

# במבט לאחור כולם רואים מצוין

באיזה משני מבחני העזר יש להשתמש בשאלה אם משא ומתן לקראת עסקה עולה כדי "מידע פנים"? המענה שניתן לשאלה זו לאחרונה בפסיקת בית המשפט הכלכלי נכון בעולם אוטופי, אבל עלול לתמרץ תאגידים לדווח דיווחי יתר של פרטים שבדיעבד יתבררו כשגויים. כבר היום אפשר לראות חברות ציבוריות רבות מדווחות על מידע שספק רב אם אפשר וראוי לסווגו כמהותי וכדורש דיווח

צבי גבאי, דון סוסונוב



ד"ר עו"ד צבי גבאי, לשעבר הממונה על האכיפה ברשות ניירות ערך



עו"ד דון סוסונוב, עמית הוראה בפקולטה למשפטים, אוניברסיטת חיפה; בעבר הועסק ברשות ניירות ערך

חברה ציבורית ישראלית נמצאת בשלבים ראשוניים של משא ומתן לעסקת ייצוא גדולה. לא מדובר בעסקה שתשנה סדרי עולם עבור החברה, אך אין ספק כי עסקה זו – אם תצא לפועל – תתרום לעיבוד מודת ההכנסות במאזן החברה. בה בעת, וללא קשר לעסקת הייצוא שאולי תתקיים ואולי לא, נערכת החברה לרכישת איגרות החוב שלה במטרה לנצל את תנאי השוק ולהקל את נטל חובותיה. וכאן הדילמה: האם מותר לחברה לרכוש את איגרות החוב שלה? הב"ע עיה היא שאם המשא ומתן המדובר עולה כדי "מידע פנים", לחברה אסור לבצע את הרכישה עד שתדווח

לציבור על אותו משא ומתן.

איך יודעים אם המשא ומתן עולה כדי "מידע פנים" אם לאו? במשך השנים התפתחו בפסיקה וב"ספרות המשפטית שני מבחני עזר אפשריים להכריע בשאלה אם משא ומתן לקראת עסקה הבשיל לכדי מידע פנים: אחד הוא מבחן ההסכמה העקרונית, הבוחן אם הושגה הסכמה בין הצדדים ביחס לפרטי העסקה העיקריים (מחיר ומבנה); האחר הוא מבחן הסבירות/עוצמה, הבוחן את ההסתברות להשלמת העסקה ואת השפעתה הצפויה על החברה. מטבע הדברים, שני מושגים באחד המבחנים האמורים עשוי להוביל למסקנה כי

**בעולם האמיתי קשה להעריך בזמן אמת את ההסתברות להשלמת העסקה, ובמקרים רבים קשה גם לאמוד את השפעתה הצפויה של אותה עסקה על החברה**



על החברה – מדובר במבחן האופטימלי והנכון יותר מבחינה אנליטית. הבעיה היחידה היא שאנחנו לא חיים בעולם אידיאלי שכזה, ולכן פסק הדין – נכון ככל שיהיה – לא עוזר לחברות הציבוריות לכלכל את צעדיהן בזמן אמת. במילים אחרות, לעניות דעתנו יש לאמץ דווקא את מבחן ההסכמה העקרונית, שאולי הוא מדויק פחות מבחינה אנליטית ומשפטית, אך מעניק לחברות ציבוריות כלים ברורים לצורך קבלת ההחלטה. בעולם האמיתי רוב העסקאות אינן האקזיט החלומי שרק מעטים ביותר זוכים בו, ובמרבית המקרים קשה לדעת תוך כדי משא ומתן כיצד הוא יסתיים. בעולם האמיתי קשה מאוד להעריך בזמן אמת את ההסתברות להשלמת העסקה, ובמקרים רבים קשה גם לאמוד את מהות השפעתה הצפויה של אותה עסקה על החברה. לכן בעולם האמיתי קשה מאוד ליישם את מבחן הסבירות/עוצמה.

המשא ומתן עולה כדי מידע פנים, בעוד שהמבחן האחר עשוי להוביל לתוצאה אחרת. אם כך, באיזה מבחן יש להשתמש?

על שאלה זו ממש ענתה לאחרונה המחלקה הככלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב (להלן: **בית המשפט הכלכלי**) בפסק דינה בעניין אפריקה ישׁ ראל תעשיות (עת״ם (כלכלית) 13-10-37447 אפ״ ריקה ישראל תעשיות בע״מ נ׳ רשות ניירות ערך 28.1.2015)). באותו מקרה נסבה השאלה סביב מגעים שהתנהלו בין חברת נגב, שהיא בבעלות אפריקה ישראל תעשיות, ובין חברת זרה בעת ביצועה של הצעת רכש. בית המשפט הכלכלי קבע את המבחן השני – מבחן הסבירות/עוצמה – כמבחן הקרוב לטעמנו, בית המשפט צדק. אכן, בעולם אידיאלי שבו בכל זמן נתון יכול כל אחד להעריך במדויק את ההסתברות להשלמת העסקה ואת השפעתה הצפויה

ועל כך יקשה השואל: "מ" אמר שהחיים צריכים להיות קלים?". ואכן, איש לא אמר שמבחנים שקובע בית המ"שפט צריכים להיות קלים. העניין הוא שכאשר הרגור לציה והפסיקה לא נותנות לגורמים המפוקחים בשוק ההון כללי התנהגות ברורים ופשוטים ליישום, ולמעשה מותרות בידם מרחב מסוים של שיקול דעת, הרגולציה והפסיקה חייבות להביא בח-

**כאשר הרגולציה והפסיקה  
לא נותנות לגורמים  
המפוקחים בשוק ההון כללי  
התנהגות ברורים ופשוטים  
ליישום ולמעשה מותרות  
בידם מרחב מסוים של  
שיקול דעת, יש להביא  
בחשבון כי אותם גורמים  
מפוקחים עלולים לטעות**

שבון שאותם גורמים מפוקחים עלולים לטעות. זהו טבע האדם, ואין לכך תרופה. וכאן הבעיה האמיתית - בשוק ההון הישראלי אסור לטעות. בהחלט ייתכן שבזמן אמת תיישם חברה ציבורית את מבחן הסבירות/עוצמה ותגיע למסקנה שהמשא ומתן שבו היא מצויה אינו עולה כדי מידע פנים, אך כע"ב נהנה אותו משא ומתן יסתיים בהצלחה בעסקה מצוינת לאותה חברה, ואז יבוא הרגולטור, ובחוכמת הרטרופקטיבה יחשוב שבאותה עת המשא ומתן עלה כדי מידע פנים. למען האמת, גם מצב זה אמור להיות אך טבעי. כאשר ניתן לגורמים מפוקחים מרחב של שיקול דעת, בהחלט תיתכן אי הסכמה בין אותם גורמים מפוקחים ובין הרגולטור. הקר"ש מתעורר כאשר הרגולטור פותח בהליך אכיפה מנהלי שבו הוא אינו צריך להוכיח כי אותה חברה ידעה שהמשא ומתן הוא "מידע פנים", אלא נדרש רק להוכיח שהיה על אותה חברה לדעת שהמשא ומתן הוא מידע פנים. פרשת אפריקה ישראל תעשיות התבררה בהליך אכיפה מנהלי, ופסק הדין של בית המשפט הכלכלי הוא פסק הדין הראשון שניתן בערעור על החלטת ועדת האכיפה המינהלית (תיק מנהלי 1/13 יו"ר רשות ניירות ערך נ' אפריקה יש"ראל תעשיות בע"מ (27.8.2013)).

למעשה, מכיוון שהגורמים המפוקחים בשוק ההון הישראלי אינם ששים למצוא את עצמם בצד הלא נכון של הליכי אכיפה מינהליים ופוליטיים, הם צפויים לקחת את הנתיב הבטוח - דיווח לציבור ונ"ט טרול סיווג מידע על משא ומתן כמידע פנים. באופן זה עלולה הלכת אפריקה ישראל תעשיות לתמרץ

תאגידים לדווח דיווחי יתר של פרטים שבדיעבד יתבררו כשגויים. כבר היום אפשר לראות חברות ציבוריות רבות מדווחות על מידע שספק רב אם ראוי לסווגו כמהותי וכדורש דיווח, ומי שנפגע מכך הוא ציבור המשקיעים, המוצף במידע מיותר ומבלבל. ברור שתופעה זו אי אפשר לתקן בקלות, ובוודאי אי אפשר לייחס אותה אך ורק לשימוש במבחן הסבירות/עוצמה, אך בשעה שקיימת אלטרנטיבה מצוינת - מבחן ההסכמה העקרונית, הפשוט יחסית לשימוש - מדוע לא לבחור בה?

לפיכך אנו סבורים כי החלטת בית המשפט הכ"לכלי בעניין אפריקה ישראל תעשיות הקדימה את זמנה. היא נכונה בעולם אוטופי, אך שוק ההון הישראלי זקוק לכלים נוספים כדי להתמודד עם דילמות היום-יום, ועל כן אנו סבורים שטוב יעשו הרגולטור ובתי המשפט אם ישקלו את העניין מחדש.



**"בנוגע למידע צופה פני  
עתיד, מבחן העזר שלפיו  
יש לבחון את מהותיות  
המידע הוא מבחן הסבירות/  
עוצמה... מבחן זה אינו  
מבחן טכני או מתמטי"**

השופטת רות רונן, עת"מ (ת"א)  
13-10-37447, ניתן ביום 28.1.15

המאמר המלא "אקרובטיקה משפטית" בשבחו של מבחן התוחלת' - הערות וביקורת" פורסם באתר משפט ועסקים (2015) של המרכז הבינתחומי הרצליה