקסון. שם, בעמ' 157–158.
- 65 ראו Donna M. Webster & Arie W. Kruglanski, *Individual Differences in Need for Cognitive Closure*, 67 J. PERSONALITY & SOC'L PSYCHOL. 1049 (1994).
- 66 John T. Jost et al., *Political Conservatism as Motivated Social Cognition*, 129 PSYCHOL. BULL. 339 (2003); Philip E. Tetlock, *Cognitive Style and Political Ideology*, 45 J. PERSONALITY & SOC'L PSYCHOL. 118 (1983); Philip E. Tetlock, *Cognitive Biases and Organizational Correctives: Do Both Disease and Cure Depend on the Ideological Beholder?*, 45 ADMIN. SCI. Q. 293 (2001).
- 67 FRANK H. KNIGHT, RISK, UNCERTAINTY AND PROFIT 227 (1921).
- 68 ראו Daniel Ellsberg, *Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms*, 75 Q. J. ECON. 643 (1961). לדין עיוני נוסף ראו Uzi Segal, *The Ellsberg Paradox and Risk Aversion: An Anticipated Utility Approach*, 28 INT'L ECON. REV. 175 (1987); David Schmeidler, *Subjective Probability and Expected Utility Without Additivity*, 57 ECONOMETRICA 571 (1989); Yoram Halevy & Vincent Feltkamp, *A Bayesian Approach to Uncertainty Aversion*, 72 REV. ECON. STUD. 449 (2005).
- גם Izhak Gilboa, Fabio Maccheroni, Massimo Marinacci & David Schmeidler. *Objective and Subjective Rationality in a Multiple Prior Model*, 78 ECONOMETRICA 755 (2008).
- ראו Larry G. Epstein & Martin Schneider, *Ambiguity, Information Quality, and Asset Pricing*, 63 J. FIN. 197 (2008); J. FIN. 197 (2008); Larry G. Epstein & Martin Schneider, *Ambiguity and Asset Markets*, 2 ANN. REV. FIN. ECON. 315 (2010).

מעלים את העומס הקוגניטיבי ויוצרים תגובה שלילית.⁶⁹ בד בבד, אי־ודאות נדונה גם כהיבט של רציונליות מוגבלת.⁷⁰ טירול (Tirole) קישר כך בין חוזים בלתי מושלמים לבין רציונליות מוגבלת, לאור התובנה שלניסוח תניות חוזיות יש עלות קוגניטיבית.⁷¹ סלידה מעמימות גורמת לאנשים לנהוג באופן שמרני גם בהקשר זה. כאשר הם ניצבים בפני מספר רב של אפשרויות העולות בקנה אחד עם הידוע להם מבלי יכולת לדעת באיזו לבחור, עשויים הפרטים להימנע כליל מפעולות ומהחלטות, לעתים עד כדי שיתוק.⁷²

בקנה אחד עם המחקר הפסיכולוגי, מחקרים אמפיריים בתחום הכלכלה מאששים אף הם את קיומה של סלידה מעמימות.⁷³ ראוי להדגיש, כי סלידה מעמימות או מאי־ודאות אינה מתמצית רק בתגובה מחושבת יותר או פחות לעלויות. סלידה מעמימות מבטאת טעם או העדפה שליליים למה שאינו בר־ידיעה. לברור ולוודאי יש ערך בעיני הפרטים.⁷⁴ אולם עוצמתה של תכונה זו משתנה בין הפרטים.⁷⁵ לאחדים העמום עלול להראות מאיים ועבור אנשים מסוימים אף מפחיד או מעורר חרדה מפני חרטה־בדיעבד ולכן עדיף מבחינתם להימנע ממנו.⁷⁶ אחרים מסכינים עם

- 69 ראו JOHN W. PAYNE, JAMES R. BETTMAN & ERIC J. JOHNSON, THE ADAPTIVE DECISION MAKER (1993); Doron Sonsino, Uri Benzion & Galit Mador, *The Complexity Effects on Choice with Uncertainty – Experimental Evidence*, 112 ECON. J. 936 (2002)
- 70 Colin E. Camerer, *Behavioral Economics*, in ADVANCES IN ECONOMICS AND ECONOMETRICS: THEORY AND APPLICATIONS, NINTH WORLD CONGRESS 181 (Richard Blundell, Whitney K. Craig R. Fox & Amos Tversky, *Ambiguity* ; ראו גם Newey, and Torsten Persson, eds., 2006) *Aversion and Comparative Ignorance*, 110 Q.J. ECON. 585, 587 (1995)
- 71 Sujoy Jean Tirole, *Cognition and Incomplete Contracts*, 99 AM. ECON. REV. 265 (2009) 71 Mukerji, *Ambiguity Aversion and Incompleteness of Contractual Form*, 88 AM. ECON. REV. 1207 (1998).
- 72 Sujoy Mukerji, *A Survey of Some Applications of the Idea of Ambiguity Aversion in Economics*, 24 INT'L J. APPROXIMATE REASONING 221 (2000)
- 73 ראו, למשל, Yoram Halevy, *Ellsberg Revisited: An Experimental Study*, 75 ECONOMETRICA 503 (2007) 73 Colin F. Camerer & Martin Weber, *Recent Developments in Modeling Preferences: Uncertainty and Ambiguity*, 5 J. RISK & UNCERTAINTY 325 (1992)
- 74 ראו Arthur Snow, *Ambiguity and the Value of Information*, 40 J. RISK & UNCERTAINTY 133 (2010).
- 75 היחס לעמימות ולא־יודאות הוא גם גורם מרכזי מבחינה תרבותית – כלומר, ברמת המוסדית הכלל־חברתית. גורם זה מתבטא בעמדות תרבותיות לגבי המימד של הימנעות מאי־ודאות (uncertainty avoidance), כפי שהגדיר ומדד אותו הופסטרדה (Hofstede). בדיון שאינו השוואתי – כגון המסגרת הנוכחית – אין צורך להידרש לניתוח בין־תרבותי. נעיר, כי ישראל מדורגת במידה נמוכה של הימנעות מאי־ודאות (ובניסוח חיובי: הסכנה טובה עם אי־ודאות). ראו, כללית, GEERT H. HOFSTEDE, CULTURE'S CONSEQUENCES: COMPARING VALUES, BEHAVIORS, INSTITUTIONS AND ORGANIZATIONS ACROSS NATIONS 2 (2001) 75 Amir N. Licht, *Culture and Law in Corporate Governance*, in OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Jeff Gordon & Georg Ringe eds., forthcoming).
- 76 ראו Enrico Rubaltelli, Rino Rumiati, & Paul Slovic, *Do Ambiguity Avoidance and the Comparative Ignorance Hypothesis Depend on People's Affective Reactions?*, 40 J. RISK & UNCERTAINTY 243 (2010); H. Henry Cao et al., *Fear of the Unknown: Familiarity and Economic Decisions*, 15 REV. FIN. 173 (2011); Daniel Krähmer & Rebecca Stone, *Anticipated Regret as an Explanation of Uncertainty Aversion*, 52 ECON. THEORY 709 (2013)

העמימות ביתר קלות, ובין אלה יש גם פרטים אשר מפיקים תועלת ואף הנאה מהתמודדות עם המורכב, המשתנה והחדש. ממצאים עדכניים מציעים שרוב הפרטים אמנם אינם אדישים לעמימות אך הם מתמודדים עמה בהצלחה, אחרים נעזרים בסביבה החברתית כדי להתמודד עם עמימות, ורק מיעוט מפגין סלידה בדרגה המביאה אותם להתנהגות שניתן לתארה כלא-רציונלית.⁷⁷

ד. רכות

1. רכות לעומת קשיות

חלק זה עוסק בקטגוריה מוכרת וחשובה במיוחד של גילוי מידע עמום – זו החולשת על חובת הגילוי של מידע צופה פני עתיד, המכונה גם "מידע רך".⁷⁸ היסוד הסגולי של מידע רך הוא שהוא מתייחס לאירוע או עניין עתידיים, ואליהם מתייחסות התחזית, ההערכה וכו'. מידע רך נוגע כל כולו לעתיד. לעומתו, "מידע קשה" מתייחס ל"עובדות היסטוריות" – דהיינו, אירוע או עניין שקיימים או שכבר אירעו. ככל שהדברים ידועים, שלוש נקודות ראויות להדגשה. ראשית, חוק ניירות ערך קובע הסדרי יסוד שונים לגבי חובת גילוי של שני סוגי המידע לפי סעיפים 36 ו-32 לחוק, אולם לגבי דיווח של שני הסוגים חלה חובה זהה לתת דיווח מלא ולא מטעה.

שנית, הן למידע קשה הן למידע רך יש השלכות לעתיד לגבי החברה ולגבי מצבה העסקי. תורת המימון מסבירה כיצד הנכסים בשוק ההון – לאמור, ניירות ערך – אמורים לשקף זכויות לתזרימי מזומנים עתידיים, וכיצד מחירי הנכסים אמורים לשקף את מיטב ההערכה של משתתפי השוק לגבי הערך הנוכחי הנקי של תזרימים אלה.⁷⁹ הן מידע קשה הן מידע רך עשויים להשפיע על מחירי הנכסים, ובמובן זה לשני סוגי המידע עשויה להיות השלכה לעתיד. הדבר אינו מטשטש את ההבחנה המושגית בין שני סוגי המידע. בית המשפט לערעורים של המחוז השני בפרשת Iowa עמד היטב על ההבחנה בין עובדות היסטוריות, הטענות גילוי, לבין תחזיות:

"A statement may contain some elements that look forward and others that do not. A characterization of present or historical fact may be partially predictive... A present fact like an appraisal or valuation may depend on predictions: of future cash flows for example, or future risks. A forecast may

77 ראו Gary Charness, Edi Karni, & Dan Levin, *Ambiguity Attitudes and Social Interactions: An Experimental Investigation*, 46 J. RISK & UNCERTAINTY 1 (2013); Dale O. Stahl, *Heterogeneity of Ambiguity Preferences*, REV. ECON. & STATS. (forthcoming 2014)

78 סעיף 32(א) לחוק ניירות ערך מגדיר: "בסעיף זה, 'מידע צופה פני עתיד' – 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 כספיים."

79 ראו, כללית, רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממך (פורסם בנבו, 28.8.2012), מפי השופט דנציגר.

extrapolate present or historical facts into the future. But in each instance the forward-looking elements and the non-forward-looking are severable."⁸⁰

נקודה שלישית היא, שהן מידע קשה הן מידע רך – כל עוד הם נוצרים ונקלטים על ידי בני אנוש – יהיו לעולם חלקיים ולא שלמים. שני סוגי המידע נגועים, לפיכך, במידה מסוימת של עמימות ואי-ודאות. אכן, גם מידע קשה עשוי להיות עמום ולא ברור, נזיל ולא מגובש, איכותני ולא כמותני. אלא שיש לבחון את חובת הגילוי לגביו כפי שהוא אל נכון – מידע על אירוע או עניין שכבר קרו או קיימים. כפי שהטעים בית המשפט העליון בעניין גבור סבריינה במובאה דלעיל, אם המידע, במצב הצבירה שבו הוא מצוי בידי החברה, עשוי להשפיע על מכלול המידע אשר מצוי בידי משקיע סביר, אזי הוא מהותי ותחול עליו חובת גילוי כדין. מכך נובע, כי אף לא אחת מתכונות העמימות הנזכרות של מידע עשויה לשלול את האפשרות שהוא ייחשב למהותי בהתאם להקשר ולנסיבות. מידע רך אינו צריך להיות מסוים או מפורט כדי להיחשב למהותי.⁸¹ לפיכך אין בתכונות העמימות האלה כשלעצמן כדי לשלול את חובת הגילוי או לדחות את מועד הגילוי.

2. הלכה כפשוטה

מבין תכונות העמימות השונות שמידע עשוי להתאפיין בהן, תכונת ה"רפוף" זכתה לדין המשפטי הענף ביותר. כאמור, "מידע רך" משמש בעיקר ככינוי למידע צופה פני עתיד, על אודות התרחשויות ומצבים שטרם אירעו בפועל, ועל כן אין דרך לבחון ולאמת את נכונותו. "דיווח" על התרחשויות עתידיות הוא בהכרח לא יותר מאשר דיווח על סברה או על אמונה שכך יתגלגלו הדברים. בנוסף לכך, המונח "מידע רך" מקיף גם דעות ועמדות אישיות, אלא שבאלה לא נעסוק כאן. דעות ועמדות מתקיימות אמנם בתודעתן של הבריות בהווה, ולכן ניתן היה לראותן כמידע קשה, אולם אין בדינו כלים מהימנים לבחון את נכונותן של הצהרות עליהן (למעט נסיבות נדירות במיוחד, כגון הודאה בהצהרת שקר). מכאן הדמיון בין הצהרות על דעות ועמדות לבין דיווח של מידע צופה פני עתיד מבחינת הטיפול המשפטי בהם.⁸²

Iowa Public Employees' Retirement System v. MF Global, Ltd., 620 F.3d 137, 144 (2d Cir., 2010) (הפניות הרשומות).

In re Motel 6 Securities Litigation, 161 F. Supp. 2d 227, 240 (S.D.N.Y., 2001) ("Information regarding impending mergers does not need to be specific or detailed in order to be material").

ראו Underland v. Alter, 2011 U.S. Dist. LEXIS 102896, *23-24, citing Plumbers' Union Local No. 12 : 12 Pens. Fund v. Nomura Asset Acceptance Corp., 632 F.3d 762, 775 (1st Cir., 2011) "[T]o allege a material misstatement of reason, opinion or belief, plaintiffs must allege either that the defendant did not actually believe her stated opinion or that she had no reasonable basis for her belief. "Defendants are not liable under the securities laws when their opinions, or those they reported, were honestly held when formed but simply turn out later to be inaccurate; nor are they liable only because they could have formed 'better' opinions."

ראו גם Ind. State Dist. Council v. Omnicare, Inc., 719 F.3d 498, 505 (6th Cir., 2013) "[T]here is generally no duty to disclose soft information. When knowledge of falsity is shown, however, '[o]pinions cease to be soft information' and become hard facts. Id.

עיקר הקושי הנעוץ בקביעת חובת גילוי לגבי מידע רך נובע מן החשש מפני התנהגות מטפלת של התאגיד המדווח ושל אנשי הפנים בו. בהנחה (המיטיבה) שהנבואה אינה נחלתם של אלה, אזי כאשר מתברר עם חלוף הזמן שהתחזיות שהם מסרו התבררו, משקיעים מאוכזבים ורשויות אכיפה ערניות אינם יכולים לתבוע אותם או להעמידם לדין על כך שהדיווח שמסרו בתחילה התברר בדיעבד כמוטעה, ולכן היה מלכתחילה מטעה. משכך, נוצר תמריץ לא מבוטל למסור דיווחים צופי פני עתיד שיתעתעו במשתתפי שוק ההון אך ייהנו מחסינות בפועל מפני אחריות משפטית. קושי אחר, קרוב יותר לענייננו, נובע מתכונת העמימות הטבועה במידע רך. העמימות מקשה על תיחום המידע הטעון גילוי ולפיכך יוצרת אי־ודאות גם לגבי אחריות משפטית בגין הפרת חובת הגילוי. לאחר שנים של התלבטות אימץ המשפט הישראלי, כשנות דור לאחר שהדין האמריקני עשה זאת, מדיניות אשר ככלל אינה מחייבת גילוי של מידע רך אך עם זאת מסכינה עם גילוי ואף מעודדת אותו.⁸³ אנו נתמקד כאן בסוגיה של קביעת המידע הטעון גילוי באמצעות מבחן המהותיות, אשר לגביה נוצר בדין הישראלי סבך הילכתי חריג. בהלכת *Basic* שם בית המשפט העליון של ארצות הברית קץ להתלבטות כיצד יש לבחון מהותיות של מידע רך בדיני ניירות הערך הפדרליים, ואימץ לשם כך גישה תלוית הקשר ועובדות, אשר במרכזה שיקלול בין הסתברות האירוע העתידי לבין סדר הגודל שלו: “[a] highly fact-dependent probability/magnitude balancing approach.”⁸⁴ בכך אימץ בית המשפט את גישת ההסתברות/סדר גודל, שנקט בסוגיה השופט Friendly במחוז הפדרלי השני, מגדולי השופטים שקמו במשפט האמריקני.⁸⁵ גישה זו, הדוגלת בשיקלול של מספר היבטים, הועדפה על פני גישה אחרת, שהיו לה אז מהלכים, אשר חתרה לזהות “אבן־דרך” כלשהי, כגון הסכם עקרונות (agreement in principle). בית המשפט ציין כי אכן, מבחן אבן־הדרך קל יותר וגם נוח יותר מבחינת ההנהלה, אלא שטעם זה אינו יכול לעמוד כנגד התכלית של גילוי כל מידע מהותי בהתאם להלכת *TSC*.⁸⁶ הלכה זו מתוך פסק דין *Basic* השתרשה היטב, וכיום אין עליה עוררין.⁸⁷

At that point, the duty to disclose and liability for disclosure of false information under § 10(b) and Rule 10b-5 attach.”

83 לסקירות יסודיות ראו פסרמן־יוזפוב, לעיל הערה 12, בעמ' 221–233; עידו באום “בשבחו של מבחן התוחלת: עקרון המהותיות והתמודדות עם חוסר ודאות בדיני ניירות ערך” משפטים (עומד להתפרסם 2014); לדין קצר התואם את האמור להלן ראו ליכט, לעיל הערה 13, בעמ' 92; לניתוח וותיק יותר, ששימש רקע לעבודת החקיקה בנושא, ראו אברמזון, לעיל הערה 44.

84 *Basic*, לעיל הערה 20, בעמ' 239.

85 ראו, לרבות בהקשר לתרומתו לדיני ניירות ערך, Louis Loss, *In Memoriam: Henry J. Friendly*, 99 HARV. L. REV. 1722 (1986).

86 *Basic*, לעיל הערה 20, בעמ' 236 (The final justification offered in support of the agreement-in-principle test seems to be directed solely at the comfort of corporate managers); ליתרת דבריו של בית המשפט ראו לעיל טקסט להערה 31. ראוי לציין את העובדה שבית המשפט מתייחס לנוחותם של המנהלים ולא רק לקלות היישום של הגישה. תחושת הנוחות – וכנגדה, תחושת העקה – לגבי התמודדות עם עמימות לעומת ודאות, בהתאמה, הן תכונות בעלות מאפיינים פיזיולוגיים, אשר המחקר על סלידה מעמימות תיעד היטב.

87 ראו פסק דינו של בית המשפט העליון של ארצות הברית בפרשת *Matrixx*, אשר תידון בפירוט להלן, טקסט סמוך להערה 137 ואילך. בפסק הדין *Basic* נפסקה הלכת יסוד נוספת לגבי האפשרות להתבסס על חזקת הסתמכות על מצג שווא כאשר ניירות ערך של המנפיק נסחרים בשוק יעיל – הדוקטרינה המכונה “תרמית על השוק” (fraud on the market). בית המשפט העליון של ישראל נתן את דעתו

כפועל יוצא מכך, עקרון המהותיות הוא עקרון על, החולש על קביעת כל סוגי המידע בר־נפקות בדין הפדרלי בהקשרים של שוק ההון וממשל תאגידי.⁸⁸ יתר על כן, לאחר שדיני החברות של דלאוור החזיקו עוד שנים לאחר פרשת *Basic* בגישה שדגלה במבחן אבן־הדרך, ננטש מבחן זה בפרשת *Alessi*, ובמקומו אומצה גישה השקלול לגבי מהותיות של מידע רך גם בדינים אלה.⁸⁹

3. פנימיות, מהותיות ורכות בפסיקה

משקבע בית המשפט העליון בישראל בהלכת ברנוביץ ובפסקי דין שבאו בעקבותיה, כי את המידע הטעון גילוי יש לבחון לפי "אמת המידה של מהותיות (materiality) השלטת במשפט האמריקאי" לנוכח הלכת *Basic*,⁹⁰ היה על בתי המשפט לעשות כן מניה וביה גם לגבי מידע רך ובכל הקשר שבו מתעוררת שאלת נפקותו של פריט מידע כלשהו. כך במיוחד לאחר פסק הדין בפרשת רוזוב, שבו פסק בית המשפט העליון, מפי השופט מ' חשין, כי למבחן המהותיות יש תחולה כללית, לרבות לעניין גילוי, תרמית ושימוש במידע פנים:

"מידע־פנים חייב שיהא בעל־אופי כזה ש'אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה' (ההדגשה שלי – מ' ח'). אמירת־מחוקק זו שקולה, בעיקרה, לאמירה כי רק מידע מהותי יכול שיהא מידע־פנים; פשיטא, על דרך־הכלל, כי רק מידע מהותי יכול שישפיע באורח משמעותי – על דרך ההשערה המושכלת לפני מעשה – על מחירו של נייר־ערך. ראו, למשל, גרוס, במאמרו הנ"ל, בעמ' 504-505. פירוש הדברים הוא, כי המבחן שהגדרת "מידע־פנים" מחזיקה בו, הוא מבחן של מהותיות המידע שמדובר בו. נוסף ונזכיר כי מבחן המהותיות, בהיבטיו השונים, משמש את החוק בהקשרים שונים. כך, למשל, בסוגיית הגילוי הנאות (כהוראת סעיף 16(א) לחוק: 'תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו...'), וכן הוא בעבירת התרמית הקבועה בסעיף 54(א)(1) לחוק. ראו ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, בעמ' 653-654. אכן, חוק ניירות ערך

לדוקטרינה של תרמית על השוק בפסק דין רע"א 8268/96 רייכרט נ' שמש, פ"ד (5) 276, 320-323 (2001), מפי השופט שטרסברג-כהן. לדוקטרינה זו יש יתרונות רבים, אולם הפעלתה מעוררת קשיים בלתי מבוטלים, ובעולם אין תמימות דעים לגבי רציונה. בית המשפט העליון של ארצות הברית ראה לנכון לעיין בה מחדש לאחרונה והחליט להותיר אותה על כנה. ראו *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. ____ (2014).

88 הלכת *TSC*, לעיל הערה 20, שהלכת *Basic* התבססה עליה, עסקה בגילוי לבעלי מניות לקראת הצבעה באסיפה הכללית. הלכת *TSC* בתורה, כמו גם פסק דין *Basic*, התבססו על פסק הדין בפרשת *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (C.A.2 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969) אשר עסק בשימוש במידע פנים. על החפיפה הניכרת בין הקשר דיני ניירות הערך לדיני החברות בכל הקשור למשטר הגילוי ראו *Amir N. Licht, International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence*, 20 *CARDOZO L. REV.* 227 (1998).

89 *Alessi v. Beracha*, 849 A.2d 939 (Del. Ch., 2004).

90 ראו דברי הנשיא שמגר בפרשת ברנוביץ, המובאים לעיל טקסט להערה 20.

כולו ספוג במבחן ה'מהותיות' בגילוייה השונים, והמהותיות היא אף העושה את החוק לרקמה אחת חיה-ונושמת.⁹¹

בפועל, צירוף של נסיבות מקומיות והשתלשלות מקרים תמוהה קמעה גרמו לכך שנוצרו בפסיקה בתי המשפט המחוזיים כמה גישות, והדבר עלול להכביד על יישום עקרון המהותיות לגבי חובת הגילוי ויתר ההקשרים שהוא חולש עליהם. הזרע שממנו צמח הסבך נטמן ונבט בפרשת אלרגנד.⁹² שם נדון אישום לגבי תרחיש שיגרת של שימוש במידע פנים על ידי בעל שליטה ומנכ"ל בחברה להנדסת מכונות, אשר קיבלה אישור עקרוני להיתר לחיפוש נפט. בית המשפט קמא, מפי השופטת הדסי-הרמן, זיכה את הנאשם, בקובעו כי המידע הנדון צריך להיות מהותי והדבר לא הוכח. כדי להיחלץ מן המצר טענה המדינה בערעור, בין היתר, שדרישת המהותיות לגבי מידע פנים הוספה על ידי בית המשפט קמא מבלי שיש לה עיגון בחוק ניירות ערך. טענה מוקשה זו התקבלה על דעת בית המשפט המחוזי, מפי השופטת ברלינר, אשר גרס כי "אין דרישה למהותיות בסעיף [52 לחוק ניירות ערך]", וכך הורשע הנאשם-המערער.⁹³ עם כל ההבנה האפשרית לשאיפה להגיע לתוצאה שנראתה נכונה בנסיבות שם (לבטח לגישת המדינה), הרי שכביעה משפטית, אין ספק שהצדק היה עם בית המשפט קמא בפרשת אלרגנד וגירסתו של בית המשפט המחוזי אין לה אחיזה בדין שלנו.⁹⁴ זאת, במיוחד לנוכח העובדה שפסק הדין בערעור ניתן לא רק אל מול הלכת ברנוביץ אלא גם לאחר שנפסקה ההלכה הנזכרת בפרשת רוזוב, שעסקה במיוחד בשימוש במידע פנים והבהירה את תחולתו של מבחן

91 פסק דין רוזוב, לעיל הערה 23, בעמ' 356–357 (הדגשה במקור). המובאה בראשית הקטע המצוטט לקוחה מתוך הגדרת "מידע-פנים" בסעיף 52 לחוק ניירות ערך.
 92 ע"פ (מחוזי ת"א) 4612/98 מדינת ישראל נ' אלרגנד (פורסם בנבו, 14.9.1999).
 93 ראו אלרגנד, שם, בפס"ה, וכן בהמשך, שם ("יתכן שטענתה של כב' השופטת קמא נקבעה מכך, שלהשקפתה, יש צורך ביסוד נפרד של מהותיות (אשר, כאמור, אינו נדרש מכח הסעיף) ומתוך שסברה כך נמנעה מקביעה, כי אכן מדובר במידע-פנים... ככל שהדבר אמור בהעמדת דרישה נפרדת של מהותיות, אינני מקבלת את טיעוני הסניגור, וכפי שאמרת לעיל, הן לשון החוק והן הפסיקה מוליכים למסקנה כי אין לדרוש מהותיות"). בית המשפט העליון ציין את הטענה אך נמנע מלהתייחס אליה ברע"פ 7554/99 אלרגנד נ' מדינת ישראל, בפס" 5–6 מפי השופט ש' לוי (פורסם בנבו, 28.11.1999).
 94 השופטת ברלינר בפרשת אלרגנד, לעיל הערה 92, בפס"ה, תמכה יתדותיה בשני פסקי דין קודמים של בית המשפט המחוזי ע"פ (ת"א) 2039/94 מדינת ישראל נ' פרנקל (27.4.1995) וע"פ (מחוזי ת"א) 664/95 גולדברג נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 14.1.1996) – וכן במאמרו של יוסף גרוס "האיסור בדבר ניצול מידע-פנים בחברות" עיוני משפט טו 481 (1990). דא עקא, עיון בסימוכין אלה היה מלמד שהם אינם תומכים בפרופוזיציה שבית המשפט ביקש לבסס עליהם. בעניין פרנקל עמד בית המשפט על כך שהגדרת "מידע-פנים" כוללת התייחסות למבחן תיאורטי-היפותטי של שינוי אפשרי במחיר אילו גולה המידע, מבלי שהתיבה "מהותי" נכללת בו, אך אישר את פסק הדין של בית המשפט קמא, אשר תיאר בפירוט במסגרת זו את מבחן המהותיות, בקנה אחד עם הלכת ברנוביץ. ראו ת"פ (ת"א) 3305/92 מדינת ישראל נ' פרנקל, פ"מ תשנ"ה (4) 485, 495 (1994), מפי השופטת אופיר-תום. בפרשת גולדברג, בפס" 9–10, מפי השופט בן ארי, עמד בית המשפט שוב על כך שמדובר במבחן היפותטי-תיאורטי – קביעה המתארת גם את מבחן המהותיות. גם גרוס מציין שסעיף 52 אינו כולל את התיבה "מהותי" בהגדרת "מידע-פנים", אולם בעמ' 503 הוא מוסיף ואומר בהקשר זה דברים ברורים, המתארים אל נכון את הדין בארצות הברית ובישראל: "הכוונה למידע שאינו ידוע לציבור, ואשר אילו נודע לציבור, היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר-הערך של החברה. אף כי החוק אינו עושה שימוש במונח 'מהותי', נאמרים הדברים מכללא בהשתמשו במונח 'שינוי משמעותי במחיר נייר הערך', מילים המצביעות על מהותיות הנושא."

המהותיות כעיקרון כללי.⁹⁵ התוצאה אירונית במיוחד, מכיוון שקביעת עמדה משפטית בנקודה זו בפרשת אלרגנד לא הייתה נחוצה כלל, שכן גם לדעת בית המשפט הוכחה מהותיותו של המידע מושא המחלוקת.⁹⁶ מכל מקום, בכך הונח הבסיס לסדרה של פסקי דין, אשר סיבכו למדי את הדין הפוזיטיבי.

פרשת מהרשק עסקה אף היא באישום בגין שימוש במידע פנים, הפעם לגבי אישור מרכז ההשקעות להטבות בקשר להקמת מפעל של חברה לייצור קרונות רכבת, וגם שם זוכו הנאשמים לנוכח הנסיבות העובדתיות. בערעור בבית המשפט המחוזי חזרה השופטת ברלינר בהערת אגב על עמדתה, כי מידע פנים אינו חייב להיות מהותי, תוך שהיא מתבססת רק על פסיקתה בעניין אלרגנד.⁹⁷ בית המשפט העליון לא ראה זאת בעין יפה, כנראה. בערעור על פסק הדין הדגיש השופט חשין בלשון תקיפה, כי "מתוך שהמדובר הוא במידע שיש בו – כלשון החוק – כדי לגרום לשינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה, נדע כי לא כל מידע שלא נגלה לציבור מידע-פנים הוא כהוראתו וכמשמעותו בחוק. ענייננו הוא רק – ואך ורק – במידע מהותי ומשמעותי".⁹⁸

אף על פי כן, בסמיכות זמנים לאחר שניתן פסק הדין בעניין מהרשק בבית המשפט העליון חזרה השופטת ברלינר על גישתה המנוגדת להלכה שזה עתה שבה והובררה, הפעם בפרשת אייל.⁹⁹ אותו עניין עסק באישום נגד דירקטור בחברה ציבורית לייצור חומרי בניין בגין שימוש

95 בית משפט השלום בת"פ (שלום ת"א) 8550/99 מדינת ישראל נ' קאופמן (פורסם בנבו, 27.2.2003), מפי השופטת אמסטרדם, העיר כי "פסק דינה [של השופטת ברלינר בעניין אלרגנד] ניתן לאחר פסק הדין בע"פ. 4962/97 בעניין רוזוב, ותוך מודעות לדעתו של כב' השופט חשין". בית משפט השלום בת"פ (שלום ת"א) 6030/00 מדינת ישראל נ' אייל (פורסם בנבו, 1.12.2002), מפי השופט בנימיני, עמד אף הוא על השוני בין הגישות בהלכות אלה. בע"פ (ת"א) 70066/00 רותם נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 8.10.2000), אף הוא מפי השופטת ברלינר, אשר מוזכר על ידי השופט בנימיני בעניין אייל, הסוגיה לא התעוררה למעשה.

96 פרשת אלרגנד, לעיל הערה 92, בפס' ה' (גם אם הייתה נדרשת מהותיות הייתי קובעת, כי המידע על קבלת ההיתר המוקדם לחיפוש נפט עם זכות הקדימה הנלווית אליו, הוא בבחינת מידע מהותי"). גם בכך היה אפשר להדוף את טענתה השגויה של המדינה לגבי העדר יסוד המהותיות בהגדרת מידע פנים.

97 ע"פ (מחוזי ת"א) 70672/00 מהרשק נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 16.9.2001):
 "במאמר מוסגר אעיר, כי פעם נוספת בתיק זה עמדה על הפרק השאלה – האם מידע-פנים צריך לכלול בחובו רכיב של מהותיות. סעיף 52א איננו מכיל רכיב של מהותיות. את השקפתי בענין זה הבעתי בע"פ (ת"א) 4615/98 דניאל אלרגנד נ' מ"י (דינים כרך כז(1), עמ' 570), ולא שיניתי דעתי בנושא זה. לענייננו, אפילו הייתי יוצאת מנקודת הנחה, כי כדי שמידע ייחשב כמידע-פנים עליו להיות מהותי, עדיין, לא יכול להיות ספק בכך כי התיאור שצוטט לעיל מפי המערער 2 משקף מידע מהותי ביותר, שעל כן אין מקום להיכנס לדיון בסוגיית המהותיות."

98 רע"פ 8472/01 מהרשק נ' מדינת ישראל, פ"ד נט(1) 456, 442 (2004); וראו גם שם, בעמ' 462: "לא נוכל להתכחש למסקנה הנדרשת כי איש פנים העושה עיסקה בניירות ערך של החברה שעה שמידע-פנים – מידע מהותי על עסקי החברה – מצוי בתודעתו, 'עושה שימוש' במידע הפנים."

99 ע"פ 70403/03 מדינת ישראל נ' אייל, פ"מ תשס"ד(1) 49 (2004). פסק הדין של בית המשפט העליון בפרשת מהרשק, לעיל הערה 98, ניתן מעט למעלה מחודש לפני כן, ביום 2.9.2004, ואולי לא עמד לנגד עיני בית המשפט המחוזי בעניין אייל. כך או כך, הלכת רוזוב, לעיל הערה 23, בוודאי עמדה לנגד עיניו. בפסק דין אייל אין גם אזכור לפסק דין דריין, אשר דן בפירוט בגישת השקלול, וניתן כשלושה חודשים קודם לכן, ביום 15.7.2004. ה"פ (ת"א) 1207/03 דריין נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פ"מ תשס"ג(2) 673 (2004). ראו להלן טקסט להערה 110 ואילך.

במידע פנים לגבי משא ומתן לקראת רכישת השליטה בה ומיזוגה עם חברה מתחרה – עסקה אשר השלמתה הייתה עשויה להניב תוצאות חיוביות ביותר. במסגרת זו גובש מסמך "עקרונות להסכם", שהכיל מענה למרבית הסוגיות שהועמדו על הפרק, והנושא העיקרי שטרם הוכרע היה השווי של החברה השנייה, אף כי הוסכם על מנגנון לקביעתו. כמוקד הדיון עמד המידע על אודות המיזוג הממשמש ובא ועל המשא ומתן לקראתו, שלא דווחו לציבור. סגנית הנשיא ברלינר סברה, שהעובדה שהמידע בעניין טעון דיווח בהיותו מידע מהותי אינה משמיעה בהכרח שהוא גם מידע פנים.¹⁰⁰ למרות שהערכאה קמא, מפי השופט בנימיני, הצביעה על המתח בין הלכת רוזוב לבין הגישה שהובעה בעניין אלרגנד, סגנית הנשיא ברלינר העדיפה שלא להיכנס לעובי הקורה.¹⁰¹ על כך ניתן להצר. אכן, פריט מידע עשוי להיות מהותי ולמרות זאת פטור מגילוי בנסיבות מסוימות. ייתכן גם שרשות ניירות ערך תימנע מנקיטת צעדים לגבי אי-גילוי מידע מהותי מבלי שתהיה לכך נפקות מכרעת.¹⁰² אולם בין כך ובין כך, כדי שפריט מידע מסוים יהיה בר-נפקות בדיני ניירות ערך עליו להיות מהותי. כפועל יוצא מכך, כל פריט מידע ייבחן לפי מבחני המהותיות.

בנקודה זו נבקש להעיר הערה כללית: מצב דברים שבו הרכב ערעורים בבית המשפט המחוזי (בפרט, במחוז כגון תל-אביב-יפו החולש על התדיינות רבה בנושא¹⁰³) ממשיך לדבוק לאורך זמן בעמדה משפטית הסותרת פסיקה חוזרת ונשנית של בית המשפט העליון אינו מצב רצוי. אי-הרציות שבדבר אינה צריכה הנמקה מפורטת, כמדומה. בהחלט ייתכן, שהלכתו של בית המשפט העליון בסוגיה פלוניית תהיה שגויה או שהבשילה השעה לשנותה. על הערכאה הנמוכה מוטל להתמודד עם הקושי.¹⁰⁴ ככל שלא ניתן להתגבר על המעקש באמצעים מקובלים של אבחון ויצירת מתח בין הלכות באופן כזה אשר יביא ליישוב ההלכה, הדרך שעל הערכאה הנמוכה לנקוט מחייבת לכל הפחות להציג את הקושי המשפטי בכירור ולו גם תוך איתגור הלכת בית המשפט העליון. יפים לכך דברים שאמר הנשיא גרוניס בפרשת בר-עוז:

100 פסק דין אייל, לעיל הערה 99, פס' ח:

"אין ספק שחובת הדיווח והגדרת המידע כמידע-פנים, הם נושאים המשיקים זה לזה, אם כי לא בהכרח מדובר בהתאמה מוחלטת עד כדי זהות בין שני הנושאים. המסקנה כי אין מדובר בהתאמה מוחלטת מתחייבת גם מכך, שהדיווח שמדובר בו הוא לרשות לניירות ערך ולרשם החברות (ולעתים גם לבורסה). המידע המצוי בפני רשם החברות עומד לרשות הציבור, ובמילים אחרות הוא הופך להיות מידע גלוי בהבדל ממידע-פנים."

101 לדברים בערכאה קמא ראו לעיל הערה 95. סגנית הנשיא ברלינר ציינה כי "בית משפט קמא ערך סקירה ממצה ומקיפה באשר לפסיקה הקיימת... קשה להוסיף על סקירה זו, ולחזור על הדברים. אני רואה טעם, בין היתר משום שהציטוטים של בית משפט קמא כוללים דברים שנאמרו על-ידי בפרשיות אחרות: [מהרשק; אלרגנד]." פסק דין אייל, לעיל הערה 99, פס' ח.

102 נקודה זו עמדה בבסיס ההחלטה של בית המשפט העליון שלא לתת רשות ערעור על פסק הדין. ראו רע"פ 11428/04 אייל נ' מדינת ישראל, בפס' 6 (פורסם בנבו, 9.2.2005), מפי השופט מ' חשין. בפנייה לקבלת הערות הציבור לגבי הקלות בדיווח מידי ציינה רשות ניירות ערך, לעיל הערה 50, בעמ' 14, על כך שקיומו של פטור מדיווח אין לו נפקות למהותיות המידע ולהיותו טעון דיווח אלמלא הפטור.

103 בפסקי הדין בפרשות אלרגנד, מהרשק ואייל, כיהנה סגנית הנשיא ברלינר כאם בית הדין ועמה ישבו בדין השופט המר והשופטת שיצר.

104 כך נהגו בנושא בתי משפט השלום. ראו לעיל הערה 95.

"נשאלת השאלה האם ערכאה שאינה בית המשפט העליון, רשאית לפעול כאילו הייתה היא בית המשפט העליון, היינו לבטל הלכה שקבע בית המשפט העליון או להתעלם ממנה. התשובה לשאלה זו הינה, כמובן, שלילית. אם נשלים עם מצב בו ערכאות נמוכות מחליטות, ביום בהיר, לבטל הלכה של הערכאה העליונה, תהפוך מערכת המשפט שלנו ל'מערכת שופטים', בה כל שופט עושה כרצונו בלא לראות עצמו מחויב לפעול על פי תקדימים מחייבים. שופט הסבור כי הלכה של בית המשפט העליון מעוררת בעייתיות, רשאי, כמובן, ליתן לעמדתו ביטוי בפסק הדין או בהחלטה היוצאים תחת ידו. הוא רשאי, ואף מחויב, להסביר ולנמק את עמדתו. עליו לעשות כן בדחילו ורחימו, תוך התחשבות במבנה ההיררכי של מערכת המשפט, ובאופן מכובד ומכבד. ניתן להניח, כי אם קיימת בעיה בהלכה כלשהי שפסק בית המשפט העליון, ייתן בית המשפט העליון את דעתו לכך בעקבות פסיקה של הערכאות האחרות."¹⁰⁵

בד בבד עם הניסיון לתקוע טריז בין עקרון המהותיות לבין זיהוי מידע בר-נפקות לעניין שימוש במידע פנים וגם לעניין חובת הגילוי נקטו בתי המשפט בפרשות מהרשק ואייל בהדרגה גישה, אשר התרחקה גם מיישום עקרון המהותיות לגבי מידע רך באמצעות גישת השקלול והעדיפה על פניה את גישת אבן-הדרך. כך, בעניין מהרשק הגדירה השופטת ברלינר את המשימה שבפניה כזיהוי הנקודה של "הבשלת העיסקה" לגבי הקמתו של מפעל הקרנות.¹⁰⁶ קביעתו של בית המשפט שם הייתה התרשמותית, כמדומה, והוא לא התייחס באופן שיטתי לסוגיה של זיהוי מידע רך כמידע בר-נפקות וגם לא הזכיר את הלכות *Basic* או ברנוביץ. כאשר פנה בית המשפט בעניין אייל לבחון את נפקותו של המידע לעניין שימוש במידע פנים – לכאורה, במנותק משאלת מהותיותו – הוא נזקק דווקא להלכת *Basic*, אולם העדיף להטיל ספק בגישת השקלול שהיא מבטאת. זאת, מכיוון שלטעמו של בית המשפט, גישה זו מבטאת ניסיון לפתרון מדעי מדויק לסוגיה שאינה כזו.¹⁰⁷ הגישה שאותה ביכר בית המשפט, אותה כינה

105 רע"א 3749/12 בריעוז נ' סטר, בפס' 19 (פורסם בנבו, 1.8.2013) (הפניה הושמטה); ראו גם אהרן ברוק שופט בחברה דמוקרטית 240 (2004).

106 פסק דין מהרשק, לעיל הערה 98, פס' יא:

"אלא שכזכור – מדובר על 'הבשלת' החוזה ולא על חתימתו הסופית... המבחן, כמו בנושאים רבים אחרים, הוא מבחן המבוסס על הגיון ועל מידתיות. כאשר מדובר בעיסקה 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 העיסקה, מאשר לביטולה."

מעניין לציין בשולי הדברים, כי בית המשפט מביא מדברי העד, עורך הדין שטיפל בעסקה, שנעזר במונח "אבן-דרך": "מבחינתי, ואני ניסיתי למצוא לזה מה שנקרא 'מייל סטון', [התאריך] הוא ה'מייל סטון'. שם, שם, שם."

107 פסק דין אייל, לעיל הערה 99, בפס' ט:

"בענין בייסיק אכן התייחסו לסוגיית מידע הפנים בהיבט של נקודת הזמן בה הופך משא ומתן למידע בר ערך למשקיע הסביר, כאשר המבחן שנקבע הוא מבחן הסתברותי, המורכב ממכפלה של שני נתונים: הסיכוי שהמשא ומתן יבשיל לכלל הסכם חתום, והשפעת ההסכם על התאגיד, בהנחה שאכן יגיע לכלל מימוש... בסופו של יום, כל המבחנים גם יחד אינם חורגים מההגדרה שבסעיף 52א (ובתקנה 36 שצוטטה לעיל), ולכל היותר יש בהם ניסיון

"מבחן השכל הישר", בדומה להתבססות "על הגיון ועל מידתיות" שנקט בעניין מהרשק, קרובה לגישת אבן-הדרך בכך שגם היא חותרת לזהות שלב של "הבשלה מספקת" של המשא ומתן לכלל עיסקה.¹⁰⁸ בד בבד, בהערות אגב בית המשפט לא הוציא מכלל אפשרות שגם שלבים מוקדמים יותר עשויים להראות חשובים למשקיע סביר.¹⁰⁹ התוצאה, בכל הכבוד, היא עמדה משפטית לא לכידה, שניכרת בה רתיעה מגישת השקלול ואשר אינה תואמת באופן מלא את פסיקת בית המשפט העליון.

לעומת קו הפסיקה המתואר עד כה ניצב פסק הדין בפרשת דרין כדוגמה לאימוץ עקרוני של גישת השקלול בהתאם להלכת ברנוביץ.¹¹⁰ באותו עניין נדונה תביעה של בעל מניות בחברה נכדה בקבוצת אי.די.בי לגילוייה של תכנית עסקית למימון רכישת השליטה בקבוצה על ידי נוהי דנקנר. המבקש טען כי "התכנית העסקית קיימת למעשה" – לאמור, כי מדובר במידע קשה; לעומתו טענו המשיבים, "שהתכנית מתייחסת לפעולות האמורות להתרחש בעתיד, לאורך תקופה של 12 שנה" – דהיינו, שמדובר במידע רך.¹¹¹ מבחינה מושגית הצדק היה עם המבקש, ובית המשפט לא דק פורתא כאשר אימץ את הלך המחשבה שהציעו המשיבים.¹¹² מכל מקום, בית המשפט עמד על כך שהלכת ברנוביץ אימצה את הדין האמריקני לעניין קביעת מהותיות של מידע, והחיל במסגרת זו את גישת השקלול במתכונתה השיגרתי.¹¹³

בתי משפט שזקקו לסוגיה לאחר פסקי הדין המתוארים ניסו ליישב את המתח שביניהם. בפרשת גרינפלד נדון, בין היתר, אישום בשימוש במידע פנים לגבי מהלך מתוכנן של איחוד הון.¹¹⁴ בית המשפט המחוזי, בהרכב שישב בו השופט בנימיני, עמד תחילה על כך שהמבחן שיש ליישם לגבי המידע השנוי במחלוקת על פי הלכת רוזוב הוא מבחן המהותיות.¹¹⁵ מכאן המשיך בית המשפט וקבע, כי "כאשר מדובר באירועים עתידיים, שאין ודאות שיתרחשו, אחד

לתרגם את האמור בהגדרה, לכלל נוסחה יותר מדויקת, פחות פלואידית או אמורפית, כאילו המדובר בסוגיה מתחום המדעים המדויקים שניתנת לפתרון מתמטי. כשלעצמי – אינני משוכנעת שניתן ליצור נוסחה מעין זו חרף האמור בהלכת בייסיק (ואחרות)."

108 פסק דין אייל, לעיל הערה 99, בפס' ב ("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 לעיסקה"); פס' ז ("מגעים – אכן התנהלו, וכאמור – למעשה כבר הבשילו לכלל עיסקה").

109 ראו פסק דין אייל, לעיל הערה 99, בפס' ט, שם מצטט בית המשפט את הלכת רוזוב, לעיל הערה 23.

110 פסק דין דרין, לעיל הערה 99.

111 פסק דין דרין, לעיל הערה 99, בעמ' 705–706.

112 את הפטור מגילוי התכנית העסקית שניתן שם ניתן לראות כתוצאה נכונה בשל טעמים אחרים שבית המשפט ציין, שאינם נוגעים לענייננו.

113 פסק דין דרין, לעיל הערה 99, בעמ' 706 (הפניות הושטו):

"נראה לי, כי שאלת מהותיות המידע הטמון בתכנית 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 שבהן עוסק המידע אכן תתרחשנה בפועל. היחס בין שני הרכיבים דלעיל הוא יחס הפוך: ככל שמידת השפעתו של המידע גדולה יותר, כך קטן משקלו של הרכיב ההסתברותי."

114 ע"פ (ת"א) 70226/08 מדינת ישראל נ' גרינפלד (פורסם בנבו, 21.12.2008).

115 שם, בפס' 14 ("אם ה'משקיע הסביר' היה מתייחס למידע כאל מידע מהותי, הרי פרסום המידע היה בו כדי להשפיע על מחיר נייר הערך").

המבחנים האפשריים, הוא המבחן ההסתברותי, שנוסח על ידי בית המשפט העליון בארצות הברית בפסק הדין בענין [Basic].¹¹⁶ בית המשפט בענין גרינפלד קיבל את הדברים בפסק דין אייל, שבהם "הסתייג" בית המשפט שם מגישת השיקלול "כאילו המדובר בסוגיה מתחום המדעים המדויקים שניתנת לפתרון מתמטי", אך באותה נשימה אמר ש"המבחן שהוצע בפסה"ד Basic עשוי במקרים רבים לשמש כלי עזר נוח."¹¹⁷

פסק דין קדץ מציין נקודת מפנה אפשרית בהתפתחות ההלכה בכיוון נכון ורצוי.¹¹⁸ גם פרשה זו עסקה באישום בשימוש במידע פנים, הפעם לגבי הסכמים שעמדו להיחתם להספקת מערכות אל-פסק לתחנות הפקת חשמל באמצעות הרוח. בית המשפט המחוזי, מפי השופט כבוב, מציג ניתוח מתכלל של הפסיקה עד פסק דין גרינפלד ובמסגרתו הוא מתייחס ל"נקודה קריטית", תוך שהוא עומד על כך שגם הגישה החלופית – דהיינו, גישת אבן-הדרך, שנדחתה בפרשת *Basic* ואחר כך בפרשת *Alessi* – מתאפיינת בעמימות מובנית.¹¹⁹ נקודת המפתח בפסק דין קדץ מצויה בגישתו הכללית של בית המשפט לגבי הפעלת המבחן המשפטי למהותיות. במה דברים אמורים? לנוכח ההתייחסות להיקף האירוע מושא המידע ולהסתברות התרחשותו, גישת השקלול מזמינה התייחסות אליה כאל מבחן של תוחלת. כמונח בסטטיסטיקה, תוחלת אכן מוגדרת כמכפלת גודל האירוע בהסתברות התרחשותו. כפי שראינו, החזות המדעית לכאורה של גישת השקלול לטיפול במידע רך עוררה התנגדות (שלא לומר סלידה) בקרב חלק מבתי משפט שדנו בה. בית המשפט בפרשת קדץ דוחה את ההיזקקות לבחינה מכאנית – "מדעית", לכאורה – של מהותיות:

"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'. בהחלט יתכנו שני אירועים, שתוצאת מכפלתם תהא זהה, ועדיין מידע על אחד מהם יחשב מידע-פנים בעוד שהמידע על האחר לא ייחשב ככזה."¹²⁰

בכל הכבוד, לכך יש להסכים. עמדה דומה הובעה לאחרונה גם בארצות הברית.¹²¹ אכן, בחינה מדוקדקת של פסק דין *Basic* תגלה שבית המשפט העליון שם, בעקבות השופט Friendly, אמנם משתמש בתבנית "probability/magnitude", אך הוא נמנע לחלוטין מאזכור המונח הסטטיסטי "תוחלת" (expectancy) ואינו מנסה כלל לעטוף את גישת השקלול באיצטלה של דיוק מדעי. במקום זאת, בית המשפט בענין *Basic* מדגיש, כאמור לעיל, שבחינת המהותיות היא לעולם עתירת עובדות ותלויה הקשר. מהלך מחשבתי כזה הוא לא-צלול באופן טבוע, והוא מנת חלקן של כל שופט היושב בדין. גדולתה של הלכת *Basic* נובעת מטעם הפוך, למעשה, לפסול

116 שם, בפס' 15.

117 שם, שם.

118 ת"פ (מחוזי ת"א) 8256-05-11 מדינת ישראל נ' קדץ (פורסם בנבו, 5.7.2012).

119 שם, בפס' 23–25.

120 שם, בפס' 23.

121 *Silverstrand Invs. v. AMAG Pharms., Inc.*, 707 F.3d 95, 106 (1st Cir., 2013) ("[M]ateriality under the federal securities laws' anti-fraud provisions, do[es] not turn on restrictive mechanical or .(quantitative inquiries")

שניסו לטפול בגישת השקלול שהיא אימצה – דהיינו, שהיא מעלה על פני השטח, בלא כחל ובלא סרק, את המורכבות של הבחינה השיפוטית של מהותיות המידע. גישת השקלול קוראת לכל הצדדים המעורבים – מנפיקים, אנשי פנים, יועצים משפטיים ובתי משפט – להתמודד עם העמימות הבלתי נמנעת הכרוכה בה. זאת, מתוך מדיניות חברתית והנחה שהדבר אפשרי ורצוי. באשר למונח "תוחלת" הרי שלדעת, אין פסול באזכור המונח כלשון קיצור ל"הסתברות/סדר-גודל" או כחלופה למונח "שיקלול".¹²² זאת, כל עוד הדבר אינו מתיימר ליצור מיקסם שווא של דיוק מדעי, כביכול, שאינו במקומו, כפי שהעירו בתי המשפט בפרשות גרינפלד וקדיץ. גישת אבן-הדרך נדחתה, ובטעם, בדיוק מכיוון שהיא מתיימרת לספק מבחן חד וברור להתמודדות עם אתגר משפטי – דהיינו, קביעת מהותיות של מידע רך – אשר מעצם טיבו הוא עמום. אף שעשוי להיות יתרון לדוקטרינה חדה וברורה, במיוחד בהקשר הפלילי, אין לכחד כי החדות היא למראית עין בלבד. לכל היותר, ניתן להעלות על הדעת שימוש בגישת אבן-הדרך כבסיס לקביעת חוף מבטחים להתעוררות חובת הדיווח, אך זאת מבלי לגרוע מן העיקרון הכללי לגבי חובת גילוי מלא של מידע מהותי אף אם הוא רך.¹²³ לפיכך עדיפה דוקטרינה האוחזת את השור בקניו, חמקמק ככל שיהיה, בפרט כאשר היא משתלבת היטב בהקשרים אחרים של הדין וכן בדין ההשוואתי. כפי שנראה להלן, גישה עקרונית זו של הלכת קדיץ עולה בקנה אחד עם התפתחויות עדכניות בדין האמריקני גם בקשר למהותיות של מידע קשה אך עם זאת מעורפל.¹²⁴

ה. עירפול

1. מידע לא ברור, לא מגובש, לא מכומת

חלק זה נדרש למדיניות המשפטית לגבי מידע קשה, אשר למרות היותו נוגע לעובדות היסטוריות – כלומר, מצבים קיימים ואירועים שאירעו – בכל זאת הוא מתאפיין בעמימות. בפרט, מה נפקות יש לעובדה שפריט מידע מסוים אינו ברור, אינו מגובש או שלא ניתן עדיין לכמת אותו לערכים כספיים או מספריים אחרים? התשובה לכך, הנשענת על פסיקה ענפה בישראל ובארצות הברית, היא שאין לכך נפקות. על חברה ציבורית מוטלת חובה לבחון כל מידע המגיע אליה, אף אם הוא עמום, נזיל או איכותני בלבד, לפי עקרון המהותיות, ואם הוא מהותי – לדווח עליו. כפי שציין בית המשפט העליון בפרשת גבור סבירנה במובאה שצוטטה לעיל, "יכול שפרט מסוים, ששאלת גילוי עומדת לדיון, ייראה עמום או בלתי מהותי, ... בעומדו לברור",¹²⁵ אך עמימות זו כשלעצמה אינה פוטרת מגילוי אם הוא מהותי לנוכח ההקשר המלא. בית המשפט העליון נתן ביטוי למדיניות זו גם בפרשת דסק"ש בדחתו את העמדה שמידע לא מוגדר אינו מהותי:

122 כך, למשל, באום, במאמרו הנ"ל, לעיל הערה 83, מתייחס לגישת השקלול כאל "מבחן התוחלת".
 123 כך, כנראה, רואה את הדברים רשות ניירות ערך, לעיל הערה 50, בעמ' 14, אשר הציעה כי "זכות העיכוב ביחס למשא ומתן תפסיק לחול משלב ההתקשרות בהסכם מקדים (בין בכתב ובין בעל-פה)".
 124 ראו להלן טקסט סמוך להערה 137 ואילך.
 125 ראו המובאה לעיל בטקסט להערה 37.

"המבחן לפרט חסר מטעה הוא מבחן המהותיות. מבחן זה אינו מותנה בהיות הפרט מצומצם, מוגדר ונקודתי. הוא משקף עובדות אשר אילו המשקיע הסביר היה יודע אודותיהן היה בכך כדי לשנות באופן מהותי את בסיס המידע שעליו הוא משעין את החלטתו בתחום ניירות הערך. מבחן המהותיות יכול להיות מורכב ממכלול הנתונים בדו"ח כספי, ולחול על נתונים רבים המתמזגים אלה באלה. הפרט החסר יכול להיות נקודתי, או מורכב ממכלול שלם של נתונים, והמבחן הוא האם העדרו משפיע על החלטת המשקיע; אופיו של הפרט החסר – כפרט נקודתי או כמקבץ נתונים מורכבים – אינו מכריע לענין מהותיותו. לכן, אין לאמץ את עמדת הרוב [בערכאה קמא – ע.ל.] שקבעה כי דו"חות כספיים, בעלי פרמטרים קבועים, הם מידע לא מוגדר שחסרונו אינו פרט מטעה העלול להשפיע על המשקיע."¹²⁶

לאחרונה הרחיב בית המשפט העליון וחיזק עוד יותר את הגישה המתוארת, כאשר פסק בפרשת מנועי בית שמש, מפי השופט רובינשטיין, כי מידע עשוי להיות מהותי ולהיות טעון דיווח אפילו אם עמימותו נובעת מקיומו של ספק לגבי עצם היותו נכון או שגוי:

"נשוב ונציין, כי האידאולוגיה של עולם ניירות הערך כוללת גילוי נאות ומלא. גילוי זה צריך לכלול כל אירוע שאולי עשויה להיות לו רלבנטיות להתייחסותו של ציבור משקיעים, וגם אם יתברר בדיעבד כשגוי, אין לפטור מחובת גילוי מעיקרא. על כן הפרשנות אינה יכולה להיות מצמצמת..."¹²⁷

במשפט האמריקני התעוררו כמה מקרים, שבהם עמדה לדיון המהותיות של מידע מעורפל. פרשת Simon עסקה בחברה לייצור מערכות אל-פסק להבטחת הספקת חשמל רציפה, אשר במוצריה התגלה פגם, שחייב הערכות לתיקון ושהיה צפוי לפגוע בהכנסותיה. למרות זאת, החברה נמנעה מדיווח על הפגם מכיוון שלטענתה, היא לא יכלה לכמת את ההוצאות הקשורות אליו או לדעת אם הן מהותיות עד לתום הרבעון השני. בית המשפט דחה את הטענה בשתי ידיים וקבע כי המחדל מקים עילת תביעה:

"APC allegedly had knowledge of an 'event' -- the discovery of the defective component -- that would 'cause a material change in the relationship between costs and revenues.' Even if, as APC argues, they were not able to quantify the exact impact of the defect at the time of the filing, at the very least this was a

126 פסק דין דסק"ש, לעיל הערה 9, פס' 81.

127 ראו ע"מ 6999/12 יו"ר הרשות לניירות ערך נ' מנועי בית שמש אחזקות (1997) בע"מ (פורסם בנבו, 7.11.2013). מיד בהמשך הדברים דלעיל מוסיף בית המשפט, כי "יש לקרוא את הוראות הדין הרלבנטיות באופן רחב, בגדרי המשפט המינהלי, הנדרש – גם במאטריה זו – למהות המעשים ולאפקט שלהם כלפי כולי עלמא; כך – בשונה מדווקנותו של המשפט הפלילי, הנובעת ממשמעותה החמורה של הסנקציה הפלילית." בכל הכבוד, מן הסיפא ניתן להסתייג. המהותיות של פריט מידע מסוים צריכה להיבחן באופן זהה בכל ההקשרים שבהם מתעוררת חובת הגילוי. ההקפדה היתירה שאכן יש להקפיד בהקשר הפלילי מוגשמת באמצעות דרישת היסוד הנפשי התובענית יותר והמסגרת הדיונית והראייתית הקפדנית, בפרט לעומת האחריות האזרחית.

'known uncertainty' that APC would have reasonably expected to influence its operations. Accordingly, because APC was under an affirmative duty to disclose the discovery of the defect and did not, the Court finds this omission to be actionable."¹²⁸

בית המשפט שם הוסיף והדגיש, כי המידע על הפגם לא היה מידע רך גרידא אלא מידע קשה על עובדה קיימת שמנביעה "אירודאות ידועה", אשר עשויה להיות לה השפעה מהותית על פעילות החברה:

"APC allegedly knew that the defect had caused (and would continue to cause) an inventory adjustment and other material changes during the current quarter. The information concerning the defect thus was something more than a mere forward-looking projection, estimate, or forecast about the current quarter. On the contrary, APC had knowledge of 'hard' information about a 'known trend or uncertainty' that would have a material impact on its current operations, and consequently was under an obligation to disclose this information in its 10-Q."¹²⁹

ההלכה שנקבעה בפרשת *Simon* אומצה על ידי בית המשפט של המחוז הדרומי של ניו יורק בעניין *Freudenberg*. חברת מימון ניהלה שם תיק השקעות, שחלק ניכר ממנו הכיל ניירות ערך מגובים במשכנתאות. בתיאורים שנתנה על פעילות החברה נמנעה מלהתייחס לבעיות שהחלו להתעורר בשל משבר הסאברייס המתהווה. בית המשפט קבע, כי היה על החברה לדווח על כך במועד מוקדם מכפי שעשתה אף אם לא ניתן לכמת את השפעת ההתפתחות, והימנעותה מכך מקימה עילת תביעה:

"Material facts include not only information disclosing financial results, but also facts which affect the probable future of the company and those which may affect the desire of investors to buy, sell, or hold the company's securities. A material omission is actionable '[e]ven if, [Defendants] were not able to quantify the exact impact of the defect at the time of the filing [the Company's SEC report].'"¹³⁰

לעתים מתרחש שינוי מרוחק יותר, כגון בחברת בת במדינה אחרת. לעתים יש לשינוי זה אפילו הד באמצעי התקשורת המקומיים. בתי משפט שדנו גם בנסיבות כאלה לא היססו לקבוע, כי על החברה עצמה חלה חובת גילוי לגבי השינוי כאשר המידע מהותי מבחינתה. כך, פרשת *Immucor* עסקה בחברה, אשר נושא משרה בכיר בחברת הבת שלה באיטליה טיפח מנגנוני

.Simon v. American Power Conversion Corp., 945 F. Supp. 416, 431 (D.R.I. 1996) 128

שם, בעמ' 432. 129

.Freudenberg v. E*Trade Fin. Corp., 712 F. Supp. 2d 171, 181 (S.D.N.Y. 2010) 130

ביקורת חלשים ואת חולשתם זו הוא ניצל לשם התנהלות עסקית מושחתת.¹³¹ הרשויות באיטליה פתחו בחקירה, אשר היו עלולות להיות לה השלכות שליליות גם על חברת האם (לאור ה־Foreign Corrupt Practices Act), והפרשה זכתה לסיקור בעיתונות האיטלקית. בית המשפט קבע כי במסגרת השלב המקדמי בתביעה התובעים הראו עילה בתרמית, וכי הפרסומים בעיתונות האיטלקית אינם שוללים את המהותיות של אי־הגילוי על ידי חברת האם.¹³²

2. מידע עמום בדיווח כספי

ההלכות הנזכרות בסעיף הקודם מהוות חלק ממארג רחב היקף של פסקי דין העוסקים במהותיות של פריטי מידע, שהיקפם הכספי אינו ידוע או שהוא אינו עומד בסף מספרי כלשהו בהקשר של דיווח כספי. שאלה המתעוררת תכופות היא האם לדווח פריט מידע כזה באופן פרטני בנפרד. זאת, במיוחד כאשר מדובר בטעות שהתגלתה בדוח קודם ועשויה לחייב הצגה מחדש (restatement) – עניין שעלול להסב מבוכה לחברה ולחשבונאים שלה ולעתים גורר גם אחריות משפטית. בעניין זה שוררת תמימות דעים, כי לגודלו הכמותי של פריט מידע מסוים אין נפקות מכרעת לצורך הקביעה אם הוא מהותי והדבר תלוי בהקשר העובדתי המפורט. חוזר חשבונאות SAB 99 של סגל נציבות ניירות ערך האמריקנית (ה־SEC) התייחס לסוגיה בהרחבה, ונקט עמדה עקרונית, שלפיה סף מספרי כלשהו עשוי להיות נוח אך אינו יכול להחליף בחינה עניינית של המהותיות:

“The staff has no objection to such a ‘rule of thumb’ as an initial step in assessing materiality. But quantifying, in percentage terms, the magnitude of a misstatement is only the beginning of an analysis of materiality; it cannot appropriately be used as a substitute for a full analysis of all relevant considerations.”¹³³

עמדה עקרונית זו אומצה בישראל בהחלטה שהוציא סגל רשות ניירות ערך בשנת 2005:

“בחינת מהותיות דורשת בדיקה של עובדות המקרה תחת מכלול הנסיבות הרלבנטיות. לשם כך, יש לבחון הן שיקולים כמותיים והן שיקולים איכותיים. לא ניתן לקבוע אמות מידה כמותיות כלליות לבחינת מהותיות אשר יחליפו את שיקול הדעת הראוי בהתבסס על מכלול העובדות והנסיבות הרלבנטיות.”¹³⁴

לאחר המעבר לדיווח כספי לפי שיטת חשבונאות IFRS סגל הרשות החליף את ההחלטה בשנת 2012 בהחלטה חדשה, ובמסגרת זו שב ואימץ את העמדה הנזכרת:

¹³¹ *In re Immucor Inc. Sec. Litig.*, 2006 U.S. Dist. LEXIS 72335 (N.D. Ga. 2006)
¹³² שם, בעמ' 37–38*. ראו גם *Litwin*, לעיל הערה 28, בעמ' 718 () [C]ase law does not support the sweeping proposition that an issuer of securities is never required to disclose publicly available information”
 ואסמכתאות נוספות שם.

¹³³ SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150, 45151 (1999)
¹³⁴ רשות ניירות ערך, החלטה חשבונאית מספר 4-99: מהותיות בדוחות כספיים 3 (2005).

“טעות עשויה להיות מהותית ולחייב את הצגת הדוחות הכספיים מחדש, גם אם היא אינה עומדת בחזקות הכמותיות, וזאת עקב מהותיותה מן הפן האיכותני.”¹³⁵

בהלכה המנחה בעניין *Ganino* אימץ גם בית המשפט את עמדת הנציבות בהיותה תואמת את הדין לאור הלכת *Basic*, ובעקבותיו הלכו פסקי דין נוספים, אשר החילו אותה באופן כללי ולא דווקא בהקשר המסוים של טעות בדוח כספי:

“Following *Basic*, we have consistently rejected a formulaic approach to assessing the materiality of an alleged misrepresentation...”

SAB No. 99 is thoroughly reasoned and consistent with existing law - its non-exhaustive list of factors is simply an application of the well-established *Basic* analysis to misrepresentations of financial results – we find it persuasive guidance for evaluating the materiality of an alleged misrepresentation.”¹³⁶

עולה מן המקובץ, כי היעדר מימד כמותי לפריט מידע מסוים – ובפרט, אם לא ניתן (עדיין) להציג את השלכותיו כסכומים כספיים – אינו מהווה שיקול בבחינה אם אותו מידע הוא מהותי ולכן טעון גילוי מלא על פי דין.

3. מידע לא מובהק

לסיום חלק זה, אצביע בקצרה על התפתחות מעניינת בדין האמריקני, המתיישבת עם המסגרת המושגית הכללית של הדין הנוגע לענייננו. בעניין *Matrixx* נדרש בית המשפט העליון של ארצות הברית לשאלה עקרונית בנושא אמות המידה למידע הטעון גילוי. חברת תרופות שיווקה תרופה להצטננות, אולם למרות שהיו מספר מקרים שבהם משתמשים בתרופה לקו בתתרונות (היעדר חוש ריח – anosmia), החברה נמנעה מלדווח על כך. כתביעה בגין אי-הגילוי החברה טענה שהאירועים השליליים לא הראו מובהקות סטטיסטית ולכן המידע לגביהם אינו מהותי, כך שאי-גילוי אינו בגדר תרמית. בית המשפט העליון דחה את הטענה, והסביר:

“The Court declined to adopt a bright-line rule for determining materiality in *Basic*, observing that ‘[a]ny 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 underinclusive.’ Here, *Matrixx*’s bright-line rule – that adverse event reports regarding a

135 רשות ניירות ערך, עדכון החלטה מספר 99-4 בעניין קוים מנחים לבחינת מהותיות של טעות בדוחות כספיים ועמדה משפטית מספר 105-24 בדבר אופן פרסום דוחות כספיים מתוקנים 4 (2012).

136 *Ganino*, לעיל הערה 30, בעמ' 162–163. ראו גם *Litwin*, לעיל הערה 28, בעמ' 717; *Freudenberg*, לעיל הערה 130, בעמ' 181–182; וכן *ECA & Local 134 IBEW Joint Pension Trust v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187, 197-198 (2d Cir., 2009); *United States v. Ferguson*, 553 F. Supp. 2d 145, 152–153 (D. Conn., 2008).

pharmaceutical company's products are not material absent a sufficient number of such reports to establish a statistically significant risk that the product is causing the events – would 'artificially exclud[e]' information that 'would otherwise be considered significant to [a reasonable investor's] trading decision.' ... Something more than the mere existence of adverse event reports is needed to satisfy that standard, but that something more is not limited to statistical significance and can come from the source, content, and context of the reports. This contextual inquiry may reveal in some cases that reasonable investors would have viewed reports of adverse events as material even though the reports did not provide statistically significant evidence of a causal link.¹³⁷

לכאורה, ההחלטה תמוהה. כלל היסוד בהסקה סטטיסטית מורה, שאם תופעה אינה מובהקת סטטיסטית ברמה מקובלת, לא ניתן לדחות את "השערת האפס" שלפיה התצפיות שזיהו אותה אינן אלא שגיאה. במילים פשוטות, תופעה שאינה מובהקת אינה תופעה כלל אלא לא כלום. אם כך, מה טעם יש לדווח על לא כלום או להטיל חבות על אי-דיווח לא כלום? את נימוקו של בית המשפט ניתן לסכם בפראפראזה על הדברים שהובאו לעיל מפרשת קדין: "אנו איננו 'טכנאי משפט', ולא 'מתמטיקאי משפט', ואף לא 'סטטיסטיקאי משפט'." קביעת המהותיות של מידע מסוים לגבי תופעה נטענת אינה מתמצה בחישוב מובהקות סטטיסטית, כשם שקביעת מהותיות של מידע רך אינה מתמצה בחישוב תוחלת. הלך הניתוח של מהותיות בשני המקרים אינו דוחה את מושגי המובהקות והתוחלת, אך הוא מציב אותם במסגרת רחבה ועשירה יותר של נסיבות, אשר באופן מתוכלל עשוי ללמד שהמידע הנידון הוא מהותי. כפי שמציין בית המשפט בעניין *Matrixx*, גם מידע לא מובהק עשוי לשנות את מכלול המידע בעיני "המשקיע הסביר", כשם שהוא עשוי להניע לפעולה גם מקצוענים אחרים.¹³⁸ למשל, מידע כזה עשוי להניע אנשים אלה לחפש מידע נוסף כדי לקבל תמונה טובה יותר על החברה. הדברים קל וחומר לגבי טענה כי המידע צריך להיות ברור, או מגובש, או מכומת, או כל מבחן חד ובהיר אחר.

ו. סיכום

דיני ניירות ערך מבטאים עמדה כלל-חברתית לגבי המשטר הראוי בקשר לייצור מידע ולהפצתו בקרב משתתפי שוק ההון. אין תימה אפוא שמתעוררות בגדרם שאלות לגבי החובות המשפטיות הנוגעות למידע עמום. דיני הגילוי מבטאים את עמדתה של החברה בכללותה לגבי ההתמודדות הראויה והנדרשת עם עמימות במידע. בלשון אחרת, הדין קובע עד כמה לגיטימיות הן הכמיהה אל ה"צלול" אשר מצוי בתוך העמום והשאיפה האפשרית להצטמצם בדל"ת אמותיו

137 *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309, 1321 (2011) (הפניית הושמטו).

138 *Matirxx* שם ("Given that medical professionals and regulators act on the basis of evidence of causation that is not statistically significant, it stands to reason that in certain cases reasonable (investors would as well)").

של הצלול. רשימה זו מראה כיצד הדין בישראל דוחה גישה מעין זו ומבכר על פניה חובת גילוי אשר משתרעת במלוא עוצמתה גם על מידע עמום, מידע חלקי, או מידע לא־מובהק סטטיסטית, ובלבד שהוא מהותי. המחוקק, אמר פרופסור Loss, "לא נטל מן האזרח את זכות־היסוד שלו להשתטות. הוא פשוט ניסה למנוע מאחרים לשטות בו."¹³⁹ באותו אופן, המחוקק שולל מחברה ציבורית את שיקול הדעת אם לדווח או להימנע מדיווח בהתאם למצב הצבירה של המידע – אם קשה הוא או רך, מגובש או נזיל, כמותני או איכותני – ובלבד שהמידע מהותי.

139 ראו לעיל הערה 1 וטקסט להערה זו.