

בעניין:

עתירה עפ"י חוק חופש המידע, התשנ"ח-1998

העותרת:

גילוי נאות - התנועה להגנת ציבור המשקיעים (ע"ר) מס' 580547388  
על-ידי משרד עמית מנור - יוקי שמש, עורכי דין  
מרח' יגאל אלון 114, בניין אמות תוצרת הארץ (קומה 11)  
תל-אביב 6744320  
טלפון: 073-3905733; פקס': 153-35438086

- נ ג ד -

המשיבים:

1. רשות ניירות ערך
2. הממונה על חופש המידע ברשות ניירות ערך - עו"ד חנוך הגר  
ע"י עוה"ד ליאב וינבאום ושלמה כהן מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)  
מדרך מנחם בגין 154 (בית קרדן), ת"ד 33051, תל-אביב 6133001  
טל: 073-3924829; פקס': 02-6468005; ממוחשב: 02-6467863

## תגובת העותרת לתגובת המשיבים לעתירה המנהלית

בהתאם להחלטת בית המשפט הנכבד מתכבדת העותרת להגיש תגובה לתגובת המשיבים לעתירה המנהלית.  
ההדגשות אינן במקור אלא אם צוין אחרת.

### להלן תגובת העותרת

#### א. פתח דבר

1. לפני כחצי שנה, נשאה יושבת ראש רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות"), גב' ענת גואטה, הרצאה שכותרתה "בין שוק ההון הישראלי לשוק ההון האמריקאי". בראשית הרצאתה ציינה גב' גואטה, כי "בין שתי רשויות הפיקוח", הישראלית והאמריקאית, "קיימים קשרים קרובים, הדוקים ומתמשכים הן בהיבט האכיפתי... והן בהיבט הפיקוחי". היא המשיכה והסבירה כדלקמן:

"מבחינה היסטורית, דיני ניירות הערך הישראליים התבססו על דיני ניירות ערך האמריקאיים... כאשר חוקקו את חוקי ניירות הערך שלנו החל משנת 1968 ראו את החקיקה האמריקאית כמודל. הדמיון בא לידי ביטוי בהסדרים שונים דוגמת החובה לפרסם תשקיף לצורך הצעת ניירות ערך לציבור..."

"ומעבר לדמיון במסגרת הרגולטורית, אנחנו רואים כמובן גם השפעה בפועל של שוק ההון האמריקאי על השוק הישראלי. נתחיל בכך ששוק ההון האמריקאי - כשוק ההון המתקדם בעולם, וארצות הברית - ככלכלה החזקה בעולם, מושך אליו את החברות הישראליות המצליחות בעולם... ששואפות להיסחר בשוק הון מוביל, נזיל, שחשוף למשקיעים הגדולים בעולם, ושמוצרים המבוססים על המדדים שלו נסחרים בעולם כולו. כך, ניתן למצוא בבורסות בארה"ב חברות ישראליות כמו צ'קפוינט, אמדוקס, וויקס, ורבות אחרות."

העתק של תימלול ההרצאה - המופיעה גם באתר רשות ניירות ערך תחת הלשונית "הודעות ופרסומים" (נאומים ורבי שיח) - מצורף לתגובה זו ומסומן **כנספח 1**.

2. דבריה הנכוחים של יו"ר הרשות לא מנעו מהרשות לטעון את ההיפך הגמור בתגובתה לעתירה על פי חוק חופש המידע. על פי התגובה, אם בית המשפט יקבל את העתירה ויורה לרשות ניירות ערך למסור את המידע המבוקש, שהוא מידע שרשות הפיקוח האמריקאית, ה-SEC, מפרסמת בנוהל מסודר מאז שנת 2004, יפלו השמיים על שוק ההון בישראל:

- כך, בסעיף 24 לתגובתה, טוענת הרשות, כי היענות לבקשת העותרת צפויה "לפגוע מאד בחברות, עד כדי הרחקתן משוק ההון הישראלי."

- כך, בסעיף 51 לתגובתה, טוענת הרשות, כי מסירת התכתובות המבוקשות, גם לאחר "שעברו השחרה", "יעולה לפגוע... באמינות המידע המגולה בתשקיף עד כדי פגיעה במסחר בשוק ההון בניירות הערך שהונפקו באמצעותו".

- כך, בסעיף 63 לתגובתה, טוענת הרשות, כי "יש יסוד חזק להניח שחשיפת המידע תרתיע תאגידים מפרסום תשקיפים", וכתוצאה "יטיפגע גם הפעילות בשוק ההון, וזאת תוך פגיעה בציבור המשקיעים".

- וכך בסעיף 71 לתגובתה, טוענת הרשות, (1) כי "עצם החשש" שהרשות תחשוף לציבור את הערותיה על טיטות התשקיף, "יעולל להניא תאגידים מביצוע האקט הוולונטרי של הצעת ניירות ערך על פי תשקיף"... "חשש זה, שהינו חשש אמיתי, מהווה נימוק מכריע מדוע אין לקבל את העתירה ולהורות על גילוי המידע המבוקש". (2) כי הענות לבקשה לאור החשש האמור "יתהא הרסנית לשוק ההון הישראלי ודומה שאין צורך להכביר מילים על השלכותיה המשקיות".

3. טענות היפרבוליות אלה של הרשות, שמטרתן להלך אימים על בית משפט זה, עומדות בסתירה מוחלטת לעובדות המובאות בהרצאתה של יו"ר הרשות.

4. הכיצד יכולה הרשות לטעון ברצינות בתגובתה כי קיים "חשש אמיתי" שגילוי לציבור של הערות הרשות על טיטות תשקיף תניא חברות מלהנפיק מניות לציבור בישראל, כאשר יו"ר הרשות מספרת כי חברות ישראליות "ישואפות להיסחר בשוק ההון האמריקאי", שבו לא רק הערות ה-SEC על טיטות התשקיף, ותשובות החברה להערות, גלויות לציבור, אלא גם הערות ה-SEC על דוחות תקופתיים, ותשובות החברה.

5. וכיצד מתיישבת טענת הרשות בתגובתה כי מתן גילוי להערותיה על טיטות תשקיף "יטיפגע במסחר בשוק ההון, תוך פגיעה בציבור המשקיעים" ו"יתהא הרסנית לשוק ההון הישראלי", עם דברי יו"ר הרשות כי שוק ההון האמריקאי, שבו גילוי כני"ל קיים מאז שנת 2004, הוא "שוק ההון המתקדם בעולם... שמושך אליו את החברות הישראליות המצליחות בעולם... ששואפות להיסחר בשוק הון מוביל, נזיל, שחשוף למשקיעים הגדולים בעולם, ושמוצרים המבוססים על המדדים שלו נסחרים בעולם כולו".

6. וכיצד - לאור "הדמיון" בין ה-SEC לבין רשות ניירות ערך ישראלית, אשר "בא לידי ביטוי בהסדרים שונים דוגמת החובה לפרסם תשקיף לצורך הצעת ניירות ערך לציבור", ולאור העובדה כי "מבחינה היסטורית, דיני ניירות הערך הישראליים התבססו על דיני ניירות ערך האמריקאיים כמודל" - ניתן להתייחס ברצינות לטענות הרשות (סעיף 63 בתגובתה), כי "חשיפת המידע המבוקש צפויה לגרום הקצאת משאבים עצומה מצד הרשות", אשר "יתשבש לחלוטין את עבודתה של הרשות", בשעה שדבר לא השתבש בעבודת ה-SEC כתוצאה מפרסום מידע כאמור.

7. גב' גואטה המשיכה וציינה באותה הרצאה :

"שוק ההון האמריקאי גם כמובן מחלחל לשוק ההון הישראלי ומשם למשקיע הישראלי ב'דלת האחורית', דרך הסדר הרישום הכפול. ... חשוב לזכור כי שתי הבורסות הראשונות שהסדר חל עליהן היו בורסות אמריקאיות - ה-NASDAQ וה-NYSE. אלה גם הבורסות מהן מגיעות רוב-רובן של חברות הרישום הכפול לבורסה בתל אביב. כיום יש בבורסה בתל אביב 55 חברות רישום כפול, והן אחראיות לכ-40% מנפח המסחר בבורסה. הנתונים האלה הופכים במידה מסוימת את הבורסה בתל-אביב לשגרירה של חברות ישראליות שנסחרות בארה"ב."

8. לגבי חברות רישום כפול אלה, המידע מהסוג המבוקש, היינו הערות ה-SEC על טיטות תשקיף או דוחות תקופתיים ותשובות החברות, הינו פומבי וזמין באתר דיווחי החברות של ה-SEC. על כן, דברי יו"ר הרשות סותרים מיניה וביה את תרחיש האימים שצופה הרשות לשוק ההון הישראלי אם יקבל בית משפט נכבד זה את העתירה, תרחיש שבו פרסום המידע המבוקש "יפגע מאד בחברות עד כדי הרחקתן משוק ההון הישראלי".<sup>1</sup>

9. התגובה לעתירה, המחזיקה 35 עמודים, ושאינה נתמכת משום מה בתצהיר, כוללת לא רק טענות היפרבוליות העומדות בסתירה לעובדות המובאות בהרצאה של יו"ר הרשות, אלא גם טענות העומדות בסתירה לעמדות שהביע היועץ המשפטי של הרשות במאמר אקדמי וטענות העומדות בסתירה לחוק ניירות ערך ולשכל הישר. אך דבר אחד אין בתגובה: התייחסות כלשהי לפסקי הדין המנחים של בית המשפט העליון, שצוינו בעתירה והסותרים את טענת הרשות בנוגע לסודיות המידע המבוקש ול"אפקט המצנן" שפרסומו יגרום לשיטתה של הרשות:

• עע"מ 1704/15 האוניברסיטה העברית נ' העמותה למדע מוסרי (18.7.2017);

• עע"מ 6013/04 מדינת ישראל, משרד התחבורה נ' חברת החדשות הישראלית בע"מ (2.1.2006);

• עע"מ 2416/18 חני בריגע נ' המועצה המקומית ירוחם (12.2.2019).

10. ומכאן לתשובה המפורטות לטענות הרשות בתגובה לעתירה המנהלית.

## **ב. מענה לטענות הרשות**

### **ב1. מענה לטענה כי פרסום המידע המבוקש הינו "הרחבה דה-פקטו של חובות הגילוי" על פי חוק**

#### **ניירות ערך**

11. הרשות טוענת, כי אין להיענות לבקשה משום שפרסומו של המידע המבוקש "יהיני בניגוד לדין, ופרסומו כמוהו כהרחבת חובות הגילוי בהיעדר הסמכה מפורשת" (סעיפים 23 ו-31 בתגובה), קרי 'מסירת המידע תהא הרחבה אסורה של חובות הגילוי שבדין' (סעיף 20 לתגובה).

12. אין מחלוקת על כך שהמידע המבוקש עשוי לכלול מידע אודות אחת או יותר משלושת החברות מושא הבקשה, שלא נכלל בתשקיף או בטיטות התשקיף הפומביות של אותה חברה. אלא שלפי חוק חופש המידע עניין זה אינו סיבה לדחיית הבקשה. עניין זה מטופל על פי סעיף 13 (הגנה על צד שלישי) וסעיף 17(ג) לחוק חופש המידע, תשנ"ח-1988 (להלן ולעיל: "חוק חופש המידע" או "החוק").

<sup>1</sup> העתירה עמדה על הסתירה בין טענות הרשות לגבי הנזק שלטענתה יגרם כתוצאה מפרסום המידע המבוקש לבין נתוני המסחר של חברות הרישום הכפול הנתונות לפיקוח ה-SEC (ראו נספח 3 לעתירה).

13. הרשות ממשיכה וטוענת, בסעיף 73 לתגובה, כי "בראיית השלכות הרוחב של העתירה, משמעות קבלתה [לעניין פניה על פי סעיף 13 לחוק - ע.מ.] תהיה כי הרשות תידרש לקיים דין ודברים עם התאגידים ביחס למסירת כל מידע שנמסר לעיניה בלבד", ולשם כך תידרש "הקצאת משאבים בלתי סבירה".
14. הרשות מסבירה את משמעות הביטוי "השלכות רוחב", בין היתר, בסעיף 113 לתגובה ומציינת כי "הגם שהחומר המבוקש בעתירה מוגבל לשלושה תשקיפים ושלושה תאגידים בלבד, הרי ככל שתתקבל העתירה, המשמעות היא שלכאורה, כל בקשת חופש מידע כדוגמת הבקשה דכאן, עתידה להתקבל, דבר שידרוש תשומות רבות מטעם הרשות. העתירה תוביל גם ללא ספק לבקשות חופש מידע דומות...".
15. אלא שהטענה להקצאת משאבים בלתי סבירה צריכה להיבחן אך ורק ביחס לבקשת חופש המידע הנוכחית (ראו: סעיף 11 לחוק; וכן ע"מ 2398/08 **מדינת ישראל - משרד המשפטים נ' אליצור סגל** (3) 666 (2011)), ואין טענה שפניה לשלוש חברות בלבד מהווה הכבדה וכרוכה בהקצאת משאבים בלתי סבירה.
16. באשר לעתיד, אם וכאשר יופנו לרשות בקשות חופש מידע דומות, חזקה על הרשות כי תוכל לאמץ שיטות ונהלים הנהוגים ב-SEC, שאצלה פרסום כמויות אדירות של תכתובות מהסוג המבוקש אינו כרוך בהכבדה והקצאת משאבים בלתי סבירה.

## **2.2 מענה לטענה כי השחרת חלקים מהמידע המבוקש תשבש את התפקוד התקין של הרשות**

17. תחת הכותרת "מסירת המידע המבוקש תשבש את יכולתה של הרשות לבצע את תפקידיה", טוענת הרשות, בסעיף 63 לתגובה, כי: "חשיפת המידע המבוקש צפויה לגרור הקצאת משאבים עצומה מצד הרשות... בין היתר צפויה הרשות להידרש להתמודד עם פניות רבות מספור של בקשות חופש מידע... [ועל כן -ע.מ.] להידרש להתמודד עם בחינת השאלה אילו פריטי מידע ניתן להעביר בכל הליך בדיקה, ולהידרש להתמודד עם עמדותיהם של התאגידים שהמידע נוגע להם. הקצאת משאבים עצומה זו תשבש לחלוטין את עבודתה של הרשות...".
- ובהמשך בסעיף 73 לתגובת הרשות: "בראיית השלכות הרוחב של העתירה... הפתרון שהוצע על-ידי העותרת, של **השחרת** החלקים שגילויים עשוי לפגוע בתאגיד הרלבנטי או בעבודת הרשות, היא חסרת היתכנות, לא תוכל לצמצם את החשיפה ותגרור הקצאת משאבים בלתי סבירה ואת ההשלכות הקשות האחרות שתוארו לעיל."
18. אלא שסעיף 9(ב)(1) לחוק, עליו נסמכות הטענות לעיל, מתייחס למצב שבו תוכנו של המידע המבוקש עלול לשבש את יכולתה של הרשות לבצע את תפקידיה. הוא אינו מתייחס לשיבוש העלול להתרחש אם וכאשר תוצף הרשות בבקשות דומות.
19. אין בפי הרשות טענה, כי הצורך להשחיר, אם בכלל, קטעים מהמידע המבוקש לגבי שלושה תשקיפים בלבד - ישבש את תיפקודה התקין של הרשות.
20. יוער בהקשר זה כי כבר בעתירה הבהירה העותרת מדוע הרשות מפריזה בטענתה לגבי היקף ההשחרות הנדרש (ראו, למשל, סעיפים 47-54 לעתירה). ובהמשך התגובה תרחיב העותרת בעניין זה.

### 33. מענה לטענת הרשות בנוגע להגדרת המידע המבוקש ולתיאור היקף המידע שנמסר לעינייה בלבד

21. סעיף 18(ג) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן ולעיל: "חוק ניירות ערך") מחייב את החברה שטיוטות התשקיף שלה נבדקות "למסור לרשות בכתב, לפי דרישתה, הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בטיוטת התשקיף ולכל דבר אחר שהרשות תדרוש הבהרתו."

22. העתירה הבהירה מפורשות, כי העמותה אינה מבקשת מידע וחומרים שנמסרו לרשות לעינייה בלבד, אלא רק תכתובות בין הרשות למציע (או תרשומות של שיחות חלף תכתובות). כך למשל, בסעיף 39 לעתירה:

"נדגיש כי הבקשה אינה מבקשת כי יימסר לעותרת 'חומר שהוגש לרשות', כגון הסכמים עם לקוחות או ספקים, שאינו חומר פומבי. הבקשה מבקשת רק את הערות הרשות ואת התשובות להערות הרשות."

וכך למשל גם בסעיף 84 לעתירה:

"מסמכים [שנמסרו לרשות שאינם תשובות להערות הרשות - ע.מ.] אינם כלולים במידע המבוקש."

23. בתגובתה, ובכוונת מכוון כפי שנראה, הרשות מעוותת את הגדרת המידע המבוקש כאילו הוא כולל חומרים שנמסרו לעינייה בלבד. כך, למשל, בסעיף 17 לתגובה:

"פניית העותרת מבקשת הלכה למעשה כי כל דרישות המידע של הרשות מתאגידים המבקשים לפרסם תשקיף, ומענה התאגידים לדרישות אלה, לפי סעיף 18(ב) לחוק ניירות ערך יהפכו פומביים...[הכוונה לסעיף 18(ג) - ע.מ.]"

וכך למשל גם בסעיף 118 לתגובה:

"קבלת העתירה, ופרסום המידע המבוקש במסגרתה ... (תכתובות, תרשומות דיונים, חומרים שנמסרו על-ידי החברה)."

וכך למשל בסעיף 23 לתגובה:

"היענות לעתירה (פרסום המידע המבוקש), פירושה פתח לחשיפה בלתי מוגבלת למעשה של המידע שנמסר לרשות במסגרת הפעלת סמכויותיה ..."

24. במקביל, ולא בלי קשר, הרשות מפריזה בתיאור היקף החומרים הנמסרים לעינייה בלבד, באופן הסותר את חוק ניירות ערך וחלקים אחרים בתגובתה. כך בסעיפים 22-23 לתגובה טוענת הרשות:

"במסגרת בדיקת התשקיף סגל הרשות בוחן ... נתונים, הסכמים, תכתובות, פרוטוקולים ומסמכים פנימיים רבים..."

"יצורך הפעלת סמכויות הרשות... נדרשת הרשות לעיתים רבות להיחשף למידע מסחרי וסודי בהיקף רחב, על מנת לוודא כי המידע שגולה למשקיעים אכן מהווה את "המידע המהותי" שצריך להיות מגולה לו..."

"כמו-כן במסגרת בדיקת התשקיף נבחנים לעיתים מסמכים פנימיים ורגישים כדוגמת פרוטוקולים של ישיבות דירקטוריון וועדותיו, הסכמים עם לקוחות וספקים, בנקים ונותני אשראי ושותפים, תקציבים, ניירות עמדה פנימיים..."

25. סעיף 21(ב) לחוק ניירות ערך, קובע:

**"אין בהיתר [שנותנת הרשות לפרסום תשקיף - ע.מ.] משום אימות הפרטים המובאים בתשקיף או אישור מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה..."**

26. המלומדים ימין ווסרמן מסבירים בספרם **"תאגידי וניירות ערך"** (הוצאת בורסי) בעמודים 182-183, כי חוק ניירות ערך גם דורש **"להביא בתשקיף תוכן הוראה זו כלשונה"**, וכי **"יהיה היתר שנתנה הרשות לפרסום תשקיף אינו מעיד בהכרח על מהימנות הגילוי בו, וממילא אינו פוטר את האחראים לתשקיף אם הפרו את הוראות החוק"**.

27. העובדה כי על פי חוק, הרשות אינה נדרשת לאמת את הפרטים שהביאה החברה ונושאי המשרה בה בתשקיף ואינה נדרשת לאשר את מהימנותם או שלמותם של פרטים אלה אינה מתיישבת עם טענת הרשות בסעיפים 22-23 בתשובתה, כי במסגרת בדיקת תשקיף יחיד ומסוים, היא **"נדרשת לעיתים רבות** להיחשף למידע מסחרי וסודי בהיקף רחב, **על מנת לוודא כי המידע שגולה למשקיעים אכן מהווה את 'המידע המהותי' שצריך להיות מגולה לו..."**.

28. הטענה כי הרשות בוחנת במסגרת בדיקה של תשקיף יחיד ומסוים - כגון התשקיף של עדיקה סטייל בע"מ - מסמכים פנימיים **"רבים"**, כמו גם טענת הרשות ביחס להיקף חשיפת הצוות הבודק למידע סודי **"רחב היקף"** ניתנות לאימות באמצעות עיון במכתב ההערות הראשון, ובמידת הצורך במכתב ההערות השני (או בתרשומות של שיחות המחליפות פניות בכתב), שהרי במכתבים אלה דורשת הרשות מהחברה להעביר אליה מסמכים אלו או אחרים (ויובהר כי רשימת המסמכים הנדרשים ע"י הרשות, אם בכלל, אינה מהווה מידע שיש הצדקה להשחירו).

29. ההפרזה (לכאורה) בתיאור היקף המידע שנמסר לעיניה בלבד, כמו גם מצג השווא על פיו העמותה מבקשת לחשוף מידע וחומרים שנמסרו לעיניה של הרשות בלבד, מניחות את היסודות לשתי טענות עיקריות של הרשות בתגובתה: האחת, כי פסק הדין של בית המשפט העליון בעניין **בנק ישראל** רלבנטי לענייננו (הוא לא); והשנייה, כי **"השחרה של חלקים בחילופי המידע כפי שמציעה העותרת אינה סבירה"**. על כך בהמשך.

**4. מענה לטענה כי קביעות בית המשפט העליון בעניין בנק ישראל (סודיות ואפקט מצנן) רלבנטיות לענייננו**

30. בעתירה הבהירה העותרת (סעיף 45 ואילך) כי פסד הדין בעניין **בנק ישראל** (עמ"מ 5089/16 התנועה למען איכות השלטון בישראל נ' **בנק ישראל** (30.5.2018) (להלן ולעיל: **"עניין בנק ישראל"**)) אינו רלבנטי לענייננו, בין היתר, כי במישור העובדתי, אין דמיון מהותי בין מכתבי הערות של סגל רשות ניירות ערך על טיטות תשקיף לבין דוח ביקורת של המפקח על הבנקים על התנהלות בנק מסחרי זה או אחר בתחום פעילות זה או אחר.

31. ספציפית, המידע שהתבקש בעניין **בנק ישראל** היה **"ידוחות הפיקוח של הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל בעניין הליכי מתן אשראי לחברות בקבוצת דנקנר"**. בהתאם, הובהר העתירה שבפנינו, כי אין דמיון מהותי בין תהליך הביקורת והפיקוח של המפקח על הבנקים לבין הדיונים שמקיימת הרשות עם מפקחיה במסגרת סבבי הערות-תשובות על הגילוי הראוי להיכלל בתשקיף.

32. נדגים את ההבדל המהותי בין הפיקוח על הבנקים לבין הפיקוח על גילוי נאות בתשקיף באמצעות **"הוראות ניהול תקין"** מטעמו של המפקח על הבנקים. בחודש מרץ 2015, הוסיף המפקח 19 עמודים של הוראות

שכותרתם "ניהול הגנת סייבר"<sup>2</sup>. הוראות הפיקוח מפרטות כיצד "התאגיד הבנקאי ינהל את סיכוני הסייבר". כלומר המפקח על הבנקים מפקח על ניהול העסק, וקובע מה מותר ומה אסור בניהול העסקי. כך למשל, הוא מטיל מגבלות כמותיות על הרכב תיק האשראי של התאגיד הבנקאי<sup>3</sup>. מובן, כפי שציין פסק הדין בעניין **בנק ישראל**, כי פעילות הפיקוח של המפקח על הבנקים דורשת "תהליכי ניטור ומעקב שוטפים".

33. רשות ניירות ערך לעומת זאת אינה מוסמכת להורות לחברה המנפיקה כיצד לנהל את עסקיה. היא מוסמכת רק לפקח כי הגילוי הניתן בתשקיף על עסקיה הוא נאות.

34. כך, בחודש אוקטובר 2018, פרסמה הרשות את "עמדה משפטית מספר 105-33: גילוי בנושא סייבר", העוסקת אך ורק בגילוי הנדרש בנושא חשיפה לאיומי סייבר<sup>4</sup>. וכאמור לעיל, סעיף 21 לחוק ניירות ערך הבהיר במפורש, כי לצורך הפיקוח אם חברה מיישמת כהלכה את הוראות הגילוי על סיכוני חשיפה לסייבר (או התממשותם), הרשות אינה נדרשת לאמת פרטים המובאים בתשקיף או לאשר את מהימנותם או שלמותם.

35. בתגובתה לעתירה (סעיף 37), טענת הרשות כי "יש להחיל את תוצאת ההליך בעניין בנק ישראל גם על עניינינו", וזאת משום ש: "תהליך הפיקוח של הרשות בשלב בחינת טיוטת התשקיף, מאפשר לרשות גישה בלתי אמצעית לליבת הפעילות העסקית של החברות על כל היבטיה". (סעיף 40); ומשום ש: "בדומה לפעילות בנק ישראל ולחשיבות הסודיות עברו ביחסים שבין מפקח ומפוקח, כך גם עברו רשות ניירות ערך, הסודיות (לרבות בשלב החשוב של בחינת טיוטת תשקיף עובר לפרסומו) נועדה לאפשר לרשות לבצע הליכי פיקוח שוטפים..." (סעיף 49).

36. הצרוף "גישה בלתי אמצעית לליבת הפעילות העסקית", שבסעיף 40 בתגובת הרשות, והביטוי "הליכי פיקוח שוטפים" שבסעיף 49 נלקחו מתוך דברי השופט י. עמית בעניין **בנק ישראל**, שצוטטו בסעיף 45 בעתירה:

**"כפי שעולה מהחומר שהונח בפנינו, המצב דהיום הוא של גישה בלתי אמצעית של הפיקוח על הבנקים לתוך ליבת הפעילות העסקית של המערכת הבנקאית... מדובר בתהליכי ניטור ומעקב שוטפים... לעובדי הפיקוח על הבנקים יש גישה חופשית ובלתי אמצעית לעובדי הבנקים, למערכות המידע שלו, לדוחות ביקורת פנימיים וחיצוניים, פרוטוקולים ועוד..."**

37. כך, באמצעות פעולות לשוניים מנסה הרשות לשכנע את בית משפט הנכבד, כי קיים דמיון בין עניין **בנק ישראל** לבין עניינינו. אלא, שכמוסבר בעתירה ולעיל, אין כל דמיון מהותי בין שני העניינים. הרשות אינה נדרשת לגישה בלתי אמצעית לליבת הפעילות של חברה המבקשת לקבל היתר לפרסום תשקיף, ותהליך הבדיקות למתן היתר כאמור להנפקה ראשונה לציבור, שנמשך כשלושה חודשים, אִנּוּ "הליך פיקוח שוטף".

38. לפיכך אין דבר בתגובת הרשות, המפריך את הטענות בעתירה לגבי חוסר הרלבנטיות של עניין **בנק ישראל** לעניינינו בנושאי "סודיות" (סעיף 13 לחוק ניירות ערך) ובנושא ה"אפקט מצנן" של גילוי מידע על שיתוף פעולה בין המפוקחים למפקח.

<sup>2</sup> <https://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/SupervisorsDirectives/DocLib/361.pdf>

<sup>3</sup> ראו למשל הוראות על "מגבלות על חבות של לווה ושל קבוצת לווים".  
[www.boi.org.il/deptdata/pikuah/nihul\\_takin/313.pdf](http://www.boi.org.il/deptdata/pikuah/nihul_takin/313.pdf)

<sup>4</sup> [http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf\\_Positions/SLB\\_Decision/Reports/Documents/SLB\\_105-33\\_cyber.pdf](http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Reports/Documents/SLB_105-33_cyber.pdf)

39. תשובת הרשות מנסה גם להיתלות בחבל הצלה בדמותו של פסק הדין שניתן בבית המשפט המחוזי בתל אביב בענין **ברם סלוקי** (עת"מ 15892-05-14 **ברם, סלוקי ושות' נ' רשות ניירות ערך** (15.4.2015)). אלא שהמידע המבוקש בפרשה זו היה "דוחות שנערכו בעקבות ביקורות שביצעה היחידה לפיקוח על בעלי רישיון במחלקת השקעות של הרשות לניירות-ערך", ואילו בענייננו המידע המבוקש כלל אינו קשור לפעולות ביקורת.
40. זאת ועוד, בעניין **ברם סלוקי** טענה הרשות לסודיות על פי סעיף 56ה. לחוק ניירות ערך, הנוגע ל"חקירות" או "בירור הפרה", ואילו בענייננו הרשות טוענת לסודיות על פי סעיף 13 לחוק ניירות ערך.
41. אם כן, עניין **ברם סלוקי** שונה באופן מהותי מענייננו ואין בהחלטה באותו עניין כדי להשליך על ענייננו.

#### **5. מענה לטענת חובת סודיות - הסייג הקבוע בסעיף 9(א)(4) לחוק**

42. בעתירה הפנתה העותרת לשלושה פסקי דין של בית המשפט העליון בפרשות שבהן לשון הסעיף המטיל חובת סודיות ותכליתו קרובים יותר ללשון סעיף 13 לחוק ניירות ערך ולתכליתו מאשר לסעיף הסודיות בפקודת הבנקאות (סעיפים 59-55). ואלו הם:

- עע"מ 1704/15 **האוניברסיטה העברית נ' העמותה למדע מוסרי** (18.7.2017);
- עע"מ 6013/04 **מדינת ישראל, משרד התחבורה נ' חברת החדשות הישראלית בע"מ** (2.1.2006);
- עע"מ 2416/18 **חני בריגע נ' המועצה המקומית ירוחם** (12.2.2019).

43. תגובת הרשות מתעלמת לחלוטין מנפקות ההחלטות הנ"ל על העתירה שבפנינו והדברים אומרים דרשני!

44. לא זו אף זו, תגובת הרשות אינה מתייחסת אף לפסק הדין שניתן ב-עת"מ (ירושלים) 8257-10-16 **התנועה למען איכות השלטון בישראל נ' רשות ניירות ערך** (18.12.2017) (להלן: "עניין רשות ניירות ערך") (סעיף 60 לעתירה), שבו נקבע כדלקמן:

**"פסק הדין בעניין אזולאי הנ"ל דן בהוראת סודיות ספציפית, שנקבעה בסעיף 15א לפקודת הבנקאות. ההסדר שנקבע בסעיף 13 לחוק ניירות ערך שונה. הוא מתיר חשיפת המידע, בין היתר, בהסכמת הרשות או יושב ראש הרשות."**

45. חלף התייחסות לפסד הדין בעניין **רשות ניירות ערך**, תשובת הרשות מעלה מן האוב פסק דין שניתן בבית משפט השלום בירושלים בעניין מירי כץ בשנת 2005, מבלי שתסביר כלל - ולא בכדי - כיצד המידע שהתבקש בפרשה זו והנסיבות שבו התבקש המידע, משליכים על ענייננו.

#### **6. תשובת הרשות מתעלמת משני פסקי דין של ביהמ"ש העליון בעניין ה"אפקט מצנן"; וטענותיה הספקולטיביות לשיבוש תפקוד אינן עומדות בסטנדרט שקבע בית המשפט העליון**

46. בסעיף 63 לתגובתה, טוענת הרשות כי לגילוי המידע המבוקש יהיה "אפקט מצנן" על שיתוף הפעולה של חברות המבקשות לקבל היתר לפרסום תסקיף עם הרשות. אלא שטיעונים אלה נסמכים על עניין **בנק ישראל** ועל עניין **ברק סלוקי**, שכאמור אינם רלבנטיים לענייננו מהסיבות שתוארו לעיל ובעתירה.

47. מאידך, תגובת הרשות אינה מתייחסת כלל לשני פסקי דין של ביהמ"ש העליון, שצוינו בעתירה (סעיפים 72-77 בעתירה), והם הרלבנטיים לענייננו:

- עע"מ 1704/15 **האוניברסיטה העברית נ' העמותה למדע מוסרי** (18.7.2017);



- עע"מ 6013/04 מדינת ישראל, משרד התחבורה נ' חברת החדשות הישראלית בע"מ (2.1.2006).

48. טענה נוספת של הרשות (סעיף 63 לתגובתה), שחשיפת המידע המבוקש "צפויה להוביל באופן ישיר לשקילה מחדש מצד התאגידים אם לנקוט בהליך של הנפקה לציבור", הינה טענה ספקולטיבית, שכאמור נסתרת על ידי דברי יו"ר הרשות המובאים לעיל בפתח הדברים.

49. בפי הרשות טענות ספקולטיביות נוספות, שאינן מבוססות על ראיות של ממש, ולעתים כלל לא ברור מדוע מדובר בשיבוש תפקוד ולא בשיפור תפקוד. כך למשל טוענת הרשות כי "לנוכח הצורך בחשיפת המידע עלולה הרשות לעבור לבדיקה בהתכתבות בלבד, אף שהאחרונים יכולים להיות אפקטיביים יותר". יוער כי בדיקת ה-SEC נעשית בעיקר בהתכתבות ועל אף זאת ה-SEC הוא מושא לחיקוי על פי דברי יו"ר הרשות המובאים לעיל בפתח הדברים.

50. טענה ספקולטיבית נוספת של הרשות הינה ש"לוחות הזמנים לבדיקת תשקיפים צפויים להתארך משמעותית". ואולם ניתן גם לטעון כי ההערות והתשובות יהיו ממוקדות יותר מאשר ברב-שיח מרובה משתתפים לכן התהליך צפוי להתקצר. אלא שגם אם התהלך יתארך קמעא, ייתכן מאד שהוא יניב תשקיף שבו המידע החשוב למשקיע סביר - יהיה מלא יותר ואיכותי יותר, בין היתר, מהטעמים המצוינים בעתירה ובתגובה.

51. כפי שצוין בעתירה (סעיף 69) בפסק הדין שניתן ב-עע"מ 3908/11 מדינת ישראל הנהלת בתי המשפט נ' עיתון זה מרקר עיתון הארץ בע"מ (22.9.2014) נקבע כי:

**"בית משפט זה נדרש בעבר לסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(1) לחוק וקבע כי על המבקש להסתמך עליו להראות כי גילוי המידע יביא בהסתברות גבוהה לפגיעה ממשית באינטרס הציבורי שלשם הגנה עליו מבקשת הרשות להימנע מגילוי המידע."**

52. בכל הכבוד, הטענות הספקולטיביות לעיל של הרשות אינן עומדות בסטנדרט של "הסתברות גבוהה לפגיעה ממשית באינטרס הציבורי".

53. טענה נוספת של הרשות (סעיף 63 לתגובה), הינה שגילוי המידע המבוקש צפוי להביא להצפת הרשות ב"פניות רבות מספור של בקשות חופש מידע" וכתוצאה "הקצאת משאבים עצומה" שתידרש לטיפול בפניות, תשבש לחלוטין את עבודתה של הרשות. טענה זו אינה יכולה להישמע תחת הסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(1) לחוק המתייחס לשיבוש עקב גילוי תוכנו של המידע המבוקש ולא לטענה ספקולטיבית שהיקף פניות עתידי צפוי לשבש את תפקוד הרשות. (ונעיר כי יש להניח כי כשם שגילוי מידע מסוג דומה לא משבש את עבודת ה-SEC, הוא לא ישבש את עבודת הרשות הישראלית אם היא תשכיל לאמץ נהלים רלבנטיים הנהוגים אצל אחותה הבכירה מעבר לים).

#### **7. מענה לטענת הרשות הנשענת על הסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(6) לחוק**

54. בסעיפים 65-69 לתגובתה, טוענת הרשות, כי "המידע המבוקש הוא מידע שפרסומו יפגע פגיעה ממשית באינטרסים מקצועיים, מסחריים וכלכליים של צדדים שלישיים", וכי "גילוי המידע המבוקש יוביל ברמה גבוהה של ודאות לפגיעה ממשית מעבר לכך באינטרסים הכלכליים של הגופים המפוקחים מושא המידע המבוקש, באופן בלתי מבוקר ובלתי מוגבל".

55. הלשון ההיפרבולית שבה עושה הרשות שימוש אינה מסתירה, ואולי אף מבליטה, את העובדה, כי כל טענותיה של הרשות תחת הכותרת של הסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(6) לחוק, הן ספקולטיביות ולא קונקרטיות. לא כטענה כללית, ובוודאי שלא כטענה ביחס למידע המבוקש המתייחס לשלושה תשקיפים ספציפיים בלבד.
56. לפיכך, טענות הרשות לסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(6) אינן עומדות בסטנדרט שנקבע על-ידי בית המשפט העליון ושל מותב זה (ראו גם: סעיף 81 לעתירה).

### **8. מענה לטענת הרשות הנשענת על הסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(7) לחוק**

57. בסעיף 70 לתגובתה, טוענת הרשות כי מכיוון ש"עולה מן החוק בבירור שמסירת המידע תיעשה לרשות בלבד, יוכלו תאגידים לטעון כי אי גילוי המידע היה תנאי למסירתו". תשובת הרשות אינה משיבה ואינה מתייחסת להסבר שהובא בסעיפים 87-88 לעתירה, לפיו - טענה זו עומדת בניגוד לקביעות בפסק הדין שניתן בעע"מ 1704/15 האוניברסיטה העברית נ. העמותה למדע מוסרי (18.7.2017) (להלן: "עניין מדע מוסרי").
58. הן בעניין מדע מוסרי והן בענייננו, המפוקח הוא זה שפונה לרשות בבקשה למתן היתר. יתכן כי זו הסיבה מדוע טענתה הבאה של הרשות (בסעיף 71 לתגובה) מובאת תחת הכותרת של הסייג בסעיף 9(ב)(7) לחוק: "עצם החשש כי הרשות תמסור מידע רגיש עלול להניא תאגידים מביצוע האקט הוולונטרי של הצעת ניירות ערך ... מגמה כזו תהא הרסנית לשוק ההון הישראלי ודומה שאין צורך להכביר מילים על השלכותיה המשקיות. חשש זה, שהינו חשש אמיתי, מהווה נימוק מכריע מדוע אין לקבל את העתירה ולהורות על גילוי המידע המבוקש".
59. כאמור לעיל, בפתח הדברים, הניסיון של הרשות להלך אימים על בית משפט זה באמצעות טענות ספקולטיביות לתרחישי אימה בשוק ההון הישראלי שיבואו בעקבות גילוי המידע המבוקש אינו עומד בקנה אחד עם העובדות שעליהן מצביעה יו"ר הרשות, גב' ענת גואטה.

### **9. מענה לטענת הרשות הנשענת על הסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(8) לחוק**

60. הכותרת של תת פרק ד.3. לתגובת הרשות מציינת כי "מסירת המידע המבוקש... תפגע בפעילות הרשות (סעיף 9(ב)(8) לחוק)".
61. אלא שהסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(8) לחוק מתייחס ל"מידע אודות שיטות עבודה ונהלים" שחשיפתו עלולה לגרום לפגיעה בפעילות הרשות, ותגובת הרשות אינה מתייחסת כלל לטענה על חשיפת "מידע אודות שיטות עבודה ונהלים".
62. כמוסבר בעתירה (סעיפים 97-90), בתשובתה לבקשת חופש המידע טענה הרשות כי "חשיפת הדין והדברים של הרשות עם חברות המבקשות לקבל היתר לפרסום תשקיף או מדווחות על פי דיני ניירות ערך, צפוי לחשוף שיטות עבודה ונהלים של הרשות...".
63. העדר כל התייחסות בתגובת הרשות לטענתה המקורית ולסעיפים 97-90 בעתירה עשויה ללמד כי הרשות מסכימה, לפחות כעת, כי טענתה המקורית "הינה בלתי הגיונית בעליל ונוגדת את השכל הישר" (סעיף 96 בעתירה).

### 10. מענה לטענה כי פרסום המידע המבוקש יפגע בציבור המשקיעים - סעיף 10 לחוק

64. בסעיף 4.6 לתשובתה לבקשת חופש המידע ששלחה לה העותרת, העלתה הרשות תאוריה על פיה "הצפת מידע" פוגעת במשקיעים, וזאת אגב טענה אקסיומטית כי המידע המבוקש מהווה "גילוי עודף" או "מידע עודף": "פרסום המידע המבוקש יביא להצפת מידע רב ובכלל זה מידע שאינו רלוונטי לציבור המשקיעים, מידע שאינו שלם או אינו מהימן. מצב זה אינו רצוי שכן ההשלכות של גילוי עודף ולא מובן עלולות להיות חמורות. ראשית, מידע עודף מקשה על המשקיעים לעשות בהם שימוש. שנית, מידע רב מדי או קשה להבנה, עלול לגרום למשקיע לוותר על השימוש בדוח כולו או בחלקים ממנו. לבסוף, המשקיע אף עלול לוותר באופן לא מודע על מידע חשוב, כלומר לקרוא את הדוח מבלי להבין כי חלק מהמידע הרלבנטי אינו מצוי בו או מבלי שיצליח להתמקד בפריטי הגילוי החשובים..."

65. בתגובתה לעתירה שבפנינו, מתייחסת הרשות לתיאורית "עודף המידע", בין היתר, בפרק החמישי לתגובה שכותרתו "בחינת איזון האינטרסים לגילוי המידע המבוקש למול אי גילוי - שיקול דעתה של הרשות הינו סביר והולם בנסיבות העניין". כך היא טוענת בסעיפים 117-118 לתגובה לעתירה: "...חובות הגילוי הנאות נועדו לאזן בין הצורך של המשקיעים לקבל מידע מהותי הנחוץ להם לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת מחד, לבין הצורך שלא להציף את המשקיעים במידע שאין לו חשיבות משמעותית (ראה עניין הורוביץ, וכן עניין קידוחי סי.אף.איי לעיל). קבלת העתירה, ופרסום המידע המבוקש במסגרתה, עלולה לפגוע בציבור המשקיעים..."

66. וכך, על בסיס התאוריה כי פרסום "מידע עודף" פוגע בציבור המשקיעים, ועל בסיס טענה אקסיומטית כי מידע שאינו נכלל בתשקיף שאישרה הרשות, לרבות מידע שעשוי להיות כלול במידע המבוקש, הינו "מידע עודף", מתארת הרשות את שיקוליה לעניין סעיף 10 לחוק (סעיפים 76 ו-79 בתגובה): "לאור האמור ולאחר בחינת מכלול השיקולים הנוגעים לעניין, בהתאם לסעיף 10 לחוק, הרשות סבורה כי במקרה הנדון - האיזון בין העניין הציבורי בחשיפת המידע המבוקש ובין העניין הציבורי הכרוך בשמירה על סודיותו, מושג באמצעות הגילוי המובא בתשקיפים שעל פיהם מוצעים ניירות הערך לציבור ... במקרה הנדון, גילוי מידע נוסף עלול לדעת הרשות ועל סמך ניסיונה, לפגוע בציבור המשקיעים..."

67. אלא שעמדת הרשות בעניין "עודף מידע" אינה מקובלת על מלומדים בתחום דיני ניירות ערך, ועמדתם של המלומדים אף קיבלה ביטוי בפסק דין של בית המשפט העליון.

68. כך כותב היועץ המשפטי של הרשות, עו"ד אמיר וסרמן, במאמר שפרסם יחד עם בכירה אחרת ברשות, עו"ד צפנת מזר-לייסט:<sup>5</sup>

"כאשר משקיעים מתוחכמים משתתפים באופן פעיל בשוק המפוקח, השתתפותם מנתבת גם חברות המבקשות לגייס כספים לשוק זה, מוסיפה ליעילות השוק בהיבטים של נזילות ותמחור ואף **תורמת להגנת המשקיעים מן הציבור הרחב.**"

<sup>5</sup> אמיר וסרמן וצפנת מזר-לייסט, "חובת פרסום תשקיף כקו ההגנה של ציבור המשקיעים", ספר יורם דנציגר (לימור זר-גוטמן, עידו באום עורכים, 2019), 171

וגם :

"השתתפותם של ... משקיעים מתוחכמים שונים, לרבות משקיעים מוסדיים ... בתהליך גיוס הכספים והערך המוסף שהם מספקים **בהגנת ציבור המשקיעים** אפשריים כאשר תהליך זה נעשה באופן הקבוע בדין, אשר פרסום התשקיף הינו הציר המרכזי שלו."

פרופסור עמיר ליכט כותב כי:<sup>6</sup>

"אין מקום להצדיק אי-גילוי של פיסות מידע חלקיות בנימוק שמשקיעים פשוטים יתקשו להתמודד עמן. השאלה הנכונה היא אם פיסות המידע האלה מהותיות - אם בעיני משקיע סביר, גם מקצוען במשמע, יש בהן כדי לשנות את מכלול המידע הזמין. באותו אופן, אין בסיס לסברה כי "הצפת מידע" או "מידע עודף" כשלעצמם מצדיקים אי-גילוי. ... עיון חטוף בתקנות ניירות ערך השונות יילמד מיד, כי בין הקטבים של מקצוענות ובורות משטר הגילוי החדש נוטה במובהק לצד המקצוענים - האנליסטים, המשקיעים המוסדיים ודומיהם. לכך יש טעמים רבים. גיון קופי (Coffee) עמד עליהם במאמר לפני שנות דור, וזוהר גושן וגדעון פרחמובסקי חידשו את הטעון..."

העתק מאמרו של פרופ' ליכט מצורף לתגובה זו ומסומן **כנספת 2**.הטעון שחידשו פרופסור זוהר גושן, לשעבר יו"ר רשות ניירות ערך, ופרופסור גדעון פרחמובסקי הוא כי:<sup>7</sup>

"סוחרי המידע (קרי, המשקיעים המתוחכמים - ע.מ.) הם היכולים לקדם בצורה הטובה ביותר שווקי הון יעילים... על ידי הבטחת תמחור מדויק של ניירות הערך הנסחרים בו... אכן, שוק יעיל הוא **ההגנה הטובה ביותר על המשקיע הקטן**, אשר יכול לסמוך על כך שהמחירים אכן משקפים את שוויים של ניירות הערך."

69. כלומר, אם כתוצאה מפרסום המידע המבוקש ישתחרר לשוק מידע רלבנטי למשקיע סביר, המידע הזה יתרום להגנת ציבור המשקיעים - מתוחכמים ולא מתוחכמים כאחד - משום שהמתוחכמים מסייעים לגילומם של המידע במחיר המניה בשוק.

70. הגיון זה קיבל ביטוי ב-ע"מ 7313/14 **רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחידוש מבנים בע"מ** (12.10.2015), מפי השופט א' רובינשטיין :

"מעבר להגנה הניתנת למשקיע, חיוני הגישור על פער המידע גם לשם יצירת שוק יעיל, המנתב את כספי ההשקעה ליוזמות המתאימות למידע; זאת הסיבה שגם הסבורים כי דיני ניירות ערך לא נועדו להגנה על המשקיע ה"פשוט", אלא דווקא על משקיעים מתוחכמים, תומכים בחובת הגילוי (ראו ז' גושן וג' פרחמובסקי "תפקידים המרכזי של דיני ניירות ערך" קרית המשפט ו' 3, 28 (תשס"ו))."

71. לאור האמור בדברי המלומדים אין צורך להכביר מילים על הטענה התמוהה של הרשות בסעיפים 118-119 בתגובתה, על פיה ציבור המשקיעים הלא מתוחכם עלול להיפגע מפרסום המידע המבוקש, מכיוון שכביכול - "פרסום המידע המבוקש ייצור פערי מידע בין ציבור המשקיעים שיכל ובוחר לבחון חומרים אלו לבין ציבור המשקיעים שלא היה ביכולתו לעשות כן. יש להניח כי ההבחנה תהיה בין קבוצה קטנה של משקיעים

<sup>6</sup> מאמרו של פרופ' ליכט מצורף כנספח, והוא מוצג באתר המחבר, [amirlicht.wordpress.com/2017/02/09/73](http://amirlicht.wordpress.com/2017/02/09/73). מאמר זה מתייחס גם לעניין הורביץ ולעניין קידוחי סי.אף.איי, המאזכרים בתגובת הרשות בסעיפים 118-177 ואחרים.

<sup>7</sup> זוהר גושן וגדעון פרחמובסקי "תפקידים המרכזי של דיני ניירות ערך", קרית המשפט ו' 3, 28 (תשס"ו)

המתוחכמים בעלי יכולות כספיות ובין יתר המשקיעים. פערי מידע אלו יפגעו באמון הציבור בשוק ההון וביעילותו."

72. באופן תמוה, הרשות מתארת את המשקיעים המתוחכמים כ"קבוצה קטנה", והרי אלה הם המשקיעים המוסדיים המנהלים נתח כבד מכספו של הציבור בישראל (קרנות פנסיה קופות גמל וכד').

73. תמוהה גם טענת הרשות בסעיפים 28, 51 ו-69 לתגובה לעתירה: "תוכנה של פניית הרשות מהווה [ ] מידע [ ] בעל רגישות רבה... עצם חשיפת דרישת הרשות לקבל מידע בנושא מסוים צפויה ליצור חשיפה לחברה, שכן היא תמקד את הגורמים הנחשפים לכך (משקיעים, מתחרים, ספקים, לקוחות, עובדים, ועוד) לנקודות רגישות בפעילות החברה ... פרשנות שגויה של המידע המבוקש, המתייחס לעיתים להערות ... עלולה לפגוע במסחר בשוק ההון."

74. כלומר, לשיטת הרשות, משקיעים מתוחכמים עשויים להעניק "פרשנות שגויה" להערות הרשות, אם יפורסם המידע המבוקש. לעניין זה ראו את ההתייחסות במאמרו של פרופ' ליכט לפטרנליזם האמור אותו "דיני ניירות ערך שוללים בתוקף". טענת הרשות כי פרסום הערות הרשות עשוי למקד את המשקיעים המתוחכמים ל"נקודות רגישות בפעילות החברה", שעל אף תיחכומם לא היו מודעים להן מקריאת התשקיף שהרשות התירה את פרסומו - תמוהה לא פחות.

75. האם הרשות סבורה כי חברי הצוות הבודק מתוחכם יותר ממשקיעים מתוחכמים, או שמא הרשות סבורה כי תפקידה לנפות מטיטת התשקיף מידע על "נקודות רגישות בפעילות החברה" לפני מתן היתר לפרסום התשקיף? לעניין זה ראו דיון בהמשך על "חוסר הסבירות בטענות הרשות בראיה כוללת".

### **11.1 מענה לטענה כי שפע פרסומי עמדות הרשות מייתר את הצורך במידע המבוקש - סעיף 10 לחוק**

76. עוד טוענת הרשות, ביחס לסעיף 10 לחוק, כי האינטרס הציבורי בפרסום מידע אודות אופן אכיפת גילוי נאות בתשקיפים בטל בשישים אל מול שלל הפרסומים השונים של הרשות (סעיפים 78-79 לתגובה לעתירה): "פרסומי הרשות לגבי אופן הפעלת סמכויותיה באופן שוטף באתר הרשות, מאפשרים לבצע בקרה ופיקוח על עבודת הרשות... הרשות סבורה, כי בגילוי המידע בהתאם לדיני ניירות ערך ובפרסומים הרחביים שהיא מבצעת בנוגע ליישום הוראות הדין, יש מענה מלא למידע הנדרש בפרסום לציבור המשקיעים וכי במקרה הנדון, גילוי מידע נוסף עלול לדעת הרשות ועל סמך ניסיונה, לפגוע בציבור המשקיעים ובעבודתה השוטפת של הרשות. מכל האמור עולה, כי אין בערך המוסף של פרסום ההתכתבות כדי להצדיק את הפגיעה הכרוכה בפרסום כאמור."

77. "הפרסומים הרחביים" מתוארים בסעיפים 58 לתגובה לעתירה, והם מהסוג של עמדות סגל ודיווחים אודות החלטות ועדת אכיפה מנהלית. ואולם אין בטענה זו מאום. הטענה שקולה לכך שמשטרת ישראל תסרב לשחרר לציבור נתונים אודות פעילות אכיפה מסוג זה או אחר בכבישי ישראל בטענה שבאתרי משרד התחבורה והרשות הלאומית לבטיחות בדרכים מוצגים "פרסומים רחביים" של עמדות הממשלה לגבי נהיגה זהירה, כמו גם פסקי דין של בתי המשפט לתעבורה.

78. באופן תמוה, תגובת הרשות אינה מבחינה בין חקיקה לבין אכיפה, ואינה מבחינה בין פרסום עמדה פרשנית לגבי תקנה זו או אחרת לבין אכיפה בפועל של אותה עמדה.

79. נדגים זאת באמצעות תשקיף הולמס פלייס, שהתכתבות בין הרשות לבין החברה בקשר עם בדיקת טיטות תשקיף שלה כלולות במידע המבוקש.

80. באתר הרשות מוצגת "עמדת סגל בנושאים חשבונאים", שפורסמה במרץ 2007, שכותרתה "החלטה 6-99: שימוש במדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי החשבונאות המקובלים".

עמדת סגל זו דורשת, בין היתר, כלהלן:

"מקום בו כולל תאגיד בתשקיף... מדד פיננסי שאינו מבוסס על כללי חשבונאות מקובלים, יפורט בסמוך כל פרט החשוב להבנת המדד והשימוש שנעשה בו, ולרבות:

- "הסבר מפורט על המדד בו נעשה שימוש, משמעותו ומקובלותו.
- "אם קיים מדד כספי קרוב, המבוסס על כללי חשבונאות מקובלים, יוצגו בנוסף: המדד המבוסס על כללי חשבונאות מקובלים... התאמה (בטבלה או בדרך בהירה אחרת) בין שני המדדים האמורים..."

העתק עמדת הסגל (החלטה 6-99) מצורף לתגובה זו ומסומן כנספח 3.

81. תשקיף הולמס פלייס<sup>8</sup>, שהרשות נתנה היתר לפרסומו, מציג בעמוד ו-25 נתונים על מדד שבתחולת העמדה החשבונאית לעיל, שאותו מכנה החברה "רווח נקי תזרימי (מפעילות שוטפת) מייצג", כאשר טבלת ההתאמה הנדרשת היא ביחס למדד אחר שאף הוא אינו מדד מבוסס על כללי חשבונאות מקובלים. רק כ-70 עמודים לאחר מכן (קרי לא בסמוך לו, כנדרש בנייר העמדה), בעמוד 6 לדוח הדירקטוריון, מביא התשקיף את "ההסבר המפורט" הנדרש בעמדת הרשות.

82. העותרת סבורה, כי "ההסבר המפורט" אינו עומד בדרישות הגילוי של נייר העמדה (מסיבות שלא כאן המקום לפרט) וסבורה, כי "קיים מדד כספי קרוב, המבוסס על כללי חשבונאות מקובלים" שביחס אליו הייתה צריכה להיערך טבלת ההתאמה.

83. על כן, לעותרת, ולדידה אף לציבור, קיים עניין לדעת האם לצוות הרשות הבודק היה דין ודברים, אם בכלל, עם הולמס פלייס ביחס ליישום נאות של עמדת הרשות שפורסמה ב"החלטה 6-99", וכיצד, אם בכלל, הניח הצוות את דעתו כי עמדת הרשות האמורה יושמה כהלכה בתשקיף.

84. ברור, אם כך, כי הטענה המובאת בתגובת הרשות, כי העותרת, או הציבור, יכולים להסתפק בפרסומה של "החלטה 6-99" פגומה מבחינה לוגית: אין כל הגיון בטענה כי שקיפות לחוקים, תקנות, הוראות ועמדות סגל בנושאי גילוי נאות היא תחליף לשקיפות להליכי אכיפה של גילוי נאות, הלכה למעשה, בתשקיפים.

85. במאמר מוסגר, נבהיר כי בקשת חופש מידע אחרת שהגישה העותרת לרשות ביום 10.12.2019, שאליה מתייחסת הרשות בסעיף 4 לתגובה לעתירה, מבקשת גילוי של נתונים סטטיסטיים בלבד אודות פעילות אכיפת גילוי נאות בדוחות תקופתיים.

## **12ב. נטל ההוכחה והרלבנטיות של ניסיונה רב השנים של ה-SEC בפרסום מידע מהסוג המבוקש**

86. כמוסבר בעתירה (סעיפים 36-37), נטל השכנוע כי סייג זה או אחר מהמנויים בסעיף 9 לחוק - לרבות סייגים הנוגעים להכבדה ושיבוש בתפקוד - מתקיים ביחס למידע המבוקש, מוטל על כתפי הרשות הציבורית המסרבת לחשיפת המידע המבוקש.

87. על כן מפתיע הדבר, כי בסעיף 64 לתגובה לעתירה, מציינת הרשות כי: "העותרת שבה ומפנה למצב בארה"ב שם מפורסמות הערות ה-SEC לציבור, וטוענת כי הדבר לא שיבש את יעילות בדיקת התשקיפים בארה"ב... העותרת לא הציגה כל ראיה לכך שלא נגרם נזק כתוצאה מהליך הבדיקה בארה"ב, כי לא פגע ביעילות בדיקות התשקיפים, כי לא הרחיק תאגידים מהנפקות, כי אינו כרוך בתשומות גדולות מצד ה-SEC והתאגידים, בהארכת לוחות הזמנים, וכדומה."

88. העותרת שבה ומבהירה, כי לאור הדמיון הרב בין ה-SEC לבין רשות ניירות ערך, שעליו עמדה יו"ר הרשות, ענת גואטה, בדבריה המובאים לעיל בפתח הדברים, ולאור הדמיון הרב במבנה התשקיף ותוכן פרקיו העיקריים, נטל ההוכחה כי בארה"ב נגרם נזק כלשהו לפעילות ה-SEC כתוצאה מפרסום הערות ה-SEC מוטל על כתפי הרשות.

89. בתגובתה לא הביאה הרשות ולו בדל של ראיה כי משהו השתבש בפעילות הרשות האמריקאית מאז שנת 2004, השנה שבה החלה לפרסם בנוהל קבוע את הערותיה על טיוטות תשקיף (ודוחות תקופתיים).

90. טענות המובאות בתגובת הרשות לגבי קושי בעצם פרסום הערות הרשות ותשובות החברה נשללות מיניה וביה על ידי עיון באלפי תכתובות שפרסמה ה-SEC, דוגמת זו שהובאה בנספח 3 לעתירה. כזו היא למשל הטענה בסעיף 69 לתגובה: "לא ניתן לנתק בין שאלות ודרישות הרשות ובין המענה שנמסר על-ידי התאגידים. כפי שהוסבר, הליך הבדיקה אינו מסתכם בשאלה ותשובה, אלא כולל לעיתים קרובות שאלה, תשובה, שאלת המשך, תשובת המשך, וכן הלאה."

91. עוד נוסף, כי הטענה בסעיף 98 לתגובה לעתירה, כי "הסקת מסקנות מהמצב בארה"ב אינה רלבנטית, שכן תיתכן שורה ארוכה של הבדלים בין ארה"ב וישראל" היא טענה בעלמא, כיוון שאין שום טענה קונקרטית להבדל שבגינו דבר שלא התשבש בארה"ב ישתבש דווקא בישראל, או מדוע נהלים כאלה או אחרים שאימץ ה-SEC למניעת שיבושים אינם יכולים להיות מאומצים בישראל.

92. עוד נטען בסעיף 98 לתגובה לעתירה, כי "העותרת ניסתה לטעון כי דיני ניירות ערך בישראל מבוססים על דיני ניירות ערך האמריקאים, אך כפי שהוסבר לעיל טענה זו אינה מדויקת", אלא שזוהי גם טענתה של יו"ר הרשות, ענת גואטה.

93. ובכל מקרה, הרשות אינה מכחישה בתגובתה את הנטען בסעיף 16 בעתירה, כי פרקים חשובים בתשקיף ישראלי דומים במהותם לפרקים חשובים בתשקיף אמריקאי (דוח הדירקטוריון, דוח תיאור עסקי התאגיד, הדוחות הכספיים), וכי סוגיות גילוי/דיווח החשובות למשקיע סביר הקורא תשקיף אמריקאי חשובות גם למשקיע סביר הקורא תשקיף ישראלי.

94. הרשות אף אינה מכחישה את הנטען בחלק א' של הבקשה, כי דוח ועדת מאור, שעל בסיסו הותקנו התקנות המגדירות את "דוח הדירקטוריון" ודוח הועדה לבחינה מחודשת של מודל הדיווח על עסקי החברה שעל בסיסו הותקנו התקנות המגדירות את דוח תיאור עסקי התאגיד - שניהם התבססו על הוראות הגילוי בארה"ב.

### **13ב. מענה לטענות נוספות בתגובה הנוגעות להשחרות**

95. תגובת הרשות לעתירה מעלה מספר טענות בנוגע להשחרות, אך כפי שכבר הוסבר לעיל, אין בה טענה כי הצורך להשחיר, אם בכלל, קטעים מהמידע המבוקש לגבי שלושה תשקיפים בלבד ישבש את תיפקודה התקין של הרשות. כך שההתייחסות להלן היא למעלה מן הנדרש והיא נועדה לצורך הפרכת טענת הרשות לקיומו של הסייג הקבוע בסעיף 9(ב)(1) לחוק.

96. העתירה הבהירה באופן ספציפי ובאמצעות דוגמה (בסעיפים 47-54), כיצד ניתן להשחיר בקלות התייחסויות בתכתובות לחומר שהוגש לעינייה של הרשות בלבד, מבלי שהדבר יפגע בתועלת של פרסום התכתובות בהיבט של השגת שקיפות להליך בדיקת טיטוטת תשקיף והפיקוח הציבורי עליו. הרשות לא סתרה באופן קונקרטי את ההסבר והדוגמה.

97. זאת ועוד, בבקשה הפנתה העותרת את הרשות לתכתובת של ה-SEC שבה ביקשה ה-SEC מחברת GAP לשקול מתן גילוי נפרד לרווחים בתחומי פעילות שונים. בתשובה לבקשה, חשפה GAP לעיני ה-SEC בלבד נתוני רווחיות בתחומים השונים.

העתק התכתובת בין ה-SEC ל-GAP מצורף לתגובה זו ומסומן **כנפסח 4**.

98. כפי שניתן להיווכח, השחרת הנתונים הכמותיים בעמוד 8 לנספח 4 לא פוגמת בשום צורה ואופן בתועלת הציבורית מפרסום ההתכתובות.

99. לפיכך, הטענה בסעיף 25 לתגובת הרשות, כאילו אין אפשרות לפרסם התכתובות הנוגעת לגילוי על הכנסות ורווחים בחתך של תחומי פעילות, בגלל שבדין ודברים שכזה "חברות נדרשות למסור לרשות מידע רגיש ביותר על ביצועי תחומי הפעילות העיקריים" - אינה נכונה בעליל. כאמור, ניתן לפרסם כאשר הנתונים הכמותיים, שאינם מוצאים דרכם לתשקיף הפומבי, מושחרים.

100. בסעיף 69 לתגובתה, טוענת הרשות כי: "השחרה של חלקים בחילופי המידע כפי שמציעה העותרת... צפויה להוביל לשברי מידע, מנותקים מהקשר, שתשלול אפשרות להבין את תהליך הבדיקה ובוודאי שלא תגשים את מטרתה המוצהרת כביכול של העותרת לקיים "בקרה" על עבודת הרשות."

101. לו היה שמץ של אמת בטענה זו, כי השחרה "תשלול אפשרות להבין את תהליך הבדיקה" (טענה המתייחסת באופן כוללני לתכתובות ולא ספציפית למידע המבוקש), הרשות הייתה יכולה להדגים את טענתה באמצעות אחת מאלפי התכתובות שפרסמה ה-SEC מאז שנת 2004.

102. ויובהר, טענתה האחרונה של הרשות סותרת את טענת הרשות בדבר "יעילות פעילות הפיקוח של הרשות, תוך חיסכון ניכר במשאבי כוח אדם וזמן יקרים". בהינתן שסעיף 21(א) לחוק ניירות ערך קובע כי אין זה מתפקידה של הרשות לאמת את הפרטים המובאים בתשקיף או לאשר את מהימנותם או שלמותם, ובהינתן כי מידע הנמסר לעינייה של הרשות בלבד ניתן לה יעל מנת שסגל הרשות יוכל להבטיח שאכן המידע החשוב והמהותי מגולה לציבור" (סעיף 40 לתגובה לעתירה) - הרי שריבוי השחרות מלמד על חוסר יעילות.

103. כפי שציינה העותרת בבקשה, השחרות בתכתובת של ה-SEC אינן שכיחות וכשהן קורות (כמו בזו עם GAP) הן מוגבלות מאוד. כך למשל, בהתכתבות ארוכה (שלושה סבבים) עם חברת האם של גוגל בשנת 2017, שבה ביקשה ה-SEC ממנה לשקול מתן גילוי להכנסותיה מפרסומות ביוטיוב וגילוי נפרד להכנסותיה מפרסומות במובייל - לא היו כלל השחרות.

#### **14. על חוסר הסבירות בטענות הרשות בראיה כוללת**

104. כאמור, על פי חוק ניירות ערך, הרשות בודקת טיטוטת תשקיף כדי להבטיח ככל האפשר כי "תשקיף יכול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר".



105. מקריאת תגובת הרשות עולה הרושם כי הרשות אינה מפקחת על תוכן התשקיף אלא עורכת אותו יחד עם החברה, כדי להבטיח כי התשקיף לא יכלול כל פרט העשוי להועיל למתחרותיה, ללקוחותיה, לספקיה, לעובדיה, ל"עורכי דין בתחום התביעות הייצוגיות והנגזרות" או "לארגונים למטרות שונות" (ראו סעיף 66 לתגובה).

106. וכך, למשל, בסעיף 25 לתגובה, המילה "נזק" מופיעה ארבע פעמים במובן נזק הצפוי להיגרם לחברות מפרסום מידע העשוי להיות חשוב למשקיע סביר.

107. ויובהר, העותרת מאמינה כי עובדי הרשות פועלים במסירות כדי להבטיח ככל האפשר כי "תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר", וכי תשובת הרשות מעוותת מציאות זו כדי למנוע את פרסום המידע המבוקש.

108. נדגים כעת את מחוזות האבסורד שאליהם מובילה הטענה הבאה בסעיף 25 בתגובת הרשות: "חברות נדרשות לפרט בתשקיף את גורמי הסיכון שלהן, ונשאלות לעיתים על-ידי הרשות על הגילוי שמסרו בהקשר זה. בין היתר הן נדרשות להסביר כיצד אמדו את עוצמתו של גורם סיכון מסוים, האם הוא התממש בעבר במידה זו או אחרת, כיצד הן נערכות להתמודד עם אותו גורם סיכון, וכדומה. חשיפת הסברים אלה צפויה לחשוף את החברות ולהסב להן נזק".

109. ברי לכל, כי הסתרה כנ"ל תגרום למניית החברה המסתירה להיסחר במחיר מנופח, וכאשר הפרטים שלא נחשפו בתשקיף ייחשפו לשוק בצורה זו או אחרת מאוחר יותר, מחיר המניה יגיב בירידה ויגרום נזק למשקיעים שרכשו את המניה על בסיס המידע בתשקיף והחזיקו בה במועד החשיפה.

110. תשקיף עדיקה סטייל בע"מ, למשל, שהערות הרשות על טיוטותיו הן חלק מהמידע המבוקש, עשוי להדגים סיטואציה שבה הסברים לגורם סיכון שלא נכללו בתשקיף עשויים להיות מידע חשוב למשקיע סביר.

111. חודשים ספורים לאחר ההנפקה פרסמה עדיקה דיווח מייד<sup>9</sup>, שבו הודיעה בין היתר, כי:

**"התקבלה בחברה בקשה לאישור תובענה כתובענה ייצוגית, שהוגשה נגדה וכנגד שש חברות נוספות שאינן קשורות לחברה ("המשיבות"), בבית-המשפט המחוזי בירושלים בגין טענות הנובעות מחוק הגנת הצרכן, התשמ"א-1981, בקשר עם קידום פרסום סמוי, המתבצע לכאורה, באמצעות הרשת החברתית אינסטגרם."**

112. עיון בכתב התביעה<sup>10</sup> מגלה, כי עילת התביעה היא פרסום סמוי באמצעות משפיעניות (ידועניות או influencers):

**"המשיבה 1 [עדיקה - ע.מ.] אשר בבעלותה חנות אונליין לרכישת ביגוד ומוצרי לייף סטייל, הפונה בעיקר לצעירות, הייתה אחת החלוצות בישראל ב"תחום" הפרסום הסמוי באינסטגרם. המשיבה עובדת עם עשרות משפיעניות, אשר פופולריות בקרב הנוער. המשפיעניות מעלות לרשת תמונות שלהן, בסיטואציות יומיומיות (ולעיתים אף בשלל מקומות אקזוטיים), לבושות במותג "עדיקה".**

<sup>9</sup> <https://maya.tase.co.il/reports/details/1160692>

<sup>10</sup> [https://cdn.the7eye.org.il/uploads/2018/05/f1aee389-51f1-4621-885a-53dbc44e7b84-cd66c63a63010000090037f694479a6b\\_f.pdf](https://cdn.the7eye.org.il/uploads/2018/05/f1aee389-51f1-4621-885a-53dbc44e7b84-cd66c63a63010000090037f694479a6b_f.pdf)

לרוב, הידועניות אינן מלוות את התמונות בהאשטאגים, והתיוגים עצמם נחשפים רק עם לחיצה על התמונה, כאמור.”

113. בתשקיף שהרשות נתנה היתר לפרסומו, גורם הסיכון הרלבנטי היחיד הוא כי "שינוי מהותי" בחוק הגנת הצרכן "עשוי להשפיע באופן מהותי על הכנסותיה". למעשה, התשקיף בכלל לא מגלה כי עדיקה מפרסמת באמצעות משפיעניות (על אף שהמנכ"ל מספר על כך בראיונות לעיתונות<sup>11</sup>).

114. לעומת זאת בתשקיף של חברה אמריקאית בשם REVOLVE<sup>12</sup> עם מודל עסקי דומה לזה של עדיקה, המילה influencer או influencers מופיעה 78 פעמים, ובין השאר קיים בו דיון בגורם סיכון שכותרתו:

***“Use of social media and influencers may materially and adversely affect our reputation or subject us to fines or other penalties.”***

הדיון בגורם סיכון זה, מסביר, בין היתר, כי:

***“in some cases, the FTC has sought enforcement action where an endorsement has failed to clearly and conspicuously disclose a financial relationship or material connection between an influencer and an advertiser. We do not prescribe what our influencers post, and if we were held responsible for the content of their posts or their actions, we could be forced to alter our practices, which could have an adverse impact on our business.”***

115. האם רשות ניירות ערך התירה מפורשות לעדיקה לא להסביר את הסיכונים הכרוכים בפרסום באמצעות משפיעניות ברשתות חברתיות בגלל ש"חשיפת הסברים אלה צפויה הייתה להסב לה נזק (סעיף 25 לתגובה), או משום שהייתה נותנת רעיונות ליעורכי דין בתחום התביעות הייצוגיות והנגזרות" (סעיף 66 לתגובה)?

או לחילופין, האם הצוות הבודק של הרשות לא היה מודע לכך שעדיקה מפרסמת באמצעות משפיעניות, על אף ש"במסגרת בדיקת התשקיף נבחנים על-ידי הרשות הסברי התאגיד בשורה של נושאים רגישים, כגון התפתחות עסקיו" (סעיף 24 לתגובה)?

116. לציבור יש עניין בתשובה לשאלות אלה, הניתנת במידע המבוקש. לשיטתה של הרשות אין כל מניעה להיענות לבקשת חופש המידע בעניין זה, כיוון שהחשיפה האמורה, שלכאורה הייתה יכולה לגרום נזק לעדיקה, כבר נחשפה בעת הגשת התובענה הייצוגית.

<sup>11</sup> <https://www.themarker.com/markets/.premium-1.7889916>

<sup>12</sup> <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1746618/000119312519168155/d669074d424b4.htm>

## 15ב. תשבחות עצמיות אינן עילה לשלילת הזכות לקבל מידע מרשות ציבורית או לשלילת הזכות לבקר

### רשות ציבורית

117. העותרת אינה חולקת על עמדת הרשות, כי "דרישות הגילוי נחקקו מתוך תפיסה של איזון" בין השאיפה כי התשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר "לבין הצורך לשמור על מעמדו התחרותי של התאגיד והיכולת שלו להתנהל בצורה סדירה מבלי שירחף מעליו החשש שכל המידע העסקי שלו יהפוך פומבי" (סעיף 31 לתגובה לעתירה).

118. בעתירתה (כמו גם בפנייתה לרשות) ציינה העותרת, כי עניינה במידע המבוקש הוא השגת שקיפות לפעילות הרשות בתחום בדיקת טיטות תשקיף, וכי השקיפות נחוצה לצורך פיקוח ציבורי על האופן שבו קובעת הרשות מהו מידע שאינו חשוב למשקיע סביר (כמשמעות סעיף 16 בחוק ניירות ערך, הקובע כי "תשקיף יכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר, השוקל רכישת ניירות הערך המוצעים על פיו...") ועל האופן שבו היא קובעת מהי אותה נקודת "איזון" בין צרכי המידע של המשקיעים לבין חשש של המציע כי גילוי מידע עשוי לפגוע בעסקיו.

119. בתגובתה לעתירה טוענת הרשות, כי היא "ידועה כגוף פיקוח ואכיפה חסר פשרות, ואין כל בסיס לטענה כי היא אינה עושה עבודתה כנדרש" (סעיף 89), כי "קביעותיה של העותרת בדבר איכות הגילוי בישראל לא בוססו" (סעיף 82), כי "אין כל ראיה לכך שאיכות הגילוי בישראל נופלת מאיכות הגילוי בארה"ב" (סעיף 83), וכי "ככל שנמצא על ידי הרשות במסגרת הליך בחינת טיטות התשקיף, מידע העשוי להיות חשוב למשקיע סביר, הרי שמידע זה יכלול בתשקיף מכח הוראת הרשות. לאור האמור עמדת הרשות היא, כי אין לגלות את המידע המבוקש... " (סעיפים 53 ו-54), כי "ברי שכל מידע שהינו "מידע העשוי להיות חשוב למשקיע הסביר" ממילא יכלול בתשקיף הרלבנטי" (ה"ש 7), וכי "לאור האמור ולאחר בחינת מכלול השיקולים הנוגעים לעניין, בהתאם לסעיף 10 לחוק חופש המידע, הרשות סבורה כי במקרה הנדון - האיזון בין העניין הציבורי בחשיפת המידע המבוקש ובין העניין הציבורי הכרוך בשמירה על סודיותו, מושג באמצעות הגילוי המובא בתשקיפים... פרסום הגילוי המובא בתשקיף כאמור כולל את כל המידע המהותי למשקיע סביר והנדרש להגנת ציבור המשקיעים... הרשות סבורה, כי בגילוי המידע בהתאם לדיני ניירות ערך ובפרסומים הרוחביים שהיא מבצעת בנוגע ליישום הוראות הדין, יש מענה מלא למידע הנדרש בפרסום לציבור המשקיעים" (סעיפים 76-79).

120. עם כל הכבוד, תדמיתה העצמית של הרשות כגוף פיקוח חסר פשרות אינה עילה לשלילת הזכות לקבל מידע לפי חוק חופש המידע. גם אמונתה הלכאורית של הרשות, כי כל תשקיף שהיא מאשרת "כולל את כל המידע המהותי למשקיע סביר והנדרש להגנת ציבור המשקיעים" אינה עילה לשלול מהציבור את זכותו לשקיפות פעולתיה של הרשות בתחום בדיקת טיטות תשקיף, כדי להבין את השיקולים שעמדו בבסיסן ולבקרן (כמוסבר בעע"מ 9135/03 המועצה להשכלה גבוהה נ' עיתון הארץ ס(4) 217 (2006); וראו סעיף 28 לעתירה).

121. כמו כן, בניגוד למשתמע מתגובת הרשות, חוק חופש המידע אינו מתנה את זכות העותרת לקבל את המידע המבוקש בהוכחת עמדתה כי "איכות הגילוי בישראל נופלת מאיכות הגילוי בארה"ב" או בהוכחה כי תשקיפים אלה או אחרים שאישרה הרשות מחסירים מידע חשוב למשקיע סביר, מהסוג שגילוי אינו מעלה חשש לפגיעה בעסקי החברה המנפיקה.

## 16ב. תשובת הרשות מבקשת מבית המשפט לפגוע בחופש ביטוי

122. העתירה (סעיף 33) מציינת, כי "כדי שהציבור יוכל לגבש דעה מושכלת על תקנות גילוי שיוזמת הרשות, או תקנות שהרשות מסרבת ליזום, הוא נדרש למידע על האופן שבו אוכפת הרשות את התקנות". לענין זה מפנה העתירה לעע"ם 11120/08 התנועה לחופש המידע נ' רשות ההגבלים העסקיים (17.11.2010), שבו הדגיש בית המשפט כי "חוק חופש המידע מעגן את זכותו של הציבור לדעת ... כי אין חופש ביטוי בלא זכות לדעת" וכי "ללא הבטחת זכות הנגישות למידע... לא יוכל האדם לקבל מידע הדרוש לו לשם גיבוש דעתו וביטויה".

123. הדוגמה שהובאה בעתירה לתקנת גילוי שנויה במחלוקת (סעיף 34) נוגעת לגילוי על הסכמים מהותיים, כגון הסכם עם לקוח גדול, האחראי לשיעור ניכר מהכנסות החברה. התקנה שקבעה הרשות בישראל היא כי בתשקיף יינתן גילוי לעיקרי ההסכם, ואילו התקנות בארה"ב דורשות כי בנוסף לגילוי זה בגוף התשקיף, יצורף ההסכם כנספח לתשקיף. העותרת הסבירה (סעיף 35), כי הציבור הרוצה לגבש דעתו לגבי הסיכון שאי צירוף ההסכם לתשקיף יגרום לאי גילוי מידע חשוב למשקיע סביר - חייב לקבל מידע על האופן שבו הרשות מוודאת, אם בכלל, בהליך בדיקת טיוטות תשקיף, אם חברה זו אחרת אכן מגלה את כל המידע שבהסכם החשוב למשקיע סביר וכמה משאבים משקיעה הרשות בהליכי הוידוא האמור.

124. בתגובתה (סעיף 87) שוללת הרשות מכול וכול את זכותה של העותרת לקבלת מידע אשר יסייע לה לבקר את תקנות הגילוי שקבעה הרשות ולפעול באופן חוקי ודמוקרטי לשינויין: "טענת העותרת בעניין דרישות הגילוי בישראל ביחס לגילוי הסכמים של החברות... מוכיחה כי העותרת חותרת לשנות "בדלת האחורית", ובאופן משמעותי ביותר, את היקף הגילוי שנמסר על-ידי תאגידים מכוח דיני ניירות ערך. לא זו בלבד ששינוי כאמור יעמוד בניגוד לתפישה העקרונית של הדין ולאינטרס של הגנת ציבור המשקיעים, הוא ייעשה חרף קביעותיו הברורות של המחוקק באשר למידע הטעון גילוי, תוך ניסיון לעקוף קביעות אלה, משום שהעותרת אינה מרוצה מהן".

## ג. סוף דבר

125. על אף תגובתה הארוכה לעתירה, הרשות לא הרימה את נטל ההוכחה הדרוש להוכיח כי אין עניין הציבורי במידע המבוקש. לפיכך, מתבקש בית-המשפט הנכבד לעשות שימוש בסמכותו ולהורות למשיבים למסור לידי העותרת את המידע המבוקש. לחילופין, מתבקש בית המשפט הנכבד להורות לרשות למסור את המידע בהתאם להוראות סעיף 11 לחוק, או להורות על מתן חלק מהמידע המבוקש או להתנות מסירתו של המידע בתנאים שבית המשפט ימצא לראויים בנסיבות העניין.

עמית מנור, עו"ד

ב"כ העותרת