

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

תאריך: 3.12.2013

תיק מינהלי: 2/13

התובע:

יו"ר רשות ניירות ערך

באמצעות מחלקת אכיפה מינהלית רשות ניירות ערך

רח' מונטיפיורי 35, תל-אביב 65201

טל': 03-7109811; פקס' 03-5601041

- נ ג ד -

המשיב:

איתן בר זאב

על ידי ב"כ קלינמן נאור, עורכי דין

מרחוב זאב ז'בוטינסקי 7 רמת גן

טל': 03-6120011; פקס: 03-6121100

בפני המותב:

השופט (בדימ') יהושע גרוס - יו"ר המותב;

ד"ר מאיר סוקולר - חבר;

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב, עו"ד - חברה.

החלטת המותב

לפי סעיף 52נא לחוק ניירות ערך

מבוא

1. ענייננו בהליך מינהלי שפתח יו"ר רשות ניירות ערך (להלן – "יו"ר הרשות") מכח סמכותו לפי סעיף 52מה לחוק ניירות ערך (להלן – "חוק ניירות ערך" או "החוק") כנגד איתן בר זאב (להלן – "המשיב") בגין בצוע הפרה מינהלית של שימוש במידע פנים ברשלנות לפי ס"ק (9) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק ניירות ערך.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

2. המשיב מכהן כמנכ"ל ודירקטור בחברת ביג מרכזי קניות בע"מ (להלן – "ביג" או "החברה") החל משנת 2004 ועד היום.
- חברת ביג הינה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. עיסוקה בייזום (רכישה והקמה) החזקה ותפעול של שטחי מסחר במתכונת של מרכזי קניות פתוחים, בעיקר בישראל ובארה"ב.
3. המסגרת העובדתית בתיק זה איננה שנויה במחלוקת. המשיב רכש את מניות ביג במועדים שונים כעשרה ימים לפני פרסום הדוח הכספי לרבעון השני לשנת 2011 (להלן – "הדוח הכספי") בעת שנתוני הדוח הכספי ותוצאותיו היו ידועים לו.
- מקריאת הדוח הכספי עולה כי חל גידול משמעותי בחלק מסעיפי הרווח של החברה לעומת הדוח הכספי של הרבעון שקדם לו. גידול זה נובע מרווחי שערך של נכסי הנדל"ן של החברה בסך של כ-106 מיליון ש"ח, ולא מפעילותה העסקית השוטפת של החברה.
- ב"כ הרשות הגישה נגד המשיב כתב טענות מינהלי שבמסגרתו היא טוענת כי רכישת מניות של החברה על ידי המשיב, לפני פרסום הדוח הכספי, בשעה שנתוני הדוח הכספי ידועים לו, מהווה הפרה מינהלית של ס"ק (9) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק ניירות ערך שעניינו עשיית שימוש במידע פנים ברשלנות.
4. בבסיס הדיון עומדות שתי שאלות משפטיות: **השאלה הראשונה** היא האם המידע שהחזיק המשיב הינו מידע פנים. בעניין זה נבחן –
- (1) האם דוחות כספיים של חברה ציבורית נחשבים אינהרנטית מידע פנים?
- (2) האם מידע על רווחי שערך של נכסי נדל"ן המצוי בדוחות כספיים של חברות נדל"ן מניב מהווה מידע פנים?
- השאלה השנייה** עוסקת ברכיב היסוד הנפשי הנדרש בהפרה והיא האם התרשל המשיב שכן "היה עליו לדעת כי מצוי בידו מידע פנים"?
5. אליבא דרשות, לא רק שרווחי השערך אשר הגדילו את רווחי החברה מהווים מידע פנים, אלא שדוח כספי מטבעו מהווה מידע פנים. לעומתה, טוענת ב"כ המשיב כי השערך מבוסס על משתנים מאקרו כלכליים אשר זמינים לציבור כגון שערי ריבית, שערי אינפלציה וכיוצא בזה, ולכן רווחים בדוח הכספי הנובעים משערך אינם מהווים מידע פנים. כמו כן, לדברי ב"כ המשיב, אין לקבוע באופן קטגורי כי כל דוח כספי הינו בבחינת מידע פנים, שכן אילו היה הדבר כך, היה המחוקק קובע זאת במפורש בחוק. בכל מקרה, כך טוענת ב"כ המשיב לא התקיים במשיב יסוד נפשי של רשלנות.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

רקע עובדתי

6. עיקרי העובדות הצריכות לעניין זה, כפי שהן עולות מהחומר שהוגש למושב כדלהלן:

(1) הסכם תנאי כהונתו של המשיב כמנכ"ל החברה (להלן: "**הסכם הייעוץ**") קבע כי בנוסף לשכר חודשי קבוע, תקצה החברה למשיב 146,000 מניות של החברה במחיר של 91.49 ש"ח למניה. חלק מתמורת ההקצאה ימומן מכספי מענק אשר הגיע למשיב והיתרה תשולם על ידי הלוואה אשר החברה תעמיד למשיב או לחברה בבעלותו (דוח מיידי של החברה על עסקה חריגה עם נושא משרה מיום 24.3.2011, צורף **כנספח ח' לכתב הטענות**).

הסכם הייעוץ אושר על ידי האסיפה הכללית של החברה ביום 11 במאי 2011 (דוח מיידי על תוצאות האסיפה הכללית של החברה מיום 11.5.2011, צורף **כנספח ז' לכתב הטענות**).

(2) בשל ירידת מחיר המניה של החברה בבורסה, נעשה לבקשתו של המשיב תיקון להסכם הייעוץ. על פי התיקון להסכם הייעוץ, יהיה המשיב רשאי לרכוש בעצמו במסגרת המסחר בבורסה, חלק מהמניות שהיו אמורות להיות מוקצות לו על ידי החברה (להלן – "**תיקון להסכם הייעוץ**").

הוסכם כי ביום 31 באוגוסט 2011, ביג תקצה למשיב 34,427 מניות מתוך הכמות הכוללת של ההקצאה במחיר ההקצאה המקורי (היינו – 91.49 ש"ח) וכן כמות מניות נוספת שתהווה את ההפרש בין יתרת המניות להקצאה, היינו 111,573 ע.נ. לבין הכמות שירכוש המשיב (אם ירכוש) בבורסה עד למועד זה. ההקצאה של הכמות הנוספת תעשה לפי המחיר הנמוך מבין שער נעילה בבורסה ביום 30 באוגוסט 2011 והשער בהסכם ההקצאה המקורי (91.49 ש"ח) (חישוב הקצאת המניות למשיב בהתאם לתיקון הסכם העסקה, צורף **כנספח י' לכתב הטענות**).

התיקון להסכם הייעוץ אושר על ידי האסיפה הכללית של החברה ביום 7 באוגוסט 2011 (פרוטוקול ישיבת דירקטוריון של החברה מיום 29.6.2011, צורפה **כנספח ט' לכתב הטענות**; דוח מיידי על תוצאות האסיפה הכללית של החברה מיום 7.8.2011, צורף **כנספח י"א לכתב הטענות**).

(3) ממועד אישור ההסכם על ידי האסיפה הכללית (היינו – החל מיום 7 באוגוסט 2013) ועד ליום 31 באוגוסט 2011, יכול היה המשיב לרכוש מניות של החברה במסגרת המסחר בבורסה במחירי שוק. מאחר שהמשיב תכנן לרכוש את המניות על ידי הלוואה שייטול מהחברה, הרי שרכישת מניות על ידו בבורסה, במחיר נמוך הייתה מביאה להקטנת גובה ההלוואה כאמור.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

(4) ביום 28 ביוני 2011, במהלך הליך אישור הסכם הייעוץ, שלחה היועצת המשפטית החיצונית של החברה, אשר ליוותה את ההליך, עו"ד איריס פולישוק, ממשרד גולדפרב זליגמן ושות' (להלן – "היועצת המשפטית החיצונית") דואר אלקטרוני לעו"ד קרן כהן, היועצת המשפטית הפנימית של החברה (להלן – "היועצת המשפטית הפנימית") בזו הלשון:

"לעניין התוספת של 'על פי דין' – המועד הקובע נקבע כיום 31 באוגוסט 2011. יש לשים לב שבמהלך חודש אוגוסט ישנה רגישות בכל הקשור לשימוש במידע פנים כאשר נרכשים ני"ע של חברה בבורסה בתקופה זו וזאת לאור העובדה שבמהלך החודש בד"כ מתפרסמים הדוחות הכספיים ואפשר לטעון שאיש פנים שרכש ני"ע של חברה בבורסה טרם פרסום הדוחות, עשה זאת תוך שימוש במידע פנים. יש לוודא שכולם מודעים לעניין הזה, במיוחד איתן כמובן [ההדגשה שלנו]" (דוא"ל ממשרד גולדפרב זליגמן, צורף כנספח י"ב לכתב הטענות).

היועצת המשפטית הפנימית העידה כי עדכנה את המשיב בעניין זה בסמוך לקבלת המייל (הודעה 2א כהן, צורפה כנספח ב' לכתב הטענות, עמ' 7 שו' 8-32, עמ' 8 שו' 1).

(5) ביום 7 באוגוסט 2011, כך לפי הודעתו של המשיב, כינס המשיב, ללא תיאום מראש, ישיבה שבה נטלו חלק סמנכ"ל הכספים, המשנה למנכ"ל והיועצת המשפטית הפנימית (להלן – "ישיבת ההתייעצות"). לא נערכה תרשומת של הישיבה, ולכן בעניין זה אנו חיים מפי עדויות הנוכחים בישיבה. לדברי המשיב, הוא שאל אם מותר לו לרכוש מניות של החברה בסמוך לפני מועד פרסום הדוחות הכספיים של החברה, וכך בלשונו בבירור המינהלי:

"אני רוצה להגיד משהו חשוב. ביום 7.8.11 או 8.8.11 לפני ביצוע רכישה ראשונה על ידי כינסתי ישיבה שבה לקחו חלק סמנכ"ל הכספים של החברה ומשנה למנכ"ל, ישראל יעקובי וקרן כהן ושאלתי האם במועד זה מותר לי לרכוש מניות בשוק. קרן כהן, היועצת המשפטית אמרה שלאור העובדה שהנתונים הכספיים ידועים לנו, לאלה היושבים בחדר, יש להפעיל שיקול דעת ולבדוק אם נתונים אלה במידה והיו ידועים לציבור היו גורמים לשינוי מהותי בשער המניה. ישראל יעקובי בתגובה לשאלה ענה כי למיטב שיפוטו אין בנתונים הללו משום היכולת להשפיע על שער המניה, אני סברתי כמוהו ולאחר התייעצות זו רכשתי את המניות" (הודעה 1א בר זאב, צורפה כנספח א' לכתב הטענות, עמ' 11 שו' 9-17).

היועצת המשפטית הפנימית העידה כי ענתה בעל פה שאם אין מידע פנים, אין בעיה לבצע רכישה וכי לא נתנה הסכמה לביצוע הרכישות שכן אין זה מתפקידה לאסור או לאשר רכישת ניירות ערך על ידי עובדי החברה, במובחן מהחברה.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

וכך בלשונה בבירור המינהלי:

"ש. ונשאלת האם קיימת מניעה לבצע את הרכישות עקב הסמיכות לפרסום דוחות כספיים? ת. ספציפית לגבי הדוחות לא נשאלתי האם יש איזושהי מניעה בטרם האסיפה השניה, לרכוש מניות מעבר לכמות של ה-34 אלף שהייתה אמורה להיות מוקצית. תשובתי הייתה שברגע שהאסיפה מאשרת, וכל עוד אין מניעה אחרת שקשורה למידע פנים כלשהו, לא קיימת לדעתי מניעה. בהקשר הזה אמרו אנשי הכספים, שמבחינה כספית או חשבונאית אין שינוי בדוחות. ש. האם בסיום הפגישה נתת את הסכמתך לביצוע הרכישות? ת. זה לא מתפקידי לאשר או לא לאשר כזה דבר, מדובר ברכישות שלו באופן אישי. אני הסברתי את המצב המשפטי" (הודעה 2א כהן, צורפה כנספח ב' לכתב הטענות עמ' 3 שו' 1-8).

עוד העידה, היועצת המשפטית הפנימית כי לאור המידע שהיה בידיה באותה העת, ומאחר שאנשי הכספים של החברה אמרו שאין כל שינוי משמעותי או מהותי בדוחות, היא לא ראתה פסול בביצוע רכישות של המשיב באותה תקופה שלפני פרסום הדוחות (הודעה 2א כהן, צורפה כנספח ב' לכתב הטענות, עמ' 8 שו' 9-18, עמ' 10 שו' 5-17).

המשנה למנכ"ל ביג, מר ישראל יעקובי, העיד כי הוא והמשיב ידעו כי בסמוך לפרסום דוחות כספיים נהוג שלא לקנות ניירות ערך בשל החשש מאישום בשימוש במידע פנים. לדבריו, שוחח עם המשיב בנוגע לרכישת מניות החברה. המשיב זימן לחדר את היועצת המשפטית הפנימית וזו אמרה שאם אין בידי המשיב מידע מהותי, אין איסור. היא שאלה אם יש בדוחות הכספים מידע שיכול להביא מישהו מהמשקיעים לקנות או למכור מניות בהתאם לדוחות והמשיב והמשנה למנכ"ל השיבו שלא. הסיבה לכך, העיד, היא שהדוחות הנ"ל אינם מיוחדים, ואין בהם שום דבר שיכול לגרום למניה לעלות או לרדת (הודעה 3א יעקובי, צורפה כנספח ג' לכתב הטענות, עמ' 3 שו' 1-15, עמ' 4 שו' 23-24).

עוד לדבריו, היועצת המשפטית הפנימית לא התלהבה מביצוע רכישות של המשיב באותה התקופה, וכך בלשונו:

"ש. אמרת שקרן לא התלהבה מהעניין. למה התכוונת? ת. היא אמרה שמדובר בתקופה רגישה... כי זה היה סדר גודל של כמה ימים לפני הדוחות אז היא אמרה שאין איסור אבל זה רגיש. היא חזרה ושאלה את הנושא של המידע המהותי ואם היינו משיבים שיש מידע מהותי אז אני בטוח שהיא הייתה אוסרת אבל מצד שני אם הינו חושבים שיש בדוחות מידע מהותי למשקיעים אז בכלל לא היינו שואלים את השאלה כי ברור שלא מבצעים פעילות כשמחזיקים במידע כזה. ש. אז למה איתן לא חיכה? ת. אני יודע שני דברים: 1. שהיו ימים שהמניה צללה למקומות לא הגיונים ולא סבירים. 2. אני יודע שהיה לו איזשהו מועד שבו הוא מקבל את המניות שהוא לא רכש ואז היה אינטרס לקנות בפחות" (הודעה 3א יעקובי, צורפה כנספח ג' לכתב הטענות, עמ' 3 שו' 25-31, עמ' 4 שו' 1-6).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

חשב החברה, מר אסף נגר, העיד אף הוא לגבי ישיבת ההתייעצות. לדבריו המנכ"ל שאל אותו אם הוא יכול לקנות מניות, והוא ענה שאינו יכול להגיד לו אם כן או לא כי אין זה מתפקידו, אבל אמר לו שלמיטב ידיעתו, אין אירוע מהותי בדוחות שהוא מכין שלא ידוע לציבור, שלא הוצא לגביו דיווח לציבור לדבריו, לא היה בדוחות משהו יוצא דופן ביחס לדוחות עבר או שלא פורסמו כבר לציבור באמצעות הדיווחים המידיים. מרבית השינוי נבע מהשערוך ולא מהפעילות העסקית של החברה (הודעה 4 נגר, צורפה כנספח ד' לכתב הטענות, עמ' 2 שוי 32-21, עמ' 3 שוי 31-28, עמ' 4 שוי 2-1, 9-16).

(6) בימים שבין 8 עד 11 באוגוסט 2011 רכש המשיב 17,401 ע.ג ממניות חברת ביג במהלך המסחר בבורסה במחיר ממוצע של 79.87 ש"ח למניה, בתמורה כספית של 1,389,801 ש"ח (פרוט הוראות המשיב בדוח מבנק הפועלים, צורף כנספח י"ג לכתב הטענות).

המשיב כאמור החזיק במועדים הנ"ל במידע אודות נתוני הדוח הכספי, אשר טרם פורסמו לציבור בעת ביצוע רכישותיו. המשיב בהודעתו הודה כי היה בידו מידע אודות נתוני הדוח הכספי, טרם ביצוע רכישותיו, וכך בלשון הודעתו ברשות:

"ש: ממצאי הבירור עולה כי בין התאריכים 8.8 – 11.8 – 11 ביצעת רכישות של מניות חברת ביג, בה הינך משמש כמנכ"ל ודירקטור, בעודך מחזיק במידע אודות תוצאות הדוחות הכספיים של הרבעון השני לשנת 2011. תגובתך. ת: נכון." (הודעה 1א בר זאב, צורפה כנספח א' לכתב הטענות, עמ' 14 שוי 9-12).

(7) ביום 21 באוגוסט 2011, עשרה ימים לאחר תום רכישותיו של המשיב פורסם הדוח הכספי לרבעון השני של חברת ביג לשנת 2011.

הדוח הכספי הנ"ל הינו דוח חיובי במרבית הפרמטרים הן ביחס לרבעון הקודם בשנת 2011 והן ביחס לרבעון המקביל בשנה לפני כן (ראו, עמ' 5 לדוחות המאוחדים לדוח הכספי, צורף כנספח ו' לכתב הטענות; חוות דעתו של רוני מדר, המשנה לממונה על האכיפה המינהלית ויועץ מקצועי בכיר לענייני שוק ההון ברשות ניירות ערך, צורפה כנספח ה' לכתב הטענות (להלן – "חווי"ד של רוני מדר")

לאחר פרסום הדוחות, במועדים שבין 21-23 באוגוסט 2011, רכש המשיב 8,129 ע.ג מניות ביג במחיר ממוצע של 85.1 ש"ח למניה בתמורה כספית של 691,706 ש"ח (פרוט הוראות המשיב בדוח מבנק הפועלים, צורף כנספח כ"א לכתב הטענות).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

(8) ביום 31 באוגוסט 2011, הוקצו למשיב בהתאם להסכם העסקה, מתוך יתרת ההקצאה מניות במחיר 85.5 ש"ח למניה (דו"ח ההקצאה מיום 6.9.2011, צורף כנספח כ"ג לכתב הטענות).

לטענת הרשות, בשל הרכישות שבצע המשיב בבורסה במחיר הנמוך יותר ממחיר ההקצאה המקורי, הפיק המשיב רווח של כ-97,805 ש"ח, אשר בא לידי ביטוי בהקטנת ההלוואה שהחברה העמידה לרשותו לצורך רכישת המניות.

הפן המשפטי

7. כאמור, ב"כ הרשות טוענת כי המשיב הפר את סעיף ההפרה של שימוש במידע פנים ברשלנות לפי ס"ק (9) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק שלשוננו כדלקמן:

"עשה עסקה בנייר ערך של חברה או בנייר ערך אחר שנייר ערך של חברה הוא נכס בסיס שלו, בניגוד להוראות סעיף 52ג(א), והיה עליו לדעת כי מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה; ואולם לא יראו אדם כמבצע הפרה לפי פרט זה אם הוכיח את אחת ההגנות המפורטות בפסקאות (1) או (4) עד(9) שבסעיף 52ז(א)".

תכליתו העיקרית של האיסור על שימוש במידע פנים היא למנוע ניצול יתרון בלתי הוגן במסחר בניירות ערך, הנובע מנגישות למידע אודות החברה, כשנגישות זו איננה נחלת כלל ציבור המשקיעים (רע"פ 5174/97 קרן נ' מדינת ישראל, פ"ד נב(2) 177, פס' 9 לפסק דינו של השופט גולדברג (1998)).

לאחרונה, התייחס השופט כבוב בפרשת קדץ לתכליות העומדות בבסיס האיסור על שימוש במידע פנים: "ניתן אפוא לסכם כי ביסוד האיסור על שימוש במידע פנים מונחות שתי תכליות עיקריות: האחת מוסרית, והאחרת פרגמטית. בעוד הראשונה עניינה בשמירה על הוגנות ושוויון בשוק ההון, עוסקת השנייה בשאיפה לשמור על יעילותו של שוק ההון ועל אמון הציבור בו" (ת"פ (כלכלית) 8256-05/11 מדינת ישראל נ' קדץ, פס' 16 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 5.7.2012)).

יסודות הפרת השימוש במידע פנים

יסוד עובדתי: "עשה עסקה בנייר ערך של חברה... בניגוד להוראות סעיף 52ג(א)"

התנהגות: איש פנים העושה שימוש במידע פנים

8. סעיף 52ג(א) לחוק ניירות ערך קובע כי "איש פנים בחברה לא יעשה שימוש במידע פנים".

על פי ההגדרה הקבועה בסעיף 52א לחוק, "איש פנים" בחברה הינו "(1) דירקטור, מנהל כללי, בעל מניות עיקרי בחברה או אדם אחר שמעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עמה נתנו לו גישה למידע הפנים".

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

אין מחלוקת בין הצדדים כי המשיב הינו "איש פנים בחברה" לפי הגדרת סעיף 52א לחוק, מאחר ששמש כאמור כמנכ"ל וחבר דירקטוריון ביג.

על פי ההגדרה הקבועה בסעיף 52ב (א)(1) לחוק, עושה שימוש במידע פנים הוא "העושה עסקה בנייר ערך של חברה – למעט בנייר ערך של חברה בת או חברה קשורה שלא הנפיקו ניירות ערך לציבור על פי תסקיף או שניירות ערך שלהן אינם נסחרים בבורסה – או העושה עסקה בנייר ערך אחר שנייר ערך של החברה הוא נכס בסיס שלו, והכל כאשר מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה".

"העושה עסקה בנייר ערך" הוא, בין היתר, מי שקונה נייר ערך.

אין חולק על כך שהמשיב רכש מניות של ביג. בהודעתו ברשות אישר המשיב את ביצוע הרכישות בימים 8-11.8.2011 (הודעה 1א בר זאב, צורפה כנספח א' לכתב הטענות, עמ' 9 שו' 28-31).

ביג היא חברה שהנפיקה ניירות ערך לציבור על פי תסקיף וניירות הערך שלה נסחרים בבורסה, ועל כן המשיב עשה עסקה בנייר ערך של חברה כמשמעותה בסעיף 52א לחוק.

נסיבות: "עושה עסקה כאשר מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה"

9. ההגדרה של "מידע פנים" מופיעה בסעיף 52א לחוק ניירות ערך, וזו לשונה: "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 או במחיר נייר ערך אחר, שנייר ערך של חברה הוא נכס בסיס שלו".

כך קבע השופט חשין בפרשת מהרשק:

"המונח מידע פנים אינו כולל כל מידע המצוי בתיקי החברה ובראשיהם של אנשי הפנים על-אודות החברה. מידע פנים הוא רק מידע העשוי להקנות לאנשי פנים יתרון לעת המסחר בניירות הערך של החברה – כגון מידע שאיש מן החוץ אינו יכול לחזות והיוצר ציפייה לעלייה או לירידה בשוויין של מניות החברה – והוא מידע שלא נגלה לציבור..."

ומתוך 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, שכן אם השינוי הצפוי הוא שינוי משמעותי, נדע מעצמנו כי המידע העשוי להביא לשינוי משמעותי, על-פי טבעם של דברים חייב שיהא מידע משמעותי אף-הוא. טיבו של המידע נאצל מתוך טיבו של השינוי (ולהפך) (רע"פ 8472/01 מהרשק נ' מדינת ישראל, פ"ד נט(1) 442, פסי' 20 לפסק דינו של השופט חשין (2004)).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

10. אין ספק שדוחות כספיים כוללים מידע על החברה. השאלה העומדת בפנינו היא אם בטרם פרסומם לציבור מהווים הדוחות הכספיים מטבעם (היינו - ללא קשר לתוכנם) מידע פנים?

ב"כ הרשות סברה שהתשובה לכך חיובית. לטענתה, כל מידע בדבר נתונים המופיעים בדו"ח הכספי של חברה בסמוך לפרסומו נחשב אינהרנטית מידע מהותי שהינו מידע פנים, וכך בלשונה "המידע שבדו"חות הכספיים הוא בכל מקרה מידע מהותי... לא יכול להיות מצב שהדו"חות הכספיים עצמם לא מהותיים" (פרוטוקול הדיון בעל פה מיום 9.9.2013, עמ' 3 ש' 16-18).

לעומתה, ב"כ המשיב סברה כי התשובה לכך היא שלילית. אילו דוחות כספיים היו נחשבים מעצם מהותם מידע פנים, היה המחוקק נותן לכך ביטוי בחוק ניירות ערך. משלא עשה כן, הרי שאין הדבר כך. לדבריה, הטענה שכל מידע המופיע בדוח הכספי בסמוך לפרסומו נחשב אינהרנטית למידע פנים היא בבחינה סיסמה גרידא. עוד לגישתה, הטענה שגם דו"ח כספי שאין בו שום בשורה חדשה מהווה מידע פנים, היא מרחיקת לכת (פרוטוקול הדיון בעל פה מיום 9.9.2013, עמ' 17 ש' 18-22).

נראה לנו שבעניין זה הצדק הוא עם ב"כ הרשות.

"מטרת הדיווח הכספי המיועד לכל היא לספק מידע כספי לגבי הישות המדווחת, שהוא שימושי למשקיעים קיימים ופוטנציאליים, למלווים ולנותני אשראי אחרים בקבלת החלטות לגבי הספקת משאבים לישות. החלטות אלה כוללות קניה ומכירה או החזקת מכשירים הוניים ומכשירי חוב, והספקת הלוואות או סילוקן וצורות אחרות של אשראי" (ראו, המסגרת המושגית לדיווח כספי (2012). <http://www.iasb.org.il/upload/TBZYPA7736.pdf>).

הדוחות הכספיים הרבעוניים נותנים למשקיעים מידע עדכני (ובתדירות גבוהה יחסית של שלושה חודשים) על מצב עסקי התאגיד, באופן שיאפשר חיזוי התוצאות העסקיות כמו גם איתור מוקדם, ככל האפשר, של נקודות מפנה ברווחיות ובנזילות של התאגיד, הערכת ביצועי ההנהלה ועוד (רוחן עדיני דיני ניירות ערך 232 (2004)).

בתי המשפט קבעו לא אחת כי מידע מתוך דוחות כספיים הוא מידע מהותי, הן בשל חשיבות המידע וטיבו והן בשל העובדה שמקורו בפרסום רשמי של החברה (ראו, ת"פ (שלום ת"א) 10985-01/11 מדינת ישראל נ' בן ישראל, פס' 25-27 לפסק דינה של השופטת מיכל ברק נבו (פורסם בנבו, 30.7.2012); ע"פ (מחוזי ת"א) 2039/94 פרנקל נ' מדינת ישראל, דינים מחוזי 1995(1) 1270, פס' 8 לפסק הדין (1995); ת"פ (שלום ת"א) 7388/94 מדינת ישראל נ' רותם, דינים שלום 1999(4) 1440 (1999) (להלן – "פרשת רותם-שלום").

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

יפים כאן דבריו של השופט ברק בפרשת דסק"ש :

"חשיבות מכרעת טמונה, במסגרתו של עקרון הגילוי הנאות, בגילוי דו"חות כספיים (שנתיים ורבעוניים). הדו"חות הכספיים הם מקור חיוני למידע על מצבה של החברה. עמד על כך פרופ' א. פרוקצ'יה בצינו:

מכל הפרטים המדווחים לרשם החברות אין אף לא אחד שיש בו תועלת רבה יותר לשיקוף מצבה הכלכלי והפיננסי של החברה מחשבונויותיה הכספיים. המתקשר החיצוני החפץ לשקול האם להיכנס ליחסים משפטיים עם החברה מעוניין לדעת, בראש ובראשונה, פרטים על יציבותה הפיננסית, רווחיותה, נזילותה, מבנה ההון שלה וכיוצא באלה פרטים. בלי מידע זה אין משמעות של ממש להעדפתו של תאגיד אחד על תאגיד אחר" (א. פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים בישראל 153 (התשמ"ט)) (ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, פס' 25 לפסק דינו של השופט ברק (פורסם בנבו, 21.8.1997)).

11. אין בידינו לקבל את טענת ב"כ המשיב שלפיה העובדה שהמחוקק לא קבע חזקה שלפיה דוחות כספיים הם מידע פנים, מצביעה על כך שאין הם כאלה. ההגדרה של מידע פנים מנוסחת באופן רחב וכוללני. היא אינה מתייחסת כלל למידע ספציפי, לא לדוחות כספיים ולא לשום פרט מידע אחר, כך שאי אזכורם של הדוחות הכספיים במפורש בחוק אינה מעידה על דבר (ראו על העדר הגדרה בחוק בנוגע לסוגי המידע ופרטי המידע העשויים להיחשב מידע פנים בספרו של עדיני, בעמ' 446).

כאינדיקציה למהותיותו של הדוח הכספי, הצביעה ב"כ הרשות על כך שעל פי כללי הבורסה, פרסום דו"ח כספי גורר אחריו הפסקת מסחר אוטומטית של המניה בבורסה. לעומת זאת, ב"כ המשיב טענה כי הפסקת מסחר בעת פרסום דוחות כספיים היא דבר שנעשה כחלק מנוהל שגרתי, ואין בה כדי להעיד על מהותיות המידע שפורסם בדוח הכספי.

גם בעניין זה אנו מסכימים עם ב"כ הרשות. עצם העובדה שהבורסה קבעה בכלליה כי בעת פרסום דוחות כספיים נעשית הפסקת מסחר אוטומטית, להבדיל ממקרים שבהם יש לבורסה שקול דעת לגבי הפסקת מסחר, מצביעה, לטעמנו, על כך שהבורסה רואה בדוחות הכספיים כולם מידע מהותי, ולכן מעניקה למשקיעים פסק זמן על מנת לנתח אותם.

ניתוח זה חיוני גם אם תוצאות הדוחות הכספיים אינן בגדר הפתעה, אלא תואמות את התחזיות, או שאין בהן שינוי לעומת רבעונים קודמים או שנים קודמות.

גם הפסיקה הכירה בכך שקיום הפסקת מסחר בעקבות פרסום מידע כלשהו מהווה גורם עזר לביסוס הערכת מהותיות המידע (ת"פ (שלום ת"א) 1327/92 מדינת ישראל נ' פריאל, דינים שלום 1994(1) 111, פס' 11.ו לפסק דינה של השופטת אופיר (1994); ת"פ (שלום ת"א) 3348/90 מדינת ישראל נגד קרן, דינים שלום 1993(2) 236, פס' י.2. לפסק דינה של השופטת אופיר-תום (1993); ראו גם בספרו של עזר צפריר מידע פנים 73 (2005)).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

12. כדי לשכנענו שאין המדובר במידע פנים, הביאה בפנינו ב"כ המשיב נתונים המראים כי גם לאחר פרסום הדוח הכספי, לא חל שינוי משמעותי במחיר המניה של ביג.

למען הדיוק, נציין כי דווקא חלו שינויים בשער המניה (ביומיים שלאחר פרסום הדוח הכספי התרחשה עליה בשער המניה ובנפח המסחר. ראו בדוח נתוני הבורסה של מניית ביג לימים 2011.8.22-21, צורף **כנספח יט' לכתב הטענות**; ראו גם בחו"ד של רונן מדר) אלא שב"כ המשיב מייחסת את השינויים לרכישות שבצע המשיב בעצמו. ב"כ הרשות אינה מסכימה עם הסברי ב"כ המשיב לשינויים בשערי המניה. לדבריה, מניתוח נתוני המסחר עולה שגם בנטרול הרכישות שביצע המשיב, שער המניה היה עולה משמעותית.

כמו כן, ב"כ המשיב טענה כי 18 יום לאחר ביצוע הרכישות על ידי המשיב, חזר מחיר נייר הערך של המניה לרמתו ערב הרכישות. לדבריה, הדבר מצביע על כך שלא חל שינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה בעקבות פרסום הדוחות הכספיים. ב"כ הרשות השיבה על כך כי בחינה של שערי המניה תקופה כה ארוכה לאחר פרסום המידע לציבור, אינה יכולה להצביע על דבר.

נראה לנו שאין אנו צריכים להכריע בעניין שכן כבר נפסק כי המבחן לקביעת היותו של מידע בגדר מידע פנים הוא מבחן **תיאורטי**. השינויים שחלו בפועל בשערי ניירות ערך עם גילוי המידע, מבחן הפוסט פאקטום (post factum) מהווה מבחן עזר בלבד העשוי לשמש אינדיקציה למהותיות המידע.

"רכיב-משנה שני בהגדרת מידע-פנים הוא המועד הקובע לבחינת תגובתו ההיפותטית של הציבור על מידע-הפנים ("אילו נודע לציבור"). המבחן שהחוק אוזח בו ממקם עצמו לעת עשיית השימוש במידע-הפנים, דהיינו: לעת שפלוגי עשה שימוש במידע-פנים וקודם שהמידע נתגלה לציבור (ex ante). מבחן זה עולה מפורשות מתוך מילות החוק, המדברות על מידע "אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה". המבחן תולה עצמו בתיבה "אילו", דהיינו: דבר שלא היה ולא אירע: "לו הייתי רוטשילד". ראו עוד הגדרת המושג "איש פנים", המגדיר את המושג "היום הקובע". המבחן הוא אפוא מבחן היפותטי, ותולה הוא עצמו באותו אדם היפותטי הידוע בציבור בשם "האדם הסביר" (ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל פ"ד נג(4) 337, פס' 13 לפסק דינו של השופט חשין).

וכן:

"השאלה אם בפועל, לאחר שנודע המידע בציבור (ex post), השתנה מחיר נייר הערך, יכולה אמנם לסייע לבית-המשפט, אך אין היא העיקר. לא זו בלבד שיש קושי לנטרל את השפעת גילוי המידע על מחיר נייר הערך ולבחון אותו במנותק מגורמים אחרים, אלא שהסתמכות-יתר על השינוי שאירע בפועל במחיר נייר הערך לאחר גילוי המידע לציבור, תפגע בכוחה של נורמת ההתנהגות שאותה בא החוק לקבוע [ההדגשה שלנו]" (פרשת קרן, פס' 14 לפסק דינו של השופט גולדברג; ראו גם לאה פסרמן-יוזפוב דיני ניירות ערך – חובת הגילוי 185 (2009)).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

13. השאלה היא אפוא אם דוחות כספיים יכולים (באופן תיאורטי) לגרום לשינויים משמעותיים במחיר ניירות הערך. התשובה לכך ברורה וחד משמעית – מידע הכלול בדוחות כספיים עשוי בהחלט להביא לידי שינוי משמעותי במחיר ניירות הערך של החברה אשר דוחותיה מפורסמים.

המבחן להיותם של דוחות כספיים "מידע מהותי" אינו אם בדוח ספציפי של חברה ספציפית יש משום "הפתעה" או "חידוש", אלא **עצם פרסומם של הדוחות הכספיים הרשמיים מהווה את החידוש**.

יתכן כי לפני פרסום הדוחות לציבור יש הערכות בדבר התוצאות הכספיות. לעתים, החברה עצמה מפרסמת תחזיות בנוגע לתוצאות של הדוחות. ברם, עד למועד פרסום הדוחות, הדברים הם בגדר השערות בלבד. רק הדוחות הרשמיים, המאושרים על ידי דירקטוריון החברה ואשר מצורפת אליהם חוות דעת רו"ח לגבי מהימנותם, הינם מקור מוסמך היכול לאמת או לדחות את ההשערות ולכן הוא מידע חשוב למשקיע, ללא קשר לתוכן הדוחות (על הערך המצוי בעובדה שמקור הנתונים הינו בדוח כספי רשמי ראו שוב בעניין **בן ישראל**, פס' 27 לפסק דינה של השופטת ברק נבו).

יפים כאן גם דבריו של הנשיא ברק בפרשת **פולק**:

"מן המפורסמות הוא, כי ההסתמכות על מידע נגזרת לא רק מתוכנו, אלא גם ממקורו...: לא הרי שמועה כהרי דוח ברור וגלוי; לא הרי שברי מידע מעורפלים וסותרים כהרי דיווח הנדרש על פי חוק; לא הרי ידיעה בעיתון כהרי ידיעה ב"דו"ח סטטוטורי"; לא הרי מידע עיתונאי הבא וחולף כחדשות של יום אתמול כהרי מידע הנכלל באופן קבוע בדוח לרשות רשמית (רע"פ 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ נ' מדינת ישראל, פס' 13 לפסק דינו של הנשיא ברק (1997)).

14. דוחות כספיים הם אפוא מידע מהותי גם מקום שבו לא חל שינוי כלשהו במחיר ניירות הערך של החברה בעקבות פרסומם.

חיזוק לכך ניתן למצוא בתיקון מס' 32 לחוק ניירות ערך, התשס"ז-2007. בעקבות שכלול שוק ההון, והכנסת ניירות ערך חדשים למסחר, וביניהם ניירות ערך נגזרים כגון אופציות וחוזים עתידיים, הורחבה ההגדרה של "מידע פנים", כך שתכלול גם מידע הנוגע לחברה אשר אינו ידוע לציבור, ושאלו היה ידוע לו, היה גורם לשינוי משמעותי במחיר נייר ערך שבנייר ערך של החברה הוא נכס בסיס שלו (ראו לעניין זה, הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 32) (מידע פנים ותרמית במכשירים פיננסיים נגזרים), התשס"ו-2005, ה"ח 218).

גם חוסר שינוי של מחיר מניה של חברה בעקבות פרסום מידע, יכול לגרום לשינוי במחיר נייר ערך נגזר שאותה מניה היא נכס הבסיס שלו. לפיכך ברור שמידע פנים אינו רק מידע אשר גורם בפועל לשינוי משמעותי של מחיר מניה, אלא גם מידע אשר עשוי לגרום לשינוי כאמור.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

15. מכל האמור לעיל עולה כי דוחות כספיים מעצם טבעם הינם "מידע פנים", ועל כן עשיית עסקה בנייר ערך של חברה בשעה שנתוני הדוחות הכספיים שטרם התפרסמו לציבור מצויים בידי העושה היא עשיית עסקה במידע פנים.

משהגענו למסקנה כי כל דוח כספי באשר הוא הינו בגדר "מידע פנים" הרי שמתירת הדיון בשאלה התקדימית, אם רווחי שערך של נכסי נדל"ן, כשלעצמם מהווים מידע פנים.

למרות זאת, ולמעלה מן הדרוש, נדון גם בשאלה זו.

רווחי שערך כ"מידע פנים"

16. אין מחלוקת על כך שמידע הנוגע לרווחי חברה הוא מידע מהותי: "אשר לענייננו" שלנו, לא היה כל צורך שבית-המשפט ייעזר במומחים – או בראיות אחרות – כדי להגיע לכלל מסקנה כי רווחיות של חברה הינה גורם שיש בו כדי להשפיע על שיקוליו של משקיע סביר באורח "משמעותי" (פרשת רוזוב, פס' 18-19 לפסק דינו של השופט חשין (1999)).

(על חשיבות המידע הנוגע לרווחים או להפסדים של חברה ראו גם; ת"פ (שלום ת"א) 3305/92 מדינת ישראל נ' פרנקל, פס' י' לפסק דינה של השופטת ברכה אופיר-תום (פורסם בנבו, 18.9.1994). פרשת רותם-שלום; ת"פ (שלום ת"א) 5322/90 מדינת ישראל נ' חברת גיבור סברניה מפעלי טקסטיל בע"מ (פורסם בנבו, 12.7.1993); פרשת מהרשק; עדיני, בעמ' 463; צפריר, בעמ' 48-49; לאה פסרמן-יוזפוב "דיני ניירות ערך – התפתחויות ומגמות חדשות" קרית המשפט ה' 123, 140 (2005)).

17. ב"כ המשיב טענה בעניין זה שיש להבחין בין רווחים "רגילים" הנובעים מפעילות שוטפת של החברה ובין "רווחי שערך", הנובעים מהערכת שווי של נכסי הנדל"ן המניב של החברה.

שְׁעָרוֹךְ נכסים (Reappraisal of Property) הוא התאמת ערכם החשבונאי של נכסים קבועים, אם בכל שנה ואם לעיתים מזומנות, לערכים ולתנאים שוטפים (מעות – אגרון הכלכלה, המינהל והעסקים – www.maot.co.il/lex12/glossary/g_2580.asp (עורך: איתן אבניאון)).

בעקבות כניסתם לתוקף של כללי החשבונאות הבינלאומיים (IFRS) נכסי נדל"ן להשקעה (היינו - נכסי נדל"ן המוחזקים על מנת להניב הכנסות שכירות או לשם עליית ערך הונית או שניהם) של תאגידים מדווחים נרשמים בדוחות הכספיים בהתאם לשווי ההוגן, קרי, בהתאם למחיר שהיה מתקבל ממכירת הנכס במועד המדידה (ראו, תקן חשבונאות בינלאומי 40: נדל"ן להשקעה pdf.58_פרקwww.iasb.org.il/upload/ISXWXB8401 (להלן: "תקן 40")).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

18. אין חולק בין הצדדים כי הגידול המשמעותי בדוחות הכספיים של החברה נבע משערוך רווחי הנדל"ן של החברה ולא משינויים מפעילותה השוטפת.

לעמדת ב"כ המשיב, שינוי משמעותי ברווחי החברה שנובע משערוך נכסי נדל"ן אינו מהווה מידע פנים. הסיבה לכך, לדעתה, היא שהשערוך נעשה על בסיס נתונים שכבר גלויים לציבור.

נראה לנו כי די בהסברים לגבי רווחי השערוך שנתנה ב"כ המשיב עצמה בדיון בפנינו, כדי ללמוד על כך שאין ממש בטענה זו. ב"כ המשיב הסכימה כי בחישוב רווחי השערוך קיים גם אלמנט סובייקטיבי:

"יש מרכיב סובייקטיבי. יש מרכיב של נתונים, החלק הזה גלוי לנו כמו שהוא גלוי לאנליסטים ולכל משקיע מתוחכם. יש פן נוסף של הערכה והוא סובייקטיבי וכל אחד יכול להעריך אחרת את הנתונים. יכולה להיות גישה שמרנית וגישה יותר אופטימית ופחות זהירה. דווקא מהסיבה הזו נכון שזה לא חזוי בצורה מלאה, אבל זה פן רך סובייקטיבי שמושפע מהשקפת עולם ואינו מדויק" (פרוטוקול הדיון מיום 9.9.2013, עמ' 12 שו' 28-32).

גם הפסיקה שאותה ציטטה ב"כ המשיב, ושלפיה רווחי שערוך אינם מדע מדויק אלא נתונים לספקולציה, מחזקים את מסקנתנו, שבשל העובדה שרווחי שערוך כוללים מרכיב סובייקטיבי, לא ניתן לראותם כמידע הגלוי לציבור.

כך קבע השופט ג'ובראן לעניין הגמישות והספקולטיביות הגלומה בשערוך:

"שיערוך הנכסים נתון לספקולציות ויכול להיות מושפע משיקול דעתו של עורך התחשיב, ומהאינטרסים של מזמין התחשיב (ראו ת"א (מרכז) 3488-06-08 מעיינות עדן בע"מ (לא פורסם, 24.7.2008); אירית חביב סגל דיני חברות בישראל ב, 118; יוסף גרוס "מהו רווח הניתן לחלוקה" על פי חוק החברות? קרית המשפט ב' 67 (2002))" (ראו ע"א 8500/10 פרל נ' פ"ש ירושלים, פס' 48 לפסק דינו של השופט ג'ובראן (פורסם בנבו, 10.9.2012)).

כפי שציננה, ובצדק, ב"כ המשיב – ניתן לבצע שערוכים שונים, כולם לגיטימיים, של אותם נכסי נדל"ן. למשקיעים אין שום דרך לדעת מראש, לפני פרסום הדוחות הכספיים, באיזה שערוך תבחר החברה, ועל כן, אין בעובדה כי השערוך מבוסס על נתונים גלויים בכדי להפוך את תוצאתו הסופית למידע הידוע לציבור.

19. גם מעיון בתקן 40 (בנוסח אשר היה בתוקף במועד הפרה) עולה כי תאגיד מדווח עלול להגיע לתוצאות שונות באשר לשווי ההוגן של נכסי נדל"ן להשקעה שברשותו, ובלשון התקן: "במקרים מסוימים, המקורות השונים, שהוצגו בסעיף הקודם יכולים להביא למסקנות שונות לגבי השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה. הישות שוקלת את הסיבות להבדלים, כדי להגיע לאומדן המהימן ביותר של שווי הוגן במסגרת תחום של אומדני שווי הוגן סבירים" (תקן 40, סע' 47).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

די בכך שחישוב השערוך כולל מרכיב סובייקטיבי, הנקבע על ידי הנהלת החברה כדי לאיין את הטענה כי מדובר במידע הידוע לציבור. גם אם הציבור יכול לדעת את הפרמטרים הכלכליים המהווים בסיס לחישוב השערוך, אין ביכולתו לדעת מהי הערכתה הסובייקטיבית של הנהלת החברה, או באיזה אומדן מתוך אומדני שווי הוגן סבירים תבחר, ומכאן שאין לראות ברווחי השערוך מידע הידוע לציבור.

מאחר שכך, לא ראינו צורך להכריע בשאלה מיהו המשקיע הסביר והאם המשקיע הסביר מסוגל, בכלל, לדלות לבדו את הנתונים הכלכליים הנחוצים לצורך חישוב השערוך.

20. טענה נוספת של ב"כ המשיב הייתה כי גמישות שקול הדעת שנתון להנהלת החברה בקביעת מקדם ההיוון לצורך השערוך גורמת לכך שנתוני השערוך אינם מידע שציבור המשקיעים מייחס לו משמעות מהותית כלשהי. כתוצאה מכך, שינויים בשערוך של נכסי חברה, אשר אין מאחוריהם שינוי בהכנסות מפעילות תפעולית, אינם מוליכים לשינויים מקבילים בשער המניה של החברה בבורסה.

להוכחת הדברים, צרפה ב"כ המשיב לכתב התשובה חוות דעת כלכלית אשר הוכנה על ידי פרופ' חיים לוי ופרופ' משה (שיקי) לוי (להלן – "הפרופסורים") שהמסקנה העולה ממנה באופן חד משמעי היא שרווחי שערוך אינם מידע פנים.

לטענת הפרופסורים, רווחי השערוך ידועים לציבור ומגולמים במחיר המניה טרם פרסום הדוחות הכספיים. כמו כן, הפרופסורים המלומדים מצאו שאין קשר בין פרסום רווחי השערוך ובין תגובת מחירי המניות סמוך למועד פרסומם. הפרופסורים מגיעים למסקנה זו, בין היתר, על ידי ניתוח אמפירי של מחירי מניות של חברת נדל"ן מניב אחרות הפועלות בישראל.

לבסוף, טוענים הפרופסורים לא הייתה בידי המשיב כל אינפורמציה בעלת ערך כלכלי, ועליית המחיר ביום פרסום הדו"ח נבעה מהרכישות הגדולות שהמשיב בעצמו בצע.

הפרופסורים הפנו בחו"ד למחקר אשר פורסם בכתב עת אמריקני בשנת 1982 (Peter E.M. Standish and Swee-Im Ung, *Corporate Signaling, Asset Revaluations and stock Prices of british companies* 57 THE ACCOUNTING REVIEW 701 (1982)) הקובע כי רווחי שערוך אינם גורמים לשינויים במחירי ניירות הערך, וכי לפרסום רווחי שערוך בשוק משוכלל ויעיל כשוק המניות אין כל חשיבות כלכלית.

כפי שצינו, המבחן לקביעת היותו של מידע בגדר "מידע פנים" הוא מבחן תיאורטי. לפיכך, נתונים בדבר שינויים במחירי ניירות הערך, בין של החברה המדוברת ובין של

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

חברות אחרות, אינם יכולים להכריע בסוגיה. לעניין המחקר שציינו הפרופסורים, נעיר שמחקרים אחרים מגיעים למסקנות הפוכות (ראו למשל, Jomar Miranda Rodrigues, Jorge Katsuminiyama, Edilson Paulo - The Informational Content of Revaluation Reserves in the Brazilian Capital Market (2012), available at www.spell.org.br/documentos/download/9871).

21. טענה נוספת של ב"כ המשיב הייתה כי הנתונים בעלי החשיבות בדוחות כספיים של חברת נדל"ן מניב הם נתונים המתייחסים לפעילות תזרימית (כגון מדד ה-FFO, מדד ה-EBIDTA, מדד ה-NOI) ולא נתונים הקשורים בשערוך נכסי נדל"ן.

ברם, לטעמנו, העובדה כי קיימים מדדים חשובים נוספים לבחינת חברות נדל"ן מניב, אינה מביאה לידי למסקנה כי רווחי שערוך אינם מהותיים.

כמו כן, אנו מסכימים עם טענת ב"כ הרשות שלפיה די בעובדה כי ניתן לחלק דיבידנד מרווחי שערוך, כדי להפוך את המידע בדבר היקף הרווחים הללו למידע מהותי למשקיע הסביר.

כאן המקום לציין כי לדברי המשיב, החברה לא נהגה לחלק דיבידנד מרווחי שערוך ובתיקון לתשקיף שפרסמה החברה ביום 30.7.2012, נכללה התחייבות שלא לחלק דיבידנד מתוך רווחי שערוך (פרוטוקול הדיון בעל פה מיום 9.9.2013, עמ' 16 שוי-38-37). ברם, מאחר שמועד פרסום התשקיף מאוחר למועד ההפרה הנטענת, ברור כי במועד ההפרה, לא הייתה קיימת התחייבות כזו של החברה. נוהג של החברה שלא לחלק דיבידנד מרווחי שערוך (להבדיל מהתחייבות שלא לעשות כן) אין בו כדי למנוע חלוקה כזו בעתיד.

ב"כ המשיב הביאה בפנינו אסמכתאות רבות שעניינן ביקורת על האפשרות לחלק דיבידנד מתוך רווחי שערוך. לגישה, בשל הביקורת הרבה על חלוקת דיבידנד מתוך רווחי שערוך, לא ניתן לקבל את טענת ב"כ הרשות שלפיה מידע בדבר רווחי שערוך הוא מהותי שכן נגזרת ממנו אפשרות לחלק דיבידנד.

דא עקא, ביקורת על הדין הקיים, אין בה כדי לשנותו. לפיכך, לדעתנו, כל עוד ניתן יהיה על פי הדין לחלק דיבידנד מרווחי שערוך, יהיה המידע בדבר גובה רווח זה מידע מהותי למשקיע הסביר.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

יסוד נפשי: "והיה עליו לדעת כי מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה".

22. על כוונת המחוקק לכונן מנגנון אכיפה מינהלית שיטפל בהפרות מינהליות שהיסוד הנפשי הנדרש לביצוען הוא, לכל היותר, רשלנות ניתן ללמוד מדברי ההסבר להצעת חוק האכיפה המינהלית. כך נקבע שם ביחס להפרת השימוש במידע פנים:

"... הפרת השימוש במידע פנים דומה במהותה לעבירת השימוש במידע פנים הקבועה בחוק ניירות ערך, בשינויים אלה... 2. היסוד הנפשי של עבירת שימוש במידע פנים הוא מחשבה פלילית, קרי, מודעות... לעומת זאת, ההפרות המקבילות הכלולות בתוספת השביעית המוצעת מסתפקות ברשלנות (הן לעניין היות המידע מידע פנים והן לעניין היות מקור המידע איש פנים)" (דברי ההסבר להצעת חוק אכיפה מינהלית (הצעת חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התש"ע-2010 ה"ח 489, 441-440 ו-443)).

בהתאם לכך, היסוד הנפשי הנדרש בהפרת השימוש במידע פנים הינו יסוד נפשי של רשלנות. רשלנות משמעה אי נקיטה באמצעים סבירים, והיא נמדדת באופן אובייקטיבי באמצעות מבחן "האדם הסביר":

"אמת המידה הנשענת על מושג "האדם הסביר" או ה"אדם מן הישוב" משמשת לא רק לקביעת היקפה של חובת הזהירות החלה על אדם, אלא גם לבחינה האם במעשיו או במחדליו סטה מרמת הזהירות הנדרשת, והאם נקט באמצעי הזהירות הסבירים הנדרשים בנסיבות הענין... האחרייות מתמצה בחובה לנקוט אמצעי זהירות סבירים למניעת הנזק [ההדגשה שלנו]" (רע"פ 9188/06 עדי נ' מדינת ישראל, פס' 25 לפסק דינה של השופטת פרוקצ'יה (פורסם בנבו, 5.7.2010).

וכן:

"היסוד הנפשי ב"רשלנות" נבחן באמות מידה אובייקטיביות כלומר: אין בוחנים מה היה במוחו של הנאשם, אלא מה היה צריך להיות במוחו. לשם כך "בראו" בתי המשפט את ה"יצור" המתקרא "האדם הסביר [ההדגשה שלנו]" (ע"פ 385/89 אבנת נ' מדינת ישראל, פ"ד מו(1) 1, פס' 7 לפסק דינו של השופט לוין (1991); ע"פ 119/93 לורנס נ' מדינת ישראל" פ"ד מח(4) 1, פס' 12 לפסק דינו של השופט לוין (1994); ראו גם ש"ז פלר יסודות בדיני העונשין א 621-622 (2000)).

23. ב"כ המשיב טענה כי המשיב היה ער לכך שרכישת מניות החברה סמוך לפני מועד פרסום הדוחות הכספיים שלה, הינו עניין רגיש, ועל כן לפני ביצוע הרכישה התייעץ, בזמן אמת, עם היועצת המשפטית הפנימית וכן עם אנשי הכספים הבכירים של החברה שאמרו לו כי אין בדוח הכספי מידע מהותי שטרם נודע לציבור. התייעצות זו, כך ב"כ המשיב, מצביעה על כך שהמשיב לא התרשל, שכן נקט באמצעים סבירים לוודא שלא מצוי בידיו מידע פנים.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

אין בידנו להסכים עם ב"כ המשיב. לא מצאנו בישיבת ההתייעצות הספונטאנית, שהתקיימה ללא הכנה מוקדמת וללא בדיקה מעמיקה, נקיטה באמצעי זהירות סבירים על ידי המשיב.

היועצת המשפטית הפנימית, העמידה בפני המשיב תמונת מצב מעורפלת באשר לשאלה אם רכישת המניות טרם פרסום הדוחות מהווה הפרה של הדין והשאירה את החלטה לשיקול דעתו:

"ההחלטה באם לבצע את הרכישות או לא הייתה עצמאית של המנכ"ל. לאור תשובת אנשי הכספים כי אין כל מידע משמעותי או מהותי בדוחות, ולאור המידע המשפטי שהיה בידי כי אין כל עסקה או מאורע מהותיים, החליט המנכ"ל את מה שהחליט בדבר הרכישות. לו היה ידוע לי על מניעה כזו בפן המשפטי או בפן הכספי מאנשי הכספים, הייתי וודאי אומרת את דעתי כי אין זה מומלץ לרכוש מניות, אך לאור תשובתם בעניין והידיעות שהיו לי בהקשר המשפטי, לא מצאתי לנכון לקבלת חוות דעת בעניין או לאסור באיזושהו אופן על רכישה כזו. על אף שאין זה מתפקידי לאסור או לאשר רכישה כזו ע"י עובדי החברה, במובחן מהחברה" (הודעה 2א כהן, צורפה כנספח ב' לכתב הטענות, עמ' 12 ש' 10-1).

שאלה מעניינת העולה בעניין זה, היא האם ניתן לראות בחוות דעת של יועצת משפטית פנימית, בעניין עבירה או הפרה אפשרית של הדין על ידי המנכ"ל, אשר אליו היא כפופה, משום נקיטה באמצעים סבירים, שיש בהם כדי לפטור את המנכ"ל מאחריות. מאחר שבמקרה הנדון, לא ניתנה חוות דעת קונקרטית כאמור, נותר את השאלה לעת מצוא.

24. מהאמור לעיל ברור כי מי שאמרו למשיב שהמידע שבידו אינו בגדר "מידע פנים" ועל כן רכישת מניות של החברה בשעה שנתוני הדוחות הכספיים של החברה ידועים לו ואינם ידועים לציבור אינה בגדר עבירה או הפרה של חוק ניירות ערך, הם אנשי הכספים של החברה.

דא עקא, שאנשי כספים אינם מומחים לענייני משפט. גם אם הם מכירים את לשון החוק, אין הם מכירים את דקדוקי הפסיקה הנוגעת לפרשנות היסודות העובדתיים והנפשיים של העבירות או ההפרות השונות. ניתן להסתמך על חוות דעתם בכל הנוגע לתחום מומחיותם, היינו - לגבי נתונים מתוך הדוחות הכספיים, הבדלים בין דוחות כספיים עכשוויים לדוחות כספיים שקדמו להם וכו'. לא ניתן להסתמך על חוות דעתם בכל הנוגע לשאלות משפטיות.

השאלה אם פעולה כלשהי מהווה עבירה או הפרה של הדין היא שאלה משפטית, אשר התשובה לה צריכה להינתן על ידי משפטנים מומחים בתחום הרלבנטי.

נציין רק כי המשיב עצמו הדגיש כי אינו טוען להגנה של הסתמכות על חוות דעת משפטית (הגנת טעות במצב משפטי לפי סעיף 34יט לחוק העונשין, התשל"ז-1977) ועל כן לא ראינו מקום לדון בסוגיה זו.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

מאחר שכך, הרי שגם הסתמכות על חוות דעת של אנשי אקדמיה, מומחים לכלכלה, אינה יכולה להוות נקיטה באמצעים סבירים למניעת רשלנות.

ב"כ המשיב חזרה מספר פעמים בדבריה על כך שלדעת הפרופסורים, המידע שהיה בידי המשיב אינו בגדר מידע פנים. לדבריה, המשיב אומנם לא התייעץ עם הפרופסורים בזמן אמת, אך אילו היה עושה כן, היו אומרים לו שרכישת מניות החברה בסמוך לפני פרסום הדוחות הכספיים שלה, כשהמידע היחיד בדוחות הכספיים שהיה שונה מדוחות כספיים קודמים הוא מידע בדבר שערך, אינו עבירה פלילית, שכן אין בכך משום שימוש במידע פנים. לטענת ב"כ המשיב, העובדה כי שני פרופסורים מומחים בתחום המימון, בעלי שם ומוניטין הגיעו למסקנה שלא מדובר במידע שצפוי להשפיע על שער המניה שוללת את האפשרות לקבוע כי המשיב פעל ברשלנות.

אין בידנו להסכים לכך. המומחים הם פרופסורים לכלכלה. שאלת היותה של פעולה מסוימת עבירה או הפרה של הדין היא שאלה משפטית. אין די בקבלת חוות דעת של כלכלנים בנוגע לשאלה משפטית, גם אם חוות הדעת מתקבלת מראש, כדי להוות נקיטה באמצעים סבירים למניעת רשלנות.

אין לנו אלא לתהות מדוע, על אף שהיועצת המשפטית החיצונית הזהירה את המשיב מפני רכישת מניות החברה סמוך לפני פרסום הדוחות הכספיים, הוא בחר להתייעץ בעל פה עם עובדי החברה, ולא פנה אליה לשם קבלת חוות דעת משפטית בכתב.

נראה לנו כי אילו היה המשיב מקבל מיועץ משפטי חיצוני חוות דעת בכתב העונה על המבחנים אשר נקבעו בפרשות **תנובה וטגר** (ע"פ 845/02 **מדינת ישראל נ' תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית לישראל בע"מ** (פורסם בנבו, 8.1.2008); ע"פ 5672/05 **טגר בע"מ נ' מדינת ישראל** (פורסם בנבו, 21.10.2007) ניתן היה לראות בחוות דעת כאמור, נקיטה באמצעים סבירים אשר מהווה טענת הגנה מפני רשלנות.

25. בשולי הדברים נוסיף כי המשיב טען כי רכש את ניירות הערך כחלק ממימוש זכות על פי הסכם הייעוץ ולא בשל מידע פנים שהיה בידו. לעניין זה נבהיר, שלא זו בלבד שטענה זו אינה מסבירה מדוע לא החל לרכוש את ניירות הערך לאחר פרסום הדוחות (שהרי ממועד פרסום הדוח הכספי ועד למועד האחרון שבו על פי הסכם הייעוץ, יכול היה המשיב לרכוש מניות של החברה בבורסה נותרו כעשרה ימים) אלא שכבר נפסק בבית המשפט העליון שלשם הרשעה בעבירה של שימוש במידע פנים אין צורך להוכיח קשר סיבתי בין מידע הפנים לעשיית השימוש בו. די להראות שהרכישה בוצעה בשעה שמידע הפנים היה מצוי בידי הנאשם (פרשת **מהרשק**, פס' 51 לפסק דינו של השופט חשין).

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

באופן דומה, לצורך חיוב בהפרה המינהלית, אין צורך להוכיח קשר סיבתי בין מידע הפנים לרכישה, די להראות כי בעת ביצוע הרכישה, היה על המשיב לדעת כי מידע פנים מצוי בידיו.

26. אין ספק כי "איש פנים" סביר חייב להיות מודע לבעייתיות הכרוכה בביצוע השקעה במניות החברה סמוך לפרסום הדו"ח הכספי, קל וחומר בנסיבות המקרה דנן כאשר האזהרה שנשלחה מהיועצת המשפטית החיצונית הייתה צריכה להדליק נורה אדומה. בנסיבות אלה הוכחה רשלנותו של המשיב והיה עליו להוכיח כי נקט באמצעי זהירות סבירים כדי למנוע את ההפרה.

האמצעים עליהם הצביע המשיב לא היו מספקים ולא היו סבירים. העובדה שהמשיב חשד כי בידיו מידע פנים, אך נמנע מלברר חשד זה באופן מעמיק ורציני, אם על ידי התייעצות נוספת עם היועצת המשפטית החיצונית, או, אם בדרך של קבלת חוות דעת משפטית כתובה ומנומקת בעניין, אלא הסתפק בהתייעצות לא פורמלית וחפוזה עם עובדי החברה, הכפופים לו, מצביעה על התרשלנות מצדו.

לאור זאת, אנו קובעים כי המשיב בצע הפרה מינהלית של שימוש במידע פנים. המשיב, המהווה איש פנים בחברת ביג, עשה שימוש במידע פנים שהיה בידו, כשהיה עליו לדעת שהמידע שהיה בידיו הינו מידע פנים.

אמצעי האכיפה המינהליים

27. הרשות ביקשה בהודעה על אמצעי האכיפה להשית על המשיב עיצום כספי בגובה 700,000 ש"ח שיחולקו באופן הבא:

- (1) עיצום כספי בפועל בסך 350,000 ש"ח לפי סעיף 52(גא)(3) לחוק ניירות ערך ;
- (2) עיצום כספי על תנאי בסך 350,000 ש"ח לפי סעיף 52נח לחוק, אם ישוב לבצע הפרה מינהלית של שימוש במידע פנים במהלך שנתיים מיום החלטת המותב.

28. בדיון בעל פה טענה ב"כ המשיב כי העיצום הכספי אותו דרשה הרשות חורג מכל פרופורציה, והזכירה נסיבות מיוחדות של המפר שלדעתה יש להתחשב בהן, כמו היוזמה של המשיב לשנות את תנאי העסקתו, יוזמה שבמסגרתה ויתר המשיב על בונוסים בסכומים גבוהים. בנוסף, התייחסה לעברו האישי ולעיטור המופת שקיבל על לחימתו במלחמת יום הכיפורים. לגישתה, במקרה הרע, והרע בלבד, צריך להסתפק בקנס בשיעור נמוך ביותר.

בצדק, טענה ב"כ המשיב שצריך לקחת בחשבון גם את העובדה שגובה העיצום משקף את חומרת ההפרה ומשפיע על מידת הפגיעה התדמיתית שעלולה להיגרם למשיב.

29. לדעתנו, בנסיבות העניין הספציפי, הסכום שאותו מבקשת הרשות להשית על המשיב גבוה מדי.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

התרשמנו כי המשיב פעל בתום לב ולא מתוך תאוות בצע. דא עקא, עניין לנו בהפרה מינהלית שהיסוד הנפשי הדרוש לה הוא רשלנות הנבחנת באופן אובייקטיבי. על כן, מצבו הנפשי הסובייקטיבי, אין בו כדי להועיל לו.

המשיב, ולכך הסכימה ב"כ הרשות, לא בצע את הרכישות במסחר כדי לנצל את מידע הפנים שהחזיק בידיו באותו הזמן, אלא במטרה למקסם את רווחיו באמצעות הקטנת ההלוואה במסגרת הסכם הייעוץ.

30. בנוסף לכל זה, ראוי לציין כי בחודש מרץ 2012, עוד לפני שהחל הבירור המינהלי ברשות ניירות ערך בעניין זה, פעל המשיב, במסגרת תפקידו כמנכ"ל החברה, לגיבוש נוהל "הגבלת השימוש במידע פנים על-ידי יחידים בעלי תפקידים בחברה ובני משפחתם" (להלן – "הנוהל") (הנוהל, צורף כנספח ל לכתב הטענות).

הנוהל כולל איסורים ומגבלות על ביצוע עסקאות בניירות ערך של החברה על ידי אנשי הפנים בחברה ובני משפחתם ומטרתו, בין היתר, להתוות כללי התנהגות אישית בעניין זה.

הנוהל כולל הוראה שלפיה אין לבצע עסקה בניירות ערך החל מיום ה-1 לכל חודש שלפני המועד הצפוי לפרסום הדוחות הרבעוניים של החברה ועד לתום יום המסחר הראשון לאחר הפרסום כאמור.

בעצם גיבוש נוהל זה, מצאנו כי המנכ"ל פעל למניעת הישנות מקרים דומים בעתיד, על ידי קביעת הוראה חד משמעית אשר לא תשאיר מקום לשקול דעת של בעלי התפקיד בחברה.

31. בטיעוניה לעונש הציגה ב"כ הרשות שורה של פסקי דין פליליים, הדומים למקרה דנן מבחינת היקף פעילות, בכירותו של הנאשם וכו', שמהם עולה כי טווח הקנסות במקרים אלה הינו בין 150,000 ש"ח ל-450,000 ש"ח (ע"פ 6020/12 ע"פ נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 29.4.2013); ת"פ (שלום ת"א) 6008/00 מדינת ישראל נ' ורד, דינים שלום 2001(3) 49 (2001); 13662-11/12 (מחוזי ת"א) מדינת ישראל נ' פינקלשטיין (פורסם בנבו, 20.2.2013)).

אנו מודעים לכך כי המגמה הכללית בפסיקת בתי המשפט כיום היא להחמיר בענישה בעבירות כלכליות (ת"פ 8256-05/11 מדינת ישראל נ' קדץ, פס' 55-59 לפסק דינו של השופט כבוב (פורסם בנבו, 6.9.2012); עניין ע"פ).

ויודגש, מותב ועדת האכיפה המינהלית כבר העיר בתיק מינהלי 1/13 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ כי מגמת החמרה האמורה חלה גם בהליכים המינהליים בפני ועדת האכיפה המינהלית:

"ויוזכר, זה לא מכבר העיר בית המשפט העליון, בפרשת אייל ע"פ, כי הענישה בגין עבירת שימוש במידע פנים צריכה להיות חמורה, כזו הכוללת עונש מאסר בפועל,

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך

וזאת, תוך קביעה, כי מעתה יידע מי שעובר את העבירה כי יהיה צפוי למאסר (פרשת אייל עדן, בעמ' 13). אכן, אין הדברים חלים על ענייננו שבו נדונה בין היתר, הפרת שימוש במידע פנים, להבדיל, מן העבירה המקבילה בהליך הפלילי. עם זאת, ברור שמגמת החמרה חלה גם על ענייננו, ואין להוסיף" (תיק מינהלי 1/13 יו"ר רשות ניירות ערך נ' אפריקה ישראל תעשיות בע"מ, פס' 62 להחלטה (27.8.2013) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_8099.pdf).

עם זאת, מאחר שהתרשמנו, כאמור, כי המשיב פעל בתום לב, לא נראה לנו כי זה המקרה המתאים להחמרה.

במקרה הנדון, התרשמנו כי המשיב פעל בתום לב, אלא שכאמור, לא די בכך כדי לפטור אותו מהפרה שהיסוד הנפשי הנדרש לה הוא רשלנות.

סוף דבר

32. לאור כל זאת, אנו משיתים על המשיב עיצום כספי בסך כולל של 200,000 ש"ח כדלקמן:

- (1) עיצום כספי בסך 100,000 ש"ח בפועל.
- (2) עיצום כספי על תנאי בסך 100,000 ש"ח, והתנאי הוא שהמשיב לא יפר את ס"ק (9) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק ניירות ערך תוך שנתיים מיום מתן החלטה מינהלית זו.

העיצום הכספי ישולם תוך שבוע ימים מיום כניסתה לתוקף של החלטה.

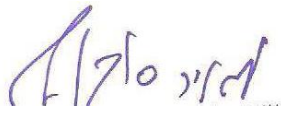
33. לפני חתימה נעיר, כי לא מצאנו בתיק זה נסיבות מיוחדות שבגינן נוכל להיעתר לבקשתו של המשיב שלא לפרסם את החלטה בעניינו מכח סמכותנו בסעיף 52(ב) לחוק ניירות ערך.

בהחלטה שניתנה לאחרונה בבקשה לדחות פרסום החלטה של מותב הוועדה עד לסיום דיון בעתירה מינהלית על החלטה, שהוגשה מטעם המשיבים קבעה השופטת רונן כי מהוראות חוק ניירות ערך עולה כי הפרסום הוא הכלל והעדר הפרסום הוא החריג. על כן, על המבקש למנוע את פרסום החלטה הנטל להוכיח קיומן של נסיבות חריגות המצדיקות זאת. המשיב לא הביא בפנינו נסיבות מיוחדות כלשהן ועל כן אין בידנו להיענות לבקשתו (ראו, עת"מ (כלכלית) 37447-10/13 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ נ' רשות ניירות ערך, 5-6 (פורסם בנבו, 18.11.2013)).

ניתן היום, 3 בדצמבר 2013.

ועדת האכיפה המינהלית

על פי חוק ניירות ערך



השופט (בדימי) יהושע גרוס ד"ר מאיר סוקולר
יו"ר המותב

ד"ר לאה פסרמן-יוזפוב, עו"ד

החלטה זו תיכנס לתוקפה בתוך 60 יום מהיום, קרי, ביום 3.2.2014 לפי סעיף 52נא(ב) לחוק
ניירות ערך; ותפורסם באותו יום באתר הרשות לפי סעיף 52ס(א) לחוק.