

## - טיוטה להערות הציבור -

31 בדצמבר, 2013

הערות ותגובות תתקבלנה עד יום 30 בינואר 2014

אנשי קשר: עו"ד אמיר וסרמן, עו"ד עזר צפרייר

טל': 03-7109811 פקס: 03-5136807

### רשות ניירות ערך

#### הגנת "נמל מבטחים" מפני שימוש במידע פנים בעת ביצוע עסקאות בניירות ערך

#### של תאגיד על ידי נושאי משרה<sup>1</sup>, עובדים ובעלי מניות עיקריים<sup>2</sup> בתאגיד

#### רקע

תפקידו העיקרי של שוק ההון הוא תיעול החיסכון במשק להשקעות יצרניות, תוך הקצאה נכונה של החיסכון להשקעות היצרניות המבטיחות ביותר. תהליך זה הוא תנאי ומפתח לצמיחה כלכלית בטווח הארוך. התנאי הבסיסי הנדרש על מנת להביא משקיעים להשקיע כספם בשוק ההון הוא שמירה על בטחון ציבור המשקיעים באמינותו של שוק ההון ובנאותות הפעילות בו. לצורך זה נחקק חוק ניירות הערך, התשכ"ח-1968 (להלן "חוק ניירות ערך") ותקנותיו, על מנת להבטיח שקיפות מלאה וגילוי מלא ונאות של כל המידע הרלבנטי למשקיעים בפועל או בכוח.

השימוש במידע פנים נאסר בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 עם הכללתו של פרק ח' בשנת 1981. ביסוד האיסור מפני השימוש במידע פנים עומדים עקרון ההגיונות והרצון למנוע מהמקורבים לחברה ולמידע הפנים בה, לנצל את מעמדם לצורך הטבת מצבם הם על חשבון ציבור המשקיעים שאינו בעל גישה למידע הפנים. תכליתו של איסור השימוש במידע פנים היא למנוע מ"איש פנים", אשר מתוקף תפקידו ומעמדו בחברה מחזיק מידע על הנעשה בחברה, יתרון בלתי הוגן ביחס לשאר המשקיעים אליהם לא מועבר המידע, ואין ביכולתם לקבלו בטרם יפורסם בציבור.

ברע"פ 5174/97 קרן נ' מדינת ישראל<sup>3</sup>, קבע בית המשפט כי "תכליתו העיקרית של האיסור על שימוש במידע פנים שבחוק ניירות ערך, הוא למנוע ניצול יתרון בלתי הוגן במסחר בניירות ערך, הנובע מנגישות למידע אודות חברה, כשנגישות זו איננה נחלתו של כלל ציבור המשקיעים. האיסור על שימוש במידע פנים בידי איש פנים אינו בעצם היתרון שבהחזקת המידע, אלא בהיות השימוש ביתרון בלתי הוגן. אין מדובר בהעדר שוויון בין המשקיעים בבורסה בידע שבידיהם, אלא בדרך בה נוצר הפער במידע. התרת ניצול בלתי הוגן של מידע תפגע בציפיותו של ציבור המשקיעים ל"כללי משחק" הוגנים בבורסה, היא תפגע באמינותו של שוק ההון, ולהדרת רגליהם של משקיעים ממנו".

יסודות עבירת השימוש במידע פנים מורכבים מרכיב התנהגותי ורכיב נסיבתי. עד להוספת נדבך האכיפה המנהלית לחוק ניירות ערך הרכיב ההתנהגותי היה עצם עשיית השימוש במידע, והרכיב הנסיבתי, העובדתי, קבע כי עושה השימוש צריך להיות איש פנים אשר בידו מצוי מידע פנים. עם הוספת נדבך האכיפה המנהלית לחוק ניירות ערך, שונה הרכיב הנסיבתי במסגרתה כך שעשיית

1 כהגדרתו בסעיף 37(ד) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

2 כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

3 פ"ד נב(2) 177.

## - טיוטה להערות הציבור -

שימוש במידע פנים משמעה עשיית עסקה על ידי איש הפנים כאשר מידע פנים נמצא בידו או בידי החברה. משמע, גם אם איש הפנים אינו מחזיק במידע אך המידע מצוי בחברה הוא יכנס לגדר ההפרה. במישור היסוד הנפשי נקבע סטנדרט אחריות של רשלנות כאשר ההפרה המנהלית חלה אף על מצבים בהם היה על איש הפנים לדעת כי מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה. ויודגש, כי אין דרישה לקיומו של קשר סיבתי בין החזקת המידע לבין ביצוע העסקה, אך יש צורך בסימולטניות לגבי שני רכיבים אלה.

הרשות פרסמה בשנת 2010 עמדת סגל (להלן "עמדת סגל 8-199") ובה נמל מבטחים לתאגידים המבקשים לבצע רכישה עצמית של ניירות הערך שלהם. הגנה זו נועדה להתמודד עם החשש מפני שימוש במידע פנים בעת ביצוע תוכנית רכישה עצמית (Buyback) של ניירות ערך על ידי התאגיד, גם מקום בו היא מבוצעת משיקולים כלכליים לגיטימיים. בעמדת סגל זו וכן בתכנית ההקלות שהתפרסמה בשנת 2012, צוין כי בכוונת הרשות לבחון פרסום עמדת סגל הנוגעת להגנת נמל מבטחים מפני שימוש במידע פנים גם לגבי נושאי משרה ועובדים בתאגיד.

עמדת סגל 8-199, כמו גם הגנת נמל מבטחים זו (לעובדים, נושאי משרה ועובדים בתאגיד) נשענות על הסדרת הסוגיה בארה"ב (במסגרת Rule 10b5-1<sup>4</sup>) תוך התאמתן לרכיבי ההפרה בדן הישראלי, לתנאי שוק ההון בישראל ולאופיו. העקרונות הכלליים עליהם מושתת ההסדר בארה"ב הינם ראשית, שההתחייבות לעשיית העסקה (במסגרת הסכם, הוראה או תוכנית) קדמה למועד בו הגיע המידע לידי עושה השימוש במידע פנים. שנית, שבהתחייבות מצוינים במפורש כמויות, מחירים ומועדים לביצוע העסקאות או נוסחה לקביעתם. שלישית, שההתחייבות אינה ניתנת לשינוי.

במסגרת תנאי הגנת נמל מבטחים זו התייחסנו אף ללקחי ההסדרים מכוח Rule 10b5-1, הנוהגים בארה"ב, אשר נמצאו כלא מספקים למניעת ניצולם על ידי אנשי הפנים בחברה לשם גריפת רווחים עודפים ממידע פנים הנמצא בידיהם.<sup>5</sup> במסגרת זו נקבעו בהוראות נמל מבטחים זה הן הוראה בדבר אי הדירות התוכנית (קרי - שלא ניתן להתערב, לבטל, לתקן, לעצור או להשפיע על ביצוע העסקאות בניירות ערך לאחר אימוץ התוכנית) הן תקופת צינון בין מועד אימוץ התוכנית ומועד תחילת ביצועה.

### הצורך

הצורך בנמל מבטחים זה גבר בתקופה האחרונה, לאחר הוספת נדבך האכיפה המנהלית לחוק ניירות ערך. עם הוספת נדבך זה, שונה הרכיב הנסיבתי של ההפרה כך שעשיית שימוש במידע פנים משמעה עשיית עסקה על ידי איש הפנים כאשר מידע פנים נמצא בידו או בידי החברה. משמע, גם אם איש הפנים אינו מחזיק במידע, אך המידע מצוי בחברה, הוא יכנס לגדר ההפרה. במישור היסוד הנפשי נקבע סטנדרט אחריות של רשלנות כאשר ההפרה המנהלית חלה אף על מצבים בהם היה על איש הפנים לדעת כי מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה.

<sup>4</sup> Selective Disclosure and Insider Trading, SEC Release No. 33-7881; 17 CFR 240.10b5-1

<sup>5</sup> כך, לדוגמה, הראה מחקר משנת 2006 כי תכנית שנעשו לפי Rule 10b5-1 הניבו תשואות מסחר גבוהות באופן חריג ביחס לשוק וגם כי הפסקות מוקדמות של תכניות לפי Rule 10b5-1 לא בוצעו באופן אקראי, אלא נטו דווקא להקדים ירידות במחיר המניה. בסוף שנת 2012 שב הנושא ועלה בעיתונות הכלכלית בארה"ב.

## - טיוטה להערות הציבור -

האכיפה המנהלית הגבירה את החשש בקרב גורמים בשוק ההון בקשר עם אכיפת הפרת איסור השימוש במידע הפנים וברשות אף התקבלו פניות ספציפיות בבקשה לקביעתו של נמל מבטחים מפני שימוש במידע פנים לנושאי משרה, עובדים ובעלי מניות עיקריים בתאגיד (להלן, כל אחד מהם, "המבצע"). הצורך בקביעת נמל המבטחים דגן נובע, בין היתר, מלשון החוק המדברת על מידע פנים במועד העסקה ולא במועד מתן ההוראה לבצע את העסקה, וכן מפסק דין רוזוב, בו קבע כב' השופט חשין כי עסקה שבוצעה במסגרת הוראה מראש, אשר ניתנה שעה שמידע פנים לא היה מצוי בידו של איש הפנים, תיחשב שימוש במידע פנים כאשר מידע פנים הגיע לידי איש הפנים במהלך תקופת ביצוע העסקה, כיוון שיש לראות את ההוראה כהוראה נמשכת והולכת כל העת.

### הפתרון המוצע

הגנת נמל מבטחים נועדה לנושאי משרה, עובדים ובעלי שליטה בתאגיד הרוצים לבצע עסקאות בניירות הערך של התאגיד תוך צמצום החשש כי יפרו את הוראות החוק לענין איסור השימוש במידע פנים.

לשם צמצום החשש מפני שימוש במידע פנים ולצורך יצירת ודאות משפטית בעת פעולה במסגרת הגנת נמל המבטחים, מבוססת ההגנה על העקרונות הבאים:

1. **ניסוח תוכנית פרטנית בכתב לביצוע עסקאות בניירות ערך (להלן "התוכנית")** - תנאי זה נועד לקבע את ביצוע העסקאות בניירות ערך על ידי נושאי משרה, עובדים ובעלי מניות עיקריים בתאגיד, ולהקטין את יכולתם להשפיע על מהלך העסקאות, בהסתמך על מידע פנים שיגיע לידיהם, במסגרת ביצוע התוכנית. קביעת המאפיינים הפרטניים של התוכנית (כדוגמת מועדים ספציפיים לביצוע הרכישות) מחייבת את מבצע הרכישות ומאפשרת מעקב אחר ביצועה ובחינת התאמתה למאפיינים שנקבעו מראש.
2. **אי הדירות התוכנית** - על מנת למנוע מהמבצע את האפשרות לשנות את הוראות התוכנית (וזאת על מנת להגדיל את הרווח או להקטין את עלויות התוכנית בהתאם למאפייני מידע פנים שיגיע לידיהם במהלך ביצוע התוכנית), נקבעה הוראת אי הדירות התוכנית, כך שלא יתאפשר למבצע להתערב, לבטל, לתקן, לעצור או להשפיע על ביצוע העסקאות בניירות ערך לאחר אימוץ התוכנית. אי הדירות זו תובטח על ידי הנאמן, לו ניתנה ההוראה וכן בהצהרה מפורשת של המבצע כי התוכנית נעשית, בין היתר, לטובת התאגיד.
3. **מועד אימוץ התוכנית ומועד תחילת ביצועה** - המבצע נדרש כי במועד אימוץ התוכנית לא היה בידו מידע פנים. בנוסף, נקבעה תקופת "צינון" של 3 חודשים, במסגרתם פרסמה החברה דוח רבעוני או דוח תקופתי, בין מועד אימוץ התוכנית למועד תחילת ביצועה, וזאת על מנת לצמצם את החשש כי התוכנית תאומץ במועד בו יש מידע פנים בידי המבצע או החברה.
4. **ביצוע על ידי חבר בורסה בלתי תלוי או מנהל תיקים<sup>6</sup> בלתי תלוי** - תנאי זה נועד ליצור חומה סינית נוספת בין המידע העלול להיות קיים בידי התאגיד או המבצע במהלך ביצוע התוכנית, לבין הגוף המבצע את התוכנית בפועל, ולהבטיח את ביצוע התוכנית באופן נפרד מהמבצע.

<sup>6</sup> כהגדרתו בסעיף 1 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

## **- טיוטה להערות הציבור -**

יודגש כי עמידה בתנאי נמל המבטחים משמעה עמידה בכל התנאים במצטבר ובמהלך כל התקופה החל ממועד אימוץ התוכנית ועד תום ביצועה. היה ולא קיים המבצע תנאי מתנאי נמל המבטחים - לא יוכל לחסות תחת הגנת נמל המבטחים המוצגת כאן.

עמידה בתנאי נמל המבטחים מעניקה למבצע הגנה מפני עבירה לפי סעיף 52ג לחוק ניירות ערך ומפני הפרת סעיף (9) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק ניירות ערך אף כאשר במועד אימוץ התוכנית מידע פנים היה מצוי בידי התאגיד (אך לא בידי המבצע). תוכנית נמל מבטחים זו אינה מעניקה הגנה כאשר היה מידע פנים בידי המבצע עצמו במועד אימוץ התוכנית. היא גם אינה מעניקה הגנה מפני עבירות אחרות.

**להלן עמדת הסגל לעניין תנאי הגנת נמל מבטחים מפני שימוש במידע פנים בעת ביצוע עסקאות בניירות ערך של תאגיד על ידי נושאי משרה, עובדים ובעלי מניות עיקריים בתאגיד:**

**תנאי הגנת "נמל מבטחים" מפני שימוש במידע פנים בעת ביצוע עסקאות בניירות ערך של תאגיד על ידי נושאי משרה, עובדים ובעלי מניות עיקריים בתאגיד**

יראו נושא משרה, עובד ובעל מניות עיקרי בתאגיד (להלן, כל אחד מהם, "המבצע") המבצע, במישרין או בעקיפין, עסקאות בניירות הערך של התאגיד, ככנס להגנת "נמל מבטחים" אם המבצע פעל על פי ההוראות הבאות:

### **1. אימוץ תוכנית פרטנית, בכתב**

א. המבצע אימץ בכתב תכנית לביצוע עסקאות בניירות הערך של התאגיד:

(1) המציינת במפורש כמות, מחיר ותאריך לביצוע העסקה בניירות הערך;

- "כמות" משמעה הכמות ביחידות של ניירות ערך או העלות הכוללת בש"ח של העסקה המבוקשת בניירות הערך של התאגיד.
- "מחיר" משמעו הגבלת מחיר מוגדרת (Limit או Market) או מחיר מוגדר בש"ח.
- "תאריך" משמעו המועדים הספציפיים שנקבעו לביצוע העסקאות.

או -

(2) הכוללת נוסחה בכתב, אלגוריתם או תכנית מחשב לקביעת הכמויות, המחירים והתאריכים כמשמעותם בס"ק 1 לעיל.

האמור בסעיף זה יכונה להלן "התוכנית".

### **ב. בסעיף זה -**

"התאגיד" - לרבות חברה בת או חברה בשליטתו של התאגיד.

"עסקה [בניירות ערך]" - כהגדרתה בסעיף 52א לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968.

<sup>7</sup> ניתן לקבוע כי המחיר יתואם בנסיבות של חלוקת דיבידנד, חלוקת מניות הטבה וכיו"ב.

## - טיוטה להערות הציבור -

### 2. אי הדירות התוכנית

- א. 1) התוכנית תהיה בלתי הדירה באופן כזה שלא תתיר למבצע לבטל או לתקן את התוכנית, לעוצרה או להשפיע לאחר אימוץ התוכנית באשר לאופן, עיתוי ועצם ביצוע העסקאות.
- 2) אי ההדירות תובטח על-ידי הנאמן (כהגדרתו בסעיף 4 להלן) האחראי לביצוע התוכנית (למשל, בדרך של הפקדת אופציות שניתנה בתוכנית הוראה לממשן או הפקדת הכסף הנדרש לביצוע הרכישות העתידיות בחשבון הנאמן בצירוף מתן הוראה בלתי חוזרת לביצוע העסקאות על-ידו) וכן בהצהרה מפורשת של המבצע כי התוכנית נעשית, בין היתר, לטובת התאגיד.
- 3) אי ההדירות כפופה למגבלות קוגנטיות הקבועות בהתאם להוראות כל דין או מקום בו רשות שלטונית הורתה למבצע או לנאמן לחדול מביצוע התוכנית.

- ב. 1) העסקאות בניירות הערך יבוצעו בהתאם להוראות התכנית.
- 2) עסקה בניירות הערך של התאגיד לא תחשב כזו שנעשתה בהתאם לתוכנית אם המבצע שינה פרט כלשהו בתוכנית (כגון שינוי הכמות, המחיר או המועדים של העסקה), או לא קיים את הוראות התוכנית, או ביצע עסקאות שמטרתן או תוצאתן המסתברת הינה הקטנת החשיפה של המבצע בקשר עם התכנית.  
לענין סעיף זה:  
"עסקה בניירות ערך" - כמשמעותה בסעיף 1ב לעיל.  
"התאגיד" - לרבות חברה בת או חברה בשליטתו של התאגיד.

### 3. מועד אימוץ התוכנית על ידי המבצע ודיווח על אימוצה

- א. המבצע יהיה רשאי לאמץ תוכנית בכל עת ובתנאי שבמועד האימוץ לא היה בידו מידע פנים ביחס לתאגיד.
- ב. מועד אימוץ התוכנית יהיה מועד הפקדת התוכנית והאמצעים לביצוע (ניירות הערך או הכספים) אצל הנאמן (כהגדרתו בס"ק 4 להלן).
- ג. אומצה תוכנית על ידי מבצע שהוא גורם בגינו חייב התאגיד בדיווח על פי כל דין (נושא משרה, בעל ענין וכדומה), יחולו על פי הוראות הדין חובת הודעה של המבצע לתאגיד וחובת דיווח של התאגיד לציבור בדבר אימוץ התוכנית.

### 4. הפקדת התוכנית וביצועה ע"י הנאמן

- א. המבצע ימנה חבר בורסה בלתי תלוי או מנהל תיקים בלתי תלוי (להלן "הנאמן") לצורך ביצוע התוכנית עבורו. הנאמן יהיה גורם חיצוני למבצע שאין בינו לבין המבצע או התאגיד או לבין נושאי משרה בתאגיד או במבצע [במידה ומדובר בתאגיד בשליטת המבצע] קשר עסקי מהותי (לרבות קשרי בעלות או שליטה וקשרים עסקיים נמשכים ולמעט אחזקה שאינה עולה כדי "בעל עניין" בתאגיד).
- ב. תאגיד המבקש למסד תוכנית, כמפורט במסמך זה, עבור עובדיו, רשאי למנות נאמן כאמור לעיל לצורך ביצוע תוכניות עבור עובדים, נושאי משרה ובעלי מניות עיקריים בתאגיד. על התאגיד יחולו הוראות סעיף 4א, בשינויים המחוייבים ואולם תשלום של התאגיד לנאמן בגין ביצוע תוכניות עבור הנ"ל לא ייחשב קשר עסקי מהותי.

## - טיוטה להערות הציבור -

- ג. 1) המבצע יחתום על ייפוי כוח בלתי חוזר<sup>8</sup> ויעביר לידי הנאמן את ביצוע התוכנית. הנאמן יפעל על בסיס ייפוי הכוח הבלתי חוזר, לאחר שקרא ואישר בכתב בפני המבצע שיפעל בהתאם להוראות התוכנית והוראות תנאי נמל מבטחים זה. המועד בו אישר הנאמן כאמור ייחשב מועד "הפקדת התוכנית".
- 2) הנאמן ישמור את מסמכי התוכנית באופן שלא ניתן יהיה לבצע בהם כל שינוי מרגע הפקדתם ברשותו.
- ד. אין בדיווח בהתאם להוראות נמל מבטחים זה כדי לגרוע מחובות הדיווח של הנאמן בהתאם להוראות כל דין או הסכם.

### 5. מועד תחילת ביצוע התוכנית

ביצועה של התוכנית לא יחל לפני חלוף 3 חודשים לפחות ממועד אימוץ התכנית, במסגרתם פרסם התאגיד דו"ח כספי ביניים או דוח תקופתי.

### 6. הוראות כלליות

- א. איחור בדיווח או דיווח חסר על ידי התאגיד במהלך ביצוע עסקאות על ידי מבצע - לא דיווח תאגיד על פי התנאים ובמועדים הנדרשים בחוק<sup>9</sup> (להלן "תקופת אי הדיווח") ובמהלך תקופת אי הדיווח בוצעה עסקה על ידי מבצע, לא יחסה המבצע תחת הגנת נמל מבטחים זו היה ונמצא כי היה מעורב או קשור באי הדיווח או באיחור בדיווח האמורים או כי ידע או היה עליו לדעת אודות אי הדיווח או האיחור בדיווח האמורים.
- ב. ביצוע עסקאות במהלך המסחר בבורסה ובעסקאות מחוץ לה - עסקאות בניירות ערך של התאגיד במסגרת התוכנית יכולות להיות הן במהלך המסחר בבורסה והן בעסקאות מחוץ לבורסה.
- ג. מספר תוכניות נמל המבטחים - המבצע יהיה רשאי לאמץ יותר מתוכנית אחת, בכפוף לעמידתו בתנאי נמל מבטחים זה.
- ד. נמל המבטחים לא יחול אם נעשה בו שימוש לרעה לשם עקיפת הוראותיו או הוראות כל דין.
- ה. אין בהוראות נמל מבטחים זה כדי למנוע שימוש במנגנון של "נאמנות עיוורת", בהתאם לסעיף 52(א)(7) לחוק ניירות ערך.
- ו. אין בהוראות נמל מבטחים זה כדי לגרוע מהוראות הגילוי. בפרט, יידרש דיווח מכוח תקנה 33 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970, בעניין שינוי החזקות בעלי ענין ונושאי משרה בכירה הן במועד בו הם מאמצים את התכנית הן במועד ביצועה.

<sup>8</sup> בייפוי הכוח יצוין כי התוכנית נעשית, בין היתר, לטובת התאגיד.

<sup>9</sup> ויובהר - החזקה הקבועה בסעיף זה לא תחול על עיכוב בדיווח המותר על פי הוראות הדין.