

לא למתמטיקאים בלבד: מבחן התוחלת באיסור השימוש במידע פנים ובחובת הדיווח

עידו באום, * דב סולומון**

מידע על אירועים עתידיים בחייה של חברה הוא מידע חשוב מבחינת המשקיעים. בדיני ניירות ערך בישראל התקבלה זה כבר ההכרעה כי חובה על החברה לגלות לציבור המשקיעים מידע מהותי מסוג זה, וכי אנשי פנים של החברה או מי שמחזיקים במידע כזה, לפני גילוי לציבור, כפופים לאיסור שימוש במידע, בהיותו מידע פנים. בתי המשפט נדרשים לקבוע מהי הנקודה על ציר התפתחותו של האירוע העתידי שבה מידע על אודות אירוע מתפתח נהפך למידע מהותי. בפסקי הדין של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, בעשור הראשון לפעילותה, וכן בפסקי הדין של בית המשפט העליון בערעורים על החלטותיהם של שופטי המחלקה הכלכלית, ניכרת נטייה לאמץ את "מבחן התוחלת" (המכונה לעיתים "מבחן ההסתברות/עוצמה") כמבחן המרכזי לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי. עם זאת, גם לאחר עשור של פסיקה הדין אינו ברור ואינו אחיד. בעברת שימוש אסור במידע פנים אומץ מבחן התוחלת בפסיקת בית המשפט העליון, אך נקבע סף הסתברותי נמוך מאוד – ואולי אף אפסי – לבחינת מהותיות המידע. לגבי המבחן בחובת הדיווח הובעה תמיכה במבחן התוחלת באמרת אגב של בית המשפט העליון, אלא שביחס ליישום המבחן נקבע בפסיקת המחלקה הכלכלית כי רף ההסתברות הנדרש לצורך מהותיות

* מרצה בכיר, מנהל אקדמי של מרכז רנה ומאיר חת לחקר התחרות והרגולציה, הפקולטה למשפטים ע"ש חיים שטריקס, המסלול האקדמי המכללה למנהל; פרופסור אורח, Peking University School of Transnational Law.

** מרצה בכיר, ראש החטיבה למשפט מסחרי וראש התוכנית לתואר שני במשפטים, הפקולטה למשפטים, המרכז האקדמי למשפט ולעסקים ברמת גן.
על הערות מועילות למאמר אנחנו מבקשים להודות לשופטי המחלקה הכלכלית (בעת כתיבת המאמר) חאלד כבוב ורות רונן, לעמיר ליכט, לאילנה ליפסקר-מודעי, למערכת משפט ועסקים ולמשתתפי "כנס לרגל עשור לבית המשפט הכלכלי", שהתקיים ב-24 בינואר 2021 במרכז הבינתחומי הרצליה.

המידע צריך להיות גבוה במיוחד. רשימה זו עומדת על התפתחות הפסיקה, על עמימות הדין ועל הסיבות לעמימות זו. לנוכח היישום הדיפרנציאלי של מבחן התוחלת, הרשימה דנה בהשלכות הצפויות של הכלל שהתעצב בפסיקה על אכיפת איסור השימוש במידע פנים, על המידע המובא לידיעת המשקיעים ועל תמריציהם של מקבלי ההחלטות בחברה.

מבוא

פרק א: מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית

פרק ב: התפתחות הפסיקה בישראל ביחס למבחני המהותיות

1. עניין אפריקה ישראל תעשיות

2. עניין מלכה

3. עניין פן ורבין בבית המשפט העליון

4. עניין ברנדייס

5. עניין ספאנטק

6. עניין כהן

פרק ג: מבחן התוחלת – עתיד מפוצל

1. העדר סף מינימלי של הסתברות ביחס לעברת השימוש האסור במידע פנים

2. רף הסתברות גבוה ביחס לחובת הדיווח

3. פער זמנים בין איסור השימוש במידע פנים לחובת הדיווח

סיכום

מבוא

משבר הקורונה שהכה בישראל ובעולם בתחילת שנת 2020 ממחיש ביתר שאת את חשיבות הגילוי של מידע על אודות אירועים שאינם ודאיים. המשבר, שחבק את מדינות העולם כולו, הטיל מגזרים עסקיים שלמים למצב של חוסר ודאות. במצב זה אפילו תוכניות עסקיות והסכמים שנחשבו יציבים נהפכו לאירועים שאי-אפשר לקבוע בוודאות אם יתממשו בעתיד. כך, למשל, עקב סגירת אזורים שונים בסין לתעופה התעורר חשש לגבי הספקת חומרי גלם.¹ בישראל, בעקבות סגרים שהוטלו על ידי

1 לסקירת השפעתה של מגפת הקורונה על שרשרות הייצור וההספקה הגלובליות ראו, למשל, באתר ארגון האו"ם לפיתוח תעשייתי: Adnan Seric, Holger Görg, Saskia Mösele & Michael Windisch, *How the Pandemic Disrupts Global Value Chains*, UNIDO INDUSTRIAL

משפט ועסקים כד(2), תשפ"ב מבחן התוחלת באיסור השימוש במידע פנים ובחובת הדיווח

הממשלה, התעורר חשש בדבר יכולתן של חברות קבלניות לעמוד בהתחייבויותיהן כלפי רוכשי דירות.²

בנסיבות אלו התעורר בישראל דיון בשאלה אם לנוכח חוסר הוודאות הרב שחולל משבר הקורונה ראוי לפטור לפרק זמן מסוים את התאגידים המדווחים מפרסום הדוחות התקופתיים והמידיים שהם מחויבים בפרסומם. בסופו של דבר עמדה הרשות לניירות ערך על הגישה המקובלת בדיני ניירות ערך שלפיה גילוי – אף כזה שטמון בו חוסר ודאות – עדיף. בהודעה של סגל רשות ניירות ערך נקבע כי הגילוי הנאות חשוב בכל עת, "קל וחומר בעתות משבר כגון העת הנוכחית, המאופיינות באי ודאות משמעותית".³ על רקע זה הנחתה הרשות את החברות לתת בדוח הרבעוני, התמציתי דרך כלל, דיווח מפורט מהרגיל ביחס להשפעותיו של משבר הקורונה. בהקשר זה ציין סגל הרשות כי "אף שהערכות והנחות רבות עשויות שלא להתממש, עדיין יש ערך רב במסירת המידע כדי לשקף את האופן בו רואים התאגידים את פני הדברים. סגל הרשות יתחשב כמובן אף הוא באופי המיוחד של דוחות הרבעון הראשון של שנת 2020, על רקע הנסיבות שנוצרו במשק".⁴

לנוכח נסיבות אלו מתחדדת השאלה מתי מידע על אירוע עתידי שקיימת אי-ודאות לגבי התרחשותו הינו מידע מהותי. למבחן לקביעת מהותיותו של אירוע עתידי שאינו ודאי יש משמעות כפולה: ראשית, הוא יקבע אם מידע מסוים המצוי בידי החברה ובידי אנשי הפנים שלה הוא "מידע פנים" ועל כן יחול על השימוש בו האיסור הפלילי בדבר שימוש במידע פנים;⁵ שנית, מבחן זה יקבע אם חלה על המידע חובת דיווח מיידית.⁶ בפסיקה בישראל נדונו שני מבחנים מרכזיים לבחינת מהותיותו של אירוע עתידי: "מבחן התוחלת" ו"מבחן ההסכמה העקרונית". שני המבחנים הללו אומצו מהפסיקה בארצות הברית, שם הוכרע הדיון כבר לפני כמה עשרות שנים לטובת מבחן התוחלת.⁷ בניגוד להכרעה המובהקת בארצות הברית, המחלוקת בשאלת המבחן המרכזי לבחינת מהותיותו של אירוע עתידי שיסעה את שופטי המחלקה הכלכלית. ביטוי חד בפסיקה המקומית לעמדה המסתייגת מאופיו ה"מתמטי" לכאורה של מבחן התוחלת ניתן למצוא בדברים שכתב שופט המחלקה הכלכלית חאלד כבוב בפסק הדין החשוב בעניין קדץ:

ANALYTICS PLATFORM (Apr. 2020), iap.unido.org/articles/how-pandemic-disrupts-global-value-chains

2 עדי כהן "משרד המשפטים: קבלנים לא יפצו דיירים על עיכוב של עד 120 יום במסירת דירה בקורונה" **TheMarker** 24.6.2020 www.themarker.com/realstate/1.8944682

3 רשות ניירות ערך עמדת סגל חשבונאית מספר 7-99 – השפעות משבר הקורונה על הגילוי והדיווח הכספי הנכלל בדוח רבעון ראשון 2020 וברוחות עיתיים עוקבים 2 (11.5.2020).

4 שם, בעמ' 3.

5 ס' 52 ו-52 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

6 תק' 36(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

7 ראו את הדיון להלן בפרק א.

"...סבורני כי מסקנה זו ממחישה היטב את החשש... מפני הפיכת ההכרעה בשאלת סיווג המידע כמידע פנים לנוסחה אריתמטית... על בית המשפט להישמר היטב לא להיתפס בגדר הנוסחות המתמטיות יתר על המידה ולבחון את נסיבות האירוע הרלוונטי במשקפיים אובייקטיביים... אנו איננו 'טכנאי משפט' ואף לא 'מתמטיקאי משפט'.⁸"

אף לאחר פסיקת בית המשפט העליון שנטתה לטובת מבחן התוחלת,⁹ נותרה בעינה אי־בהירות באשר לאופן יישומו של מבחן זה ולהיקף תחולתו. מאמר זה יעמוד על השתלשלות הפסיקה בסוגיה זו לאורך העשור הראשון לפעילותה של המחלקה הכלכלית. בפרק א נסקור את המבחנים השונים לקביעת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי לא ודאי, כפי שפותחו במשפט המשווה. מסקנת הדיון בפרק זה היא שמבחן התוחלת פורש הגנה רחבה יותר על ציבור המשקיעים, משום שמידע על אירוע עתידי משמעותי לחברה ייחשב מהותי לפי מבחן זה בשלב מוקדם יותר מאשר לפי מבחן ההסכמה העקרונית, וכפועל יוצא מכך גם חובת הדיווח על האירוע העתידי ואיסור השימוש במידע פנים יחולו בשלב מוקדם יותר לפי מבחן התוחלת. בפרק ב נעמוד על התפתחות הפסיקה בישראל, תוך הדגשת הדעות השונות בפסקי הדין של המחלקה הכלכלית והאופן שבו התייחס בית המשפט העליון לסוגיה זו. בפרק ג נציע דיון ביקורתי בפלל שהתעצב בפסיקה ובהשלכותיו על אכיפת איסור השימוש במידע פנים, על המידע המסופק לציבור המשקיעים ועל התמריצים של מקבלי ההחלטות בחברה. לבסוף נסכם בקצרה את הדיון ואת המסקנות העולות ממנו.

פרק א: מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית

מידע מהותי הוא מידע שיש בו כדי להשפיע על החלטות השקעה של משקיע סביר בניירות ערך.¹⁰ מתי מידע על אירוע עתידי בחברה ציבורית שאין ודאות כי יתממש נהפך למידע מהותי למשקיע סביר? לשאלה זו יש השלכות מרחיקות לכת הן על חובת הגילוי של המידע והן על תחולתו של איסור השימוש במידע פנים. אכן, אחת המשימות

8 ת"פ (כלכלית ת"א) 8256-05-11 מדינת ישראל נ' קרן, פס' 23 לפסק הדין (פורסם בנבו, 5.7.2012).

9 ראו את הדיון להלן בתת-פרק ב3.

10 ראו ע"א 5320/90 א. צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 837 (1992); ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177, 187 (1995); TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976) ("An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote"); Marco Ventoruzzo & Chiara Picciau, *Inside Information*, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE 175, 200 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., 2017).

משפט ועסקים כד(2), תשפ"ב מבחן התוחלת באיסור השימוש במידע פנים ובחובת הדיווח

המורכבות של נושאי משרה ויועצים משפטיים של חברה היא לקבוע מתי מידע על אודות אירוע עתידי לא ודאי של החברה נהפך למידע מהותי.¹¹ פסיקת בתי המשפט המחוזיים בישראל עד לפני כעשור השתמשה בשני מבחנים לבחינת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי לא ודאי: מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית.¹² מבחן התוחלת משקלל את ההסתברות להתרחשותו של אירוע עתידי עם עוצמת השפעתו הצפויה של האירוע על החברה. כאשר מכפלת ההסתברות והעוצמה עוברת את סף המהותיות, ייחשב המידע על האירוע העתידי מהותי. לעומתו, מבחן ההסכמה העקרונית מתמקד רק בהסתברות להתרחשות האירוע. הוא מאתר את נקודת האל-חזור של עסקה עתידית, שהיא על פי רוב המועד שבו הצדדים למשא ומתן מסכימים על מתווה הביצוע של העסקה והמחיר שישולם בה. מבחן זה משתייך למשפחת מבחני "הקו הבוהק" (bright line), משום שהוא שואף לקבוע מועד חד וברור שבו המידע על האירוע העתידי נהפך למהותי.¹³ מבחנים אלו לקביעת מהותיות המידע על אודות אירוע עתידי לא ודאי יובאו לישראל מהפסיקה האמריקנית.¹⁴ מבחן התוחלת, שמכונה גם "מבחן ההסתברות/עוצמה" (probability/magnitude test), נקבע לראשונה בשנת 1968 בפסק הדין בעניין *Texas Gulf Sulphur*.¹⁵ פסק הדין דן בשימוש אסור במידע פנים שהיה מצוי ברשותם של עובדי חברת *Texas Gulf Sulphur* (להלן: TGS) בדבר ממצאים ראשוניים מבדיקות סקר שביצעה החברה בקנדה בנוגע לסיכוי להימצאותם של מרבצי מינרלים גדולים.¹⁶ אף

- 11 סודרקוויסט וגבלדון מתארים את האתגר הכרוך בקביעת המהותיות במילים "takes the most skill and judgment" ראו LARRY D. SODERQUIST & THERESA A. GABALDON, *SECURITIES LAW* (5th ed. 2014) 75. ראו גם STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 48 (4th ed. 2015) ("determining whether a particular morsel of information [is material]... is often an uncertain process")
- 12 ראו עידו באום "בשבחו של מבחן התוחלת: עקרון המהותיות והתמודדות עם חוסר ודאות בדיני ניירות ערך" **משפטים** מד 477 (2014).
- 13 הפסיקה יישמה מבחן "קו בוהק" לצורך קביעת מהותיות המידע גם ביחס לאירועים שאינם עסקאות עתידיות שניתן לאתר בהן את מועד ההסכמה העקרונית. למעשה, ניתן לקבוע באופן ספציפי לכל מקרה ומקרה מבחן "קו בוהק" המאתר את הנקודה הקריטית שבה מידע על אירועים עתידיים שונים בחיי החברה נהפך למהותי. ראו, לדוגמה, ת"צ (כלכלית ת"א) 14270-11-14 **כהן נ' בן דב** (פורסם בנבו, 2.9.2016). במקרה זה נדונה השאלה מתי שומת מס "לפי מיטב השפיטה", שעליה ביקשה החברה להשיג ועל כן טרם הגיע מועד התשלום שלה וכן התקיימה האפשרות שיחול שינוי בגובה החבות, נהפכת לאירוע מהותי שחובת הדיווח חלה לגביו. השופטת רות רונן סברה כי "הקו הבוהק" בהתייחס לדיונים של חברה מול רשות המסים, הוא המועד בו רשות המסים מוציאה לחברה שומה לפי מיטב השפיטה, בהיותו מועד ברור, ודאי וצפוי". שם, פס' 158 לפסק הדין.
- 14 המשפט האמריקני נחשב פורץ דרך בפיתוחם של דיני ניירות ערך. ראו Marco Ventoruzzo, *The Concept of Insider Dealing, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE* 13 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., 2017)
- 15 *SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)
- 16 שם, בעמ' 843-847.

שהמידע לא פורסם לציבור, החלו עובדי TGS לרכוש את מניות החברה ולאחר מכן לסחור בהן. על מנת לקבוע אם המידע שהיה מצוי ברשות העובדים הוא מידע מהותי, למרות אי-הוודאות הגלומה בשלב הראשוני של הממצאים, ניסח בית המשפט לערעורים של המחוז הפדרלי השני את מבחן התוחלת, המביא בחשבון הן את ההסתברות להתרחשות האירוע העתידי והן את עוצמתו הצפויה.¹⁷

אולם להבדיל מאיסור השימוש במידע פנים, שלגביו אומץ מבחן התוחלת, בהקשר של חובת הגילוי נקבע בארצות הברית, בתחילה, מבחן שונה – מבחן ההסכמה העקרונית. בית המשפט לערעורים של המחוז הפדרלי השלישי קבע בפסק הדין בעניין *Greenfield* כי מידע על משא ומתן לקראת עסקה עתידית נהפך למידע מהותי כאשר הצדדים מגיעים להסכמה עקרונית, קרי, להסכמה על מתווה הביצוע של העסקה ועל מחירה.¹⁸ אומנם, באותו עניין יושם מבחן ההסכמה העקרונית בהקשר של מידע על משא ומתן לקראת עסקת מיזוג עתידית, אולם ניתן ליישמו ביחס לכל עסקה של חברה. יתרה מזו, ההתייחסות למבחן ההסכמה העקרונית כאל מבחן "קו בוהק" מאפשרת להרחיבו וליישמו גם על אירועים נוספים בחיי החברה שאינם עסקאות, בדרך של קביעת סף הסתברותי שמעבר לו ייחשב המידע על האירוע העתידי מידע מהותי.

הסביבה המשפטית שבה התקיימו זה לצד זה מבחני מהותיות שונים ביחס לאיסור השימוש במידע פנים (מבחן התוחלת) וביחס לחובת הגילוי (מבחן ההסכמה העקרונית) השתנתה בשנת 1988, עם מתן פסק הדין המפורסם בעניין *Basic*.¹⁹ בית המשפט העליון של ארצות הברית אימץ בפסק הדין את מבחן התוחלת לקביעת מהותיותו של מידע גם בהקשר של חובת הגילוי של מידע על משא ומתן לקראת עסקת מיזוג.²⁰ הוא עשה זאת לצורך הכרעה בתביעה ייצוגית שהגישו משקיעים שמכרו את מניותיהם בחברה לפני שהיא דיווחה לציבור על עסקת מיזוג צפויה. המשקיעים טענו כי החברה הפרה את חובת הגילוי, משום שבמענה לשאלות שהופנו אליה מגורמים שונים, לרבות מהבורסה של ניו יורק, היא הכחישה שלוש פעמים לפחות את דבר קיומו של משא ומתן לקראת מיזוג.²¹ הכחשה זו התבררה כלא נכונה.²² לפיכך נדרש בית המשפט לבחון אם המידע על המשא ומתן לקראת מיזוג נחשב מידע מהותי.²³ אם התשובה לכך חיובית, הכחשת קיומו של משא ומתן היא הטעיה בעניין מהותי, ולכן יש לקבל את התביעה. לעומת זאת, אם המידע אינו מהותי, ההכחשה אינה מקימה עילת תביעה למשקיעים.

השופט בלקמן (Blackmun), שכתב את דעת הרוב, דן בשלושה טיעונים עיקריים המשמשים להצדקת השימוש במבחן ההסכמה העקרונית לקביעת מהותיותו של מידע

17 שם, בעמ' 849.

18 *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751, 756–757 (3d Cir. 1984).

19 *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) (להלן: עניין *Basic*).

20 שם, בעמ' 234–239.

21 שם, בעמ' 227.

22 שם, בעמ' 228.

23 שם, בעמ' 235.

על אודות אירוע עתידי לא ודאי, ודחה אותם אחד לאחד.²⁴ הטיעון הראשון, המתמקד בהגנה על המשקיעים, הוא שמבחן ההסכמה העקרונית מונע את הצפת המשקיעים בפרטי מידע לא ודאיים העלולים להטעותם. טיעון זה נדחה בהיותו פטרנליסטי ומנוגד לתפיסה הרחבה של גילוי בדיני ניירות ערך.²⁵ בית המשפט מצייין כי עקרון המהותיות נועד לסנן מידע חסר ערך עבור המשקיעים, אולם כאשר למידע יש ערך כלשהו, אל לבית המשפט לאפשר לחברה להימנע מפרסומו רק מחשש שהמשקיעים לא ידעו להעריך נכונה מידע על אירוע שאינו ודאי.

הטיעון השני, המתמקד בטובת החברה, הוא שמבחן ההסכמה העקרונית, המציב את סף המהותיות בשלב מתקדם שבו הצדדים כבר הסכימו על המתווה לביצוע העסקה ועל מחירה, מונע סיכול עסקאות בשל גילוי המשא ומתן לכריתתן בטרם הבשילו. אכן, גילוי מידע על משא ומתן בשלב מוקדם מדי עלול להיות מנוצל על ידי מתחרים להכשלת העסקה. כדי להתמודד עם חשש זה, הדין בישראל והאסדרה האירופית מקנים לחברה שיקול דעת לעכב גילוי של מידע על משא ומתן עד לגיבושה הסופי של העסקה,²⁶ ואילו בארצות הברית, ככלל, גילוי של מידע על אירוע עתידי לא ודאי הוא וולונטרי, ולכן חברה יכולה לשמור על חשאיות המשא ומתן כל עוד היא לא נשאלה על כך במפורש.²⁷ אולם בית המשפט דוחה טיעון זה בנימוק שהוא אינו רלוונטי לשאלה הנדונה – קרי, קביעת מבחן המהותיות של מידע על אירוע עתידי לא ודאי – ושהדיון בהשלכות הגילוי על הסיכויים להשלמת העסקה חורג ממסגרת הדיון.²⁸

הטיעון השלישי מתמקד אף הוא בטובת החברה. לפי טיעון זה, מבחן ההסכמה העקרונית כמבחן "קו בוהק" הוא כלל משפטי קל יותר ליישום ולכן מפחית עלויות לחברה. בית המשפט דוחה את הטיעון בנימוק שהדיוק של המבחן לקביעת מהותיות המידע חשוב יותר מקלות יישומו. מבחן התוחלת, שמבוסס על פרמטרים רבים יותר ממבחן ההסכמה העקרונית, מוביל לתוצאה מדויקת יותר ביחס למהותיות המידע.²⁹ הנה כי כן, עשרים שנים לאחר שמבחן התוחלת אומץ בהקשר של איסור

24 שם, בעמ' 233–236.

25 שם, בעמ' 234.

26 ראו תק' 36(ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), המאפשרת לעכב דיווח על משא ומתן לכריתת עסקה אם הגשת הדיווח המידי עלולה למנוע את השלמת העסקה או להרע באופן ניכר את תנאיה, ובלבד שהמידע על העסקה לא פורסם ברבים. לפי האסדרה האירופית, האפשרות לעכב את הדיווח לציבור מותנית בקיום התנאים הבאים: (1) דיווח מידי עלול לפגוע באינטרס לגיטימי של החברה; (2) העיכוב אינו צפוי להטעות את המשקיעים; (3) החברה מסוגלת לשמור על סודיות המידע עד לדיווח לציבור. ראו Ido Baum & Dov Solomon, *More JoMo Less FoMo: The Case for Voluntary Disclosure of Uncertain Information in Securities Regulation*, 14 *Baum & Solomon, Voluntary* (להלן): VA. L. & BUS. REV. 171, 193–194 (2020).

(Disclosure).

27 שם, בעמ' 187–189.

28 עניין *Basic*, לעיל ה"ש 19, בעמ' 235.

29 שם, בעמ' 236. בהתייחס למבחן ההסכמה העקרונית מצייין בית המשפט כי "[a]ny approach that

השימוש במידע פנים בעניין *Texas Gulf*, הכריע בית המשפט העליון של ארצות הברית בעניין *Basic* לטובת מבחן התוחלת גם בהקשר של חובת הדיווח.³⁰ בניגוד להכרעה הברורה בארצות הברית לטובת מבחן התוחלת, בית הדין האירופי לצדק (ECJ) הלך בכיוון שונה, ואימץ בעניין *Geltl* מבחן "קו בוהק" לקביעת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי לא ודאי.³¹ הנסיבות שבהן עסק פסק הדין הן הודעה של יושב ראש הדירקטוריון המנהל של חברת Daimler לחברים בדירקטוריון המפקח ובהנהלת החברה על כוונתו לפרוש מתפקידו בחברה,³² אולם מבלי שהחברה פרסמה על כך דיווח מידי לציבור.³³ כאשר החברה דיווחה על כך לציבור במועד מאוחר יותר, זינק מחיר המניה שלה באופן חד בתגובה על המידע בדבר ההתפטרות.³⁴ הואיל והתובע, *Geltl*, מכר את מניותיו בחברה לפני הדיווח לציבור, הוא הגיש תביעה נגד החברה בעילה של הפרת חובת הדיווח, וטען כי החברה הייתה מחויבת לדווח לציבור במועד מוקדם יותר על ההתפטרות של יושב ראש הדירקטוריון המנהל.³⁵ בית הדין האירופי לצדק דן בשאלה מהו סף ההסתברות להתרחשותו של אירוע עתידי לא ודאי שמעבר לו המידע על האירוע נחשב מידע מהותי, וקבע כי לא נדרשת הסתברות גבוהה, אלא די בכך שניתן לצפות באופן סביר את התרחשות האירוע.³⁶ הלכה זו של בית הדין פורשה כמציבה סף הסתברות של 51% בלבד – דהיינו, שהסיכויים להתרחשות האירוע עולים על הסיכויים לאי-התרחשותו – לצורך הקביעה כי המידע על האירוע העתידי הוא מידע מהותי.³⁷

designates a single fact or occurrence as always determinative of an inherently fact-specific finding such as materiality, must necessarily be overinclusive or underinclusive"

30 ראו גם את פסק הדין של הערכאה הדיונית (Court of Chancery) של דלוור שאימץ את מבחן התוחלת ודחה את מבחן ההסכמה העקרונית: *Alessi v. Beracha*, 849 A.2d 939, 944–950 (Del. Ch. 2004). פסק דין זה ביטל הלכה קודמת שקבעה כי יש ליישם את מבחן ההסכמה העקרונית לקביעת המהותיות של מידע על אירוע עתידי לא ודאי. ראו *Bershad v. Curtiss-Wright Corp.*, 535 A.2d 840 (Del. 1987).

31 *Case C-19/11, Geltl v. Daimler AG*, [2012] 3 C.M.L.R. 32. לניתוח של פסק הדין ראו Hartmut Krause & Michael Brellocks, *Insider Trading and the Disclosure of Inside Information After Geltl v Daimler—A Comparative Analysis of the ECJ Decision in the Geltl v Daimler Case with a View to the Future European Market Abuse Regulation*, 8 CAP. MKTS. L.J. 283 (2013); Christian Kersting, *Insider Dealing and Ad Hoc Disclosure Requirements in the New EU Market Abuse Regulation*, 33 BANKING & FIN. SERVICES POL'Y REP. 15, 16–17 n. 28 (2014).

32 עניין *Geltl*, שם, פס' 12. לחברת Daimler מבנה כפול של מועצות מנהלים על פי המודל המצוי בחברות גרמניות: דירקטוריון מנהל, שאחראי לניהול השוטף של ענייני החברה; ודירקטוריון מפקח, שעוסק בפיקוח על ההנהלה ובהתוויית מדיניות החברה לטווח הארוך.

33 שם, פס' 17–18.

34 שם, פס' 19.

35 שם, פס' 20.

36 שם, פס' 23, 46 ו-56.

37 ראו Kersting, לעיל ה"ש 31, בעמ' 17. ראו גם *Jesper Lau Hansen, Say When: When Must an*

משפט ועסקים כד(2), תשפ"ב מבחן התוחלת באיסור השימוש במידע פנים ובחובת הדיווח

היא מעוגנת כיום בהגדרה של מידע פנים (inside information) בסעיף 7 ל-Market Abuse Regulation (להלן: MAR) – האסדרה האירופית שמסדירה הן את איסור השימוש במידע פנים והן את חובת הדיווח.³⁸ סעיף 7(2) ל-MAR נוקט את המילים "may reasonably be expected to occur" כדי לתאר את מידת הצפיות של האירוע העתידי הנדרשת לצורך מבחן המהותיות, באופן העולה בקנה אחד עם הקביעה של בית הדין האירופי לצדק.³⁹

ודוק, הפרמטר שנעדר ממבחן "הקו הבוהק" האירופי הוא העוצמה הצפויה של האירוע.⁴⁰ הנה כי כן, בניגוד למבחן התוחלת האמריקני, שמשקלל הן את ההסתברות להתרחשות האירוע העתידי והן את עוצמת השפעתו הצפויה של האירוע על החברה, מבחן "הקו הבוהק", אשר מבחן ההסכמה העקרונית משתייך אליהם, מתמקדים בהסתברות גרידא.⁴¹

ההבדל בין מבחן התוחלת למבחן "הקו הבוהק" האירופי בא לידי ביטוי מוחשי בכך שאותו מידע על אירוע עתידי לא ודאי של חברה ייחפך למהותי בנקודות זמן שונות לפי כל אחד מהמבחנים. לדוגמה, נניח אירוע עתידי בעל השפעה גדולה על החברה, כגון עסקת מיזוג עם תאגיד בין-לאומי גדול. כאמור, מבחן התוחלת משקלל את העוצמה הצפויה של האירוע עם ההסתברות להתרחשותו. הואיל ובמקרה זה עוצמת האירוע גדולה, המידע על האירוע העתידי ייחשב מהותי על פי מבחן התוחלת בשלב מוקדם

Issuer Disclose Inside Information? 18–19 (Nordic & European Co. Law, LSN Research Case C-628/13, Lafonta v. השוו. Paper Series No. 16-03, Paper No. 2016-28, 2016) unlikely ר-likely (שימוש במילים) Autorité des Marchés Financiers, [2015] 3 C.M.L.R. 11 ביחס לסיכויי התרחשותו של אירוע כדי לקבוע אם המידע על האירוע העתידי נחשב מהותי).
38 ראו 24–25 (L 173) 2014 O.J. art. 7, 2014 Commission Regulation 596/2014. ל-MAR יש תחולה ישירה ומחייבת בכל מדינות האיחוד האירופי.

39 לניתוח ביקורתי של מבחן המהותיות על פי ה-MAR ראו Ido Baum & Dov Solomon, *Materiality in MAR: A Critical and Comparative Analysis*, 14 BOCCONI LEGAL PAPERS 13 (2020).

40 עם זאת, לפי המבחן האירופי, כדי שהמידע ייחשב מהותי, צריכה להיות לו השפעה משמעותית על מחיר המניה של החברה. ראו הגדרת מידע פנים בס' 7(1)(a) ל-MAR: "[I]nformation of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments" (ההדגשה הוספה). ס' 7(4) ל-MAR מבחיר כי מידע בעל השפעה משמעותית על מחיר המניה הוא מידע שמשקיע סביר היה עושה בו שימוש לצורך החלטות השקעה. לביקורת על השימוש שהמבחן האירופי עושה בפרמטר של השפעת המידע על מחירו של נייר הערך בשוק, בניגוד למבחן האמריקני, שבוחן את ההשפעה הישירה על החברה, ראו Baum & Solomon, *Voluntary Disclosure*, לעיל ה"ש 26, בעמ' 198–199.

41 לקריאה לאימוץ מבחן גלובלי אחד לקביעת מהותיות המידע על אירוע עתידי לא ודאי, ראו Ido Baum & Dov Solomon, *When Should You Abstain? A Call for a Global Rule of Insider Trading*, 88 U. CIN. L. REV. 67, 95–100 (2019).

יחסית, דהיינו, כאשר ההסתברות להתרחשות האירוע עודנה נמוכה. לעומת זאת, על פי מבחן "הקו הבוהק" האירופי, נדרש שההסתברות להתרחשות האירוע תחצה את הסף של 51% כדי שהמידע על האירוע העתידי הלא-ודאי ייחשב מהותי.⁴² יתרה מזו, על פי מבחן ההסכמה העקרונית, שהוא כאמור יישום ספציפי של מבחן "קו בוהק", רק בשלב מתקדם בעסקה, שבו הצדדים הסכימו על המתווה והמחיר שלה, ייהפך המידע עליה למהותי. המשמעות המשפטית של פער הזמנים בין מבחני המהותיות השונים היא שחובת הדיווח על עסקת המיזוג העתידית ואיסור השימוש במידע פנים בנוגע לעסקה יחולו על פי מבחן התוחלת בשלב מוקדם יותר ממועד תחולתם על פי מבחן "הקו הבוהק" האירופי ומבחן ההסכמה העקרונית.

הניתוח לעיל ישתנה מקצה לקצה אם נניח אירוע עתידי אשר במועד מימושו יהיה בעל עוצמה מהותית אך נמוכה יחסית מנקודת מבטה של החברה. המידע על אירוע זה לא ייחשב מהותי על פי מבחן התוחלת עד לשלב מאוחר יחסית, משום שהעוצמה הנמוכה של האירוע צריכה להיות משוקללת עם הסתברות גבוהה יחסית להתרחשותו כדי שהמידע ייהפך למהותי. ניתן להניח שהסתברות גבוהה זו תתרחש רק בשלב המתקדם בעסקה הנדרש לפי מבחן ההסכמה העקרונית, ולכן באירוע בעל עוצמה נמוכה יחסית מועד התגבשות המידע כמהותי לפי מבחן התוחלת יהיה קרוב למועד לפי מבחן ההסכמה העקרונית. לעומת זאת, על פי מבחן "הקו הבוהק" האירופי, המידע על האירוע העתידי ייחשב מהותי בשלב מוקדם יותר, כאשר ההסתברות להתרחשותו תחצה את הסף של 51%. יוצא אפוא כי ביחס לאירועים בעלי עוצמה נמוכה יחסית חובת הדיווח על האירוע העתידי ואיסור השימוש במידע פנים יחולו על פי מבחן "הקו הבוהק" האירופי בשלב מוקדם יותר ממועד תחולתם על פי מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית.

פרק ב: התפתחות הפסיקה בישראל ביחס למבחני המהותיות

לאורך תקופת קיומה של המחלקה הכלכלית העסיקה שאלת המבחן לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי את שופטי המחלקה, ולפחות פעמיים נדונה השאלה גם בפסיקתו של בית המשפט העליון. עיון בהשתלשלותה של פסיקה זו מעלה כי הדעות בקרב שופטי המחלקה הכלכלית שסועות, וכי אף בקרב שופטי בית המשפט העליון קשה להצביע על קו אחיד.

42 המבחן האירופי נחזה אומנם כמבחן הסתברותי, אך בפועל הוא אינו כולל שקלול של הסתברות ועוצמה, אלא מיושם כמבחן "קו בוהק". מרגע שההסתברות לקרות אירוע בעל עוצמה גדולה מספיק חוצה את הקו של 51%, לא נדרש שקלול של עוצמת האירוע עם הסיכוי להתרחשותו. לעומת זאת, כל עוד סיכויי התרחשותו של האירוע אינם מגיעים ל-51%, אין המידע על אודות האירוע נחשב מהותי אף אם עוצמתו של האירוע גדולה.

1. עניין אפריקה ישראל תעשיות

קו פרשת המים שניתן להצביע עליו כתחילתו של תהליך האימוץ של מבחן התוחלת כמבחן המרכזי להערכת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי הוא פסק דינה של השופטת רות רונן בערר המנהלי על החלטתו של מותב האכיפה המנהלית של הרשות לניירות ערך בפרשת **אפריקה ישראל תעשיות**.⁴³

במוקד פסק הדין עמדה הצעת רכש מלאה שהציעה חברת אפריקה ישראל תעשיות לבעלי מניותיה של החברה הבת הציבורית נגב קרמיקה במטרה להביא לידי מחיקתה מהמסחר בבורסה. זאת, מבלי שניתן פירוט על אודות מידע שהיה ברשות בעלת השליטה המציעה על עסקה משמעותית שהייתה בשלבי התגבשות בין חברת נגב קרמיקה לחברה קנדיה.⁴⁴ מותב האכיפה המנהלית ברשות לניירות ערך מצא כי בהתאם לפרמטרים של מבחן התוחלת, המידע על אודות העסקה המתקמת היה מידע מהותי. בהתבסס על הכרעה זו קבע מותב האכיפה המנהלית כי אפריקה ישראל תעשיות ביצעה הפרה מנהלית של איסור השימוש במידע פנים בהצעתה, וכן הפרה את חובת הדיווח במפרט הצעת הרכש, בכך שלא כללה במפרט את המידע על אודות המשא ומתן.⁴⁵

לאחר סקירה מקיפה של הדין בארצות הברית ובישראל, ובכלל זה השוואה בין מבחן התוחלת למבחן ההסכמה העקרונית, דחתה השופטת רונן את העמדה שלפיה אין לעשות שימוש במבחן התוחלת במקרה זה. לשיטתה, מבחן התוחלת הוא המתאים לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי.⁴⁶

השופטת רונן מציינת כי הגדרת "מידע פנים" בסעיף 52א לחוק ניירות ערך אמורה לחול על כל שלב בעסקה.⁴⁷ לדבריה, "מידע על משא ומתן לקראת עסקה צפויה עשוי להיות בעל חשיבות להחלטת ההשקעה של משקיע סביר, וכפועל יוצא להביא לשינוי משמעותי במחיר נייר-הערך של החברה, גם לפני שהוא מגיע לשלב המתקדם שבו הגיעו הצדדים להסכמה על כל פרטי ההסכם המהותיים, לרבות מחיר העסקה. זהו המצב כאשר מדובר בעסקה בעלת פוטנציאל משמעותי מאוד לחברה בשל הרווח (או ההפסד) הניכר הכרוך בה, בשל חשיבותה האסטרטגית, או כשמדובר בעסקת מיזוג שבה המשמעות היא כי החברה תחדל להתקיים".⁴⁸

43 עת"ם (כלכלית ת"א) 37447-10-13 **אפריקה ישראל תעשיות בע"מ נ' רשות ניירות ערך** (פורסם בנבו, 28.1.2015) (להלן: **עניין אפריקה ישראל תעשיות**).

44 שם, פס' 2 לפסק הדין.

45 שם, פס' 3 לפסק הדין.

46 שם, פס' 71 לפסק הדין, שממנה עולה כי מבחן התוחלת יהיה המבחן המרכזי להערכת מהותיותו של מידע צופה פני עתיד, אף שהשופטת רונן מכנה אותו "מבחן עזר".

47 ס' 52א לחוק ניירות ערך מגדיר "מידע פנים" – מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה".

48 עניין **אפריקה ישראל תעשיות**, לעיל ה"ש 43, פס' 60 לפסק הדין.

עוד מדגישה השופטת רונן כי "מבחן ההסכמה העקרונית מוציא מתחולת הגדרת 'מידע פנים' מידע מסוג זה, וזאת על-אף שסעיף 52א איננו דורש רמת וודאות גבוהה במיוחד בנוגע למידע הצפוי, או כל דרישה דומה אחרת – אלא מתייחס להשפעת המידע על החלטת ההשקעה של המשקיע הסביר".⁴⁹

באמרת אגב חשובה מעלה השופטת רונן את האפשרות שנדרש רף תחתון של הסתברות שמתחתיו לא ייחשב מידע כמהותי, אף אם עוצמת האירוע גדולה.⁵⁰ השופטת רונן נמנעה מהבעת דעה בשאלה אם המבחן לקביעת מהותיותו של מידע לצורך חובת הגילוי בחוק ניירות ערך זהה למבחן החל על קביעת מהותיותו של מידע לצורך הפרת איסור השימוש במידע פנים, אך ציינה ללא הסתייגות כי זו העמדה שהובעה על ידי מותב האכיפה המנהלית.⁵¹

עד להחלטה זו של השופטת רונן שלטה בכיפה הגישה שלפיה מבחן ההסכמה העקרונית הוא המבחן שבאמצעותו יש לבחון את מהותיותו של אירוע עתידי.⁵² נכונותה של השופטת רונן לאשר ואף לאמץ את גישתו של מותב האכיפה המנהלית הייתה, לטעמנו, ציון דרך חשוב ביצירת מומנטום שהוביל לעלייתו של מבחן התוחלת.

2. עניין מלכה

לא חלפה חצי שנה וסוגיית מבחן התוחלת התעוררה שוב, גם הפעם בעניינה של חברה מקבוצת החברות של קונצרן אפריקה ישראל. בעניין **מלכה** דן השופט חאלד כבוב בבקשה לאישור תובענה ייצוגית שעניינה השתהות בפרסום אזהרת רווח, שנטען כי פרסומה התחייב עקב קשיים שהתגלעו בפרויקטים משמעותיים של חברה בת של חברת אפריקה ישראל להשקעות.⁵³

כבואו לקבוע אם החשש מפני התפתחויות שליליות התגבש לכדי מידע מהותי, נדרש השופט כבוב לקבוע מהו המבחן המתאים לבחינת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי. לשיטתו של השופט כבוב, יש להעדיף את השימוש במבחן "קו בוהק" או במבחן "אבן דרך" לצורך קביעת חובת הדיווח ביחס למידע על אירוע עתידי, אך "אין בכך כדי לשלול את החלתו של מבחן התוחלת במקרים מתאימים".⁵⁴ גישה זו היא פיתוח מסוים של עמדתו של השופט כבוב בעניין **קדץ**, שבו קבע, בשנת 2012, כי המבחן המתאים לבחינת מהותיותו של מידע על עסקה מתקמת לצורך עברת איסור השימוש במידע פנים הוא מבחן ההסכמה העקרונית, וכי מבחן התוחלת ישמש "מבחן

49 שם.

50 שם, פס' 66 לפסק הדין. לגישה דומה ראו באום, לעיל ה"ש 12, בעמ' 512–522.

51 עניין **אפריקה ישראל תעשיות**, לעיל ה"ש 43, פס' 117–118 לפסק הדין.

52 לסקירה מקיפה של התפתחות הפסיקה בסוגיה זו עובר להחלטה בעניין **אפריקה ישראל תעשיות** ראו באום, לעיל ה"ש 12, בעמ' 495–507.

53 ת"צ (כלכלית ת"א) 28110-09-12 **מלכה נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ**, פס' 1–3 לפסק הדין (פורסם בנבו, 25.6.2015).

54 שם, פס' 79 לפסק הדין.

עזר" בלבד.⁵⁵ השופט כבוב חזר על עמדתו שלפיה מבחן התוחלת נועד להיות "כלי עזר נוח" בלבד גם בהתייחסות קצרה לסוגיה זו במסגרת פסק דין רחב יריעה שבו הרשיע נאשמים בשימוש אסור במידע פנים עקב סחר בניירות ערך של חברות שאחד הנאשמים ייעץ להן.⁵⁶

בעניין **מלכה** השופט כבוב מנמק את הסתייגותו ממבחן התוחלת בטעמים הבאים: היותו עמום – דבר המנוגד, לשיטתו של השופט, לעקרון החוקיות החל על נורמות שיש בהפרתן כדי להעמיד את הנמען בסיכון של אחריות פלילית; המורכבות של הערכת מהותיותו של מידע על פי מבחן התוחלת; החשש מפני הצפת מידע; העלויות והמשאבים הניכרים הכרוכים ביישומו של המבחן; וכן העדרו של רף הסתברותי מינימלי שמתחתיו לא ייחשב המידע כמהותי.⁵⁷

אולם, למרות הסתייגויות אלו, מסקנת השופט כבוב היא כי על החברה מוטלת החובה לבחון מהו המבחן המתאים לבחינת המידע. השופט עומד על כך שבנסיונות מסוימות מבחן "קו בוהק" עלול להוביל את החברה להחלטה שמידע אשר חשוב למשקיע סביר לא יובא לידיעתו. במצב זה, לשיטתו, החברה נדרשת ליישם בכל זאת את מבחן התוחלת. כך מן ראוי לעשות, למשל, כאשר מדובר בחברה קטנה המנהלת משא ומתן למיזוג עם חברה גדולה מאוד או על עסקה גדולה מאוד.⁵⁸

בעניין **מלכה** חלה אפוא התפתחות בעמדתו של השופט כבוב. לשיטתו, יש לפתח מבחן משולב שבו מקבלי ההחלטות בחברה – ובדיעבד גם בית המשפט – נדרשים לקבוע, ראשית, מהו המבחן המתאים מבין שני המבחנים להערכת מהותיותו של המידע בנסיבות העניין, ורק לאחר מכן, בשלב השני, ייושם המבחן על נסיבותיו הקונקרטיות של המידע כדי להכריע בשאלת מהותיותו.

3. עניין פן ורבין בבית המשפט העליון

ארבעה ימים בלבד לאחר שניתן פסק הדין בעניין **מלכה**, ועוד בטרם עלתה שוב סוגיית המבחן לקביעת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי על שולחנם של שופטי המחלקה הכלכלית, הכריע בית המשפט העליון בערעורם של רבין ופן על הרשעתם בעברות של שימוש אסור במידע פנים. בהזדמנות זו נדרש בית המשפט העליון לראשונה, ובהרחבה, לשאלת המבחן שראוי להחילו לשם קביעת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי. המערער רבין, בעלים של חברת יחסי ציבור וניהול קשרי משקיעים, ערער על הרשעתו בשורת עברות של שימוש אסור במידע פנים. רבין הורשע בכך שסחר בניירות ערך של חברות ציבוריות שהוא ייעץ להן, בשעה שהיה בידיו מידע פנים על עסקאות

55 עניין קרץ, לעיל ה"ש 8; באום, לעיל ה"ש 12, בעמ' 500–501.

56 ת"פ (כלכלית ת"א) 37235-12-11 **מדינת ישראל נ' רבין**, פס' 79 לפסק הדין (פורסם בנבו, 29.1.2014). ראו דיון בערעור על פסק דין זה בתת-פרק הבא.

57 עניין **מלכה**, לעיל ה"ש 53, פס' 79 לפסק הדין.

58 שם, פס' 80–81 לפסק הדין.

שהחברות הללו היו בתהליכים מתקדמים של גיבושן.⁵⁹ האישיומים בפרשה זו ייחסו לרבין קבלת מידע על אודות משאים ומתנים שקיימו חברות ציבוריות לקראת הסכמים מהותיים, עוד בטרם נחתמו ההסכמים הללו ובטרם נמסר לגביהם דיווח לציבור.⁶⁰ בפסק הדין התחדדה אפוא השאלה אם מידע על הסכמים עתידיים אשר טרם נחתמו אך קיימת הסתברות מסוימת שהם ייחתמו בעתיד הוא מידע מהותי, המקים את איסור השימוש במידע פנים.

בית המשפט העליון עמד על כך שהגדרת "מידע פנים" בסעיף 52א לחוק ניירות ערך חלה גם על מידע על אודות אירועים "צפויים" שיש בהם כדי להשפיע השפעה משמעותית על מחירו של נייר הערך. בבואו לקבוע מהו המבחן לקביעת מהותיותו של מידע על אירוע שאינו ודאי קבע השופט חנן מלצר, שכתב את פסק הדין המרכזי, כי בניגוד לגישה שלפיה מבחן ההסכמה העקרונית יהיה המבחן המרכזי לקביעת מהותיותו של המידע ואילו מבחן התוחלת ישמש מבחן עזר בלבד, יש לראות במבחן התוחלת את המבחן המרכזי. לדברי השופט מלצר:

"...יש לאמץ את **מבחן התוחלת**, בכפוף להסתייגות מפני שימוש בו כמבחן מתמטי-טכני גרידא, סייג שבוטא אף על ידי בתי המשפט המחוזיים. משמעות הדבר הינה שבבואנו לבחון אם מידע בדבר אירוע עתידי פוטנציאלי, לרבות מו"מ שמנהלת החברה, ייתפס כ'מידע פנים' – עלינו לבחון את **הסבירות** להתממשותו של האירוע וכן את **מידת ההשפעה** שעשויה להיות לאירוע זה על החברה... בין שני השיקולים הנ"ל מתקיימת מערכת יחסים הדומה למקבילית כוחות, במובן זה שככל שהאירוע הפוטנציאלי משמעותי יותר מבחינת החברה, כך נוכל להסתפק בהסתברות נמוכה יותר להתממשותו, ולהיפך. יחד עם זאת, יש להדגיש כי המבחן האמור איננו חזות הכל, ויש לבחון כל מקרה בהתאם לנסיבותיו הפרטניות והייחודיות."⁶¹

בהערת אגב הביע השופט מלצר את הדעה כי יש להחיל את מבחן התוחלת באופן אחיד על איסור השימוש במידע פנים ועל חובות הגילוי והדיווח המוטלות על חברות ציבוריות, אם כי ציין כי לשיטתו "ניתן להחילם במינון משתנה במצבים הנבדלים".⁶² לדעת השופט עמית, המונח "מידע אחר" בהגדרת "מידע פנים" בסעיף 52א לחוק ניירות ערך כולל בחובו כל מידע, ובכלל זה מידע על אודות ראשיתו של משא ומתן או

59 ע"פ 3164/14 פן נ' מדינת ישראל, פס' 3 לפסק דינו של השופט מלצר (פורסם באר"ש, 29.6.2015) (להלן: עניין פן ורביץ). המערער פן, שהיה חברו של רבין, הורשע בכך שסחר בניירות ערך תוך שימוש במידע פנים שקיבל מרבין. שם, פס' 8 לפסק דינו של השופט מלצר.

60 לדוגמה, רבין ייעץ לחברת אבוגין ונחשף בתחילת שנת 2009 למידע על אודות הסכמי שיתוף פעולה והסכמי השקעה משמעותיים שהחברה עמדה לחתום עם חברות בין-לאומיות מרכזיות בתחום פעילותה. שם, פס' 8-15 לפסק דינו של השופט מלצר.

61 שם, פס' 74 לפסק דינו של השופט מלצר (ההדגשות במקור, אזכורים הושמטו).

62 שם, פס' 159 לפסק דינו של השופט מלצר.

"סימני נפט" אמיתיים או מטפוריים.⁶³ לשיטתו, איסור השימוש במידע פנים מקדים את חובת הדיווח, אשר נועדה מטבעה לאזן את "מגרש המשחקים" שעליו משחקים משקיעים מהציבור ואנשי פנים.⁶⁴ לשיטת השופט עמית, "אין להידרש בהכרח לשלבי ההתקדמות במו"מ ולסיכויי העסקה לצורך האיסור על השימוש במידע פנים קודם לפרסום ולדיווח של החברה. חשיפת המשא ומתן עלולה לעיתים לסכל את העסקה, מה שעשוי לפטור את החברה מחובת דיווח, אך אין בכך כדי להעניק לאיש הפנים פטור מאיסור השימוש במידע".⁶⁵

לנוכח הקושי המובנה ממילא בגילוי ואכיפה של עברות השימוש במידע פנים, סבר השופט עמית כי אין להוסיף על קושי זה את המעמסה של הידרשות לפרטי העסקה ולשקלול סיכוייה בנקודת הזמן הרלוונטית. לחיזוק עמדתו הצביע השופט עמית על העובדה שעל פי מבחן התוחלת תיחשב עסקה גדולה כעסקה מהותית גם כאשר הסיכויים למימושה נמוכים ביותר.⁶⁶

השופט מלצר חלק על גישתו זו של השופט עמית, בציינו כי הגדרת "מידע פנים" בסעיף 52א לחוק מחייבת שהמידע יהיה כזה שיש בו כדי לגרום "שינוי משמעותי" במחירו של נייר הערך. לשיטתו של השופט מלצר, מחיר השוק של ניירות הערך של החברה משקלל את מלוא המידע הנוגע באירוע העתידי, לרבות ההסתברות להתרחשותו. השופט מלצר עמד אפוא על כך שאין להתעלם לחלוטין מהרכיב ההסתברותי של מבחן התוחלת.⁶⁷

לדעתו של השופט סולברג, הראיות מצביעות על כך שהמערער רבין החזיק בידו מידע מהותי שלא היה גלוי לציבור אף לאחר הדיווח לציבור על אודות העסקאות שעל התקמותן ידע.⁶⁸ לפיכך, בעיני השופט סולברג, נפקותה של המחלוקת בין השופטים מלצר ועמית מצומצמת ביותר בנסיבות העניין. עם זאת, נראה כי השופט סולברג נוטה בדעתו לפרשנות המרחיבה של המונח "מידע אחר" בהגדרת "מידע פנים", בדומה לפרשנות המוצעת על ידי השופט עמית.⁶⁹ דהיינו, אף הוא שותף לפרשנות שלפיה אירוע מהותי ייחשב מידע פנים גם אם הסיכוי להתממשותו נמוך ביותר, בהיותו בגדר "מידע אחר".

ככל שניתן לחלץ הלכה מפסק דין זה, עולה אפוא גישה מרחיבה ביותר ביחס למהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי שאינו ודאי. ראשית כל, נדחית הגישה שלפיה המבחן העיקרי להגדרת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי היא גישת "קו בוהק" מסוג "הסכמה עקרונית", לפחות בכל הקשור למהותיותו של המידע לצורך

63 שם, פס' 3 לפסק דינו של השופט עמית.

64 שם, פס' 5 לפסק דינו של השופט עמית.

65 שם.

66 שם, פס' 6 לפסק דינו של השופט עמית.

67 שם, פס' 157 לפסק דינו של השופט מלצר.

68 שם, פס' 2-4 לפסק דינו של השופט סולברג.

69 שם, פס' 5 לפסק דינו של השופט סולברג.

הגדרתו כמידע פנים. עם זאת, בהסתייגות ממסקנתו של השופט מלצר, דעתם של השופטים עמית וסולברג היא כי המונח "מידע אחר" בהגדרת "מידע פנים" טומן בחובו כל מידע על אירוע עתידי שעשוי להשפיע על מחירו של נייר הערך, אף אם ההסתברות להתממשותו של אירוע זה קלושה.

באשר לתחולתו של מבחן התוחלת בהתייחס לחובת הדיווח, דומה כי השופטים תמימי דעים כי מבחן התוחלת הוא המבחן המתאים לבחינת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי לצורך חובת הדיווח. כמו כן, נראה כי נטיית השופטים היא לאפשר "מינון" שונה של מבחן התוחלת – ניסוח שניתן להסיק ממנו כי בכל הקשור לחובת הדיווח רכיב ההסתברות של המבחן עשוי להיות שונה מרכיב ההסתברות בעברת השימוש במידע פנים. דא עקא, ההתייחסות למבחן התוחלת בהקשר של חובת הדיווח בפסק דין זה היא בגדר אמרת אגב גרידא.

4. עניין ברנדייס

חלפו כשלושה חודשים מאז ניתן פסק דינו של השופט כבוב בעניין מלכה ומאז פסק בית המשפט העליון בעניין פן ורבין, ושוב הובאה לפני המחלקה הכלכלית סוגיית המבחן לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי. להבדיל מעניין פן ורבין, מבחן המהותיות בעניין ברנדייס התמקד בהקשר של חובת הדיווח.⁷⁰

במסגרת פרשה זו הוגשה בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד חברת בבילון בגין הפרת חובת הדיווח המיידית על הפגיעה הצפויה בהכנסות החברה. חברת בבילון התקשרה בתחילת שנת 2013 בהסכם עם חברת Yahoo! (להלן: יאהו), המפעילה מנוע חיפוש פופולרי. הסכם זה נועד להוביל משתמשים לשירותיה של חברת בבילון ולהגדיל את הכנסותיה. לקראת סוף שנת 2013, כחצי שנה לאחר חתימת ההסכם, קיבלה בבילון "מכתב הפרות" מחברת יאהו, המצביע על שורת הפרות של תנאים בהסכם אשר יש בהן כדי להוביל להפסקת ההתקשרות בין החברות. להשלמת התמונה, בשנת 2012 הפסיקה חברת Google את התקשרותה עם בבילון על רקע הפרות דומות. בבקשת אישור התביעה הייצוגית נטען אפוא כי לנוכח ההסתברות שמכתב ההפרות יוביל לביטול ההסכם עם יאהו ולפגיעה בהכנסותיה, היה על בבילון להתייחס לסיכון זה בדיווח מיידית לציבור.⁷¹

הואיל ומכתב ההפרות לא היווה ביטול של ההסכם בין יאהו לבבילון, ביטולו של ההסכם היה בגדר אירוע עתידי לא ודאי. יותר מכך, האירוע הביא לידי ביטוי את יתרונן המרכזי של מבחן התוחלת על מבחן ההסכמה העקרונית. בניגוד לדעת השופט כבוב בעניין מלכה, השופטת רונן שבה ועומדת על עדיפותו של מבחן התוחלת בכלל ובהקשר של חובת הדיווח בפרט. במקרה הקונקרטי קובעת השופטת כי מבחן ההסכמה העקרונית

70 ת"צ (כלכלית ת"א) 62018-10-13 ברנדייס נ' בבילון בע"מ (פורסם בנוב, 8.9.2015) (להלן: עניין ברנדייס (מחוזי)).

71 לתיאור תמציתי של העובדות ראו ע"א 7510/15 ברנדייס נ' בבילון בע"מ, פס' 1-7 לפסק הדין (פורסם באר"ש, 15.3.2017) (להלן: עניין ברנדייס (עליון)).

משפט ועסקים כד(2), תשפ"ב מבחן התוחלת באיסור השימוש במידע פנים ובחובת הדיווח

אינו יכול לחול, שכן האירוע העתירי שבקשת אישור התביעה הייצוגית נסבה עליו הוא הפסקת הסכם, ולא כריתתו.⁷² באמרת אגב מציינת השופטת כי לטעמה – בניגוד לעמדתו של השופט כבוב בעניין **מלכה** – יהיה נכון להשתמש במבחן התוחלת גם בהתייחס למשא ומתן לכריתת הסכם, וזאת "מטעמים של הרמוניה חקיקתית וגם מטעמים ענייניים".⁷³

עם זאת, לדעת השופטת רונן, הרף ההסתברותי של מבחן התוחלת צריך להיות שונה בהקשר של חובת דיווח ובהקשר של איסור שימוש במידע פנים. לשיטתה, הרף ההסתברותי לקביעת המהותיות ביחס לחובת הדיווח המיידית גבוה מזה הנוגע באיסור השימוש במידע פנים:

"רק כאשר מדובר בעובדות ביחס לאירועים שהסיכוי להתרחשותם הוא גבוה מאוד, ושהשלכה שלהם על עסקי החברה היא ברורה ומשמעותית, תקום חובת דיווח אודותיהם."⁷⁴

בעניין **ברנדייס** השופטת רונן עושה אפוא מעשה וקובעת רף מינימלי של הסתברות לצורך יישומו של מבחן התוחלת. בניגוד לדעות שהובעו על ידי השופטים בפסקי הדין שנסקרו לעיל, אין מדובר ברף נמוך של הסתברות, שלפיו אירוע בעל עוצמה גדולה ייחשב אירוע מהותי גם בשלבים מוקדמים יחסית, אם כי לא בשלבים מוקדמים מדי. השופטת רונן קובעת כי רף ההסתברות ביישומו של מבחן התוחלת לצורך חובת הדיווח צריך להיות "גבוה מאוד", ולכן היא מעריכה כי "במקרים רבים (ואולי ברובם), עשויה התוצאה מהפעלת שני המבחנים [מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית – ע"ב וד"ס] להיות זהה".⁷⁵

בהעדר רף מדויק ניתן אפוא לומר רק כי מבחן התוחלת, לשיטתה של השופטת רונן, מחייב הסתברות לקרות האירוע העולה על מאזן ההסתברויות (51%), וניתן לשער כי ההסתברות הנדרשת מצויה במתחם שבין 75% ל-90%. נעיר כבר עתה כי מדובר בפתרון ייחודי לישראל.⁷⁶ בארצות הברית לא נעשה שימוש ברף מינימלי, ואילו באירופה נעשה שימוש ברף אחיד למידע פנים ולחובת דיווח, ומקובל להניח כי רף זה הוא 51%.⁷⁷ בערעור שהוגש על פסק דינה של השופטת רונן לבית המשפט העליון התייחסה השופטת אסתר חיות בהסכמה לציטוט מפיה של השופטת רונן שבו נקבע כי –

72 עניין **ברנדייס** (מחוזי), לעיל ה"ש 70, פס' 72 לפסק הדין. השופטת רונן חזרה על גישתה העקרונית שנה מאוחר יותר בעניין **בן דב**, לעיל ה"ש 13, פס' 80–83 לפסק הדין.

73 עניין **ברנדייס** (מחוזי), שם. לנימוק ההרמוניה החקיקתית ראו גם באום, לעיל ה"ש 12, בעמ' 508–509.

74 עניין **ברנדייס** (מחוזי), שם, פס' 82 לפסק הדין (ההדגשה הוספה).

75 שם, פס' 72 לפסק הדין.

76 ראו את הדיון הביקורתי ברף ההסתברות הגבוה שנקבע לצורך חובת הדיווח להלן בתת-פרק ג2.

77 ראו את הדיון במשפט המשווה לעיל בפרק א.

"למעלה מן הצורך אציין כי מטעמים של הרמוניה חקיקתית וגם מטעמים ענייניים, אני סבורה כי מבחן התוחלת הוא המבחן שיש להחילו ביחס לחובת דיווח של חברה – גם כאשר מדובר בדיווח אודות משא-ומתן לקראת התקשרות בהסכם על-ידי החברה... זאת בכפוף לאמור להלן ביחס לאופן החלת המבחן בהתייחס לחובת הדיווח, שהוא שונה מאופן החלתו ביחס לשאלת השימוש במידע פנים... אני סבורה כי בהתייחס לחובת דיווח סבירות התרחשותו של האירוע צריכה להיות בעלת דרגה גבוהה מאוד..."⁷⁸

השופטת חיות הביעה נטייה להסכים עם הדברים, אך ציינה כי הם אינם דרושים לשם הכרעה בערעור שלפניה.⁷⁹ בכך הצטרפה השופטת חיות – ואולי גם השופטים ברק-ארז ומזוז שהסכימו עימה – לאמרות האגב בעניין פן ורבין המצדדות בתחולתו של מבחן התוחלת הן על השימוש במידע פנים והן על חובת הדיווח, תוך הכרה ברמת הסתברות שונה בכל אחד משני המצבים.

5. עניין ספאנטק

בעניין ספאנטק נדרש השופט כבוב לבקשה לאישור תביעה ייצוגית בשם בעלי המניות של החברה, העוסקת בייצור בדים לא ארוגים, בטענה שזו לא דיווחה במועד על השפעת ההשקעה בהקמת קו ייצור חדש בארצות הברית, על תקלות משמעותיות שאירעו במפעלה וכן על מנגנון התאמת המחירים בהסכמי החברה מול חלק מלקוחותיה.⁸⁰ השופט כבוב עומד על כך שביחס לחובת הדיווח "טרם אומץ מבחן יחיד לקביעת מהותיות של מידע בדבר אירוע עתידי, ופסיקת בתי המשפט המחוזיים בנושא איננה אחידה".⁸¹ בהתבסס על גישתו בעניין מלכה, תוך חידודה ויישומה, הוא קובע מבחן דו-שלבי שלפיו יש לבחון תחילה אם ניתן לקבוע את מהותיותו של המידע על סמך מבחן "הקו הבוהק", ואם מבחן זה אינו מתאים לנסיבות העניין או עלול לא ללכוד את מהותיותו של מידע חשוב, יש להשתמש במבחן התוחלת.⁸²

78 עניין ברנדייס (מחוזי), לעיל ה"ש 70, פס' 72 לפסק הדין.

79 עניין ברנדייס (עליון), לעיל ה"ש 71, פס' 14 לפסק הדין.

80 ת"צ (כלכלית ת"א) 42654-12-16 גאון נ' נר. ספאנטק תעשיות בע"מ, פס' 9 לפסק הדין (פורסם בנבו, 10.2.2019) (להלן: עניין ספאנטק).

81 שם, פס' 191 לפסק הדין.

82 שם. מקרה זה הוא דוגמה טובה לתופעה שעליה מצביע חנס, המזהה בפסיקה ניסיון של בתי המשפט לשלב את מבחן התוחלת עם מבחן "הקו הבוהק", בהינתן שלשניהם יש יתרונות וחסרונות כאחד. לגישת חנס, ראוי לפתח מבחן משולב מובנה מהסוג המוצע על ידי השופט כבוב, שיחזק את היתרון היחסי של כל אחד מהמבחנים. ראו שרון חנס "לקראת מבחן חדש למהותיות בניירות ערך: בין מבחן התוחלת למבחן הקו הבוהק" ספר ג'ובראן (אהרן ברק, מיכאל קרייני, גד ברזילי ודורית פרידמן ארבל עורכים, צפוי להפרסם ב-2022).

בהינתן שהסוגיה שהועלתה לדיון היא ההשפעה של הקמת קו ייצור חדש של החברה בארצות הברית על שורת הרווח שלה, השופט כבוב קובע כי המבחן המתאים לבחינת מידע כזה הוא מבחן התוחלת.⁸³ יישומו בנסיבות העניין מוביל את השופט כבוב למסקנה כי יש לדחות את הבקשה לאישור התביעה הייצוגית, לנוכח העובדה שהסתברות ש"חבלי לידה" בהקמת קו הייצור ישפיעו באופן מהותי על רווחיות החברה אינה ניתנת לכימות או שהיא נמוכה.⁸⁴

6. עניין כהן

בעניין כהן התעוררה סוגיית מידע על אודות אירוע עתידי במקרה של משקיע שלא היה איש פנים בחברה, אלא קיבל את המידע בידעו כי מדובר במידע פנים שמקורו באיש פנים – מנכ"ל החברה.⁸⁵ המידע נגע במשא ומתן בין החברה לבין גורם הקשור לשלטונות הבריאות בארצות הברית לגבי ביצוע ניסוי משותף בחיסון.⁸⁶ במקרה זה טענה התביעה כי לנוכח העובדה שמדובר ב"מידע מהותי ביותר", די גם בהסתברות נמוכה מ-51% להתרחשותו על מנת שייחשב מידע מהותי מבחינת מבחן התוחלת.⁸⁷ פסק הדין מלמד על האופן שבו בית המשפט בוחן את הנסיבות העובדתיות שמהן ניתן ללמוד על רכיב העוצמה ועל רכיב ההסתברות בבואו ליישם את מבחן התוחלת. ביחס לעוצמת השפעתו של הניסוי העתידי על החברה, בית המשפט סבור כי זו יכולה להילמד מן האופן שבו נתפס האירוע על ידי אנשי הפנים,⁸⁸ מהרצון לפרסמו במהירות,⁸⁹ מהחלטת הבורסה להפסיק את המסחר במניה לפרק זמן של כשעה כדי להעניק לשוק זמן לעבד את הדיווח על המידע כאשר הוחלט לפרסמו,⁹⁰ כמו גם מראיות המעידות שהחברה סברה כי המידע חייב בדיווח לפי הדין.⁹¹ ביחס לנימוק האחרון, השופט כבוב מצטט את דעתו של השופט עמית בעניין פן ורבין שלפיה מהותיות במידע פנים עשויה להיות רחבה יותר מאשר בחובת הדיווח. השופט כבוב מדגיש אפוא כי לא חייבת להיות זהות בין מהותיות בהקשר של שימוש במידע פנים לבין מהותיות לעניין חובת הדיווח.⁹²

83 עניין ספאנטק, לעיל ה"ש 80, פס' 192 לפסק הדין.

84 שם.

85 ת"פ (כלכלית ת"א) 68475-07-18 מדינת ישראל נ' כהן, פס' 2 לפסק הדין (פורסם בנבו, 20.12.2020).

86 שם, פס' 3 לפסק הדין.

87 שם, פס' 59 לפסק הדין.

88 שם, פס' 217 לפסק הדין. מנכ"ל החברה הגדיר את האירוע "מאד חשוב" ו"מהותי לפי הקריטריונים".

89 שם, פס' 218 לפסק הדין.

90 שם, פס' 221 לפסק הדין.

91 שם.

92 שם.

רכיב ההסתברות נבחן על ידי התמקדות בנקודות זמן שונות על פני תקופה של כמה שנים שבהן התקדם המשא ומתן לעריכת הניסוי, תוך הסתמכות על עדויותיהם של העדים במשפט, אשר התבקשו להעריך את הסיכוי להתממשות הניסוי בנקודות זמן שונות. בהכרעתו נקט בית המשפט בעניין כהן גישה שמרנית מאוד, שכן אף שהמידע על אודות האירוע מוגדר על ידיו "חיובי וחשוב", ואף השפעתו בדיעבד על מחיר המניה הייתה ניכרת (בשיעור של כ-35%), הוא קובע כי המועד שבו נהפך המידע למהותי – למידע פנים – הוא המועד שבו ההסתברות לעריכת הניסוי הוערכה על ידי בכירי החברה ב-90%⁹³ לדעתנו, אף אם הסיכוי להבשלת המשא ומתן לניסוי אינו גבוה, וייתכן שהניסוי לא היה יוצא לפועל, דומה כי מועד המהותיות על פי מבחן התוחלת ביחס למידע פנים היה צריך להיות קודם לזה שנקבע על ידי בית המשפט. אפשר שבחירתו של השופט ככוב לקבוע כי המידע נהפך למהותי רק בהגיעו להסתברות גבוהה יחסית מבטאת את רצונו למזער את החשש מפני פגיעה בעקרונות החוקיות, שעלולה להתקיים, לשיטתו, אם הנאשם אינו יכול להעריך בצורה מיטבית את ההסתברות להתממשות האירוע החשוב.⁹⁴

לסיכום פרק זה ניתן אפוא להצביע על תמונה מורכבת העולה מן הפסיקה. ביחס לעברה של איסור שימוש במידע פנים הביעו שופטי בית המשפט העליון בעניין פון ורבין תמיכה באימוץ מבחן התוחלת, אבל נחלקו בדעותיהם באשר לרמת ההסתברות הנדרשת.⁹⁵ ככל שניתן לחלץ הלכה מפסק דין זה, גישתם של רוב השופטים היא מרחיבה, ולפיה אף מידע על אירוע שהסיכוי להתרחשותו קלוש יהיה מהותי אם האירוע חשוב דיו לחברה.

לעומת זאת, באשר לאופן החלתו של מבחן התוחלת על חובת הדיווח לא נקבעה הלכה חד-משמעית בבית המשפט העליון. בפסיקתם של שופטי המחלקה הכלכלית ניכרת מגמה הנוטה לאימוץ מבחן התוחלת לצורך קביעת מהותיותו של מידע על אירוע עתידי לצורך חובת הדיווח, אך תוך קביעת רף הסתברות גבוה מאוד. עמדה זו משתקפת בפסיקתה של השופטת רונן, וזכתה בהסכמה באמרת אגב בבית המשפט העליון.⁹⁶ בפסיקתו של השופט ככוב ניכרות אומנם הסתייגות מאימוץ מבחן התוחלת והעדפה למבחן "קו בוהק", אולם תוך נכונות להשתמש במבחן התוחלת במקרים המתאימים לכך.⁹⁷

93 שם, פס' 230–232 לפסק הדין.

94 ראו גם עניין **מלכה**, לעיל ה"ש 53, פס' 79 לפסק הדין.

95 ראו את הדין לעיל בתת-פרק ב.3.

96 ראו את הדין לעיל בתת-פרק ב.4.

97 ראו את הדין לעיל בתת-פרק ב.2 ובתת-פרק ב.5.

פרק ג: מבחן התוחלת – עתיד מפוצל

אחד החששות החוזרים ועולים בפסיקה מיישומו של מבחן התוחלת הוא החשש שהמבחן יתבע מהשופטים להיות "מתמטיקאים" או שהמבחן מתיימר לקבוע מתי אירוע עתידי הוא מהותי עבור המשקיע הסביר בכלים של "מדע מדויק".⁹⁸ בכל הכבוד, נדמה כי חשש זה מופרז. מבחן התוחלת, כמבחן משפטי, יוצר מקבילית כוחות המבקשת לאזן בין שיקולים רלוונטיים שונים לקביעת מהותיות המידע.⁹⁹ בפועל המבחן אינו תובע יישום מתמטי, אלא הערכה כללית של סיכויים, עניין שבתי המשפט מורגלים בו. לטעמנו, חוסר הוודאות שנוצר בפסיקה ביחס למבחן המתאים ולאופן יישומו נובע מבעיה אחרת: עקרון המהותיות הוא עיקרון החולש על כל דיני ניירות ערך, אך כל אימת שעולה הצורך לדון בבית המשפט ביישומו של המבחן לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי, הוא מתערר בהקשר קונקרטי אחד בלבד מבין השניים הנדונים במאמר זה – איסור שימוש במידע פנים או הפרת חובת גילוי. כתוצאה מכך, הכרעת בית המשפט באשר למבחן המתאים לבחינת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי מהווה הלכה מנחה או מחייבת אך ורק ביחס למופע המובא להכרעה השיפוטית. אומנם, כמעט תמיד בית המשפט מביע את דעתו לגבי התאמת המבחן ואופן יישומו גם במופע האחר של הסוגיה, אך אמרות אלו הן אמרות אגב. כך, למשל, הכרעת בית המשפט העליון בעניין פן ורביץ מגבשת הלכה (עמומה) אך ורק ביחס לתחולת מבחן התוחלת בעברות של איסור שימוש במידע פנים, והאמירות ביחס לתחולת המבחן בהקשר של חובת הדיווח הן בגדר אמרות אגב בלבד.¹⁰⁰ באופן דומה, פסיקתה של השופטת רונן בעניין ברנדייס בבית המשפט המחוזי מתייחסת לטענות בדבר דיווח מטעה, ולכן דעתה ביחס לאופן שבו יש להחיל את מבחן התוחלת בעברות של שימוש במידע פנים הן בגדר אמרות אגב בלבד.¹⁰¹ לנוכח הפיצול האינהרנטי של ההכרעות השיפוטיות ביחס למבחן

98 בעניין אפריקה ישראל תעשיות מדגישה השופטת רונן כי מבחן התוחלת אינו "מדע מדויק" או מבחן שיישומו "מתמטי". עניין אפריקה ישראל תעשיות, לעיל ה"ש 43, פס' 65 לפסק הדין. ראו גם את דבריו של השופט כבוב בעניין כהן, לעיל ה"ש 85, פס' 214 לפסק הדין: "אף שמבחן התוחלת התקבל בעניין פן, יש לשים לב לחשש אשר הביעה כב' סגנית הנשיא (כתוארה אז) ברלינר... שאליו שותף גם אני, שמא בית המשפט יתפס לנוסחות מתמטיות יתר על המידה. כידוע, אנו איננו 'טכנאי משפט' ואף לא 'מתמטיקאי משפט'. לכן בהחלט ייתכנו שני אירועים שמכפלתם תהא זהה, ועדיין האחד ייחשב מידע פנים ואילו האחר לא ייחשב כזה. בהתאם לכך, על השימוש במבחן זה להיעשות בזהירות הנדרשת..." ראו גם עניין קדץ, לעיל ה"ש 8. חשש דומה הובע גם בפסיקה בארצות הברית. ראו 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")

99 ראו עניין פן ורביץ, לעיל ה"ש 59, פס' 74 לפסק דינו של השופט מלצר.

100 ראו את הדין לעיל בתת-פרק 3.

101 ראו את הדין לעיל בתת-פרק 4.

התוחלת, ובהינתן דעות שונות של שופטי המחלקה הכלכלית והעדר הכרעה מפורשת של בית המשפט העליון, התפתחות הפסיקה בסוגיה זו לא הביאה לידי הפגת העמימות לגבי תחולתו ואופן יישומו של מבחן התוחלת, וזאת גם בחלוף עשור מתחילת פעילותה של המחלקה הכלכלית.

בפרק זה אנו מבקשים אפוא לדון באופן ביקורתי במבנה הארכיטקטוני שהתגבש בדין לגבי איסור השימוש במידע פנים וחובת הדיווח ביחס למידע על אודות אירוע עתידי, ובהיבטים קונקרטיים במסגרת זו המצריכים לטעמנו עיון מחודש.

1. העדר סף מינימלי של הסתברות ביחס לעברת השימוש האסור במידע פנים

משמעותו של המבחן שניתן לחלץ מפסק הדין בעניין פן ורביץ קשה, ואולי אף בלתי אפשרית ליישום הלכה למעשה. בהתאם למבחן זה, כל אירוע משמעותי, יהא הסיכוי להתקיימותו קטן ככל שיהא, מעמיד את אנשי הפנים של החברה, וכן את מי שאינו איש פנים אך מחזיק בידו מידע פנים שהתקבל מאיש פנים, בסכנת עברה של שימוש במידע פנים.

קביעת סף הסתברותי נמוך מדי מעוררת קושי. ככל שסף ההסתברות שמעליו המידע נהפך למידע פנים נמוך יותר, כן גדל מספר האירועים העתידיים שיהיה על התאגיד לבחון את מהותיותם לצורך הערכה אם יש להתריע בפני אנשי הפנים כי עליהם להימנע מסחר בניירות הערך שבידם. לפיכך קביעת סף הסתברותי קרוב לאפס מחייבת בחינה של מספר אירועים שעלול להיות אינסופי, ולכן אינה מעשית.¹⁰²

המחלוקת בין השופטים בעניין פן ורביץ נטושה למעשה סביב השאלה אם גם מידע על אודות אירוע שהסתברותו קלושה ביותר די בו להשפיע על מחיר המניה. דומה כי התשובה לכך עשויה בנסיבות רבות להיות חיובית, שכן תגובת המשקיעים בשוק על מידע שהסתברותו קטנה ביותר עלולה להיות מושפעת מהטיות קוגניטיביות בעיבוד הסתברויות קטנות, הגורמות לכך שמשקיעים נוטים לייחס לאירועים כאלה הסתברות גדולה מכפי שהיא באמת.¹⁰³ עמדתו של השופט מלצר, הדוחה את הגישה שלפיה אין צורך ברכיב ההסתברותי של מבחן התוחלת, מבוססת בהקשר זה על ההנחה כי מחיר המניה ישקף במדויק את מלוא המידע בהתקיים "שוק יעיל", ובכלל זה את ההסתברות

102 באום, לעיל ה"ש 12, בעמ' 520.

103 לדיון בהשלכותיהן של הטיות קוגניטיביות על הערכת הסתברויות בהקשר של חובת הגילוי ושל איסור השימוש במידע פנים ביחס לאירוע עתידי ראו Ido Baum, Jaroslaw Beldowski & Dov Solomon, *Regulation of Information About Unfolding Events in Securities Markets: A Behavioral Economics Perspective*, in LAW AND ECONOMICS OF REGULATION 101 (Klaus Mathis & Avishalom Tor eds., 2021).

משפט ועסקים כד(2), תשפ"ב מבחן התוחלת באיסור השימוש במידע פנים ובחובת הדיווח

הנמוכה של האירוע העתידי.¹⁰⁴ על הנחה זו נמתחה ביקורת רבה אפילו בשוק ניירות ערך מפותח במיוחד כשוק ניירות הערך האמריקני.¹⁰⁵ קל וחומר שבשוק הישראלי, הקטן יחסית, אין תימוכין לגישה שלפיה תיאוריית השוק היעיל ה"חצי-חזקה" מתקיימת בצורה מושלמת.¹⁰⁶ כאמור, מה שנעדר מהמבחן שגובש בעניין פן ורביץ הוא סף תחתון של הסתברות, גם אם נמוך מאוד, שמתחתיו לא ייחשב המידע כמידע פנים. לטעמנו, קסר זה מחייב תיקון בחקיקה, בתקנות או בפסיקה.

2. רף הסתברות גבוה ביחס לחובת הדיווח

ממקבץ אמרות האגב של שופטי בית המשפט העליון בעניין פן ורביץ ובעניין ברנדייס ניכרת נטייה לקבל את עמדתה של השופטת רונן, שבוטאה בצורה מפורטת בעניין ברנדייס כאשר נדון במחלקה הכלכלית, שלפיה מבחן התוחלת יחול כמבחן המרכזי ביחס לחובת הדיווח אך תוך קביעת רף הסתברותי מינימלי גבוה מאוד ליישומו של המבחן.¹⁰⁷ כאמור לעיל, השופט כבוב, בעניין מלכה ובעניין ספאנטק, אינו שותף לגישה זו, אך אינו שולל את השימוש במבחן התוחלת גם לצורך חובת הדיווח במסגרת המבחן הדו-שלבי, אם ימצא כי מבחן "הקו הבוהק" עלול לשלול מהמשקיע הסביר מידע חשוב.¹⁰⁸

התוצאה המעשית של הצבת רף הסתברות גבוה ביחס לחובת הדיווח היא שבכל אירוע עתידי, תהא עוצמתו רבה ככל שתהא, נדרשת הסתברות גבוהה להתרחשותו כדי שהמידע על אודותיו ייחשב מידע מהותי. בכך נשלל הרציונל של מבחן התוחלת, היוצר מקבילית כוחות שנועדה לאזן בין עוצמתו של האירוע העתידי לבין הסתברות התרחשותו, במובן זה שכלל שהאירוע העתידי משמעותי יותר מבחינת החברה כן נוכל להסתפק בהסתברות נמוכה יותר להתממשותו. למעשה, קביעת רף הסתברות גבוה – ואף "גבוה מאוד", כלשונה של השופטת רונן – מקנה לרכיב זה של מבחן התוחלת את

104 עניין פן ורביץ, לעיל ה"ש 59, פס' 157 לפסק דינו של השופט מלצר. לפי תיאוריית השוק היעיל ה"חצי-חזקה", מחיר המניה משקף באופן מלא את כל המידע הזמין בשוק. ראו Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383 (1970).

105 לסקירת הביקורת על התיאוריה בפסיקה האמריקנית ראו: Jill E. Fisch, *The Trouble with Basic: Price Distortion After Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895 (2013).

106 לדיון במעמדו של מחיר השוק בהקשר של שוק ניירות הערך בישראל ראו, למשל, רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממן (פורסם באר"ש, 28.8.2012). השופט דנציגר, שניסח את דעת הרוב במקרה זה, סוקר את הביקורת על השימוש במחיר שוק לקביעת שוויים של ניירות ערך. שם, פס' 60 לפסק דינו של השופט דנציגר. לעומתו, המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין, בדעת מיעוט, מבקש להסתמך בנסיבות מסוימות על מחיר השוק ככזה שניתן לבסס עליו חזקה בדבר שוויים האמיתי של ניירות ערך של חברה. שם, פס' 36 לפסק דינו של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין.

107 ראו את הדיון לעיל בתת-פרק 3 ובתת-פרק 4.

108 ראו את הדיון לעיל בתת-פרק 2 ובתת-פרק 5.

הבכורה, ובכך מקרבת את היישום של מבחן התוחלת למבחן ההסכמה העקרונית, שמתמקד ברכיב ההסתברות בלבד. אכן, בעניין **ברנדייס** מעריכה השופטת רונן כי לנוכח קביעת רף הסתברותי מינימלי גבוה, "במקרים רבים (ואולי ברובם), עשויה התוצאה מהפעלת שני המבחנים [מבחן התוחלת ומבחן ההסכמה העקרונית – ע"ב וד"ס] להיות זהה".¹⁰⁹ אולם במישור התיאורטי קשה לבסס הערכה זו. אין כל הכרח שדרגת הסבירות הגבוהה להתממשותו של אירוע עתידי תגיע בדיוק במועד שבו התגבשה ההסכמה העקרונית או נחצתה "אבן דרך" מסוימת לפי אמת המידה של מבחן "קו בוהק". הערכנו לעיל כי ההסתברות הגבוהה הנדרשת ליישום מבחן התוחלת לשיטתה של השופטת רונן מצויה במתחם שבין 75% ל-90%. אכן, זוהי הסתברות גבוהה, במיוחד בהשוואה לרף המקובל באירופה למבחן "הקו הבוהק", שעומד על 110.51%.

לנוכח קיומה בדין הישראלי של חובת דיווח מקיפה ביחס למידע מהותי על אודות אירוע עתידי,¹¹¹ וזאת בדומה לדין האירופי ולהבדיל מהדין בארצות הברית,¹¹² קיים יתרון בכך שחובת הדיווח ביחס למידע על אירוע שאינו ודאי תצומצם. בדרך זו נחסכות לחברה עלויות דיווח בשלבים המוקדמים של התגבשות האירוע ביחס לאירועים שההסתברות להתרחשותם נמוכה. יתרה מזו, המשקיעים נהנים מהספקת מידע ממוקדת יותר, שבמסגרתה רק מידע על אודות אירועים שהסבירות לקיומם גבוהה נחשף.

השופטת רונן סבורה כי הגדרת המהותיות באיסור השימוש במידע פנים צריכה להיות רחבה מהגדרת המהותיות ביחס לחובת הדיווח, כדי למזער את החשש להצפת מידע וכן כדי למנוע מניפולציות מצד החברה על ידי פרסום מידע בשלבים בוסריים.¹¹³ לטעמה של השופטת רונן, איסור השימוש במידע פנים הוא "איסור נגטיבי" (חובה להימנע מפעולה), ולכן אין מניעה שהוא יהיה עמום, ואילו החובה לדווח היא חובה "פוזיטיבית" (חובה לבצע פעולה), ולכן עליה להיות ודאית ככל האפשר. נוסף על כך, ההחלטה על התגבשותה של חובת הדיווח היא החלטה שיש לקבל בלוח זמנים קצר, ולפיכך נדרש לגביה מבחן בהיר ומדויק. בלשונה של השופטת רונן:

"...האיסור על שימוש במידע פנים קובע איסור נגטיבי, בעוד חובת הדיווח היא חובה פוזיטיבית. לענין זה יש השלכות רבות על קביעת היקף החובה, והוא משליך על החשיבות שיש לבהירות ולדיוק בהגדרתה. ככל שמדובר על האיסור על שימוש במידע פנים, עמימות מסוימת בהגדרה – אף אם אינה רצויה, איננה בדרך-כלל מאוד משמעותית, שכן תמיד עומדת בפני איש הפנים המתלבט האפשרות שלא לבצע את העסקה או לדחות את ביצועה. לחלופין, עשויה לעמוד

109 עניין **ברנדייס** (מחוזי), לעיל ה"ש 70, פס' 72 לפסק הדין.

110 ראו *Ventoruzzo & Picciau*, לעיל ה"ש 10, בעמ' 192 (המדגישים כי סף ההסתברות על פי מבחן המהותיות האירופי הוא "1+50%").

111 ראו תק' 36(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים).

112 ראו *Baum & Solomon, Voluntary Disclosure*, לעיל ה"ש 26, בעמ' 187–189 ו-193–194.

113 עניין **ברנדייס** (מחוזי), לעיל ה"ש 70, פס' 76–77 ו-79 לפסק הדין.

האפשרות של גילוי המידע (אם מדובר בחברה או בגורם המקבל בה החלטות). לאחר הגילוי, המידע לא ייחשב עוד למידע פנים. האופציה של 'גלה או הימנע' איננה קיימת בהתייחס לחובת דיווח – שכן אם קיימת חובת דיווח מיידית (או תקופתית), התאגיד חייב לקיימה ולדווח, ואין לו אפשרות להימנע מהגילוי. הפרה של חובה כזו עלולה להטיל על התאגיד ועל נושאי המשרה בו אחריות אזרחית, מנהלית ואף פלילית. לכן, ישנה חשיבות רבה להגדרות ודאיות ככל האפשר, שתהיה בהן מידה קטנה ככל האפשר של עמימות בהתייחס לחובה זו – חשיבות רבה יותר מזו הקיימת בהתייחס לאיסור על שימוש במידע פנים.¹¹⁴

טיעון זה של השופטת רונן מתכתב עם ביקורתו של השופט כבוב על מבחן התוחלת, אשר סותר לגישתו את עקרון החוקיות בשל עמימותו.¹¹⁵ לטעמנו, ספק אם הצעתה של השופטת רונן בדבר אופן ההתמודדות עם חוסר הבהירות של המבחן אכן מפיגה חשש זה. ראשית, רף הסתברותי גבוה או נמוך הוא עדיין רף הסתברותי, והקושי ביישומו זהה. שנית, תקוותה של השופטת רונן כי פסיקה עתידית תבהיר את המבחן סוכלה מעצם בחירתה להעלות את רף ההסתברות ביחס לחובת הדיווח על אירוע עתידי לרמה "גבוהה מאוד". נסביר: השופטת רונן מציינת כי "אין מדובר בהגדרה חד משמעית וברורה, הגדרה של 'קו בוהק' (אם בכלל קיימת הגדרה כזו). אולם, יש לקוות כי הצמצום היחסי בהיקף החובה, והניסיון להבהירה (שיילך ויתבהר ככל שיינתנו יותר פסקי-דין בנושא), יקלו על קבלת ההחלטות של חברות ביחס לשאלה מתי חלה עליהן חובת דיווח כאמור".¹¹⁶ דא עקא, הרף הגבוה שנקבע הפך את הסיכוי להגשת תביעות לנמוך ביותר. למעט עניין ספאנטק, לא מצאנו תובענות שחידדו את סוגיית יישומו של מבחן התוחלת בהקשר של חובת הדיווח למן שנת 2016. ככל שבית המשפט מעוניין לקדם את הפיכתה של נורמה עמומה לנורמה בהירה יותר באמצעות החלטות שיפוטיות המבארות את אופן יישומו של הדין, שומה עליו לעודד הגשת תביעות רבות, שיאפשרו את חידוד הנורמה.¹¹⁷

מן העבר האחר, גם עמדתו של השופט כבוב מעוררת קושי. ראשית כל, גם מבחן "הקו הבוהק" מתאפיין במידה מסוימת של עמימות, שכן נסיבות המבחן נתונות לשיקול דעתו של מקבל ההחלטה, ובית המשפט עלול לסבור שהנסיבות שבהן נחצה "הקו הבוהק" שונות מאלה שאותן אימץ מקבל ההחלטה המקורי. שנית, השופט כבוב עצמו

114 שם, פס' 74 לפסק הדין.

115 ראו את הדין בפסק הדין בעניין מלכה לעיל בתת-פרק ב2.

116 עניין ברנדייס (מחוזי), לעיל ה"ש 70, פס' 81 לפסק הדין.

117 עורכי דין טוענים כי אחת החולשות של המחלקה הכלכלית בהשוואה לערכאה הדיונית של דלוור היא הכמות הקטנה יחסית של פסיקה שהמחלקה מניבה, אשר יוצרת חוסר ודאות באשר לפרשנות העתידית של הדין, לעומת מספרם המסיבי של פסקי הדין של בית המשפט בדלוור, אשר יש בו כדי ליצור ודאות פרשנית. ראו Ido Baum & Dov Solomon, *Delaware's Copycat: Can Delaware Be Emulated?*, 23 THEORETICAL INQ. L. 1 (2022).

מציע להשתמש במקרים מתאימים במבחן התוחלת, העמום לשיטתו, כך שאף הוא מקבל את המבחן. שלישית, חובת הדיווח בתקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים) היא ממילא חובת סל עמומה, ולכן היא משתייכת לאותם מקרים לא רבים שבהם המשפט הפלילי נאלץ להכיר גם באיסורים שיש בהם עמימות. הדוגמה המוכרת ביותר למקרה כזה היא העברה של מרמה והפרת אמונים.¹¹⁸ רביעית, השימוש ברכיבים הסתברותיים אינו זר לדין הפלילי, וניתן להצביע על מספר רב של עברות שמתגבשות רק כאשר תוצאות מסוימות צריכות להיות צפויות מבחינת הנאשם.¹¹⁹

עמימותו של מבחן התוחלת היא אינהרנטית למצב שבו נדרשת התמודדות של הדין עם מידע על אודות אירוע עתידי שאין ודאות לגבי התממשותו.¹²⁰ אנו סבורים כי ניתן להניח לדיון בקושי זה. בהנחה שהעמימות אינה מכשול, אין גם צורך עוד להרים לדרגה גבוהה מאוד את רף ההסתברות המינימלי של מבחן התוחלת. ניתן להסתפק בקביעת רף מינימלי נמוך יותר, שימנע רק דיווחים על אודות אירועים בוסריים שהסיכוי להתממשותם נמוך במיוחד.¹²¹

לחלופין, ככל שבתי המשפט סבורים כי עמימותו של מבחן התוחלת מעוררת קושי במישור הפלילי, ניתן לפתור קושי זה באמצעות התוויית מדיניות אכיפה מתאימה. במקרה כזה יש להבחין – כפי שעשתה השופטת רונן – בין החובה הנגיבית להימנע משימוש במידע פנים לבין חובת הדיווח, שהיא חובה פוזיטיבית. במקרה של חובת הדיווח, הקושי בהטלת אחריות פלילית בגין פעולה שחלה עליה נורמה עמומה עלול להתחדד. אף שאיננו שותפים כאמור לדעה כי קיים בהכרח קושי יישומי כזה, ניתן להתגבר עליו באמצעות שימוש באכיפה מנהלית או הותרת האכיפה למישור האזרחי, במקום להשתמש באכיפה פלילית, באותם מקרים שבהם הפרת חובת הדיווח מתייחסת לאירוע עתידי שרמת ההסתברות להתרחשותו לא הייתה גבוהה באופן מובהק.

118 ראו ס' 284 לחוק העונשין, התשל"ז-1977.

119 בין העברות שלגביהן החיל בית המשפט העליון את "הלכת הצפיות", המחייבת מטבע הדברים הערכה הסתברותית באשר להתפתחות עתידית, ניתן למצוא עברות נגד בטחון המדינה, הסתה לגזענות, סיכון חיי אדם במזיד בנתיב תחבורה, הטעיית משקיע סביר ועוד. לסקירה ראו עמנואל גרוס "כלל הצפיות והלכת הצפיות במשפט הפלילי" **ספר אליהו מצא** 429, 434-447 (אהרן ברק, אילה פרוקצ'יה, שרון חנס ורענן גלעדי עורכים, 2015); גיל עשת **הטמעת תיקון 39 לחוק העונשין בפסיקה בישראל 1995-2005** 185-189 (2011); גיל עשת "הלכת הצפיות: יסודות של ודאות מול שיקול-דעת שיפוטי על רקע תיקון 39 לחוק העונשין" **עלי משפט** ג 617 (2003).

120 ראו עמיר ליכט "ובעמום הוא מחפש את הצלול": עמימות, רכות ומהותיות בחובת הגילוי המלא" **ספר גרוס – מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי** 107 (אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי עורכים, 2015).

121 בהקשר זה נעיר כי בעניין **אפריקה ישראל תעשיות**, לעיל ה"ש 43, סברה השופטת רונן כי ראוי לקבוע סף מינימלי שמתחתיו לא תחול חובת הדיווח כדי למנוע דיווחים על עניינים בוסריים במיוחד. אולם במקום לפעול בדרך זו, בחרה השופטת להציב דווקא רף מינימלי גבוה מאוד.

3. פער זמנים בין איסור השימוש במידע פנים לחובת הדיווח

כפי שהוסבר, מהפסיקה עולה ארכיטקטורה נורמטיבית שבה איסור השימוש במידע פנים על אירוע עתידי בעל השפעה גדולה על החברה מופעל בעיתוי מוקדם יחסית של תהליך התהוות האירוע, ואילו חובת הדיווח על מידע כזה ניעורה בשלב מאוחר יותר. משמעותו של הפער בין העדרו של סף הסתברות מינימלי בהקשר של שימוש במידע פנים לבין רף הסתברות גבוה מאוד לבחינת מהותיותו של מידע לצורך התגבשותה של חובת הדיווח הוא שבמקרים רבים מידע על אירוע משמעותי של החברה יהיה אצור בידי אנשי הפנים בחברה, כמידע פנים, עד לשלב מתקדם ביותר של התפתחות האירוע. כל עוד לא חלה חובת דיווח על האירוע העתידי והמידע על אודותיו לא גולה לציבור, המידע יהיה אצור בידי אנשי הפנים של החברה, הכפופים לאיסור השימוש בו. למצב זה יש השלכות על התנהגותם של מקבלי החלטות בחברה.

מצב זה דומה בעיקרו למצב בדין האמריקני, שבו אין ככלל חובה קונקרטית לדווח באופן יזום על אירוע עתידי שאינו ודאי אך המחזיקים במידע זה כפופים לאיסור השימוש במידע פנים. ארכיטקטורה אסדרתית זו עשויה לעודד גילוי וולונטרי יעיל של מידע למשקיעים.¹²² עם זאת, גילוי יזום וולונטרי מצד החברה יתקיים רק בהינתן שני תנאים. התנאי הראשון הוא קיומה של אכיפה אגרסיבית של איסור השימוש במידע פנים הן על דרך הגברת תכיפותה של האכיפה והן על דרך החמרת הענישה. ביחס לרכיב האחרון ניתן לציין כי המחלקה הכלכלית תרמה תרומה מרכזית להחמרת הענישה בעברות איסור השימוש במידע פנים. בעניין קדץ קבע בית המשפט הכלכלי לראשונה כי על מי שהורשע בעברה זו יוטל עונש מאסר בפועל,¹²³ וגישה זו אומצה על ידי בית המשפט העליון.¹²⁴ בלי אכיפה משמעותית של איסור השימוש במידע פנים יוכלו מקבלי החלטות, שהם אנשי פנים בחברה, ליהנות לא כדין משימוש במידע פנים, ולא יהיה להם תמריץ להקדים את גילוי המידע המצוי בידיהם כדי שיוכלו לסחור באופן חוקי בניירות הערך של החברה.

תנאי שני לקידומו של דיווח וולונטרי הוא יצירת תמריצים לגילוי מידע על ידי מקבלי החלטות בתאגיד, כגון קשירת חלק מהתגמול של נושאי משרה לביצועי ניירות הערך של החברה בטווח הארוך. בצד זאת יש להגביל את יכולתם של מקבלי החלטות בחברה ליהנות מהשינויים בשערי ניירות הערך של החברה באופן מידי, כדי לנטרל את התמריץ הלא־רצוי שלהם לנצל לטובתם את פער המידע המשמעותי שנוצר עקב היישום הדיפרנציאלי של מבחן התוחלת. בהקשר זה, מחקר שנערך לאחרונה בארצות הברית מצא מתאם גבוה ביותר בין עיתוי מימושן של מניות במסגרת תוכנית מימוש קבועה מראש שבה מועדי מימוש קבועים לבין עיתוי פרסומן של "חדשות טובות" על ידי החברה. ממצא זה מעלה את החשש שמנהלים ונושאי משרה בחברות ציבוריות מתזמנים

122 ראו Baum & Solomon, *Voluntary Disclosure*, לעיל ה"ש 26, בעמ' 210–212.

123 עניין קדץ, לעיל ה"ש 8.

124 ע"פ 6020/12 מדינת ישראל נ' עדן (פורסם באר"ש, 29.4.2013).

את עיתוי הגילוי הוולונטרי של מידע חיובי למועד שיהיה בו כדי לְמַרְב (למקסם) את רווחי המימוש במועד הקבוע מראש בתוכנית המימוש של ניירות הערך שלהם.¹²⁵ המחקר מצביע על הבעייתיות הנובעת מכך שפרטי התוכניות למימוש התגמול ההוני של המנהלים ונושאי המשרה אינם גלויים לציבור, מה גם שיש אינדיקציות לכך שתוכניות אלו נקבעות זמן קצר לפני הדיווח על חדשות חיוביות.¹²⁶

אנשי פנים שהם מקבלי החלטות בחברה עשויים ליהנות מיתרון המידע שבידם, אף אם ניירות הערך שלהם כפופים לתוכניות מימוש, גם באמצעות החלטה להימנע ממכירה של ניירות ערך. נראה כי הדין בארצות הברית אינו רואה בהחלטה להימנע או לבטל מכירה בעיתוי שנקבע מראש משום פעולה שחל עליה איסור השימוש במידע פנים.¹²⁷ בספרות האקדמית בישראל ניתן למצוא תימוכין לגישה זו.¹²⁸

דרך נוספת שבה אלה המחזיקים במידע פנים עשויים ליהנות מהיתרון הטמון בפער הזמנים היא שימוש במידע שבידם כדי לסחור בניירות ערך של חברות אחרות אשר המידע האמור אינו נחשב מידע פנים ביחס אליהן.¹²⁹ תופעה זו מתעצמת בישראל, המתאפיינת בשוק ריכוזי שיש בו מספר קטן יחסית של מתחרים ועל כן אירועים משמעותיים בחברה אחת עשויים להשפיע על חברות מתחרות באופן משמעותי. ניטול לדוגמה מצב שבו חברה אחת בשוק הטלפוניה הסלולרית מנהלת משא ומתן לרכישת חברה מתחרה בשוק זה. רכישה זו עשויה להביא לידי צמצום התחרות בענף עקב הירידה במספר החברות המתחרות ולפיכך היא עשויה להוביל לעלייה ברווחיותן של כל החברות בענף לנוכח עליית רמת הריכוזיות בו. לחלופין, רכישה במחיר גבוה יחסית

125 ראו בכליות Joshua Mitts, *Insider Trading and Strategic Disclosure* (Ctr. For Law & Econ. Stud. at Colum. U. Sch. of Law, Working Paper No. 636, 2020), ssrn.com/abstract=3741464. למחקר המצביע על "אורות אדומים" נוספים המעלים חשש שמקבלי החלטות בכירים בתאגידים מנצלים לרעה תוכניות "נמל מבטחים" כדי לסחור בניירות ערך על בסיס מידע פנים (כגון העובדה ש-99% מהמנהלים בחרו לשלוח לרשות ניירות ערך האמריקנית את הדיווחים על העסקות שביצעו באמצעות דואר נייר רגיל, המושמד על ידי הרשות לאחר 90 יום, גם בעידן שבו שאר הדיווחים מוגשים בצורה אלקטרונית), ראו David F. Larcker et al., *Gaming the System: Three "Red Flags" of Potential 10b5-1 Abuse* (Rock Ctr. for Corp. Governance at Stan. U., Working Paper, 2021), ssrn.com/abstract=3769567.

126 Mitts, שם.

127 Alan D. Jagolinzer, *SEC Rule 10b5-1 and Insiders' Strategic Trade*, 55 MGMT. SCI. 224, 224–25, 235–36, (2009); M. Todd Henderson, Alan D. Jagolinzer & Karl A. Muller, III, *Hiding in Plain Sight: Can Disclosure Enhance Insiders' Trade Returns?* (Coase-Sandor Working Paper Series in Law & Econ., Working Paper No. 411, 2012), chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1646&context=law_and_economics.

128 שרון חנס "האם הימנעות מעסקה בנייר ערך בשל מידע פנים מהווה עבירה?" ספר יורם דנציגר (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים, 2019).

129 באום, לעיל ה"ש 12, בעמ' 520, ה"ש 152 והטקסט שלידה; Ian Ayres & Joe Bankman, *Substitutes for Insider Trading*, 54 STAN. L. REV. 235 (2001).

עשויה להוביל להערכה מחדש של שווי ניירות הערך של חברות אחרות בענף המתומחרות בחסר או להערכה בשוק כי מחיר הרכישה הגבוה ימומן באמצעות העלאת מחירים עתידית, שתאפשר גם למתחרות להעלות מחירים. בכל המקרים הללו יתורגם השינוי הצפוי בשוק לעלייה במחירים של ניירות הערך של חברות נוספות בענף.¹³⁰ במקרה כזה, מי שמחזיק מידע על העסקה המתקמת בחברה הרוכשת או בחברה הנרכשת יהיה כפוף לאיסור השימוש במידע פנים ביחס לניירות הערך של חברות אלו, אך חובת הגילוי על אודות המשא ומתן תידחה לשלב מאוחר יחסית. את תקופת הביניים הזו יוכל המחזיק באותו מידע פנים לנצל, שכן בכל אותו זמן הוא לא יהיה מנוע מלסחור בניירות הערך של חברה אחרת בענף, שהמידע אינו מהווה מידע פנים ביחס אליה אך שתושפע גם היא בבוא העת מגילוי המידע.¹³¹

תובנות אלו מעצימות את החשש שנושאי משרה ומנהלים המחזיקים מידע פנים על אירוע עתידי לא ודאי נהנים מיתרון על ציבור המשקיעים כאשר עומדים לרשותם זמן רב ומתחם של הזדמנויות לבחון את המידע ולתכנן כיצד לנצל את המידע לטובתם. לנוכח יכולתם של המנהלים להשפיע בצורה משמעותית על עיתוי הפרסום, קביעת רף גבוה מדי של הסתברות לתחולתו של מבחן התוחלת ביחס לחובת הגילוי יוצר חשש שאנשי פנים או מחזיקי מידע פנים ינצלו לרעה את פער העיתוי בין תחולתו של איסור השימוש במידע פנים לבין תחולתה של חובת הגילוי.

לסיכום פרק זה, אנו סבורים כי נדרש תיקון של המצב המשפטי בשני מישורים כדי לייצר ודאות יישומית וקוהרנטיות משפטית. ראשית, נדרש לקבוע סף מינימלי שמתחתיו לא ייחשב מידע על אירוע עתידי כמידע מהותי בהקשר של איסור השימוש במידע פנים. שנית, אנו סבורים כי יש להנמיך את הרף הגבוה מאוד שנקבע בפסיקה ביחס לחובת הדיווח, ולקבוע כי מידע על אירוע עתידי ייחשב מידע מהותי כאשר שקלול חשיבותו של האירוע לחברה עם הסיכוי להתרחשותו, בתנאי שהוא עולה על מאזן ההסתברויות, מוביל למסקנה כי המידע הוא מהותי. זאת, בדומה לרף ההסתברות לפי מבחן "הקו הבוהק" הנהוג באירופה.

130 לדוגמה מאלפת ראו, למשל, את העלייה במחיר החברות המתחרות בשוק הטלפוניה הסלולרית בעקבות רכישת חברת הסלולר גולן טלקום על ידי החברה הציבורית אלקטרה. שיעור העלייה במניותיהן של החברות המתחרות היה גדול משיעור העלייה במניותיה של החברה הרוכשת. ראו "החגיגה במניות הסלולר נמשכה: פרטנר וסלקום זינקו ב-9% TheMarker 4.1.2017 www.themarket.com/markets/LIVE-1.3196086

131 זה המצב בדיון בישראל, בניגוד לגישת הפסיקה בארצות הברית, שם אומצה תיאוריית ה-misappropriation, שלפיה מסחר במניות של חברה תוך שימוש במידע מהותי שמקורו במידע פנים של חברה אחרת נחשב שימוש אסור במידע פנים. התיאוריה אומצה על ידי בית המשפט העליון בארצות הברית בפסק הדין הנודע בפרשת United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

סיכום

מידע על אודות אירועים עתידיים בחייה של חברה אשר יש בהם כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה הוא מידע חשוב ומהותי מבחינת המשקיעים. בדיני ניירות ערך בישראל התקבלה זה כבר ההכרעה כי חובה על החברה לגלות לציבור המשקיעים מידע מסוג זה, וכי אנשי פנים של החברה או מי שמחזיקים במידע מסוג זה, שאינו פומבי, כפופים לאיסור שימוש במידע, בהיותו מידע פנים. בצד החובה לגלות מידע מהותי על אודות אירועים עתידיים לא ודאיים, ובצד האיסור לעשות שימוש במידע כל עוד הוא לא ראה אור, נדרשו בתי המשפט לקבוע את נקודת האיזון שבה מידע עמום נהפך למידע מהותי מנקודת מבטו של המשקיע הסביר.

בפסקי הדין של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, בעשור הראשון לפעילותה, וכן בפסקי הדין של בית המשפט העליון בערעורים על החלטותיהם של שופטי המחלקה הכלכלית, אומץ ככלל מבחן התוחלת כמבחן המרכזי לקביעת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי. עם זאת, מן העיון בפסקי הדין שנסקרו ברשימה זו עולה כי מבחן התוחלת אומץ תוך הסתייגויות הזורעות חוסר ודאות באשר לאופן יישומו, וכי הוא לא אומץ בצורה אחידה בשני התחומים שבהם הוא מופעל.

בעברת שימוש אסור במידע פנים אומץ המבחן בפסק דינו של בית המשפט העליון בעניין פן ורביץ, אך עקב הסתייגויות השופטים קשה לחלץ מפסק הדין הלכה ברורה. נראה כי בהלכה זו נקבע סף הסתברותי נמוך מאוד, ואולי אף אפסי, לבחינת המהותיות של מידע על אירוע עתידי. אם אכן כך, אזי ספק אם סף כזה ניתן ליישום במבחן המציאות. לטעמנו, נדרשת התערבות של המחוקק או של בית המשפט לשם הבהרת סף ההסתברות.

שאלת המבחן להערכת מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי אינה זוכה במענה ברור גם בהקשר של חובת הדיווח. נדמה כי לצד המחלוקת בפסיקתם של שופטי המחלקה הכלכלית, הובעה בפסיקת בית המשפט העליון תמיכה במבחן התוחלת, אך זאת במסגרת אמרות אגב בלבד. ביחס לחובת הדיווח הכתה שורש הגישה שלפיה רף ההסתברות הנדרש לצורך מהותיותו של מידע על אודות אירוע עתידי צריך להיות גבוה במיוחד. רף גבוה זה מהווה חסם מפני הגשת כתבי אישום או תביעות ייצוגיות בעניין דיווחים חסרים או מטעים. בכך יש כדי לחסום את פיתוח הדין וגם את הבהרת הנורמה, דבר שבית המשפט עצמו קבע כי הוא נחוץ.

היישום הדיפרנציאלי של מבחן התוחלת פוער פער זמנים, שהוא גם פער מידע, בין נקודת הזמן שבה מידע על אירוע עתידי נהפך למידע פנים לבין המועד שבו מתגבשת החובה לדווח עליו למשקיעים. ככל שהפער הזה ייוותר בעינו, יש לתת את הדעת – במיוחד בהקשר של אכיפת איסור השימוש במידע פנים – כי למקבלי ההחלטות בחברה נוצר תמריץ גדול יותר וניתן טווח זמן רחב יותר לעשות שימוש אסור במידע שברשותם.