



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים www.isa.gov.il

עמדת סגל

עמדה משפטית מספר 13-104: פרסום מידע לציבור על ידי התאגיד,

נושאי משרה שלו ובעלי שליטה בו

21 ביולי 2008¹

העמדה המתוארת בנייר זה משקפת את פרשנות סגל הרשות בקשר עם הוראות חוק ניירות ערך ותקנותיו ומיושמת בפועל על ידו.

1. רקע עובדתי

1.1. במהלך השנים האחרונות נתקל סגל רשות ניירות ערך ("הרשות") במספר מקרים של התבטאויות נושאי משרה בכירה ובעלי שליטה (לרבות כאלה שאינם נושאי משרה) בכלי התקשורת, שעניינם פרטים החשובים למשקיע ואשר לא פורסמו בדיווחיה הרשמיים של התאגיד במגנ"א, וזאת הן במהלך חייו השוטפים של התאגיד והן בסמוך לפני הנפקה על פי תשקיף.

1.2. התבטאויות אלו כללו, בין היתר, אמירות, הצהרות ותחזיות שונות שטרם דווחו לציבור במגנ"א ביחס לשווי העתידי או הנוכחי של התאגיד ושל מניותיו, מידת כדאיות ההשקעה בתאגיד ותמחורן בחסר של מניותיו, נתונים אודות עסקי התאגיד (לרבות תוצאות פעילותו), נתונים אודות תוכניות עתידיות של התאגיד, נתונים אודות תוכניות בעל השליטה בקשר עם פעילות התאגיד או בקשר עם מכירת השליטה בו, מידע סלקטיבי מתוך פרסומים שדווחו כדין ועוד.

1.3. במהלך השנים, פרסמה הרשות את עמדתה באשר להתבטאויות כאמור, בהקשרים שונים וזאת במסגרת עמדת סגל הרשות 104-4 מחודש יוני 2004 שעניינה "איסור פרסום מידע טרם הגשתו לרשות", הודעה לחברות מיום 19.02.06 שעניינה "פרסום אסור קודם להנפקה", ועמדת סגל הרשות 104-10 מחודש אפריל 2007 שעניינה "פרסום מידע באופן העלול להוות הנעה בדרכי תרמית" ("עמדות הסגל הקודמות"). עמדה זו משלימה ומבהירה את עמדות הסגל הקודמות, וכן מבהירה את הכלים העומדים בידי הרשות לשם שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בקשר עם התבטאויות כאמור.

2. הסוגיה

2.1. במסגרת זו תובא, באופן כללי, עמדת סגל הרשות בדבר המגבלות הקבועות בחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ("החוק") בקשר עם פרסום מידע לציבור שלא באמצעות המגנ"א, תוך ביצוע הבחנה לגבי:

2.1.1. **סוגי הפרסומים:** פרסומים שעיקרם מידע אודות התאגיד (תוך הבחנה בין פרסום נתונים החייבים בדיווח, פרסום נתונים מתוך דיווחים, ופרסום נתונים

¹ פרסום להערת הציבור עד ליום 15.8.08, נוסח מתוקן מיום 2.10.08.

וולונטריים מהותיים, כגון אזהרת רווח), לעומת פרסומים שעיקרם מידע אודות שווי התאגיד או שווי מניותיו ;

2.1.2. **זהות המתבטאים**: נושאי משרה לעומת בעלי שליטה שאינם נושאי משרה בתאגיד ;

2.1.3. **עיתוי ההתבטאות**: במהלך החיים השוטפים של התאגיד, לעומת במועד הסמוך לפני הנפקה (תוך הבחנה בין הצעה ראשונה לציבור להצעה לציבור על ידי תאגיד מדווח).

2.2. עמדת סגל הרשות אינה עוסקת בפרסומים שאינם חשובים למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות הערך של התאגיד.

3. רקע משפטי - עיקרון הגילוי הנאות; חובות הדיווח והאחריות בגינו

3.1. דיני ניירות ערך מושתתים על עיקרון הגילוי הנאות. הגילוי הנאות נועד, בין היתר, לספק לציבור המשקיעים בסיס מידע נאות, שיאפשר להם לקבל החלטות מושכלות בנוגע להשקעותיהם, לאפשר קיומו של שוק יעיל לניירות ערך, להרתיע בעלי כוח בתאגיד מפני התנהגות חריגה או מניפולטיבית העלולה לפגוע בתאגיד ולאפשר פיקוח על פעולותיהם, ולחזק את אמון הציבור בארץ ובחוץ לארץ בשוק ניירות הערך הישראלי.

3.2. עקרון זה מושתת על התפישה שהמידע לו זקוק המשקיע לצורך קבלת החלטת השקעה בנוגע לרכישה או מכירה של ניירות ערך הינו רב ומגוון וכי קיים פער בין המידע המצוי בידי התאגיד, נושאי המשרה שלו ובעלי שליטה בו לגבי ענייני התאגיד לבין המידע המצוי בידי המשקיע הפוטנציאלי.

3.3. לאור האמור, קיימת חשיבות רבה לכך שבידי ציבור המשקיעים יהיה כל המידע העשוי להיות חשוב למשקיע סביר ושמידע כאמור יסופק על ידי התאגיד אשר לו היכולת והאחריות לוודא שאין בו פרט מטעה. ודוק, קביעת התאגיד כגורם המדווח והטלת אחריות על התאגיד בגין הדיווח נועדו, בין היתר, לגרום לתאגיד לפעול על מנת להבטיח שהמידע המסופק לציבור אמין, מדויק ורלוונטי.

3.4. לשם הסדרת עיקרון זה נקבעו בחוק ניירות ערך ובתקנותיו חובות גילוי המסדירות את עצם חובת הדיווח, מתכונת הדיווח והמידע אותו נדרש התאגיד למסור לציבור משקיעים. לגבי מתכונת הדיווח, נקבעו בחוק ובתקנות מספר עקרונות ובהם:

3.4.1. החובה כי התאגידים יפרסמו דיווחיהם במגנ"א, וזאת כדי להקנות לציבור המשקיעים פלטפורמת דיווח אחידה וזמינה לכל²;

3.4.2. החובה כי הפרסום במגנ"א יעשה קודם לכל פרסום אחר.

3.5. לצד העיקרון הכללי האמור מוטלת על תאגידים חובה מיוחדת בהקשר להצעת ניירות ערך לציבור בשוק הראשוני: הצעה ומכירה לציבור יעשו רק על בסיס טיטת תשקיף שאושרה על ידי דירקטוריון המנפיק ונחתמה על ידי המנפיק ולפחות אחד מבין המיועדים לשמש חתם מתמחר בהצעה או על בסיס תשקיף שקיבל את היתר הרשות, וזאת על מנת לגבש אחריות בגין הדיווח ולצמצם את החשש לניצול א-סימטריה באינפורמציה בין התאגיד המנפיק לציבור הרוכש.

² ראו לענין זה, עמדת סגל הרשות 4-104 מחודש יוני 2004 שעניינה "איסור פרסום מידע טרם הגשתו לרשות", ולפיה קיים דיווח אחד בלבד הממלא את חובת הדיווח והוא הגשה של דו"חות מלאים, בהתאם להוראות החוק והתקנות, ובמועדים שנקבעו לכך; סעיף 15 לחוק הקובע כי לא יבצע אדם "הצעה לציבור", למעט בהתקיים החריגים הקבועים בחוק, אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיטת תשקיף שאושרה על ידי דירקטוריון המנפיק ונחתמה על ידי המנפיק ולפחות אחד מבין המיועדים לשמש חתם מתמחר בהצעה; סעיף 36 לחוק הקובע את חובת הדיווח השוטף של תאגידים בשוק המשני, ואשר מכוחו הותקנו תקנות שונות המגדירות את קטגוריות הדיווח השונות.

3.6. כדי להבטיח קיומו של עיקרון הגילוי הנאות הטיל המחוקק אחריות פלילית, אזרחית ומנהלית, והקנה לרשות כלי אכיפה שונים, ובכלל זה אלו המפורטים להלן:

3.6.1. תאגיד ונושאי משרה שלו עשויים לשאת באחריות פלילית לגבי ביצוע הצעה לציבור שלא על פי תשקיף ובקשר עם דיווחי התאגיד (לרבות במסגרת תשקיף), ככל שיש בהם פרטים מטעים;

3.6.2. לתאגיד, לנושאי המשרה שלו ולבעלי השליטה בו עשויה לקום אחריות אזרחית בגין דיווחי התאגיד (כגון מכוח סעיפים 31, 38ג', 52א' לחוק);

3.6.3. בהתאם לסעיף 54(א)(1) לחוק החל בשוק הראשוני ובשוק המשני כאחד, תחול אחריות פלילית על מי שהניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית - בכתב, בעל פה או בדרך אחרת - שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות. סעיף זה אינו מוגבל לנושאי המשרה בתאגיד, ועשוי לחול על כל אדם, ובכלל זה על בעל השליטה בתאגיד;

כך לדוגמה, אם ימצא כי התבטאויות משרתות אינטרס של בעל השליטה (כאשר בעל השליטה מבצע מכירה בסמוך לאחר הפרסום, לבעל השליטה אופציות העומדות לפקוע בסמוך לאחר הפרסום, לבעל השליטה התקשרות הכוללת אמות מידה פיננסיות הנגזרות ממחיר נייר הערך של התאגיד, בעל השליטה עתיד לבצע הצעת רכש וכיו"ב);

בהקשר זה, יצוין כי, סתירה בין דיווח התאגיד לבין תוכן ההתבטאות עלולה גם לחשוף את התאגיד או נושא המשרה לעבירה של תרמית בניירות ערך בהתאם לסעיף 54 לחוק (משום שהן הפרסום של נושא המשרה והן הדיווח של התאגיד נחשבים כפרסומים של התאגיד);

3.6.4. בהתאם להוראות פרק ח'3 לחוק (עיצום כספי), רשאית הרשות להטיל עיצום כספי, בין היתר, בגין הפרת חובות דיווח וביצוע הצעה לציבור שלא על פי תשקיף;

3.6.5. בנוסף, בקשר עם פרסומים הנעשים בסמוך לפני הנפקה (בין באמצעות הצעת מדף ובין באמצעות תשקיף) רשאית הרשות לדחות את מועד ההנפקה לפרק זמן משמעותי וזאת מהטעמים שיפורטו להלן.

4. עמדת סגל הרשות

להלן תובא עמדתנו לגבי סוגי הפרסומים שצוינו בפתיח לנייר זה ("הסוגיה"). במסגרת נייר זה נדונות הן המגבלות החלות על התבטאויות במהלך התקופה הקודמת למועד הנפקה לציבור, והן המגבלות החלות על התבטאויות במהלך חייו השוטפים של תאגיד מדווח. לאור האמור, יש לקרוא את עמדת סגל הרשות לגבי תחולת המגבלות על פרסום מידע כאמור כמקשה אחת.

אופן הפעולה של סגל הרשות במקרים של התבטאויות שלא בהתאם להוראות החוק יפורט להלן, וזאת מבלי לגרוע מן האפשרות שהתבטאויות כאמור יגררו אמצעי אכיפה עונשיים ומינהליים, כמפורט בסעיף 3.6 לעיל.

4.1. התבטאויות נושאי משרה בקשר עם ענייני התאגיד ו/או לגבי שווי התאגיד או ניירות הערך שלו

4.1.1. **התבטאויות בשוטף** - עמדת סגל הרשות הינה כי התבטאות נושאי משרה כמוה כהתבטאות התאגיד וזאת, בין היתר, לאור היותם אורגנים של התאגיד ובשל אחריות נושאי המשרה לדיווחי התאגיד כמתואר לעיל (בהקשר זה, ראו גם הוראות תקנות 30(ב) ו 30(ה) לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל – 1970 ("תקנות הדו"חות").

עמדת סגל הרשות הינה כי בהתאם להוראות תקנות הדו"חות, התבטאויות של נושאי משרה אודות אירוע או עניין של התאגיד, אשר הייתה חובה לגלותם מראש, כמו גם התבטאויות אודות אירוע או עניין שמלכתחילה לא קמה חובה לגלותם, ואולם מרגע שפורסמו לציבור הם מהווים אירוע או עניין מהותיים או כאלו שיש בהם כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר נייר הערך (כגון אזהרת רווח מהותית, נתונים מתוך דוחות כספיים שטרם פורסמו, משא ומתן שעוכב הפרסום בגינו), יעשו ראשית כל באמצעות המגנ"א.

התבטאות כאמור שלא נעשתה באמצעות המגנ"א מהווה הפרה של תקנה 36 לתקנות הדו"חות ככל שלא קדם לה דיווח במגנ"א. מועד ההפרה, מבחינת התאגיד, הינו במועד ההתבטאות של נושא המשרה (תקנה 30(ה) לתקנות הדו"חות) והפרה זו תימשך עד למועד בו יפרסם התאגיד את המידע במגנ"א תוך התייחסות לעצם הפרסום ותוכנו.

עמדת סגל הרשות כאמור לעיל חלה גם בקשר עם התבטאויות נושאי משרה באשר לשווי ניירות הערך של התאגיד. התבטאות כאמור שלא נעשתה באמצעות המגנ"א מהווה הפרה של תקנה 36 לתקנות הדו"חות ככל שלא קדם לה דיווח במגנ"א, ומחייבת קודם כל דיווח מיידי של התאגיד תוך התייחסות לעצם הפרסום ותוכנו.

4.1.2. **התבטאויות במהלך התקופה השקטה**

4.1.2.1. עמדת סגל הרשות הינה כי, בכפוף לחריגים המפורטים בסעיף 4.1.2.2 להלן, התבטאויות כאמור הנעשות בסמוך להצעה לציבור עשויות להיחשב להצעה שלא על פי תשקיף. זאת, בשים לב לעובדות המקרה, לרבות תוכן ההתבטאות, זהות המתבטא, והשאלה האם התוצאה הכוללת האפשרית של ההתבטאות עשויה להניע או הניעה בפועל את ציבור המשקיעים לרכוש ניירות ערך. לעניין זה, תראה הרשות בהתבטאויות כאמור שתעשנה במהלך התקופה אשר תחילתה במועד המוקדם מבין הגשת טיוטת תשקיף ראשונה לרשות או 30 יום קודם לתום התקופה לקבלת הזמנות ("התקופה השקטה") כהתבטאויות שנעשו בסמוך לפני הצעה לציבור ואשר נועדו לכאורה להניע ציבור לרכוש ניירות ערך. הכלים המנהליים העומדים בידי הרשות בקשר עם הפרות כאמור הינן: הטלת עיצום כספי ו/או דחיית ההנפקה לפרק זמן משמעותי³.

4.1.2.2. עמדת סגל הרשות הינה כי הכלל האמור לא יחול במידה והמנפיק או המציע יוכיח כי נהג לבצע פרסומים כאמור גם בעבר באופן ובעיתוי דומים (ובלבד שלגבי תאגיד מדווח הפרסום נעשה במגנ"א). עוד יצוין, כי אזהרת רווח ניתן לפרסם במגנ"א במהלך התקופה השקטה גם אם

³ ביסוד דחיית ההנפקה עומדים, בין היתר, הטעמים הבאים: (א) התיישנות המידע באופן שתגדל הסבירות שהחלטת ההשקעה תתבצע על בסיס המידע המצוי בתשקיף ולא על בסיס הפרסומים החוץ-תשקיפיים; ו - (ב) מתן שהות לתאגיד כמו גם לסגל הרשות לבחון את השלכות הפרסומים האסורים על הציבור, לרבות הצורך בתיקון תשקיף באופן ובדרך שתורה הרשות.

זו נעשית לראשונה בסמוך להצעה לציבור. בהקשר זה, מבקש סגל הרשות להפנות את תשומת הלב לחובת העדכון הקבועה בתקנה 2א37 לתקנות הדו"חות.

4.2. התבטאויות בעלי שליטה בקשר עם ענייני תאגיד ועם השליטה בו

4.2.1. **התבטאויות בשוטף** - עמדת סגל הרשות הינה כי התבטאות בעל השליטה (שאינו נושא משרה בתאגיד) אינה מהווה התבטאות התאגיד, למעט כאשר בעל השליטה פועל מטעם התאגיד או בתיאום עמו (שאז תיחשב ההתבטאות להתבטאות התאגיד). יחד עם זאת, בעל השליטה הוא איש פנים מרכזי, ומוחזק כמי שמידע שמצוי בידו אודות התאגיד הגיע מתוך התאגיד. בעל השליטה הוא גם מי שמכוון את פעילות התאגיד ועל כן יש ביכולתו להוציא תוכניות עתידיות (למשל תוכנית בדבר כניסה לתחום פעילות חדש) מן הכוח אל הפועל. לאור זאת, התבטאויותיו של בעל השליטה הכוללות מידע פנים של התאגיד ו/או מתייחסות לתוכניותיו של בעל השליטה בקשר עם פעילות התאגיד או בקשר עם השליטה בו (למשל – מו"מ למכירת שליטה), כשלעצמן, עשויות להוות אירוע או עניין שיש בו כדי להשפיע באופן משמעותי על מחיר נייר הערך של התאגיד, ועל כן להיכנס לסיפא של תקנה 36(א) לתקנות הדו"חות. משכך, עמדת סגל הרשות כי מוטלת על התאגיד החובה להתייחס בדיווח מיידי להתבטאויות כאמור, כאשר המועד לפרסום הדיווח המיידי בנדון ייקבע בהתייחס למועד בו נודע לתאגיד לראשונה על התבטאות בעל השליטה, בהתאם לתקנה 30(ב) לתקנות הדו"חות.

עמדת סגל הרשות הינה כי חזקה שנודע לתאגיד על ההתבטאות, לא יאוחר מהמועד בו פורסמה ההתבטאות לראשונה בכלי תקשורת בישראל.

4.2.2. **התבטאויות במהלך התקופה השקטה** – עמדת סגל הרשות הינה כי התבטאויות כאמור עשויות להוות "הצעה לציבור" על כל המשתמע מכך, וזאת בשל מעמדו של בעל השליטה, ומכיוון שיש לבעל השליטה אינטרס בהצלחת ההצעה.

4.3. התבטאויות בעלי שליטה המהווה מידע צופה פני עתיד או התבטאויות בעל שליטה בקשר עם שווי התאגיד או שווי ניירות הערך שלו

4.3.1. **התבטאויות בשוטף** - עמדת סגל הרשות הינה כי התאגיד אינו מחויב להגיב באמצעות דיווח מיידי להתבטאויות כאמור, וזאת מאחר שהתבטאויות כאמור הינן הערכה סובייקטיבית המבוססת על עובדות שדווחו לציבור, ומתוך הנחה שבידי הציבור הכלים להבחין בין הערכות כאמור לעובדות⁴. לענין זה, סגל הרשות מבקש להבהיר כדלקמן: (א) בגדר מידע צופה פני עתיד לא ייכלל כל מידע המצוי בידי התאגיד, וכי חזקה כי התאגיד ובעל השליטה בו יודעים את נתוני הדו"חות הכספיים הרבעוניים והשנתיים, בסמוך לאחר תום תקופת הדו"ח הרלוונטי; (ב) עמדת הסגל כאמור לא תחול מקום בו פועל בעל השליטה מטעם התאגיד או בתיאום עמו;

לבסוף, יודגש כי עמדה זו תובא לבחינה חוזרת של סגל הרשות, וזאת לאחר שיהיה בידי הרשות מידע נוסף באשר להתייחסות הציבור למידע כאמור ומשמעותו.

⁴ מקורה של ההבחנה שערך הסגל בין התבטאויות הכוללות הערכות סובייקטיביות של נושאי משרה לעומת בעלי שליטה, נעוץ בעמדת סגל הרשות אשר פורטה לעיל ולפיה התבטאויות נושאי משרה כמוהן כהתבטאויות התאגיד, ועל כן, הדרך לפרסמן לראשונה הינו באמצעות המגני"א.

4.3.2. **התבטאויות במהלך התקופה השקטה** – עמדת סגל הרשות הינה כי התבטאויות כאמור עשויות להוות "הצעה לציבור" על כל המשתמע מכך, וזאת בשל מעמדו של בעל השליטה, ומכיוון שיש לבעל השליטה אינטרס בהצלחת ההצעה.

4.4. **פרסום נתונים מתוך דיווחים שפורסמו במגנ"א (לרבות תשקיף)**

4.4.1. **התבטאויות בשוטף** – עמדת סגל הרשות הינה כי פרסום נתונים כאמור בידי התאגיד, נושאי משרה שלו ובעלי שליטה בו אינו אסור, ובלבד שאינו מגיע כדי הטעיה ו/או תרמית בניירות ערך (כגון כאשר לתאגיד, לנושא משרה שלו או לבעל השליטה יש אינטרס בהשפעה על מחיר נייר הערך).

4.4.2. **התבטאויות במהלך התקופה השקטה** – עמדת סגל הרשות הינה כי התבטאויות כאמור על ידי נושאי משרה ובעלי שליטה עשויות להוות הצעה לציבור. יחד עם זאת, סגל הרשות לא יתייחס לפרסום נתונים כאמור כהצעה לציבור, ובלבד שנתונים כאמור יפורסמו במהלך התקופה שבה מותרת פעילות שיווק (היינו – לאחר פרסום תשקיף שקיבל היתר של הרשות או פרסום טיוטת תשקיף שאושרה על ידי דירקטוריון המנפיק ונחתמה על ידי המנפיק ולפחות אחד מבין המיועדים לשמש חתם מתמחר בהצעה), הפרסום אינו מטעה, ויצוין במסגרת הפרסום כי מדובר במידע הלקוח מתוך דיווחי התאגיד וכי אין מדובר בהצעה לציבור. על אף האמור, עמדתנו הינה כי פרסום נתונים מתוך תשקיף אודות תנאי ניירות הערך המוצעים, מחירם ודירוגם מהווה הצעה לציבור, למעט פרסומים המבקשים לעורר מודעות לקיומו של תשקיף "פתוח", ואשר מסתפקים בציון שם נייר הערך המוצע, ציון העובדה כי אין המדובר בהצעה ופירוט המקום בו ניתן לעיין בתשקיף אשר על פיו מוצעים ניירות הערך כאמור⁵.

4.5. **תשקיפי מדף** – עמדת סגל הרשות הינה כי "התקופה השקטה" בהקשר של תשקיפי מדף תיקבע ביחס למועד הצעת המדף (ככל שתשקיף המדף אינו כולל הצעה בפועל לציבור) (היינו – התקופה השקטה תחל שלושים יום קודם למועד פרסום הצעת המדף), וכי בכפוף לכך, יחולו על הצעות המדף אותם הכללים והמבחנים שנקבעו בקשר עם תשקיפים רגילים, כמפורט לעיל.

5. **תחולה**

העמדה המתוארת בנייר זה משקפת את פרשנות סגל הרשות בקשר עם הוראות חוק ניירות ערך ותקנותיו ומיושמת בפועל על ידו, ובהתאם סגל הרשות רואה עצמו רשאי להמשיך ולהמליץ על נקיטת פעולות אכיפה בקשר עם התבטאויות כאמור.

⁵ כמפורט בעמדת סגל משפטית 3-107 בדבר שיווק ופרסום תעודות סל.