



# רשות ניירות ערך

## ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

ייעוץ משפטי  
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464  
טל : 02-6556456 פקס : 02-6513160  
[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

23 יוני 2014

כ"ה סיון תשע"ד

### עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחליט בנסיבות דומות.

### מעמדם של דוחות כספיים בסמוך לפרסומם, כמידע פנים

#### רקע

ביום 3.12.2013 נתן מותב ועדת האכיפה המנהלית (להלן "המותב") החלטה בעניינו של איתן בר זאב. החלטה זו פורסמה ביום 3.2.2014.<sup>1</sup> על פי החלטת המותב יוחסה אחריות בהפרה רשלנית של שימוש במידע פנים למנכ"ל חברת ביג מרכזי קניות בע"מ (להלן "החברה") - איתן בר זאב, בשל כך שכ-10 ימים לפני פרסום דוחות כספיים, בהחזיקו בנתוני הטיוטה הסופית של הדוחות הכספיים, קנה מניות החברה.

לאחר פרסום ההחלטה, התקבלו ברשות ניירות ערך פניות באשר למשמעות החלטת המותב. בפרט, נשאלה רשות ניירות ערך האם לדעתה ישנה חזקה שאינה ניתנת לסתירה כי דוחות כספיים טרם פרסומם הינם בגדר מידע פנים. הטענה שעלתה בהקשר זה היא כי לנושאי משרה בחברה יש בכל נקודת זמן פרטים אודות הדוחות הכספיים הבאים, ולכן עולה לכאורה מהחלטת המותב כי כלל אינם יכולים לבצע עסקאות בניירות ערך של החברה.

#### עמדת הסגל

בראשית הדברים יובהר, כי וועדת האכיפה המנהלית הינה גוף מעין שיפוטי הפועל באופן עצמאי. לאור האמור, עמדה זו משקפת את דעת סגל הרשות בסוגיה העקרונית שהוצגה לפניו, והאופן בו הוא רואה את פני הדברים לאחר החלטת וועדת האכיפה המנהלית.

<sup>1</sup> ת.מ 1/13 יו"ר רשות ני"ע נ. אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ואח' [פורסם באתר הרשות]



# רשות ניירות ערך

## ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

ייעוץ משפטי  
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464  
טל: 02-6556456 פקס: 02-6513160  
[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

על פי הפסיקה הפלילית, אשר פירשה את עבירת השימוש במידע פנים, קיימת חזקה, כי מידע הכלול בדוחות כספיים בסמוך לפרסומם הינו מידע פנים. יתרה מכך, גם כאשר מדובר בנתונים חלקיים מתוך הדוח, כדוגמת נתוני רווח או מכירות, סבר בית המשפט כי חזקה זו מתקיימת גם לגביהם.<sup>2</sup> ראו בעניין זה ציטוטים מפסקי הדין שהובאו בפני המותב ואוזכרו על ידו בהחלטתו:

בפס"ד העליון בענין רוזוב צוינה האמירה של כב' השופטת ברכה אופיר-תום, בערכאה הראשונה בפרשה זו, כי פרט הנוגע לרווחי תאגיד תמיד יהיה פרט מהותי העשוי להשפיע על המשקיע הסביר בהחלטותיו.<sup>3</sup> צוין כי בית המשפט המחוזי אישר מסקנה זו וכן כי בית המשפט העליון סבור כך -

**"אשר לענייננו-שלנו, לא היה כל צורך שבית-המשפט ייעזר במומחים - או בראיות אחרות - כדי להגיע לכלל מסקנה כי רווחיות של חברה הינה גורם שיש בו כדי להשפיע על שיקוליו של משקיע סביר באורח משמעותי".<sup>4</sup>**

בפרשת פרנקל<sup>5</sup> הובהר כי, לאור חשיבותם של הדוחות הכספיים למשקיע הסביר, יש בהם בדרך כלל מידע פנים:

**"אין ולא יכול להיות ספק שדו"חות כספיים בכלל ועדכניים מן הסוג שאושרו ביום 2/9/90 בפרט, הם 'מידע פנים' שאינו חשוף לציבור המשקיעים ויש בו כדי לתת תמונה על התפתחות הבנק, התוצאות העסקיות, הרווחיות בהשוואה לתקופות קודמות והתפתחות הצפויה בעתיד. לפיכך, זהו בדרך כלל מידע שיש בו 'כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר ניירות הערך'..."**

בפס"ד עדי בן-ישראל, נקבע שקיימת חזקה כי מידע מתוך הדוח הכספי הינו מידע פנים. וכדברי בימ"ש:

**"הפסיקה קבעה לא אחת כי קיימת חזקה לפיה מידע מתוך הדוחות הכספיים של חברה הוא מידע מהותי הן בשל חשיבות המידע וטיבו והן בשל העובדה שמקורו בפרסום רישמי".<sup>6</sup>**

<sup>2</sup> ת"פ 11 מדינת ישראל נ' עדי בן ישראל ואח', דינים שלום 2012 (105) 1061, בפסקה 31.  
<sup>3</sup> ע"פ(ת"א) 1503/93 מ"י נ' חיים רוזוב ואח', פסקה 20; ר' גם אמירות דומות של השי' אופיר בת"פ (ת"א) 3305/92 מדינת ישראל נ' אליעזר פרנקל פ"מ תשנ"ח (4) 485, עמ' 499 (פסקה ט') וכן בת"פ (ת"א) 5322/90 מדינת ישראל נ' חברת גיבור סברניה מפעלי טקסטיל בע"מ פ"מ תשנ"ג(4) 397, 421, אשר פסה"ד אושר בשתי ערכאות דלמעלה.  
<sup>4</sup> ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מ"י פ"ד נג(4) 337, עמ' 359, פסקאות 17-18.  
<sup>5</sup> ע"פ 2039/94 פרנקל נ' מ"י, לא פורסם (07.10.99), פסקה 8.



# רשות ניירות ערך

## ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

ייעוץ משפטי  
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464  
טל: 02-6556456 פקס: 02-6513160  
[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

כן נאמר:

**"כפי שציינתי קודם לכן, עת דנתי במבחן ex-ante, העובדה שהנתון המתייחס לרווחיות של חברה הוא גורם שיש בו כדי להשפיע על שיקוליו של משקיע באורח משמעותי, היא בגדר "ידיעה שיפוטית". מכאן שאפשר להניח שהירידה בשער המניה, שהתרחשה לאחר פרסום קיומה של ירידה ברווחיות, נגרמה, או לפחות הושפעה, מהנתון האמור".<sup>7</sup>**

עוד נציין, כי בתי המשפט הבהירו את חשיבותם של הדוחות הכספיים בהקשר של חובות הגילוי הנאות.<sup>8</sup> כן נקבע בבית המשפט העליון בענין רוזוב כי מידע פנים חייב להיות מידע מהותי על פי מבחן המהותיות הנהוג גם בחובות הגילוי.<sup>9</sup> בהתחשב בקשר שבין מבחני המהותיות ביחס לחובות הגילוי וביחס לקיומו של מידע פנים,<sup>10</sup> ניתן ללמוד גם מכך על החזקה בדבר מהותיות המידע הכלול בדוחות הכספיים.

כעולה מן האמור לעיל, לעיתים נקט בית המשפט במינוח "חזקה", לעיתים "ידיעה שיפוטית" ולעיתים השתמש במילה "בדרך כלל". המותב קבע, באמצע פסיקה זו, כי נתוני הדוח הכספי הם מטבעם מידע פנים. רשות ניירות ערך אינה רואה בהחלטת המותב סטייה מפסיקת בתי המשפט. להבנת הרשות, מותב הוועדה סבר כי נסיבות המקרה שבפניו, לרבות הימצאות טיוטת הדוחות הכספיים הסופית בידיעת המנכ"ל והסמיכות למועד פרסום הדוחות, מקיימות באופן ברור את החזקה שנקבעה בפסיקה.

לאור האמור לעיל, פרשנות סגל רשות ניירות ערך הינה בהתאם לפסיקה הפלילית הנוהגת ביחס להגדרת מידע פנים והוא רואה את החלטת המותב בעניין בר זאב, כיישום של פסיקה זו. בהתאם לכך, סגל הרשות בוחן בכל מקרה את כל היסודות בהם נקב המחוקק להגדרת מידע פנים ובכלל זה האם היה במידע כדי להשפיע משמעותית על שער נייר הערך הנדון.<sup>11</sup> סגל הרשות רואה בעיתוי

<sup>6</sup> ת"פ 11 מדינת ישראל נ' עדי בן ישראל ואח', דינים שלום 2012 (105) 1061, בפסקה 25.

<sup>7</sup> ת"פ 10985-01/11 מדינת ישראל נ' בן ישראל ואח', דינים שלום 2012 (105) 1061, בפסקה 36.

<sup>8</sup> ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ, תקדין עליון, כרך 97(3), פסקה 25.

<sup>9</sup> ענין רוזוב פסקה 15.

<sup>10</sup> ראו לדוגמה ת"פ 8256-05-11 מדינת ישראל נ' אפרים קדץ, פסקה 22.

<sup>11</sup> כך היה גם בעניין בר זאב, בו נטען על-ידי הרשות בהרחבה בכתב הטענות ולאורך ההליך כי בדוח הרבעון השני לשנת 2011 חל גידול משמעותי בנתון הרווח אשר נבע בעיקרו מרווחי שערך עצומים. בכך היה בדוח שינוי משמעותי מן הדוח ברבעון הקודם. להוכחת נקודה זו אף הוגשה על-ידי הרשות חוות דעת כלכלית אשר הסבירה כי גידול משמעותי ברווח כתוצאה משערך בחברת נכסי נדל"ן מניב כמו החברה, הינו מידע מהותי ומשמעותי לגבי עסקי



# רשות ניירות ערך

## ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

ייעוץ משפטי

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל: 02-6556456 פקס: 02-6513160

[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

ביצוע העסקה, בסמוך לפני פרסום הדוחות הכספיים, חזקה לעניין מהותיות המידע הנוגע לדוחות, אולם חזקה זו ניתנת לסתירה. כמו-כן, נתוני הדוחות הכספיים עשויים כמובן להוות מידע פנים אף קודם לכן, כפועל יוצא של מידת התגבשותם וחשיבותם.

לבסוף יצוין, כי לנוכח רגישות המידע הכלול בדוחות כספיים לפני פרסומם, נהוג בחברות רבות לקבוע מגבלות על ביצוע עסקאות בניירות ערך בתקופה הקודמת לפרסום דוחות כספיים (Blackout Period). מובן כי אין באמור כדי לבוא במקום בחינה בדבר קיומו של מידע פנים בכל מועד אחר.