

ע"א 5320/90

בפני:
כבוד הנשיא מ. שמגר
כבוד השופט א. גולדברג
כבוד השופט י. מלץ

המעוררת: א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ

נגד

המשיבה: רשות ניירות ערך

**ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בת"א-יפו מיום 23.10.90
בתיק ע"ש 737/89 שניתן על ידי כבוד השופט מ. בן-יאיר**

בשם המעוררת: עו"ד ד"ר י. וינרוט; עו"ד עירית מנוחין

בשם המשיבה: עו"ד יעל ורבה-זלינגר

פסק דין

הנשיא:

1. ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו, אשר בו נקבע כי על החברה המערערת - א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ (להלן: "המעוררת" או "החברה הציבורית"), אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, להמציא לידי המשיבה (הרשות לניירות ערך - להלן: "הרשות") העתק מהדוח"ות הכספיים של חברת א.צ. ברנוביץ ובניו קבלנות ובנייה בע"מ (להלן: "החברה הפרטית").

הרקע העובדתי וההליכים בפני הערכאה הראשונה

2. אלו העובדות הצריכות לעניין, אשר סוכמו על ידי בית המשפט המחוזי:

המעוררת נוסדה כחברה משפחתית בשנת 1952 ועד להנפקת מניותיה לציבור, עסקה בעיקר בפעולות בנייה. במסגרת היערכותה להנפקת מניותיה לציבור, העבירה המערערת בשנת 1982 את כל עסקי הבנייה שלה לחברה הפרטית, הנשלטת בידי אותם בעלי הענין השולטים בחברה הציבורית, ועסקיה התמקדו, מכאן ואילך, בהשכרת נכסי דלא ניידים ובהשקעות בבנייה להשכרה שלא למגורים.

עוד לפני הנפקתן לציבור של מניותיה של החברה הציבורית, היא נתנה ערבויות לטובת בנקים מסחריים, להבטחת פרעונו של האובליגו הכללי (להבדיל מהבטחת עיסקה מסויימת) של החברה הפרטית באותם בנקים, וזאת בלא שניתנו כנגד ערבויות אלו בטחונות על ידי החברה הפרטית. כבטחון לערבויות אלו גם שיעבדה החברה הציבורית בשיעבוד קבוע חלק מנכסיה, לרבות דמי השכירות הנגבים מהם. בתמורה למתן ערבויות אלו קיבלה החברה הציבורית מהחברה הפרטית עמלה בשיעור 6 מיתרת החובות שלהבטחתם ניתנו הערבויות. הערבויות לא הוגבלו בתחילה בסכום קצוב, אך לאחר שהרשות ביקשה פרטים בנוגע לערבויות אלו - בוטלו חלקן, וסך כל הערבויות בערכים כספיים מתואמים למחצית שנת 1990 עמד על כ-6,500,000 ש"ח, סכום שהיה שווה ערך לכ-30 מההון העצמי המתואם של החברה הציבורית. דמי השכירות שגבתה החברה הציבורית מנכסיה המשועבדים להבטחת הערבויות היוו כ-95 מהכנסותיה מדמי שכירות לשנת 1987. עוד יצוין כי בשנת 1987 דיווחה החברה הציבורית על רווח בסכום של כ-205,000 ש"ח בעוד שבשנת 1988 דיווחה על הפסד בסך של כ-1,600,000 ש"ח.

לאחר דין ודברים שהתנהל בין הרשות והחברה הציבורית בנוגע למידע אודות הערבויות שנתנה לחברה הפרטית, דרשה הרשות מן החברה הציבורית ביום 3.5.89 העתק מהדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית. במכתב הדרישה הנ"ל קבעה הרשות כי הפרטים נחוצים על מנת "לבחון את החשיפה הקיימת לחברה (הציבורית), אם בכלל, בגין הערבות שנתנה החברה לחברה (הפרטית)...". ביום 9.7.89 שלחה הרשות מכתב נוסף (לאחר תזכורת) לחברה הציבורית ובו עיגנה דרישתה למסירת העתקי הדוח"ות הנ"ל בסמכות המוקנית לרשות על פי סעיף 36(ו) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק").

החברה הציבורית התנגדה לדרישה זו והגישה ערעור לבית המשפט המחוזי מכוח סעיף 14א' לחוק.

3. בפני בית המשפט קמא העלתה החברה הציבורית את הטעמים הבאים להצדקת התנגדותה לחשיפת העתקי הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית:

(א) סעיף 36(ו) לחוק מופנה כלפי החברה הציבורית כ"תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור" (סעיף 36(א) לחוק) בעוד שהדוח"ות הכספיים שגילויים נדרש הם רכושה של החברה הפרטית, שהיא אישיות משפטית נפרדת ואינה חבה בחובת הגילוי.

(ב) הגם שתאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור חייב לדווח על כל הסכם מהותי שכרת (לרבות הסכם ערבות), הרי שאין חובת הדיווח משתרעת על דוח"ות כספיים של חברה נערכת. קבלת עמדת הרשות בעניין זה תגרום להרתעתן של חברות פרטיות מהתקשרויות מסחריות עם תאגידים שניירות הערך שלהם הוצעו לציבור ותפגע בזכויות הפרט ובקניינין הפרטי של החברות הפרטיות. הזכות של חברות פרטיות להמנע מחשיפת סודותיהן מעוגנת בפקודת החברות (נוסח חדש), התשמ"ג-1983 (להלן: "פקודת החברות"), הפוטרת חברות פרטיות ממסירת דוח"ות כספיים לרשם החברות, ומאפשרת נגישות אל הדוח"ות רק לבעלי המניות.

(ג) בתקנות שהותקנו מכוח החוק הוסדרו חובות גילוי ספציפיות ביחס לערבויות הניתנות לבעלי עניין, ובין חובות אלו לא נכללה חובת ההגשה לרשות של דוח"ות כספיים של החברה הנערכת. מקום בו חפץ המחוקק בחשיפת דוח"ות כספיים של חברות שהתקשרו עם תאגידים מנפיקים - הוא הורה על כך במפורש (למשל, בנוגע לתאגידים הנותנים אשראי פיננסי).

(ד) סעיף 36(ו) ניתוסף לחוק במסגרת תיקון מס' 9 לאותו חוק. מאחר שתחילתו של התיקון ביום 1.11.88, אין להפעיל הוראותיו באופן רטרואקטיבי, היינו לגבי ערבויות שניתנו לפני תחילת התיקון.

כנגד טענות אלו השיבה הרשות כי סמכותה לדרוש גילוי הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית, נובעת מן האמור בסעיף 36(ו) לחוק, כשהבסיס לדרישתה הוא תפקידה על פי דין - לשמור על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך: הגילוי הנאות נאסף על תאגידים שניירות הערך שלהם הוצעו לציבור, וזאת מאחר שהתאגידים נהנים מכספי המשקיעים מקרב הציבור.

בנסיבות המקרה דנן, כאשר מדובר בחברה ציבורית וחברה פרטית הנתונות לשליטה של אותם בעלי עניין והחברה הראשונה ערבה לחובותיה של השניה בהיקף כספי נרחב וללא בטחונות כלשהם, כשהיא משעבדת את נכסיה בשיעבוד קבוע לבטחון הערבויות, הרי שהמידע הרלוונטי הטעון גילוי הוא זה שנוגע להיקף הסיכון שנטלה החברה הציבורית במתן הערבויות. מידע זה כולל, לבד מפרטי הערבויות, גם את מצבה הפיננסי של החברה הנערכת אשר ניתן לדלותו מעין דוח"ות הכספיים של החברה הפרטית.

הרשות התריעה כי אם תידחה גישתה יהיה בכך כדי להביא לעקיפת חובת הגילוי הקבועה בחוק ולסיכולה של מטרתו, שהיא שמירה על ענייניו של ציבור המשקיעים.

4. בית משפט קמא הגדיר את המחלוקת בין בעלי הדין כחובקת את שאלות קיומן והיקפן של חובות הדיווח והגילוי החלות על תאגידים אשר מציעים את ניירות הערך שלהם לציבור, כאשר יש לבחון סוגיה זו באספקלריה של היחסים המיוחדים בין החברה הציבורית והחברה הפרטית שבענייננו. בית המשפט קבע כי עיקרון היסוד עליו מושתתים דיני ניירות הערך הוא עיקרון הגילוי הנאות, וכי הוראות סעיף 36 לחוק נועדו להבטיח יישומו של עיקרון זה בתחום ניירות הערך המוצעים לציבור. חובת הגילוי, אלא בבית משפט קמא;

אינה הופכת את ענייניו של התאגיד לגלויים לחלוטין, אלא היא נתחמת על פי שתי מערכות של שיקולים: האחת - צרכי הגילוי וצרכי הידיעה של המשקיע הסביר, לפי נסיבותיו של כל מקרה, והשניה - המגבלות האובייקטיביות והסובייקטיביות של התאגיד. כך, למשל, חובת הגילוי אינה חלה מקום בו המידע אינו ברשותו או בידיעתו של התאגיד החב בדיווח, היינו כאשר התאגיד נעדר יכולת פיזית לספקו. החובה לא תחול גם במקרה בו המידע מצוי בידי התאגיד אך הוא איננו בעליו של המידע וחשיפתו של המידע לא הותרה על ידי בעליו או נאסרה מכוח הוראת דין מפורשת.

לגבי מערכת השיקולים הראשונה, קבע בית המשפט כי "מצבה הפיננסי והכלכלי של החברה הפרטית כחברה נערכת, הוא מידע דרוש למשקיע הפוטנציאלי בניירות הערך של החברה הציבורית", זאת משום היקף הערבוביות ביחס להונאה העצמי של החברה הערבה (30), דמי השכירות שקיבלה מנכסיה המשועבדים להבטחת הערבוביות (95 מדמי השכירות שגבתה ב-1987) ורווחים נמוכים ואף הפסדים בשנים הרלבנטיות לחברה הציבורית. אלה, יחד עם עובדת אי קבלת בטחונות מהחברה הפרטית כנגד הערבוביות שניתנו, הן נסיבות המעידות על קשר כלכלי הדוק, אשר עלול להוליך במקרה של מימוש הערבוביות לפגיעה קשה ביציבותה הכלכלית של החברה הציבורית. אליבא דבית המשפט, אין די בפרטים שהובאו לידיעת המשקיעים בחברה הציבורית, שכן אין אלו חושפים את רמת הסיכון הכרוכה בהשקעת המשקיע בניירות הערך של החברה הציבורית, כי רמת סיכון מושפעת מן האפשרות הריאלית למימוש הערבוביות ולא רק מעצם קיומן. הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית, הכוללים נתונים בדבר נכסיה והתחייבויותיה, הם בגדר מידע הדרוש למשקיע הפוטנציאלי בניירות הערך של החברה הציבורית, לצורך הערכת היתרונות והסיכונים הכרוכים בהשקעתו.

במישור השיקולים השני בחן בית משפט קמא את יכולתה של החברה הציבורית לחשוף את הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית, וזאת תוך דיון במהות היחסים בין שתי החברות. כדי לבחון את השאלה אם חובת הגילוי החלה על החברה הציבורית משתרעת גם על מידע ומסמכים השייכים לחברה הפרטית, נדרש בית המשפט לדוקטרינה של הרמת המסך בהתאגדות. בית המשפט הניח שדוח"ות אלו נמצאים גם ברשות החברה הציבורית ושיש לה יכולת פיזית לספקם, אלא שלא ניתנה לה הרשות של החברה הפרטית לחשיפתם. לפיכך נדרש בית המשפט לשאלה אם קיימת יכולת נורמטיבית לספק מידע זה.

לאור הראיות והעדויות שהוצגו לפני בית המשפט קמא, החברה הציבורית והחברה הפרטית הינן חברות אחיות, אשר לשתייהן בעלות זהה והתפתחו ביניהן קשרים כלכליים ופיננסיים הדוקים ומסועפים; בית המשפט כינה זאת - ה"זהות האישית והעניינית" בין שתי החברות. בית המשפט השתכנע כי לחברה הציבורית יש גם "יכולת נורמטיבית" (מלבד הפיזית) לחשוף את תוכן הדוח"ות הכספיים, ועל כן, מן הראוי להרים את מסך ההתאגדות בין שתי החברות, תוך שימת דגש על מידת הקירבה ומידת הזהות האמיתיות שבניהן.

בית המשפט ביאר כי המדובר אך ב"הרמת מסך מדומה", היינו אין המדובר בהתעלמות מהישויות המשפטיות הנפרדות של החברה הציבורית והחברה הפרטית, אלא הבחינה משתרעת רק על יכולתה הנורמטיבית של החברה הציבורית לחשוף את הדוח"ות של החברה הפרטית, על פי יכולתה של החברה הפרטית לעשות כן. בהקשר זה ציין בית משפט קמא כי אם לא יעשה כן במקרה זה, תסוכל תכליתה של הנורמה החקיקתית "המבטאת אינטרס ציבורי בעל חשיבות עליונה לגילוי מצבה הכלכלי והפיננסי של החברה הנערכת".

לגישתו של בית המשפט קמא, האינטרס הנ"ל יסוג באותם מקרים בהם החברה הערבה נעדרת יכולת פיזית או יכולת נורמטיבית לבצע את הגילוי האמור; אלא שלא כך בעניין שלפנינו, בו אין לתת לפרגוד הנוצר עקב האישיות המשפטית הנפרדת אותה משמעות, שתטשטש מציאות של יחסים כלכליים ועסקיים הדוקים ומסועפים.

המערערת טענה את דבר קיומו של הסדר שלילי לעניין חובת גילוי הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית. הסדר זה נלמד לשיטת המערערת מהוראותיהן של תקנה 45 לתקנות ניירות ערך (עריכת דוח"ות כספיים), התשכ"ט-1969, ותקנה 59 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנהו וצורתו), התשכ"ט-1969, אשר אינן כוללות, במסגרת חובת הגילוי המפורטת בהן, את הדוח"ות הכספיים של החברה הנערכת. בית המשפט דחה טענה זו וקבע כי הוראת סעיף 36(ו) לחוק, אשר על-פיה נדרש גילויים של הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית, מופעלת רק לאחר שקוימו הדרישות האחרות, הקבועות בחוק לתקנות ובסוף לאלו, זאת הוראות

עדיין סוברת כי דרושים פרטים נוספים כדי לקיים את חובת הגילוי הנאות. לפיכך, אין בהוראותיהן של התקנות הנ"ל כדי ללמד שחשיפת הדוח"ות חורגת מדרישת הגילוי הנאות.
בית המשפט יישם מסקנה זו גם לגבי הוראת סעיף 21א' לחוק, אשר מחייבת תאגיד בנקאי לכלול בתשקיפו דוח"ות כספיים של מקבלי אשראי; היינו, גם במקרה זה אין מדובר בהסדר שלילי המצמצם הפעלת הסמכות לדרוש גילוי דוח"ות של החברה הנערבת, לפי סעיף 36(ו) לחוק.

בית המשפט דחה גם את הטענה כי סעיף 36(ו) לחוק אינו חל על ערבויות שניתנו לפני תחילת התיקון, מאחר וראה כנקודת הזמן הקובעת את מועד הכללתו של הנתון הרלוונטי בדו"ח המוגש לרשות ולא את מועד היווצרותו. על כן, חלה חובת הגילוי לגבי הערבויות הממשיכות להופיע בדוח"ות השוטפים גם לאחר תחילת התיקון. הווי אומר, אין המדובר כלל בהפעלה רטרואקטיבית של הסמכות.

סיכומו של דבר, הערכאה הראשונה דחתה ערעורה של החברה הציבורית, ואישרה דבר חוקיותה של דרישת הרשות לחשיפת הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית.

מכאן הערעור שבפנינו.

הטענות בערעור

5. המערערת העלתה את הטענות הבאות:

- (א) הדוח"ות הכספיים של החברה הציבורית, ביחד עם חוות דעת רואי החשבון המתיחסות אליהן, כוללים גילוי נאות למשקיע ביחס לדרגת הסבירות לכך שהערבויות תמומשה. לעניין זה פרטה המערערת חובות מקצועיות המוטלות על רואה החשבון. בדוח"ות של החברה הציבורית לא בוצעו הפרשות בגין הסיכון למימוש הערבויות ולרואה החשבון של החברה לא היתה הסתייגות ביחס לדוח"ות אלה. בכך היה כדי לספק את המידע הנחוץ למשקיע.
- (ב) בחוק ובתקנות שהותקנו על פיו קיים הסדר שלילי באשר לגילוי דוח"ות כספיים של חברה נערבת, אף אם היא בעלת עניין.
- (ג) אין בנסיבות שלפנינו כדי להצדיק התעלמות מאישיותן המשפטית הנפרדת של החברה הציבורית והחברה הפרטית.
- (ד) הערבויות שניתנו ונכללו בדוח"ות הכספיים של החברה הציבורית טרם חקיקת סעיף 36(ו) לחוק הן בבחינת חיוב משפטי נמשך ואין לחברה הציבורית זכות לבטלן באורח חד-צדדי, ועל כן, אין היא יכולה שלא להמשיך ולכלול בדוח"ות הכספיים המתפרסמים על ידה. אולם, עצם ציון הערבויות בדוח"ות אינו מצדיק החלה רטרואקטיבית של הוראות החוק.

טענות המשיבה הן אלו:

- (א) טיעון המערערת בדבר המסקנה שיש ללמוד מאי ביצוע הפרשה בדוח"ות הכספיים של החברה הציבורית בגין סיכון מימוש הערבויות ומהעובדה כי רואה החשבון שלה לא הסתייג מהדוח"ות הכספיים, עומד בסתירה לטענותיה של המערערת בפני בית משפט קמא כי הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית אינם ברשותה. יתרה מכך, אם רצתה המערערת להסתמך על קיומם של גילויי הסיכון, בהסתמך על בדיקת מנהליה ורואי החשבון שלה, היה עליה להעיד נושאי משרה אלה ולהוכיח טענתה, ואז היה נותר לדון בשאלה משפטית והיא סמכות הביקורת של הרשות לגבי שיקול הדעת של רואה החשבון. דא עקא, איש מאלה לא העיד בענין זה. זאת ועוד, אין ללמוד מעצם קיום החובה המוטלת על רואי החשבון של החברה הציבורית לבדוק את מצב החברה הפרטית, על ביצועה של חובה זו הלכה למעשה. בהקשר זה הדגימה המשיבה על ידי הפניה לחובות אחרות המוטלות על החברה הציבורית מכוח החוק והתקנות שהותקנו על פיו ואשר, לדבריה, לא קויימו על ידי החברה הפרטית. לגוף הענין, לדעת

המשיבה הדוח"ות הכספיים של המערערת אינם כוללים גילוי נאות למשקיע בדבר רמת הסיכון למימוש הערבויות. מכל מקום, בידי הרשות סמכות לבקר את שיקול דעתו של רואה החשבון, וזאת מכוח סעיף 36(ז)(2) לחוק.

(ב) המשיבה רואה את עיקר הערעור בשאלת סמכותה של הרשות. היקף סמכותה של הרשות מוגדר בסעיף 2 לחוק והוא "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך". מאחר שהחוק דורש גילוי נאות מצד התאגידים שמניותיהם הוצעו לציבור על פי תשקיף, הרשות היא זו המפקדת על אכיפתה של חובת גילוי זו. דרישת הרשות במקרה דנן נשענת על סמכותה הקבועה בסעיף 36(ו) לחוק, ומתיישבת עם המטרות שבבסיס החוק הנ"ל.

(ג) טענת המערערת בדבר הרמת המסך היא מיתממת בשל יחסיה ההדוקים עם החברה הפרטית והיעדר שיקול עיסקי שהניע את החברה הציבורית לתת ערבויות לחברה הפרטית. מכל מקום, אין המדובר בהרמת מסך במובנה הקלאסי, אלא בבחינתה של היכולת של החברה הציבורית לחשוף את דוח"ות החברה הפרטית, כאשר חוק ניירות ערך הינו חוק ספציפי המעדיף את עיקרון הגילוי הנאות על פני יישום הדוקטרינות בדבר ישויות נפרדות, חסיון וכיוצא באלו; אין לנצל את הפרגוד המשפטי שבין המערערת לחברה הפרטית לצורך עקיפה של חובת הגילוי הקבועה בחוק.

(ד) סעיף 36(ו) לחוק בא להוסיף על הקבוע בחוק ובתקנות שהותקנו על פיו, בנוגע לחובת הגילוי של פרטים מסויימים.

(ה) מאחר וקיום הערבות הוא אירוע נמשך והערבות ממשיכה להופיע בדוח"ות של המערערת, הרי שאין הפעלה רטרואקטיבית של סמכות הרשות לפי סעיף 36(ו) לחוק.

6. נפנה עתה לשאלה המרכזית העומדת להכרעה בענייננו והיא האם פעלה הרשות לניירות ערך בתוקף הסמכות שהוענקה לה כאשר דרשה מהחברה הציבורית למסור לה את הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית הנערבת. בבואנו לבחון את היקף סמכותה של הרשות יש לצאת, בראש ובראשונה, מנוסח ההוראות שבחוק ניירות ערך ובתקנות שהותקנו על פיו, תוך פרשנותן של הוראות אלו לאור המטרה החקיקתית העומדת ביסודן.

סמכות הרשות לניירות ערך - עיקרון הגילוי הנאות

7. הרשות לניירות ערך כוננה מכוחו של סעיף 2 לחוק. החוק עצמו הוחק על בסיס דו"ח הועדה בראשות פרופסור אורי ידין המנוח, אשר מונתה ביום 14.3.62 על ידי שר האוצר, על מנת לייעץ ולהציע הסדר תחקיטי ומינהלי של הנפקת ניירות ערך, דרכי הפצתם והמסחר בהם בבורסה ומחוצה לה (ראה דברי הסבר להצעת חוק ניירות ערך, ה"ח התשכ"ה, 2). מסקנותיה של ועדה זו יכולות לשמש כלי עזר מנחה לצורך פרשנותו של החוק. לשם השוואה ניתן לפנות גם לדיני ניירות הערך הפדראליים של ארצות-הברית, אשר ההלכה הפסוקה לגביהם היא מפותחת ועניפה (לגבי אפשרות העיון ההשוואתי בדינים כגון אלה ראה, למשל, ד"נ 29/84, ד"נ 30/84, קוסי ואח' נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פד"י ל"ח (4) 505, 510).

סעיף 2 לחוק קובע כי הרשות לניירות ערך היא הגוף שתפקידו לשמור על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. כדי לממש תפקיד זה הוקנו לרשות סמכויות שונות ומגוונות, הן בשלב הנפקתם של ניירות הערך של החברה למסחר בבורסה לניירות ערך (השלב המכונה "השוק הראשוני"), והן בשלב בו ניירות הערך של החברה כבר נסחרים בבורסה (שלב המכונה "השוק המשני"). סמכויות הרשות בשוק המשני (הוא השלב בו נתגלעה המחלוקת שבפנינו) סבות בעיקרן על הגילוי המתמשך הנדרש מצד אותה חברה, בעוד שהסמכויות הנוגעות לשוק הראשוני נוגעות בעיקרן לגילוי הנושא אופי חד-פעמי (והנעשה על ידי פרסום תשקיף) (השווה:

L. LOSS, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION (BOSTON AND TORONTO, SECOND

(ED., 1988) P. 405

(להלן: LOSS). כאן, כפי שציין בית משפט קמא, עיקרון היסוד עליו מושתתים דיני ניירות ערך, ובכלל זה חוק ניירות הערך הישראלי, הינו עיקרון הגילוי הנאות. משמעו של עיקרון זה הוא מסירת מידע מלא ואודות החברה

(פרופ' י. גרוס, דיני ניירות ערך ובורסה (התשל"ג), 27; ראה למשל: ת"פ 31/73, מדינת ישראל נ' אברון, פ"מ התשל"ז(1), 329; ע"ש (ת"א) 272/89, נמרודי לנד דיבלופמנט בע"מ ואח' נ. הבורסה לניירות ערך, פ"מ התש"ן(1), 89).

בסיפרו הנ"ל מסכם LOSS את תולדותיו של עיקרון זה, ומסביר כי התפתחותו נבעה מהצורך במתן מענה למגמת הגידול בתאגידי ענק ולבעיות הנילוות לתופעה של פיזור הבעלות במניות וניתוקה של הבעלות בחברה מהשליטה בה (להשלכות הנובעות מאיפיון זה ראה למשל מאמרה של ד"ר א. חביב-סגל "זכויות הצבעה והפיקוח על מנהלי חברות ציבוריות", עיוני משפט ט"ו (התש"ן), 509). התפתחותה של הכלכלה המודרנית העלתה את הצורך בגיוס הון על ידי התאגידים באמצעות מכירת ניירות ערך לציבור. מכירת ניירות הערך לציבור שונה מעסקת מכר רגילה בכך שבדרך כלל אין מפגש פרסונאלי בין קונה למוכר. זו אף זו, להבדיל ממכר רגיל, ניירות הערך הינן מצרך מסוג מיוחד בכך שהן תעודות אשר ערכן הריאלי (היינו ערך החברה שהן מייצגות תביעה כלפיה) אינו גלוי על פניהן (להבדיל משטר כסף, למשל); זאת בשעה שהנתונים בדבר הערך האמור מצויים בידי החברה ונגישים למנהליה ולבעלי השליטה בה (V. BRUDNEY AND M. A.). (CHIRELSTEIN, CORPORATIONS FINANCE, MINESOTA AND NEW-YORK, 3rd Ed., 1987, P. 988). לפיכך, המירו דיני ניירות הערך את כלל המכר הבסיסי הידוע של ROTPME TAEVAC ("יזרה הקונה") בפילוסופיה של גילוי מלא מצידה של החברה-המוכרת, ובלשונו של בית המשפט העליון של ארצות-הברית:

"WE HAVE RECOGNIZED TIME AND AGAIN THAT A 'FUNDAMENTAL PURPOSE' OF THE VARIOUS SECURITIES ACTS 'WAS TO SUBSTITUTE A PHILOSOPHY OF FULL DISCLOSURE FOR THE PHILOSOPHY OF CAVEAT EMPTOR AND THUS TO ACHIEVE A HIGH STANDARD OF BUSINESS ETHICS IN THE SECURITIES INDUSTRY'".

(BASIC INCORPORATED V. LEVINSON, 99 L.ED. 2D 194 (1988) 210)

(להלן: פרשת BASIC)

חובת הגילוי המוטלת על החברות אשר ניירות הערך שלהן ניסחרות בבורסה, עיקרה בחשיפתם של הנתונים הרלוונטים למשקיע ובמניעת הטעייתו, ואין מטרתה לכוון דרכיו של המשקיע או להמליץ בפניו בבחירת השקעותיו. כפי שמציין LOSS בסיפרו הנ"ל (בעמ' 32), מטרת חוקי ניירות הערך לא היתה ליטול מן האזרח את זכותו הבסיסית "להשתטות" (ראה גם האמור בסעיף 21(ב) לחוק) אלא היא נועדה - אם בדרך של מניעת פעולה (למשל, גילוי מטעה שיש בו תרמית) ואם בדרך מניעת המשכה של התנהגות במחדל (אי גילוי עובדה שהיעדרה עלול להטעות את המשקיע הסביר) - למנוע מאחרים להפוך את המשקיע לנטול תבונה (ראה גם ההגדרה בסעיף 1 לחוק של "פרט מטעה"). זאת ועוד, לא ניתן לנהל שוק הון הוגן ללא פומביות הגונה, שכן מניפולציה והתנהגות לא הגונה בשוק ההון משגשגות בתנאי מסתורין וסודיות (ראה פרשת BASIC, בעמ' 207).

עיקרו של דבר, מקובל לראות פעלו של הגילוי בשניים: האחד - הספקתו של בסיס מידע נאות למשקיעים, באופן המאפשר קבלת החלטות רציונאליות בנוגע להשקעותיהם; השני - הרתעתם של בעלי הכוח בחברות ציבוריות מתרמית והתנהגות מניפולטיבית, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם (ראה: סיפרם הנ"ל של BRUDNEY AND CHIRELSTEIN בעמ' 989; סיפרו של LOSS בעמ' 152; גרוס, בסיפרו הנ"ל, בעמ' 230). מובן כי קיימת זיקה הדוקה בין הגילוי המלא לבין קיומו של שוק יעיל לניירות ערך, שכן בעזרת החשיפה של מידע רלוונטי יש לשוק יכולת להגיב בזריזות לשינויים הנוגעים למצבה של החברה (ראה למשל: FARRA'S, (COMPANY LAW (LONDON AND EDINBURGH, SECOND ED., 1988) AT P. 438

מלומדים רבים מדגישים את הקשר בין שיחרורו של מידע אמין ומלא לבין קיומו של שוק ניירות ערך יעיל (ראה, למשל, E.F. FAMA "EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK" 25 J. FIN VOL (1970) 383; J. H. LORIE, "INSIDER TRADING: RULE 10B-5, הינו שוק יעיל"; DISCLOSURE, AND CORPORATE PRIVACY: A COMMENT" 9 J. LEGAL STUDIES (1980) 819; R. J. HAFT, "THE EFFECT OF INSIDER TRADING RULES ON THE INTERNAL EFFICIENCY OF THE (LARGE CORPORATION", MICHIGAN LAW REVIEW, VOL 1051 (1982).

להבחנה בין גישות המצדדות בצמצום חובת הגילוי למול עמדת חוק ניירות ערך הישראלי, ראה פרופ' א. פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים לישראל (ירושלים-התשמ"ט), בעמ' 22, והערות שם.

זאת ועוד, יש הסוברים כי אפילו אם אין בגילוי משום השפעה ישירה על מצבה הכלכלי של החברה, הרי מקום בו מדובר בעיסקה יוצאת דופן עם בעלי עניין, המידע אודות עיסקה כאמור יהא מהותי עבור המשקיע הסביר. לחשיפתו של המידע יש במקרה כזה השפעה ישירה על המצב הכלכלי של החברה, מאחר ויש לו השפעה ישירה וחיובית על היושר של ההנהלה וביצועיה (ראה: סיפרו הנ"ל של LOSS בעמ' 152).

בהשאלה ובהשוואה לענייננו יפים הדברים שנאמרו על ידי בית משפט זה בתחום משפטי אחר והוא חובת הגילוי הנוגעת להסכמים קואליציוניים:

"בצדק צוין, כי אור השמש הוא המטהר הטוב ביותר, ואור המנורה הוא השוטר היעיל ביותר (ראה L. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY (1914) CH.5) ... היא תאפשר ביקורת ציבורית ותגביר את אמון הציבור ברשויות השלטוניות ותחזק את מבנה המשטר והממשל".
(דברי השופט ברק בבג"צ 1601/90, בג"צ 1602/90, בג"צ 1603/90, בג"צ 1604/90, שליט ואח' נ. ח"כ פרס ואח', פד"י מ"ד(3), 353, 364, וראה גם: בג"צ 1635/90, ז'רז'בסקי נ. ראש הממשלה מר יצחק שמיר ואח', פד"י מ"ה(1), 749, 787).

סעיף 36(ו) לחוק ומסגרת הסמכות.

8. לאור העקרונות הללו יש להבין את המטרה שבבסיס הוראות החוק וברוח זו יש לפרש את האמצעים החוקיים שניתנו בידי הרשות לשם הגשמתה של המטרה הנ"ל, היינו, לשם אכיפתה של חובת הגילוי הבאה להגן על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. מגמת החוק היא לשאוף לגילוי מושלם, עד כמה שרק ניתן, של הפרטים הרלוונטיים (ראה גם ת"פ 31/73 הנ"ל, בעמ' 338). באספקלריה זו יש לפרש את האמור בסעיף 36(ו) לחוק, אשר בו עיגנה הרשות את סמכותה במקרה דנן לבקש מהחברה הציבורית את חשיפתם של הדוחות הכספיים של החברה הפרטית.

זה לשונו של סעיף 36 לחוק:

"36. (א) תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור על פי תשקיף חייב להגיש לרשות ולרשם דו"חות או הודעות לפי פרק זה כל עוד ניירות הערך שלו נמצאים בידי הציבור; תאגיד שניירות ערך שלו נסחרים בבורסה או רשומים בה למסחר חייב להגיש דו"חות או הודעות לפי פרק זה לרשות, לרשם ולבורסה.
(ב) שר האוצר יתקין, לפי הצעת הרשות או לאחר התייעצות עמה ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, תקנות בדבר הפרטים שיש לכלול בדו"חות או בהודעות האמורים, צורתם ומועדי עריכתם והגשתם, לרבות פרטים שיש לכלול בדו"חות או בהודעות האמורים לפי מיטב ידיעתם של דירקטורים בתאגיד.
(ג) תקנות לפי סעיף זה יתייחסו לכל ענין החשוב, לדעת שר האוצר, למשקיע סביר השוקל קנייה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד, ויכול שיתייחסו לכל דבר מן הדברים המפורטים בסעיף 17(ב) ויחייבו, נוסף על דו"ח תקופתי, גם דו"ח מיידי על אירועים מסויימים.
(ד) שר האוצר רשאי להתקין תקנות לפי סעיף זה דרך כלל או לסוגים של תאגידיים או ניירות ערך, או לפי כל סיווג אחר.
(ה) תאגיד כאמור בסעיף קטן (א) חייב להגיש לרשות, לפי דרישה מיוחדת שלה או של יושב ראש הרשות או משנהו, דו"ח מיידי על אירוע או ענין, אם לדעתם מידע אודותיו חשוב למשקיע סביר השוקל קנייה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד או של חברה-אם או חברה-בת שלו.

(ו) תאגיד כאמור בסעיף קטן (א) חייב למסור בכתב לרשות, לפי דרישה שלה או של עובד שהיא הסמיכה לכך, הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בדו"ח או בהודעה לפי פרק זה.

(ז) הרשות רשאית להורות לתאגיד, לאחר שניתנה לו הזדמנות נאותה להשמיע את טענותיו, להגיש, תוך תקופה שתורה -

(1) דו"ח המתקן דו"ח שהוגש לפי סעיף זה או דו"ח שכלול חוות דעת בנוסף על חוות דעת שנכללה בו, אם נוכחה כי דו"ח שהוגש לה אינו כנדרש לפי סעיף זה, או כי פרטים שנמסרו מכוח הוראת סעיף קטן (ו) מחייבים מתן הוראה כאמור;

(2) דו"חות כספיים, חוות דעת או סקירה של רואה החשבון שביקר או סקר אותם או של רואה חשבון אחר במקום אלה שנכללו בדו"ח שהוגש לרשות, אם לדעתה הם לא נערכו לפי העקרונות החשבונאיים המקובלים וכללי הדיווח המקובלים ואינם משקפים בצורה נאותה את מצב עסקי התאגיד.

(ח) שוכנעו הרשות או יושב ראש הרשות כי נבצר מתאגיד פלוני להגיש דו"ח או הודעה לפי פרק זה במועד שנקבע לכך בתקנות, רשאים הם להאריך את המועד להגשתו.

הסעיף הנ"ל הובא בנוסחו המתוקן, לרבות סעיף קטן (ו) שבו, אשר הוסף בתיקון מס' 9 לחוק ניירות ערך, תיקון אשר לגבי הסדריו נאמר בכנסת כי:

"בראש ההסדרים האלה הוא הגילוי הנאות, משום שאנשים חייבים לדעת מה הם רוכשים, ולפיכך בחוק הזה, בשורה ארוכה של סעיפים הגברנו את עוצמת הגילוי הנאות של ניירות הערך הנסחרים, או המוצעים לציבור, והגברנו את הפיקוח על הגינות המסחר, בעיקר מצד הסמכות של הרשות לניירות ערך, אשר היא המוסד הממונה מטעם החוק בנושא זה על הבורסה".

(דברי חבר הכנסת יורם ארידור, אשר הגיש את הצעת התיקון בשם ועדת הכספים למליאת הכנסת (ד"כ 109-111, ישיבה מיום 20.7.88 בעמ' 3871)).

לאור הרציונאל הגלום בדרישת הגילוי ובשל הקושי המעשי והנורמטיבי בפירוטן וצפייתן של כל העיסקאות והמצבים אשר מן הראוי לגלותם ולשפוך אור עליהם, לא יהיה זה נכון לראות בסעיפים המסדירים גילויים של טיפוסים מקרים משום רשימה סגורה, וזאת, אף אם לסוגי מקרים אלה איפיונים משותפים לעיסקה או חברה כזו או אחרת, אשר אינן נכנסות לקטיגוריה שהוגדרה באופן ספציפי בדין ואשר לגביהן מתבקש גילוי נוסף. לעיתים יתכנו השתלבותם והצטברותם של נתונים ואיפיונים המייחדים חברה או עיסקה מסויימת בצורה ובמידים כאלו שיש בהם כדי לעורר את הצורך לשפוך אור על הנתונים. הסדרתה של קטיגוריה ספציפית באופן מפורש בחוק ובתקנות שהותקנו על פיו יכולה לנבוע מן התדירות הגבוהה של הופעתה או בשל כך שהמחוקק לא צפה בזמנו את כל סוגי המקרים הטעונים גילוי. אולם אין בכך כדי לשלול תחולתם ויישומם של עקרונות הגילוי, הבאים לידי ביטוי בחוק ובתכליתו, על ידי פריסה רחבה יותר מזו העולה מרשימת המקרים המוסדרים בתקנות. בעניין זה יש לבחון כל מקרה לגופו לפי נסיבותיו.

אכן, מקובל עלי כי מטעמי וודאות וציפיות יש להעדיף כי לגבי מירב המצבים יפורטו מראש דרישות הגילוי והדיווח בחוק ובתקנות שהותקנו על פיו, על פני המצב בו תהיה לרשות סמכות רחבה ובלתי מוגדרת להטיל חובת גילוי על החברה המנפיקה או הנסחרת. ברם, הרב גוניות והמורכבות בסוגי העיסקאות ובחיי הכלכלה (והשוני בין מקרה למקרה, מחייבים הענקת גמישות מסויימת בעניין זה לרשות. הצורך בגמישות ניצפה גם על ידי ועדת ידן (ראה: סעיפים 60-62 ו-132 לדו"ח הועדה)).

הצורך במרווח לשיקול דעת של הרשות עולה גם מן האמור בפרק ג' לחוק שכותרתו "תשקיף והיתר לפירסומו", הודן בתקופה בה טרם נמצאים ניירות הערך בידי הציבור, ומקום בו מובאות ההוראות הדנות בהיקפו של הגילוי הנאות הנדרש ממי שמציע ניירות ערך לציבור.

כך, קובע סעיף 16(א) לחוק את הכלל כי:

"תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו וכל פרט ששר האוצר קבע בתקנות לפי סעיף 17".

הנוסח מלמד כי סוגי הפרטים המנויים בסעיף הם מצטברים זה לזה, וכי סמכות השר באה להוסיף על המידע שיידרש, מניה וביה, אף ללא הוראה בתקנות, לפי מהותו של העניין. בסעיף 18(ג) לחוק נקבע, במילים הדומות לאלו שבסעיף 36(ו) לחוק, כי "המציע חייב למסור לרשות בכתב, לפי דרישתה, הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בטיטוט התשקיף ולכל דבר אחר שהרשות תידרוש הבהרתו", ובדומה נקבע גם בסעיף 20(א)(1) לחוק כי הרשות רשאית לדרוש מן המציע לכלול בתשקיף פרט נוסף על הפרטים שהובאו בטיטוט התשקיף, או פירוט נוסף על הפירוט הנדרש בתקנות לפי סעיף 17, וזאת אם היא סבורה שבנסיבות המקרה עניין זה חשוב למשקיע הסביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים.

בדומה, נלמד מסעיף 36(ו) לחוק, כי הוא בא להשלים ולהוסיף על הקבוע ביתר הוראות החוק והתקנות שהותקנו על פיו. כך תתקיים המטרה שבבסיס חובת הגילוי הן בכל הנוגע לאמור בפרק ג' לחוק בשלב ראשית המסחר, והן בשלב מהלך המסחר. אין כל טעם שבהגיון או במדיניות לגרוע גריעה של ממש מן האלמנטים הטעונים גילוי ומהיקפה של חובה זו במועד בו החברה כבר בשלב השוק המשני של המסחר בניירות הערך שלה. התשקיף הינו אירוע חד-פעמי הנדרש רק לפני הנפקת ניירות הערך של החברה למסחר ויש לשמר ולהתמיד בקיום המנגנונים המקדמים אותה המטרה שבבסיס חובת הגילוי אף בכל מהלך הסחר המאוחר יותר בניירות הערך בבורסה לניירות ערך.

9. האם הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית הנערבת הינם בגדר "הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בדו"ח או בהודעה לפי פרק זה", והאם כדן דרשה הרשות לניירות ערך את גילויים? תשובתי לכך תהיה חיובית, אך נדון בשאלות אלו לפי סידרן.

נושא הערבויות שנתנה החברה הציבורית (המערערת) לצדדים קשורים הופיע בדו"ח הכספי של החברה הציבורית ליום 31.3.85 (3/נ) ותכתובות בנוגע לנושא זה הוחלפו בין הרשות והחברה הציבורית. בפרוטוקול מיום 16.4.89 השיבה החברה הציבורית לשאלת הרשות בדבר מידת הסיכון הפוטנציאלי אליו נחשפת החברה הבורסאית במתן הערבויות לחברה הפרטית, כי:

"מידת הסיכון הינו ניתוח ההתחייבויות של החברה הקבלנית למול הנכסים שברשותה והערכת חוסנה הפיננסי והניהולי. יתר על כן, מידת הסיכון משתנה מעת לעת לאור פעילות החברה".

בהמשך לכך שלחה הרשות את בקשתה להמציא לה העתק מהדוח"ות הכספיים ליום 31 בדצמבר 1987 של החברה הנערבת, וזאת, לדבריה, על מנת שתוכל לבחון את החשיפה הנוצרת, אם בכלל, בגין הערבות שנתנה החברה הציבורית לחברה הפרטית הנשלטת על ידי אותם בעלי-עניין. משלא נענתה המערערת לדרישה זו שלחה הרשות ביום 9.7.89 דרישה נוספת והפעם עיגנה בקשתה במפורש בסעיף 36(ו) לחוק.

אין חולק כי מבחינה לשונית עולה מן האמור בסעיף 36(ו) לחוק האפשרות הפרשנית, לפיה מוסמכת הרשות לדרוש כל "מסמך" בקשר לערבות זו, לרבות הדוח"ות הכספיים של החברה הנערבת, כאשר הערבות הינה "פרט הכלול בדו"ח" לפי פרק ו' לחוק. לגישת המערערת סעיף זה נועד על מנת לאפשר לרשות לאכוף את דרישות הגילוי והדיווח הפרטניות השזורות בתקנות שהותקנו מכוח סעיף 36 לחוק; הא ותו לאו. לגישת באי הכוח המלומדים של המערערת, רשאית הרשות על סמך הסעיף 36 לחוק לדרוש, למשל, המצאת הסכם מהותי אשר החברה הציבורית צד לו, אם יש לה יסוד סביר להניח כי תיאורו בדו"ח התקופתי אינו תקין לאור הנדרש בתקנה 25 לתקנות ניירות ערך (דוח"ות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970. אולם, אין סעיף 36 לחוק מסמיך את הרשות להרחיב את היקף הגילוי.

המערערת מבקשת חיזוק לעמדתה בכך שהמחוקק ומחוקק המשנה התייחסו בפירוט רב לפרטים מסויימים וקבעו מפורשות מהו היקף הגילוי הנדרש לגביהם. המערערת הצביעה על שורה של הוראות בחוק ובתקנות המדגימות הסדרים כאלה. כפי שכבר נאמר לעיל, טענה זו אינה מקובלת על "חוק" ו"חוק" המסורה של הרכיב

חובת הגילוי, כפי שהיא מוסדרת בחוק, ובשל הזיקה הקיימת בין סעיפי החוק המסדירים את חובת הגילוי בתקופות שונות בחיי המסחר של ניירות הערך של החברה, המלמדת על הצורך בדרישת הגילוי אף בשלב היסחרותם של ניירות הערך של החברה בבורסה לניירות ערך. כבר הצבענו על כך כי מן הנמנע לציין ברשימה סגורה את כל המצבים והעיסקאות הטעונים גילוי לציבור המשקיעים. לכך יש להוסיף כי גם צורת הגילוי אינה קבועה בכל סוגי המצבים. היקפה הבלתי מוגבל לכאורה של חובת הגילוי (לפחות בכל הנוגע לפרסומו של התשקיף) עולה מן האמור בסעיף 16 לחוק הקובע כי התשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו; סעיפים 18(ג) ו-20(א) לחוק (ובייחוד האחרון) קובעים כי הרשות רשאית לדרוש פרטים נוספים על המצוי בטיוטת התשקיף, וכך הוא גם סעיף 36(ו) לחוק. לעיתים למדים על הפרטים הטעונים גילוי מקצוות חוטים ומרסיסי מידע הנובעים מפרטים הכלולים בדו"ח או בהודעה לפי פרק ו' לחוק (או מן המובא בטיוטת התשקיף), ואשר מהם ניפתח הצוהר לדרישת פירוט נוסף אשר ישפוך אור על אותו פרט הדורש הסבר, המובא בדו"ח התקופתי.

סיכומו של דבר - דרישת הגילוי לפי סעיף 36(ו) לחוק משתרעת גם על מצבים אשר לא הוזכרו במפורש במקום אחר בחוק או בתקנות, כמחייבי גילוי. סעיף זה בא בעליל להוסיף ונראה כי דווקא זו הרבותא בהוראת חוק זו. זאת ועוד, כשם שאין הוראה זו מפרטת (ואינה יכולה לפרט לאור ייעודה) את המצבים והעיסקאות הטעונים גילוי, כך גם אין היא קובעת את האופן והדרך לפיהם יישפך האור, בנוקטה לשון של: "הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים" הצריכים להימסר לה בכתב בקשר לפרטים הכלולים בדו"ח או בהודעה לפי פרק ו' לחוק.

סעיף 36(ו) לחוק - הפעלת הסמכות

10. שאלה נפרדת היא אם בדין דרשה הרשות מהחברה הציבורית חשיפתם של הדוחות הכספיים של החברה הפרטית.

סמכותה של הרשות לדרוש כל הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בדו"ח או בהודעה לפי פרק ו' לחוק אינה בלתי מוגבלת. הרשות היא גוף ציבורי הפועל על פי דין אשר כללי המינהל הציבורי חלים עליו (השווה: ע"ש (ת"א) 272/89, נמרודי לנד דבלופמנט בע"מ ואח' נ. הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ, פ"מ תש"ן (2) 89), ועל כן, יש לתחום את סמכותה של הרשות לפי סעיף 36(ו) לחוק, בהתאם להיקפה של חובת הגילוי אשר בשם הגשמתה דרשה הרשות מן החברה הציבורית חשיפת הדוחות הכספיים של החברה הפרטית.

כמוסבר כבר, הגילוי הנאות נועד לאפשר למשקיעים מקרב הציבור שקילה רציונאלית של קניה ומכירה של ניירות ערך שנועדו להיסחר או הנסחרים בבורסה. הגילוי משיג מטרת נוספות ושלובות בזו הראשונה, אלו הן יעילות שוק ניירות הערך והפיקוח על מי שבכוחם להשפיע על ענייני החברה הנסחרת. אמת המידה שנגקטה בחוק ובתקנות שונות שהותקנו מכוחו היא אמת מידה נורמטיבית, אשר פניה אל המידע החשוב למשקיע הסביר (ראה, למשל: סעיפים 16(א), 19, 20, 36(ג) ו-(ה) לחוק; תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (עריכת דוחות כספיים), התשכ"ט-1969; דו"ח ועדת ידן בפיסקה 63; גרוס, בסיפרו הנ"ל בעמ' 27 המדבר על ה"משקיע העתידי"). משמע, חשיבותו של המידע צריכה להיבחן דרך משקפיו של "משקיע סביר"; אין המדובר במשקיע מתוחכם במיוחד, כפי שאין הכוונה למשקיע חסר הבנה. יש גם לזכור כי חלק ניכר מההשקעה בבורסה לניירות-ערך אינה נעשית על-ידי החזקה ישירה של המשקיע אלא דרך משקיעים מוסדיים שונים (קרנות נאמנות, קופות גמל, חברות ביטוח וכיו"ב). גם בעובדה זו יש כדי להשפיע על עיצובה של אמת המידה של המשקיע הסביר, ובהתאם לכך על תחימתה של חובת הגילוי.

ככלל, ניתן לומר כי חובה זו תחול לגבי כל מידע שהינו מהותי למשקיע הסביר, ואשר אין מיגבלה חוקית או מיגבלה שבסבירות המצדיקה מניעת גילוי. אמת המידה של ה"מהותיות" (MATERIALITY), יהנה זו השלטת במשפט האמריקאי, שם נקבע כי למרות שאופיין של העובדות המהותיות (MATERIAL FACTS) משתנה לאור נסיבותיו של כל מקרה נתון - ניתן להכליל ולומר כי חובת הגילוי משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מיכלול האינפורמציה שעל בסיסה

יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לעניין (פרשת BASIC בעמ' 208; TSC (INDUSTRIES INC. V. NORTHWAY INC. 426 U.S. 438 (1976)).

הרשות היא, כפי שצויין, גוף הפועל על-פי דין ועליה לפעול על כן בסבירות ובהגינות. מיתחם הסבירות של הרשות ייקבע בהתחשב בכך שהיא גוף מקצועי האמון על ביצוע תפקידיו. מבלי לגרוע ממיכלול העילות היכולות לשמש עילה להתערבותה של ערכאת הערעור, ניתן לציין כי אם החלטת הרשות נופלת בתוך מיתחם הסבירות, לא יטה בית המשפט להתערב בבחירתה של הרשות המינהלית, זאת בלי לגרוע מהיקף סמכותו של בית המשפט שלערעור.

הפועל היוצא של אלה הוא כי הרשות רשאית, ולעיתים אף חייבת, לדרוש גילוי של מידע מהותי כהגדרתו לעיל, כאשר אין מגבלה חוקית או מגבלה שבסבירות המצדיקה מניעת גילוי.

יחד עם זאת, יש להימנע מקביעת אמת מידה רחבה מדי של "מהותיות", שכן השכר עלול אז לצאת בהפסד במובן זה שהמשקיע עלול להיות מוצף בפרטים חסרי חשיבות שאין בינם לבין קבלת החלטות על בסיס מידע מוצק, ולא כלום (פרשת BASIC בעמ' 208). מאחר והמצבים האופייניים הנופלים בגידרה של חובת הגילוי הוסדרו בחוק ניירות ערך ובתקנות שהותקנו מכוחו, יש להניח כי המקרים בהם יתבקש גילוי נוסף על מה שמוזכר בחוק ובתקנות, לא יהיו מרובים. מכל מקום, על הרשות להפעיל סמכותה מכוח סעיף 36(ו) לחוק במקרה נתון, בסבירות ותוך שימת הלב לעובדה כי אף הוודאות והיציבות הינם ערכים הראויים להגנה בהקשר לכל הנוגע לשוק ההון, ובייחוד נכון הדבר בשעה שניירות הערך של החברה כבר ניסחרים בבורסה.

שאלה נוספת המתעוררת בעניין זה היא עד כמה יש מקום לבחון, בעת עיצוב חובת הגילוי את יכולתו של התאגיד, החב בדיווח, לעמוד בדרישת הגילוי ולספק את המידע המהותי שגילוי נדרש. לעיתים המידע אינו ברשותו של התאגיד, לעיתים המידע ברשותו אך אינו בבעלותו או שיש איסור חוקי, חוזי או משפטי אחר, לגלותו. המחוקק נתן דעתו לבעייתיות זו במקרים מסוימים וחייב צד שלישי למסור לתאגיד פרטים הדרושים לו כדי למלא חובת הגילוי (למשל, סעיף 17(ג) לחוק המחייב בעל עניין למסור למנפיק פרטים כפי שנקבעו בתקנות על בעל עניין במנפיק ותיאור התקשרויותיו עם המנפיק, וראה גם סעיף 37 לחוק בכל הנוגע לשלב בו מניות החברה כבר ניסחרות בבורסה). בהמשך נרחיב מעט בעניין זה גם בהקשר לפטור אפשרי מגילוי, בנסיבות מסוימות. ניתן לכאורה לצפות מצב בו דרישת הגילוי תבוא על סיפוקה בהבלטה ובפירסום דבר סירובו של הגוף אשר אינו כפוף לחוק ניירות ערך, לשתף פעולה ולעזור לחברה הנסחרת בבורסה במימוש חובתה, בצירוף לנתונים שהובילו את הרשות לדרוש את הגילוי. בכך יהא מעין איתות למשקיעים, שכן יש והשתיקה היא סימן שאינו מבשר טובות -

"SILENCE MEANS BAD NEWS"

ראה: EASTERBROOK AND FISCHER - במאמרם:

"MANDATORY DISCLOSURE AND THE PROTECTION OF INVESTORS" 70, VIRGINIA LAW REVIEW (1984) 669.

מכל מקום, שאלת היכולת איננה מתעוררת באופן מעשי בהקשר שלפנינו: נוכח הזהות של בעלי השליטה בשתי החברות, נראה כי פתוחה בפני החברה הציבורית האפשרות לקבל מידי החברה הפרטית את הדוח"ות הכספיים של זו האחרונה ולגלותם כנדרש.

במקרים אחרים בהם נדרש מידע והחברה המתבקשת טוענת כי אינה מסוגלת לספקו בשל היותו בידי גורם שלישי, יש לציין עובדה זו באופן מפורש וגלוי בכל פירסום רלבנטי.

.11

הסמכויות המוקנות לרשות אינן הכלי המשפטי היחיד לחשיפת המידע עבור המשקיע הסביר. קיימות מערכות דינים נוספות וניבדלות המשרתות מטרה זו במידה זו או אחרת, אם במישרין ואם בעקיפין. מערכות דינים אלה הן לעיתים משלימות לסמכויות הרשות ולעיתים חופפות להן. כך, למשל, לפי פקודת החברות מוקנות לכולי עלמא זכויות עיון במסמכי החברה המצויים בתיק החברה אצל רשם החברות (ראה סעיף 388 לפקודת החברות); הוא הדין לגבי בעלי המניות ובעלי אג"ח ולגבי מסמכים מסויימים שבמשרדי החברה (ראה, למשל, סעיפים 120 ו-214 לפקודת החברות). חוק ניירות ערך עצמו מסדיר זכויות עיון מסויימות לגבי תסקירי

שהותר פרסומו ומסמכים הנזכרים בו, וכן כל דו"ח והודעה שהוגשו לפי הסעיפים 36 עד 37 (ראה סעיף 44 לחוק).

מערכת דינים נוספת היא זו המסדירה את חובות ההתנהגות (אמון וזהירות) החלות על נושאי המשרה בחברה (ראה פרק ד' לפקודת החברות). כך, למשל, חייב נושא משרה לגלות לחברה כל ידיעה ומסמך הנוגעים לענייניה שבאו לידי בתוקף מעמדו בחברה (סעיף 96כז'א) (4) לפקודת החברות) וכן מהותו של כל עניין אישי שיש לו בהתקשרויות החברה, לרבות כל עובדה או מסמך המהותיים לעניין (סעיף 96כט' לפקודת החברות וראה יתר הוראות סימן ד' לפרק ד' לפקודת החברות). זאת ועוד, בחברה שניירות הערך שלה הוצעו לציבור על-פי תשקיף ונמצאים בידי הציבור, מכהנים גם דירקטורים מקרב הציבור, אשר להם מוקנית הזכות לבדוק את מסמכי החברה ומסמכים ומידע מכל סוג שהוא, הקשורים לניהולה (סעיף 96יב'א) לפקודת החברות). לבקשת דירקטור מקרב הציבור רשאי בית המשפט לצוות על אכיפתה של הזכות הנ"ל, ואף להחילה על ספרים, מסמכים ונכסים של כל תאגיד קשור לחברה, אלא אם כן ראה בית המשפט כי המידע המבוקש אינו קשור באופן סביר לתיפקודו של הדירקטור הנ"ל (סעיף 96יב'ב) לפקודת החברות). דירקטור כאמור אף זכאי לקבלת סיוע של מומחים מקצועיים, על חשבון החברה, לצורך ביצוע נאות של תפקידו (ראה הפרוצדורה לכך בסעיף 96יג' לפקודה). על דירקטור מקרב הציבור מוטלת חובה להודיע על עניין של החברה שנתגלתה בו לכאורה פגיעה בחוק, בנוהל עסקים תקין או בטוהר המידות. עליו להביא עניין זה מיידית לידיעת יושב ראש הדירקטוריון ואם לא מכוונסת ישיבת דירקטוריון בעניין או שתוצאותיה אינן מניחות דעתו של הדירקטור מקרב הציבור, עליו להודיע על כך לרשות. (על הקשר בין חובות האמון לבין עיקרון הגילוי הנאות ראה גם סיפרם הנ"ל של Brudney and Chirelstein בעמ' 993). ניתן להסיק כי חובת הגילוי נגזרת כאן מחובת האמון.

על מערכת היחסים בין החברה ובעלי הכוח בה, לבין הציבור השוקל לרכוש ניירות ערך ולבין הציבור שכבר רכש ניירות ערך, עשויות לחול גם נורמות התנהגות מכוח דיני החוזים. אמרנו בד"נ 7/81 (פנידור חברה להשקעות פיתוח ובניין בע"מ ואח' נ. קסטרו, פד"י ל"ז(4), 673, 695-7), כי המגמה היא שעל החברה ומנהליה הפועלים עבודה לקחת בחשבון לא רק את טובתם של בעלי המניות אלא גם את טובתם של עובדי החברה, צרכניה והציבור הרחב בכללותו. בניסיונות אלו פסק דין נדרשנו לניתוח היסוד של חובת תום הלב המוטלת על מנהלי החברה הנושאים ונותנים בשם החברה עם צד שלישי, וראינו בה ביטוי נוסף לתפיסות המודרניות בדבר חובת האמון והזהירות המוטלת על המנהלים כלפי צדדים מחוץ לחברה. הוספנו שם כי חובה זו לנהוג בדרך מקובלת ובתום לב יכולה ללוש צורתו של מחדל או של אי גילוי עובדות כשעל פי הנסיבות היה מקום לצפות שהאדם המנהל משא ומתן יגלה אותם לצד השני. גילוי כאמור יכול מסירת פרטים יזומה של מידע החיוני למי שנמצא במשא ומתן לקראת כריתת חוזה (ולא רק גילוי כתוצאה משאלות הצד שכנגד). נקיטת הפעולה האקטיבית של גילוי נדרשת במיוחד "כאשר ברור לבעל המידע שבין מנהלי המשא ומתן, שקיים פער ממשי בין הכוונה של הצד השני לבין מה שהוא בר-השגה על פי המצב המשפטי והעובדתי לאמיתו". תום הלב כולל את החובה לגלות ולהבהיר עובדות מטריאליות לפני כריתת החוזה, אם הדבר מתחייב לאור מהותה של העיסקה או לאור נסיבותיו של המקרה (שם, בעמ' 697).

אי הגילוי יכול אף לעלות כדי הטעייה במובן סעיף 15 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973. לענייננו ניתן להוסיף ולהפנות אל סעיף 39 לחוק החוזים, ככל האמור בחובת הגילוי כלפי מי שכבר מחזיק במניות החברה.

הסדר חוקי נוסף המאפשר אכיפת הגילוי הינו מינויו של חוקר עסקים לחברה לפי סעיף 223 לפקודת החברות. לחוקר כזה סמכויות נרחבות הכוללות, בין השאר, את הזכות לדרוש מנושאי משרה בחברה הצגתם של כל הפנקסים והמסמכים שבידם או שברשותם, וחקירתם של אישים אלה ביחס לעסקי החברה.

מן הכלל אל הפרט

12. במקרה שבפנינו בדין דרשה הרשות מן החברה הציבורית חשיפתם של דוחות כספיים של החברה הפרטית הנערבת, המצוייה בשליטתם של בעלי השליטה בחברה הציבורית. מסקנה זו מתבקשת לאור נסיבותיו של המקרה שבפנינו.

חובות הגילוי במישור של עיסקאות עם בעלי עניין, אשר הם במקרה שלנו בעלי השליטה בחברה הציבורית והחברה הפרטית עצמה (ראה ההגדרה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך), נושאות אופי מיוחד. בנוסף למטרה של שיחור מידע לשם קבלת החלטה רציונאלית מצדו של המשקיע הסביר ויעילות השוק, מודגשת כאן המטרה של פיקוח על בעלי השליטה בתאגיד והרתעתם מפני פעולות אשר יהא בהן משום SELF DEALING, משמע, עשייה לביתם על חשבון שאר בעלי המניות מן הציבור. בשעה שהתאגיד עושה עיסקה עם בעלי העניין ובמיוחד עם מי שהוא בעל שליטה של ממש בתאגיד, יכול להתעורר חשד או חשש לכאורי בדבר קיומם של מניעים אישיים של בעלי העניין האוחזים בחבל העיסקה בשני קצותיו, פעם כמי ששולט בתאגיד הנסחר ופעם כמי שנכנס עמו לעיסקה.

החברה הציבורית נתנה לבנקים מסחריים ערבויות לטובתה של החברה הפרטית הנשלטת על ידי בעלי השליטה בחברה הציבורית. ערבויות אלו באו להבטיח את האובליגו הכללי של החברה הפרטית בבנקים. המערערת לא קיבלה כל בטחונות כנגד ערבות זו בשעה שהיא מצידה שיעבדה בשיעבוד קבוע חלק מנכסיה והזכויות הנובעות מהם, לרבות דמי שכירות, להבטחת הערבויות הללו. בתחילה היו הערבויות בלתי מוגבלות בסכום, אם כי במשך הזמן, בערכים כספיים מתואמים לפברואר 1990, היו הערבויות בסכום שהיווה 30 מההון העצמי המתואם של המערערת. דמי השכירות שקיבלה המערערת בשנת 1987, מנכסיה המשועבדים להבטחת הערבויות, היוו 95 מהכנסות המערערת משכר דירה בשנה זו. היקף הערבויות היו ניכר ומשמעותי (כך גם לגישת המערערת בהודעת הערעור). הן ניתנו כאמור ללא כל בטחונות עבור נתינתם מאת החברה הפרטית בשעה שהמערערת שיעבדה נכסיה לבטחון ערבויות אלו, והמדובר בנכסים אשר הניבו בשנה מסויימת סכום רב.

בא כוחה המלומד של המערערת טען כי אין בבטחונות הללו כדי להרע את מצבה של החברה הציבורית, מאחר שאותם נכסים משמשים גם כבטחונות ליתרת החוב של החברה הציבורית לבנקים.

אין מקום לשעות לטענה זו; אין ידוע לנו באיזו דרגת עדיפות מצוי כל אחד מהנושים ובנוסף, ברור כי כל בטוחה נוספת מגדילה את הסיכון ומקטינה את הרווח השירי של בעלי המניות המשקיעים בחברה הציבורית, והמשקיעים האחרים בה. מלבד היקפן, יש לזכור כי הערבויות לא ניתנו להבטחת עיסקה מסויימת של החברה הפרטית, שאז, ייתכן והמשיבה היתה מסתפקת בגילוי הפרטים בעניין העיסקה המסויימת, אשר לגביה ניתנו הערבויות.

דומה שגם המערערת איננה חולקת על עובדת היותו של הסיכון הכרוך במימוש הערבויות משום מידע מהותי הנחוץ למשקיע. כך, למשל, בחקירתו על ידי חוקרי הרשות ביום 6.5.86 (נ/8) אומר מר אריה ברנוביץ, מבעלי השליטה בשתי החברות, כי במידת הצורך משתמשת החברה הפרטית בחברה הציבורית כגב. כזכור, המערערת השיבה בפגישה שנערכה בינה ובין המשיבה ביום 16.4.89 כי מידת הסיכון הפוטנציאלי, אשר לו נחשפת החברה הנסחרת בעצם מתן הערבויות "הינו ניתוח ההתחייבויות של החברה הקבלנית למול הנכסים שברשותה והערכת חוסנה הפיננסי והניהולי. יתר על כן, מידת סיכון משתנה מעת לעת לאור פעילות החברה". בכך יש אף משום הצבעה על הנתונים הרלוונטים לאומדן הסיכון הנ"ל, והם הנתונים הפיננסיים של החברה הפרטית. גם על המערערת מקובל כי המידע המעניין את המשקיע הסביר הוא הערכה בדבר הסיכוי לכך שהערבויות תמומשנה, והיא אינה גורסת כי די בציון מיכלול הנסיבות האופפות את העיסקה, הא ותו לאו.

מהמקובץ לעיל אין מנוס מן המסקנה כי מצבה הכספי של החברה הפרטית הנערבת הוא מידע מהותי למשקיע הסביר, בייחוד לאור ממדי הערבויות ותנובת הנכסים המשועבדים להבטחת אותן ערבויות. הדברים אמורים שלא במנותק מן העובדה שהחברה הנערבת היתה בשליטתם של אותם בעלי שליטה בחברה הציבורית - מאפיין אשר בהצטברו לתנאי עיסקת הערבות נשאו דיוננו, מעורר חשד ממשי לניגוד עניינים. כבר מצינו בפסיקה התייחסות לכך כי שליטה זהה בשתי חברות מצריכה התייחסות ביקורתית יותר, המלווה בחשדנות מסויימת לגבי כל עיסקה יוצאת דופן ביניהן, שכן קיימת נטיה טבעית להסדיר את היחסים ביניהן באופן הנוח לבעלי השליטה ולא לפי צרכי וענייני החברות עצמן (ראה: ע"א 414/87 וערעור שכנגד, רכב ישראל בע"מ נ' פקיד שומה תל אביב 2, פד"א י', 207, 211). נתונים חשובים ביותר על מצבה הפינננסי של חברה, בייחוד לאור העובדה כי אנו עוסקים בבירור מצבה של חברה שהאובליגו הכללי שלה נערב, מופיעים בדוח"ות הכספיים של החברה (ראה, למשל, ספרו הנ"ל של FARRAR, בעמ' 444), עניין, לא נראה כי יש מקום

לטענה כי גילוי פרט זה ייחשב כמשני וחסר חשיבות וכמכביד על המשקיע הסביר בנסיבות העניין. המידע העולה מדוח"ות אלו של החברה הפרטית חשוב למיכלול האינפורמציה שיקבל המשקיע הסביר הן כמידע בעל ערך המאפשר לו לקבל הערכה מבוססת על הבסיס הפינאנסי העומד מאחורי החברה הציבורית, היינו - מידע המשקף ערך אמיתי של השקעתו, וכן חשוב בהיותו משקף את תום ליבם וההצדקה העיסוקית לפעולתם של בעלי השליטה (לעניין זה השווה האמור בתקנות 22 ו-23 לתקנות ניירות ערך (דוח"ות תקופתיים ומידיים), (התש"ל-1970)). למידע זה יש גם חשיבות במסגרת המנגנון של פיקוח והרתעה של אנשי הפנים בחברה. כפי שאומרים המלומדים BRUDNEY AND CHIRELSTEIN, בסיפרם הנ"ל (בעמ' 989), פעלה של דרישת הגילוי הינו, בין השאר:

"...TO SHED LIGHT ON THE BEHAVIOR OF CORPORATE INSIDERS, AND IN THAT WAY TO HAVE THE DISINFECTING CONSEQUENCES OF SUNLIGHT".

13. המערערת טענה כזכור כי הדוח"ות הכספיים של החברה הציבורית, ביחד עם חוות דעת רואה החשבון בגינם, כוללים גילוי נאות למשקיע ביחס לדרגת ההסתברות שהערבויות ימומשו. לעניין זה הצביעה על הוראות שונות המבטיחות כי התאגיד הנסחר בבורסה ימלא אחר החובה המוטלת עליו לערוך את הדוח"ות לפי עקרונות חשבונאיים וכללי הדיווח המקובלים. המערערת סקרה את העקרונות החשבונאיים המחייבים רואי חשבון להעריך את הסיכוי לכך שהערבויות ימומשו, והסיקה מהם כי יש לסמוך על חוות הדעת של אלו בבודקם, בין היתר, את מצבה הכלכלי של החברה הפרטית. לגישת המערערת, מתבצע בדרך זו הגילוי הנאות, שכן יש לדידה לאזן בבחינת חובת הגילוי בין אינטרסים שונים ומאחר והמידע המעניין את המשקיע הוא ההערכה בדבר הסיכוי לכך שהערבויות ימומשו, די באמור בדוח"ות הכספיים של החברה הציבורית ובחוות הדעת של רואה החשבון. באם האחרון מעריך כי אין סיכוי לכך שהערבויות ימומשו, אזי אין לחשוף את הדוח"ות של החברה הפרטית, ובכלל זה פרטים בדבר היקף רווחיה.

סעיף 36(ו) לחוק קובע כי לרשות או לעובד שהיא הסמיכה לכך סמכות לדרוש הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בדוח"ח או בהודעה לפי פרק זה. היינו - גם מהאמור כאן למדים כי חובות הגילוי משתרעות אף על קביעת הרשות בדבר האופן וצורת הגילוי ההולמות בנסיבות העניין (וראה: EASTERBROOK AND FISCHER, "MANDATORY DISCLOSURE AND THE PROTECTION OF INVESTORS" 70, VIRGINIA LAW REVIEW (1984) 669. ראה גם סיפרו של FARRAR בעמ' 440, המבאר כי לסוגי חברות שונים ייתכנו דרישות גילוי שונות).

הרשות מצאה לנכון כי אופן הגילוי המתאים בנסיבות העניין שלפנינו יהיה בדרך של חשיפת הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית הנערבת. גישה זו מקובלת עלי.

אכן, כבר נפסק כי תפקידו של רואה-החשבון אינו מצטמצם לעריכת ביקורת אריתמטית של הדוח"ות הכספיים, אלא עליו לדאוג שהמאזן יהיה מדויק ככל האפשר ושיכלול את כל הפרטים הדרושים על פי דין (ע"פ 620/75, מדינת ישראל נ. קריב ואח', פד"י ל"א(3), 589, 607). ברם, העובדה כי בדוח"ות הכספיים של החברה הציבורית לא בוצעה הפרשה בגין הסיכון למימוש הערבויות ולרואי החשבון לא היתה הסתייגות ביחס לדוח"ות, איננה בחינת סוף פסוק הסותם את הגולל על סמכויות הרשות. כדי ללמוד על מצבה של החברה וההגינות בה הפעילו בעלי הכוח את שליטתם לייזומה של העיסקה בה מדובר, היתה הרשות רשאית ללכת בדרך המלך ולהיעזר ב"כלי" בלתי אמצעי, היינו - דוח"ותיה הכספיים של החברה הנערבת. אין לשכוח גם את הטעם שעמד בריקעה של דרישת הגילוי, החורג מסקרנות גרידא בדבר הציפיות כי הערבויות ימומשו. ממיכלול הנתונים והתנאים שנתלו לעיסקה זו עלה החשד לגבי ההצדקה הכלכלית של העיסקה. את המשקיע הסביר במניותיה של החברה הציבורית מעניינת הן ההערכה בדבר הסיכוי כי הערבויות ימומשו והן פיקוח על יושרם של בעלי השליטה שמא הם נגועים בניגוד עניינים.

תוכנה של חובת הגילוי וצורות מימושה עשויות לקבל משמעות מיוחדת עת מדובר בעיסקאות עם בעלי ענין (ראה גם האמור בסעיף 44א' לחוק לפיו הנותן חוות דעת הנדרשת לפי החוק לא יהיה בעל עניין במנפיק שחוות הדעת מתייחסת אליו). כפי שאמר בית המשפט הפדראלי לערעורים של המחוז הראשון בארצות-הברית בנוגע לעובדות הטעונות גילוי במצבים של ניגודי עניינים: *המסמך לקוח מתוך "דיניס ועוד" באדיבות הוצאת הלכות*

"CERTAIN FACTS MIGHT BE MATERIAL IN THE CONTEXT OF A ONE-SIDED TRANSACTION THAT WOULD NOT BE MATERIAL IN THE CONTEXT OF AN ADVERSARIAL TRANSACTION. THEREFORE, ALTHOUGH THE SAME STANDARD OF MATERIALITY WOULD APPLY TO BOTH KINDS OF TRANSACTION, THE STANDARD MIGHT IDENTIFY DIFFERENT FACTS AS MATERIAL IN EACH TRANSACTION. IN ADDITION, WHEN THE INTERESTS OF THE MANAGEMENT CONFLICT WITH THOSE OF THE SHAREHOLDERS... THE COURT IS ENTITLED TO REGARD THE MANAGEMENT'S DISCLOSURES WITH A CERTAIN SKEPTICISM, AND TO RESOLVE DOUBTS IN FAVOR OF THE SHAREHOLDERS." (PAVLIPIS V. NEW ENGLAND PATRIOTS FOOTBALL CLUB, INC. 737F. 2D 1227 (1984), 1231.

בענייננו, חשוב לראות את התמונה בשלמותה, לרבות הבסיס הכלכלי כמשתקף מהדוח"ות הכספיים ולא רק את ציון ההערכה החשבונאית בדבר הסתברות מימושה של הערבות.

יוער כי גם לפי פרשנותה של המערערת לסעיף 36(ו) לחוק, היינו - כבא לאפשר לרשות לאכוף את דרישות הגילוי והדיווח המפורטות בתקנות שהותקנו מכוח סעיף 36(ד) לחוק, עולה כי כאשר יש, כטענת המערערת, התייחסות בדוח"ות הכספיים להסתברות של מימוש הערבויות, הרי שיש להעניק במקרים המתאימים את הסמכות לרשות לדרוש את הדוח"ות הכספיים הללו כדי לבחון אם בדין העריכו רואי החשבון של החברה הציבורית את מידת ההסתברות הזו כפי שהעריכו.

14. מכאן לטיעוני המערערת בדבר ההגנה על זכויות הפרט בכל הנוגע לחברה הפרטית ולשמירה על צנעת הפרט שלה, ההגנה על חופש העיסוק ועל הקניין הפרטי.

ראשית, יצויין כי בחוק ובתקנות שהותקנו על פיו לא הוגבלה סמכותה של הרשות לדרוש גילוי של מידע אשר אינו שייך לתאגיד החב בדיווח או שאינו מצוי ברשותו. נהפוך הוא, מצויות בחיקוקים אלה הוראות שונות מהן ניתן ללמוד כי מקום בו קיימת זיקה מהותית בין החברה הנסחרת לבין צד שלישי, מצדיקה זיקה זו לעיתים הטלת חובת גילוי רחבה החלה גם לגבי נתונים הנוגעים לצד השלישי (ראה: סעיף 17(ב)(1) לחוק; סעיף 21'א לחוק; תקנות 43 ו-51 לתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף, מבנה וצורתו), התשכ"ט-1969; תקנות 13 ו-33'א (כשמדובר בבעל עניין שהינו תאגיד) לתקנות ניירות ערך (דוח"ות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970).

במצב המתואר יתכנו מצבים בהם תתקשה החברה הציבורית לקבל את המידע הנדרש שכן, לעיתים, באין כוח השפעה על הצד השלישי, עשוי האחרון לסרב למסור את הפרטים שגילויים נדרש, ובכך עשויה הראשונה להיתקשות במילוי חובות הגילוי (ראה ספרו הנ"ל של גרוס, בעמ' 106). בהקשר זה מצביע הכותב גם על האפשרות של השפעה שלילית של גישה כזו על התרחבותן של חברות קטנות ומשפחתיות אשר יחששו כי חברות המחזיקות בהן יצטרכו לגלות פרטים שונים אודותיו). המחוקק טיפל בבעייתיות זו בהקשר לעניינים מסוימים, כאשר הטיל חובה על הצד השלישי למסור לתאגיד החב בדיווח את הפרטים הנחוצים לו למילוי חובתו (ראה, למשל, סעיפים 17(ג) ו-37 לחוק המחילים חובות כאלה על בעלי העניין בתאגיד בעניינים מסוימים). ברם, במקרים אחרים לא הוטלה חובה כאמור וקיימת אפשרות של סירוב של הצד השלישי, שאינו כפוף לחוק, לשתף פעולה עם החברה שהחובה מוטלת עליה.

כפי שנאמר ניתן להשאיר בצריך עיון את המשמעויות המשפטיות הנובעות מאי היכולת של החברה להמציא את הפרטים הטעונים גילוי, לאור הזהות של בעלי השליטה בשתי החברות הקיימת בענייננו. עוד יש לציין כי החוק קובע כי האחריות לנזק שנגרם עקב הפרת הוראותיו (לרבות הוראת סעיף 36(ו)) מוטלת גם על בעלי השליטה בתאגיד (סעיף 52'א(ב) לחוק). אחריות זו נשללת אם הוכיח הנתבע שנקט כל האמצעים הנאותים כדי למנוע את ההפרה (סעיף 52'ג(1)). לענייננו, ניתן ללמוד מההוראה הנ"ל על חובת פעולה מצידם של בעלי השליטה לעשות את שביכולתם כדי למנוע הפרת החובה של החברה הציבורית לגילויים של הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית. כך, ככל הנראה, גם פעלו בעלי השליטה בביטול חלק מהערבויות לאחר שהרשות התעניינה במתן הערבויות (שהיו בתחילה ללא הגבלה בסכום) וביקשה לפרטם במסגרת הדוח"ות הכספיים (ראה: ^{המספרים לקניין מתנד" "הנייה נונה" באדיבות הוצאת הלכות}

למשל, האמור במכתבה של החברה הציבורית אל הרשות - ת/5). משכך לא מצאנו יסוד מוחשי וממשי בטיעוניה של המערערת בדבר היעדר הסכמה של החברה הפרטית למסירת הדוח"ות הכספיים לרשות. בהקשר זה יש להוסיף כי היעדרה של חובה המוטלת על חברה פרטית לשלוח כל שנה את מאזנה לרשם החברות (סעיף 125(א) לפקודת החברות) אינו משליך על הסוגיה שלפנינו המוסדרת והמנותחת לפי הוראותיו ומטרותיו של חוק ניירות ערך. אגב, נמצא מי שחולק על עצם ההצדקה של הפטור הנ"ל לחברה פרטית (א' פרוקצ'יה, בסיפרו הנ"ל, בעמ' 152-156); בייחוד נכונים הדברים בענייננו כאשר החברה הציבורית היא נושה של החברה הפרטית.

15. על היקפה של חובת הגילוי ועל החשיבות לגילוי הנאות ניתן ללמוד גם מהוראות החוק והתקנות העוסקות בפטור מגילוי. למותר לציין כי גם סמכות זו על הרשות להפעיל בסבירות (השווה: רע"א 2550/91; בש"א 2623/91, רשות ניירות ערך נ. דלק חברת הדלק הישראלית ואח' (לא פורסם)). בהתייחס לגילוי הנדרש ב"שוק הראשוני", רשאית הרשות לפטור את המציע מהכללתו של פרט בתשקיף אם לדעתה שמירה על סוד מסחרי של המציע מצדיקה אי גילוי הפרט (סעיף 19(א)(1) לחוק). ברם, כאמור בסעיף, פטור זה לא יחול על פרט "שאילו היה כלול בתשקיף היה משקיע סביר עשוי להימנע מרכישת ניירות הערך המוצעים". פטור מגילוי עשוי להינתן אם גילוי של הפרט עשוי לפגוע בבטחון המדינה או בכלכלתה או בחקירה שמנהלת משטרת ישראל או הרשות ושר הבטחון או שר האוצר או שר המשטרה או יושב ראש הרשות, לפי הענין, אישר בתעודה כי יש בגילוי פגיעה כאמור (סעיף 19(א)(2)). אולם גם במקרה כזה, אם מצאה הרשות כי מבחינת עניינו של המשקיע הסביר גילוי פרט כאמור בסעיף קטן זה הוא חשוב, לא תתיר את פירסום התשקיף (סעיף 19(ב)). זאת ועוד, אם ניתן פטור מגילוי יש לציין זאת בתשקיף (סעיף 19(ג)).

אשר לגילוי הנדרש ב"שוק המשני", בפרק ו' לחוק, העוסק בדו"ח שוטף, נקבעו הוראות בדבר פטור מדיווח הנסמכות על אותן העילות שהובאו לעיל (ראה סעיף 36ג' לחוק וכן תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (עריכת דוח"ות כספיים), התשכ"ט-1969), אם כי הליכי מתן הפטור שונים מבחינת הגוף המאשר בנוגע לעילה הנסמכת על שיקולי בטחון המדינה או כלכלתה או מהרצון למנוע פגיעה בחקירה שמנהלת משטרת ישראל או הרשות. יצוין כי גם זכות העיון המוסדרת בסעיף 44 לחוק מסייגת לענין בקשות פטור מגילוי ומסמכים שניתן לגביהם פטור מגילוי.

יתרה מכך, גם מקום בו מצא מחוקק המשנה לחייב במפורש הגשתם של דוח"ות כספיים של צד שלישי הקשור לתאגיד הנסחר (כגון חברה-בת וחברה מסונפת), נקבעו לצד חובות אלה סמכויות לרשות לפטור מגילוי מסמכים אלה, אם יש קושי מעשי בדבר או אם הדבר אינו רצוי (ראה: תקנה 42(ב) לתקנות ניירות ערך (דוח"ות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, ותקנות 53, 61 לתקנות ניירות ערך (עריכת דוח"ות כספיים), התשכ"ט-1969).

בענייננו, כאמור, המידע בו מדובר הינו מידע מהותי הנחוץ למשקיע הסביר, ואין בשיקולים של פרטיות עסקית כדי להצדיק פטור מגילוי. פטור כזה גם אינו מוצדק משיקולים של קיום מניעה מעשית להמצאת המידע, כפי שהוסבר בהרחבה לעיל.

לבסוף, יצוין כי שיקול מרכזי בקביעת דבר סבירותה של דרישת הגילוי במקרה דנן, עולה מן הנסיבות המיוחדות של המקרה. אין מדובר בעיסקה רגילה עם בעלי ענין, אלא בעיסקה בעלת סיכון לכאורי מיוחד במינו: החברה הציבורית, אשר אינה עוסקת ברגיל במתן ערבויות, מסכנת ממון כה רב שאינו מובטח ומשמשת כגב למתן בטחונות לכיסוי חובותיה של חברה אחרת ובמובן מסויים מסכנת עצמה בכך; בהתאמה - עלול ערך ההשקעות של המשקיע מהציבור לרדת. אין זה המקום להישמע בטענה כי החברה הנערבת המצויה בשליטתם של בעלי השליטה בחברה הציבורית, שמצידה לא פעלה במאום לניטרולו של אותו סיכון, תיפגע בצניעותה העסקית על-ידי חשיפת הדוח"ות הכספיים שלה, וכל זאת בשמה של האישיות המשפטית הנפרדת. במצב דברים שכזה יש למשקיע מהציבור אינטרס ברור ולגיטימי לגילוי הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית.

16. סעיף 50 לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 9), התשמ"ח-1988 קובע כי תחילתו של החוק המתקן, בו הוספה ההוראה אשר בסעיף 36(ו), הוא יום כ"א בחשוון התשמ"ט (1 בנובמבר 1988). טענת המערערת היא כי משניתנו הערבויות לחברה הפרטית ודווח עליהן לרשות לכל המאוחר בשנת 1986, לא יכולה להיות תחולה לסעיף 36(ו) לחוק על הערבויות הללו שניתנו לפני התיקון לחוק. אחרת נמצאנו מייחסים לחוק מהותי תוקף למפרע. את עיקר הדגש שמה המערערת על מועד ההתקשרות למתן הערבות שהיא פעולה משפטית חד-פעמית אשר הקימה חיוב משפטי נמשך, להבדיל מפעולה משפטית נמשכת. על כן, זכאי אדם, המתקשר בחוזה ערבות, לצפות לכך שהדין החל על פעולה זו לא ישתנה בעתיד. משנבצר מהחברה הציבורית לבטל את הערבות באופן חד-צדדי, אין ביכולתה שלא לכללה בדוח"ות המוגשים על ידה.

לדידי המערערת לא דקה פורתא בדרך הצגתם של הדברים. מנוסחו של סעיף 36(ו) לחוק ברור כי הוא אינו צופה מועד אחר זולת מועד הכללתו של הפרט בדו"ח. קביעת בית משפט קמא, המתיישבת עם טיעוני בא כוח המערערת לפנינו, היתה כי דבר הערבויות ממשיך להופיע בדוח"ות השוטפים גם לאחר תחילתו של התיקון לחוק, ועל כן, יש להבין נתון זה לאור המגמה שביטוייה בהוספתה לחוק של הוראת סעיף 36(ו) כפי שהובהרה במהלך דברינו, והיא הגברת עוצמת הגילוי הנאות ויצירת זיקה מסוימת בין חובת הגילוי הנדרשת בשלב הנפקת ניירות הערך של החברה למסחר בבורסה לניירות ערך, לבין זו הנדרשת בשלב בו ניירות הערך שלה כבר ניסחרים. משאין כל רמז בסעיף (כל עוד ניכלל פרט זה או אחר בדו"ח), להבחנה בדבר מועד התהוותו של אותו פרט, אין חשיבות לעיתוי התחילה של עיסקה זו. כפי שנאמר בע"א 331/70 (רייכנשטיין נ. התאחדות עולי רומניה, פד"י כ"ה(1), 253, 256) "העובדה שאחד מהיסודות הנחוצים להפעלת הוראות החוק מקורו לפני החקיקה, איננה מהווה החלת החוק למפרע, אף אם כתוצאה מכך נפגעה זכות קנייה או הוטל פסול בקשר לעיסקות שנעשו בעבר". דרישת הרשות אינה יורדת לשינוי החובות והזכויות של הצדדים לעיסקות הערבויות בינם לבין עצמם, ואינה משנה מתוכנה של אותה עיסקה, ועל כן, אין לקבוע כי דרישת הרשות מבטלת רטרואקטיבית בהינף יד את הפעולה המשפטית הזו. כל פעלה של דרישת הרשות הוא לגילוי פרטים על הפעולה המשפטית. הערבויות והשיעבוד ממשיכים להיות בתוקף גם אחרי תיקון החוק, ואת אלו יש לפרסם.

לשון אחרת, טענת המערערת כי דרישת הרשות מטילה על החברה הציבורית חובה בעקבות פעולה משפטית אשר נעשתה קודם להיכנסו לתוקף של סעיף 36(ו) לחוק, הינה תיאור נכון של המצב שנוצר, אך זוהי חובה חיצונית לעיסקת הערבות, אשר נמשכת ואשר הכללת פרטיה בדיווח מתיישבת עם מושכלות היסוד שבבסיס חוק ניירות ערך. אלו הם כללי המשחק שעל החברה, שבחרה בכך כי ניירות הערך שלה ייסחרו בבורסה, לעמוד בהם.

אשר על כן, גם מטעם זה אין למנוע תחולתו של סעיף 36(ו) לחוק על דרישת הרשות לחשיפת דוח"ות הכספיים של החברה הפרטית.

17. מהאמור עולה כי בדין דרשה הרשות מהחברה הציבורית למסור לה את הדוח"ות הכספיים של החברה הפרטית.

הייתי מציע לדחות את הערעור, ולהותיר על כנו את פסק דינו של בית משפט קמא.

המערערת תישא בהוצאותיה של המשיבה בסכום של 30,000 ש"ח.

השופט א. גולדברג:

אני מסכים.

השופט י. מלץ:

אני מסכים.

הוחלט כאמור בפסק דינו של הנשיא.

ניתן היום, ג' ניסן התשנ"ב (6.4.92).