



פברואר 2015

מעו"דכן ניירות ערך - פסיקה

לקוחות נכבדים,

באיזה שלב הופך מידע על משא ומתן למהותי?

•

האם מבחן המהותיות זהה לעניין חובות הדיווח ולעניין שימוש במידע פנים?

•

ההפרה המינהלית של "הטעיית רשות ניירות ערך"

•

אחריות אישית של נושא המשרה האחראי על הדיווחים בחברה בגין הפרות בדיווח

ביום 28 בינואר 2015 ניתן פסק הדין בעניין **אפריקה תעשיות נ' רשות ניירות ערך**¹ על ידי המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל-אביב (כב' השופטת רות רוני), שעניינו בעתירה נגד החלטתה של ועדת האכיפה המנהלית שהוקמה מכוח חוק ניירות ערך. בעדכון זה נסקור בקצרה את עיקרי פסק הדין, וכן נעמוד על מספר המלצות ודגשים העולים ממנו.

הערות פתיחה

- ❖ פסק הדין עוסק בדילמה הניצבת לא-אחת בפני התאגידים המדווחים ונושא המשרה בהם - **באיזה שלב הפך מידע אודות מגעים/משא ומתן בין צדדים בקשר עם עסקה פוטנציאלית למידע מהותי?**
- ❖ בנסיבות המקרה, נקבע כי בעיתוי הרלוונטי, המידע אודות המשא ומתן הפך למהותי (ומשכך היווה "מידע פנים"), וזאת - על אף שהמגעים נמשכו מזה למעלה משנה, עם עליות ומורדות, כאשר טיטוט חוזה טרם הוחלפו בין הצדדים והמשא והמתן המשפטי החל רק מספר חודשים לאחר מכן.
- ❖ עובדות המקרה ממחישות את **הקושי המעשי הרב ביישום המבחנים שנקבעו בפסק הדין** באשר למועד המדויק בו הפך המידע אודות המשא ומתן למהותי.
- ❖ מפסק הדין אף ניכר היטב **ההיבט המחמיר שבאכיפה המינהלית ביחס לאכיפה הפלילית** - להבדיל מהעבירה הפלילית של שימוש במידע פנים אשר דורשת יסוד נפשי (מודעות), ההפרה המינהלית מסתפקת ביסוד נפשי של רשלנות בלבד. כך, אף במקרה של טעות בתום לב, עלולים לעיתים התאגיד ונושאי משרה בו למצוא עצמם חבים בקנסות מינהליים בגין ההפרה.

תמצית העובדות והרקע לעתירה

עובר להשלמת הצעת הרכש נשוא פסק הדין, החזיקה אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ("אפריקה תעשיות") בכ - 90% ממניות חברת נגב קרמיקה בע"מ ("נגב").

בין נגב לחברת אולימפיה הקנדית שררה לאורך השנים מערכת יחסים מסחרית, במסגרתה רכשה אולימפיה מוצרים מנגב. במהלך שנת 2011 החלו להתנהל בין נגב ובין אולימפיה מגעים בנוגע לאפשרות התקשרותן בהסכם יצוא רחב היקף.

מוזמנים לבקר אותנו:

www.fbclawyers.com

¹ עת"מ 37447-10-13 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ואח' נ' רשות ניירות ערך ואח' - [קישור לפסק הדין המלא](#). ראו גם [קישור להחלטת ועדת האכיפה המינהלית](#) מיום 27 באוגוסט 2013.

ביום 30 בינואר 2012 רכשה אפריקה תעשיות את יתרת מניות נגב מהציבור, במסגרת הצעת רכש מלאה, שבעקבותיה הפכה נגב לחברה פרטית בבעלותה המלאה של אפריקה תעשיות. במפרט הצעת הרכש, שפורסם כשבועיים קודם לכן, **לא נזכרו** המגעים המתנהלים בין נגב לבין אולימפיה (מזה **למעלה משנה**), ואף לא ניתן כל דיווח אחר בעניין בתקופה הרלוונטית.

כארבעה חודשים לאחר השלמת הצעת הרכש, ביום 24 במאי 2013 נחתם הסכם יצוא רחב היקף בין נגב לבין אולימפיה.

החלטת ועדת האכיפה המינהלית

- הוועדה קבעה, כי המגעים בין נגב ואולימפיה היו במועד הצעת הרכש (או אף קודם לכן) בבחינת משא ומתן מהותי ומשכך, המידע אודות קיומם היווה **מידע מהותי**, וכי באי דיווח עליהם, אפריקה תעשיות ונושאי משרה בה ביצעו הפרות מינהליות של שימוש במידע פנים והכללת פרט מטעה במפרט הצעת רכש.
- בנוסף, נקבע כי אפריקה תעשיות ונושאי משרה בה ביצעו הפרה של הטעיית הרשות, נוכח פרטים מטעים שנמסרו על ידי אפריקה תעשיות במכתבי תשובה לשאלותיה של רשות ניירות ערך לאחר הדיווח על חתימת הסכם הייצוא, שעיקרם: (1) העמדת תחילת המגעים הממשיים בין נגב לאולימפיה על מועד מאוחר; (2) תיאור המגעים ביניהן כבלתי קונקרטיים למן אותו מועד ועד לחודש מאי 2012.
- הוועדה הטילה על אפריקה תעשיות קנס כספי בסך 5 מיליון ש"ח וכן השיתה על ארבעה נושאי משרה קנסות כספיים **אישיים** הנעים בין עשרות אלפי ש"ח למאות אלפי ש"ח.

עיקרי החלטת בית המשפט

א. המבחן לבחינת מהותיות מידע אודות משא ומתן

1. בפסיקה האמריקנית, ובעקבותיה גם בפסקי הדין של בתי המשפט בישראל, נדונו שני מבחנים מנחים מרכזיים לבחינת מהותיותו של מידע על משא ומתן:
 - **"מבחן ההסכמה העקרונית"**, לפיו מידע על משא ומתן הופך למהותי רק כאשר המשא והמתן מגיע לנקודה קריטית, נקודת אל-חזור, שבה התגבשה הסכמה בדבר פרטי ההסכם החשובים (כגון מבנה העסקה והתמורות הכספיות).
 - **"מבחן הסבירות/עוצמה"** (הידוע גם כ"מבחן התוחלת"), אשר בוחן מכפלה רעיונית של ההסתברות לכריתת ההסכם מחד גיסא, והשפעתו הצפויה של ההסכם על פעילות החברה, מאידך גיסא. כך, ככל שהשפעתו הצפויה של ההסכם היא גבוהה יותר, המידע אודות המשא ומתן עשוי להיחשב למהותי כבר בנקודה מוקדמת בתהליך, אף אם ההסתברות לכריתתו של הסכם באותה עת עודנה נמוכה. מאידך גיסא, כאשר השפעתו הצפויה של ההסכם היא נמוכה יותר - המידע אודות המשא ומתן יחשב למהותי רק בנקודה מתקדמת יותר במגעים.
2. יישום המבחנים בפסקי הדין שניתנו עד כה בסוגיה בישראל היה לא אחיד - בחלק מפסקי הדין הועדף מבחן אחד ובחלקם המבחן השני, ואילו חלק מפסקי הדין נמנעו מלהכריע בהם.
3. בעניין אפריקה תעשיות, קיבל בית המשפט את עמדת ועדת האכיפה המינהלית, כי מבחן העזר המרכזי שלפיו יש לבחון את מהותיות המידע הוא מבחן הסבירות/עוצמה².
4. **בהתאם לכך, גם בהיעדר הסכמה בכל הנושאים העיקריים השנויים במחלוקת בין הצדדים למשא ומתן (לרבות היעדר הסכמה בנוגע למחיר), ואף בשלבים מוקדמים יחסית של המגעים, ייתכן שהמידע על המשא ומתן יהיה רלבנטי ומשמעותי להחלטת ההשקעה של המשקיע הסביר ויחשב למידע מהותי.**
5. בית המשפט מצא, אפוא, כי המשא ומתן הינו מהותי כבר במועד פרסום הצעת הרכש (15 בינואר 2013), אף שהעסקה סוכמה רק **כארבעה חודשים** לאחר מכן, ובשלב פרסום הצעת הרכש טרם החל כלל משא ומתן חוזי מפורט.

² יצוין, כי לגופו של עניין ולשיטתו למעלה מן הנדרש, קבע בית המשפט כי התקיימה מהותיות גם על פי מבחן ההסכמה העקרונית.

6. בנסיבות העניין, נקבע כי עיקר חשיבותה של העסקה לנגב באה לידי ביטוי בפן האיכותי, בהיותה עסקה בעלת חשיבות אסטרטגית (הרחבת פעילות הייצוא לשוק הגלובאלי), וזאת אף אם השפעתו של האירוע הצפוי על רווחיות החברה מצומצמת יחסית, ואף בהנחה שההסתברות לחתימת העסקה בנקודה הרלוונטית (פרסום הצעת הרכש) הייתה נמוכה מ-50%.

7. בית המשפט ייחס (בדומה לוועדת האכיפה המינהלית) משקל רב, בין היתר, לאופן שבו הוצג המשא ומתן לעסקה בפני רשות שלטונית אחרת (משרד התמ"ת) עוד קודם לפרסום הצעת הרכש, וכן לתוכן מצגות שהוצגו בפני דירקטוריון נגב ובפני יו"ר דירקטוריון אפריקה תעשיות, אשר התייחסו למגעים עם אולימפיה.

ב. האם מבחן המהותיות לעניין חובות הדיווח זהה למבחן המהותיות לעניין האיסור על שימוש במידע פנים?

1. ועדת האכיפה המינהלית קבעה בהחלטתה כי מבחן המהותיות לצורך הפרת האיסור על שימוש במידע פנים זהה למבחן המשמש לבחינת קיומה של חובת דיווח על אירוע מהותי.

2. מסקנה זו נשענת על כך שהרציונל לשני המבחנים הוא זהה - כאשר המידע מהותי דיו ליצירת חובת דיווח, הרי שהוא מהותי דיו גם לצורך הטלת איסור על מסחר בניירות הערך של החברה מבלי שגולה.

3. בית המשפט לעומת זאת, נמנע מהכרעה בסוגיה זו, וקבע כי אין צורך להידרש לשאלה במסגרת העתירה הנוכחית. עם זאת, ציינה כב' השופטת רונן בהערת אגב כי התשובה לשאלה מתי קמה החובה לגלות את המידע באופן פוזיטיבי עשויה להיות שונה מהתשובה לשאלה האם במועד ביצוע עסקה מסוימת קיים מידע פנים. זאת, מכיוון שהימנעות משימוש במידע פנים הינה נשלטת (הכלל הינו - "גלה או הימנע"), ולכן לכאורה הנטייה תהיה להחמיר פחות כאשר מדובר בחובת דיווח מיידי.

ג. הטעיית הרשות

1. בנוסף, בית המשפט קבע, כעמדת הוועדה, כי התשובות שניתנו במסגרת המכתבים לשאלות הרשות באשר למגעים עם אולימפיה מהוות הפרה מינהלית נוספת של "הטעיית הרשות" (הפרה שגם היסוד הנפשי הנדרש בה הוא "רשלנות").

2. בהתייחס לנסיבות העניין, נקבע כי אילו היו המכתבים כוללים **פירוט עובדתי מדויק בדבר כלל המגעים** בנוגע לעסקת הייצוא עובר לאפריל 2012, ולצד זאת היו מוסיפים **הערכה** מובחנת שמגעים אלה אינם עולים כדי "משא ומתן", נראה כי לא היה מקום להטיל על העותרים אחריות. אך פירוט כזה לא נכלל במכתבים, ותחת זאת צוין בהם (כעובדה) כי לא התקיים משא ומתן קונקרטי.

3. בית המשפט ציין כי יש מקום להקפיד על דיוק במסירת כל העובדות הרלוונטיות לרשות, וכי יש להתייחס בחומרה למידע חלקי או מטעה שנמסר במסגרת זו. לצד המידע העובדתי המלא ניתן להוסיף הסברים והבהרות, אולם **ביסוד התשובה לפנייתה של רשות ניירות ערך צריכה לעמוד מסירה מלאה של כל המידע המבוקש**.

ד. אחריותם האישית של נושאי המשרה האחראים על הדיווחים בגין הטעיית הרשות

1. בית המשפט אישר את קביעתה של ועדת האכיפה כי סמנכ"ל הכספים של אפריקה תעשיות, אשר טיפל בהכנת התשובות לרשות ובמשלוח המכתבים אליה בשיתוף עם עורכי הדין של אפריקה תעשיות, אחראי אישית להפרה זו של הטעיית הרשות. זאת, למרות שלא היתה לו ידיעה אישית אודות ההפרה, והוא נעזר בעורכי דין חיצוניים לעניין הדיווחים.

2. עוד נקבע כי נושא משרה האחראי על הדיווחים לרשות רשאי לסמוך על המידע שנמסר לו מאת נושאי משרה בכירים בחברה או גורמים רלבנטיים אחרים לצורך מילוי תפקידו. עם זאת, בנסיבות שבהן קיים יסוד לחשוד באמיתות המידע או בהיותו מידע מלא ומדויק, וכאשר ניתן לערוך בירור נוסף ביחס לחשדות באופן פשוט וזול יחסית שאין בו משום הכבדה יתרה, נדרש נושא המשרה לנקוט באמצעי זהירות מתאימים בטרם העברת המידע לרשות ניירות ערך.

דגשים והמלצות בעקבות פסק הדין

✓ האם לפסק הדין השלכות לעניין חובת הדיווח על משא ומתן?

- לכאורה, פסק הדין עוסק בשאלת מהותיות המידע לצורך השאלה האם מדובר במידע פנים ולא בשאלה מתי תקום חובת דיווח בדבר משא ומתן מהותי בהתאם לתקנה 36 לתקנות דוחות תקופתיים ומיידיים.
- ואולם, ובפרט לאור עמדת רשות ניירות ערך ועמדת ועדת האכיפה המינהלית בהחלטתה, לפיה המבחן הינו זהה, נראה כי בפועל, ולו מטעמי זהירות, הנטייה - המוצדקת לטעמנו - תהיה ליישם ברוב המקרים את מבחן הסבירות/עוצמה גם בבחינת קיומה של חובת דיווח אודות משא ומתן.
- עם זאת, לא ניתן להתעלם מהעובדה כי המבחן המשפטי (המוצדק) שיושם, יוצר לעתים קשיי יישום בחיי המעשה. בסיטואציה השכיחה של משא ומתן הנמשך על פני תקופה ארוכה עם עליות ומורדות, קיים לעיתים לתאגיד קושי לקבוע (מראש - ולא בדיעבד) מתי ה"תוחלת" הגלומה בו חצתה את סף המהותיות.
- זאת ועוד. מבחן זה יוצר באופן אינהרנטי גם חשש לדיווח מוקדם מדי, שעצם קיומו עלול לפגוע בהשלמת המשא ומתן.
- הדברים נכונים בעיקר בהתחשב בכך שעל פי המצב המשפטי הקיים, העילות לעיכוב דיווח קבועות בתקנה 36 ולא ניתן לעכב דיווח על אודות משא ומתן בכל מצב ולכל תקופה (כך למשל - מרבית התאגידים אינם מסוגלים לעכב דיווח על פני שנה בשל קיומם של ניירות ערך ניתנים להמרה או מימוש בהונם). הרשות אמנם הציעה בעבר (במסגרת [הצעות חקיקה להקלות בדיווחים מיידיים](#)) להסיר חלק מהמגבלות ולהרחיב את קשת המקרים בהם יותר לתאגיד לעכב דיווח אודות משא ומתן, אולם תיקוני החקיקה בעניין זה טרם אומצו.
- במאמר מוסגר יצוין, כי בדיני ניירות ערך האמריקניים, אשר מהם "יובא" מבחן הסבירות/עוצמה לא קיימת חובת דיווח זהה לישראל על משא ומתן מהותי, היוצרת חשיפה לאחריות פלילית ומינהלית בגין אי-דיווח, ודיווח על משאים ומתנים אינו פרקטיקה נהגת. נזכיר, כי פסק הדין המנחה בארה"ב בו נקבע מבחן הסבירות/עוצמה (פס"ד Basic v. Levinson) ממילא לא עסק בשאלת חובת הדיווח על קיומו של משא ומתן, אלא בשאלת החובה למסור מידע נכון או להימנע מתגובה כאשר המידע אודות המשא ומתן דולף לעיתונות.

✓ נקיטת משנה זהירות בבחינה האם המידע אודות המשא ומתן הפך למהותי

- ההפרה המינהלית של האיסור על שימוש במידע פנים מסתפקת ברכיב נפשי של **רשלנות** בלבד ("היה עליו לדעת"). פסק הדין מדגיש את הצורך בנקיטת צעדים שונים במסגרת בחינת מהותיות המשא ומתן:
- ככל שהאירוע משמעותי יותר עבור החברה, די בהסתברות נמוכה להצלחת המשא ומתן כדי להפוך את המידע אודות המשא ומתן למהותי.
- יש לבחון גם קיומה של "**מהותיות איכותית**" (כגון - האם מדובר בכניסה לתחום פעילות משמעותי חדש?), ולא להסתפק במבחנים כמותיים בדבר השפעתה הישירה של העסקה הפוטנציאלית על פרמטרים כלכליים ותפעוליים בתאגיד.
- בבחינת עמידת המשא ומתן במבחן הסבירות/עוצמה, יש לתת את הדעת על **האינדיקציות שזכרו בפסק הדין** ובהחלטת ועדת האכיפה המינהלית לכך שמדובר במשא ומתן מהותי:
 - מיהם הגורמים בתאגיד העוסקים בנושא? האם המידע הובא בפני דרגות ניהוליות בתאגיד? האם התקבלו החלטות דירקטוריון בנושא?
 - האופן שבו הוצג המשא ומתן במסמכים וניירות פנימיים של התאגיד.
 - האופן שבו הוצג המשא ומתן בדיונים עם רשויות מנהליות אחרות.

✓ הקפדה יתרה בכל הנוגע למידע הנמסר במסגרת דיונים עם הרשות

- פסק הדין מחדד את הצורך להתייחס למענה לשאלות רשות ניירות ערך, אף שהוא מבוצע במסגרת דיונים לא-פומביים, באותה רצינות בה מדווחת החברה לציבור.
- בהקשר זה, חשוב להקפיד הקפדה יתרה על מסירת מידע מלא ומדויק ולא להסתפק בהצגת פרשנותה של החברה לאירועים נשוא הדיון עם הרשות (וליתר דיוק: חשוב להפריד בבירור בין עובדות לבין פרשנות).
- על נושאי המשרה בחברה האמונים על הדיווח לרשות ואשר מרכזים בחברה את תהליך המענה לרשות חלה אחריות מוגברת לבדוק כי המידע אשר נמסר לרשות אינו מטעה. נושא המשרה רשאי אמנם לסמוך על מידע שנמסר לו מאת נושאי משרה אחרים בחברה, אולם כאשר מתעורר חשד בדבר אי-נכונות המידע, עליו לבצע בדיקות סבירות של נכונות המידע.

✓ ריענון נהלים במידת הצורך

- מומלץ לבחון האם נדרש עדכון לנהלי האכיפה הפנימית בחברה בנושאים הבאים:
 - זרימת המידע לגורמים הרלוונטיים בתאגיד כבר בשלבים ראשוניים של המשא ומתן.
 - קבלת מידע מחברות ציבוריות מוחזקות עובר לביצוע עסקה בניירות ערך של החברה.
 - דיונים מול רשות ניירות ערך והמידע הנמסר לה.
- לעניין זה נזכיר כי ההפרה המינהלית יכול שתתבצע אף אם לא קיים מידע פנים בידי איש הפנים עצמו, אלא רק בחברה עצמה.

ב ב ר כ ה,

המחלקה העסקית* פישר בכר חן וול אוריון ושות'

* כותבי עדכון זה: עו"ד אברמי וול, עו"ד ניצן סנדור ועו"ד אופירה אלון

למידע נוסף ניתן לפנות אל אנשי הקשר שלכם במשרדנו, או אל:

03-6944131	awell@fbclawyers.com	אברמי וול
03-6944249	bnoiman@fbclawyers.com	בועז נוימן
03-6944131	nsandor@fbclawyers.com	ניצן סנדור

.....
הכלול באגרת מידע זו הוא מידע כללי בלבד, הוא אינו חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי ואין להסתמך עליו.

כל הזכויות שמורות לפישר בכר חן וול אוריון ושות'.

להירשם למייל זה או להסרה מרשימת התפוצה: <mailto:newsletter@fbclawyers.com>