



רשות ניירות ערך

מחלקת תאגידים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 9546434

טל': 02-6556444 פקס: 02-6513160

דוא"ל: corporate@isa.gov.il

www.isa.gov.il

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הן 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.

עמדה משפטית מספר 101-24: הקשר ("Engagement") בין תאגיד מדווח לבין המשקיעים בניירות הערך שלו

תקשורת בין תאגיד לבין המשקיעים בניירות הערך שלו,¹ היא חלק אינטגרלי וחיוני בפעילות השוטפת של תאגידים מדווחים. הנחת המוצא היא שמערכת יחסים טובה בין התאגיד לבין המשקיעים בו פועלת לטובת התאגיד: היא עשויה לתרום לשקיפות בהתנהלותו של התאגיד כלפי משקיעיו, ובכך להגביר את מעורבותם בענייני התאגיד ובפיקוח על הנעשה בו.² בנוסף, מערכת יחסים כאמור עשויה לחזק את ההיכרות הבלתי אמצעית של המשקיעים עם נושאי משרה וגורמי מפתח בתאגיד, ובכך לגשר על פערים בניתוח ובהבנה של אירועים ותהליכים בתאגיד, ולצמצם אי ודאויות, בפרט בעתות מאתגרות מבחינה עסקית. על רקע זה, תאגידים בעולם מקדמים ומטפחים את קשריהם עם המשקיעים באמצעות יצירת ערוצי שיח ישירים ועקיפים, לרבות שיחות ועידה, קיום כנסים, פרסום מצגות, ואף מפגשים שוטפים (לרבות באמצעים וירטואליים) בפורומים שונים.

בצד חשיבות קיומם של ערוצי תקשורת ישירים בין תאגיד מדווח לבין המשקיעים בו, אלו טומנים בחובם גם חששות וסיכונים. כך למשל, ישנו חשש כי במסגרת ערוצי תקשורת בלתי אמצעיים (בפרט, כאשר מדובר בתקשורת א-פורמלית ובלתי מוסדרת) בין בעלי תפקידים בתאגיד לבין מחזיקי ניירות ערך בו, יועבר מידע באופן בלתי שוויוני רק לחלק ממחזיקי ניירות הערך של התאגיד. בנוסף, קיים חשש כי במסגרת מפגשים אלו יופעלו לחצים מצד משקיעים על דירקטורים

¹ לרבות בעלי מניות בתאגיד, מחזיקי אג"ח או יחידות השתתפות.

² ליתרונות הגלומים ביצירת ממשקי עבודה בין בעלי מניות לדירקטורים ראו למשל: Lisa M. Fairfax, Mandating "The Director-;Board-Shareholder Engagement? 2013 U. Ill. L. Rev. 821 (2013) Shareholder Engagement Guidebook" HARV. L. SCH. F. ON CORP GOVERNANCE & FIN. REG. (March 2, 2019) (זמין כאן); KNOCKING AT THE BOARDROOM DOOR: A TRANSATLANTIC OVERVIEW OF DIRECTOR-INSTITUTIONAL INVESTOR ENGAGEMENT IN LAW AND PRACTICE, 12 Va. L. & Bus. Rev. 187 (2008) Communications on Executive Compensation (זמין כאן). ליתרונות במעורבות ואקטיביזם בעלי מניות חברה ראו: לאון אנידג'ר "אקטיביזם של בעלי מניות: דיון תאורטי והשוואתי" מחקרי משפט ל 191, 192-191 (2015).

ונושאי משרה, לשם קידום אינטרסים ולביצוע פעולות בתאגיד, באופן שאינו משרת בהכרח את טובת התאגיד, ותוך פגיעה אפשרית בכללי הממשל התאגידי החלים על פעילותו.

על רקע הרצון לעודד את ערוצי התקשורת בין תאגידי לבין המשקיעים מחד, ולהתמודד עם החששות האינהרנטיים הגלומים בכך מאידך, תאגידי רבים בעולם מאמצים ומגדירים מדיניות ונהלים שמטרתם להסדיר את הממשקים השונים בינם לבין המשקיעים. לרוב, מטרת מדיניות כזו היא לעודד תקשורת של המשקיעים עם התאגיד, תוך יצירת כללים שיבטיחו שיח מקצועי ושקוף ושמירה על כללי ההגיונות והדין. התייחסות לנושא ניתן למצוא לא רק במדיניות ונהלים המאומצים על ידי התאגידיים, אלא גם בהסדרים רגולטוריים שנקבעו על ידי מדינות בשוקי הון מובילים וביניהם בארה"ב, אנגליה וקנדה.³

בדומה למקובל בעולם, כך גם בישראל, תאגידי רבים משקיעים משאבים ומאמצים לטיפוח קשריהם עם המשקיעים באמצעות יצירת ערוצי שיח ישירים ועקיפים. היבטים מסוימים הנוגעים לקיום קשרים כאמור ואופן התנהלותם של השחקנים השונים במסגרתם, מעוגנים בהוראות ספציפיות הקיימות בדין הישראלי.⁴

לאורך השנים נדרש סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות") לסוגיות שעלו בקשר עם ממשקים ספציפיים בין תאגידיים מדווחים לבין המשקיעים, ואף פרסם עמדות המספקות הבהרות או הנחיות בנוגע לסוגיות הקשורות לקיום ממשקים אלו. כך למשל, סגל הרשות פרסם את עמדתו לפיה מסירת מידע מהותי על-ידי תאגיד מדווח, באופן סלקטיבי לגורמים מסוימים (אנליסטים, משקיעים ספציפיים וכיו"ב, לרבות בדרך של מצגות), טרם פרסומו לציבור באמצעות המגנ"א, אינה עולה בקנה אחד עם חובת הדיווח של התאגיד.⁵ כמו כן, סגל הרשות פרסם כללים מומלצים בנוגע לאופן קיומן של שיחות ועידה של התאגידיים המדווחים עם השחקנים השונים בשוק ההון, על מנת לעודד

³ יצוין כי חלק מההסדרים הרגולטוריים בחו"ל עוסקים בנושאים ספציפיים, כגון הגינות הפצת מידע על ידי התאגיד ומניעת עבירות מידע פנים, אך הם משפיעים מטבעם על אופן עיצובם של ממשקים רבים בין התאגיד לבין המשקיעים. כך, רשות ניירות ערך האמריקאית, Securities and Exchange Commission, המליצה לחברות לאמץ מדיניות לקיום מפגשי הדירקטורים עם בעלי המניות, תוך שמירה על כללים אשר יסייעו במניעת הפרות פוטנציאליות ועמידה על עיקרון השוויון במסירת מידע לבעלי המניות. המלצתה זו נובעת בראש ובראשונה מכללי ה- Regulation Fair - Disclosure (Reg FD) שעניינם הגינות הפצת המידע על ידי התאגיד (זמין כאן). בצד הוראות ה-SEC ארגונים ואיגודי חברות בארה"ב פרסמו אף הם באופן וולונטארי נהלים וכללים להסדרת הקשר בין בעלי מניות לדירקטורים ומנהלים. ראו למשל: The Nat'l Ass'n of Corp. Dirs. & The Council of Institutional Inv'rs, Framework and Tools for: Improving Board-Shareholder Communications 2 (2004) [hereinafter NACD], The Conference Bd. Governance Director Exchange, Introduction and SDX Protocol (2014) (זמין כאן); Chapman and Cutler LLP, Considering a Ctr., Guidelines for Investor Engagement (2014) (זמין כאן); Shareholder Engagement Policy - The What, Why and How (2016), משקיעים מוסדיים, נהלים לאמץ מדיניות הכוללת התייחסות לנושאי הדיון במפגשים ותדירותם, ראו לדוגמא: BlackRock Investment Stewardship Global Corporate Governance & Engagement Principles (2020) (זמין כאן); Framework for Institutional Investors, Inv'r Stewardship Grp. 2018 (זמין כאן).

בדומה לאמור, הנוהג בקרב מדינות ברחבי העולם הוא לאמץ מדיניות למסגרת המפגשים שבין בעלי המניות לבין הדירקטורים. ראו למשל באנגליה: Fin. Reporting Council, The UK Corporate Governance Code (2018) (זמין כאן); בגרמניה: Regierungskommission, Deutscher Corporate Governance Kodex, Suggestion A3 (2019) (זמין כאן); National Policy 58-201—Corporate Governance Guidelines of the Canadian Securities (2005). James Kim and Jason Administrators, item 3.4 (2005); D. Schloetzer, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement*, The Conference Board (2013) (זמין כאן).

⁴ כגון הוראת סעיף 52ב(א)(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, האוסרת על מסירת מידע פנים, והאיסור על מסירת "מידע עודף" לבעל מניות מסוים, בהתאם לעיקרון העל של שוויון בין בעלי המניות; יצוין, כי לאחרונה נושא זה אף נבחן וקיבל ביטוי נרחב במסגרת דו"ח ועדה בלתי תלויה ברשות כב' שופט בית המשפט העליון בדימוס פרופ' יורם דנציגר - ראו כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ **דוח הבדוק החיצוני** (2020) (להלן: "דוח דנציגר").

⁵ עמדת סגל הרשות 9-104: פרסום מצגות לאנליסטים ולמשקיעים (מרץ 2007). בהתאם, נקבע כי במצבים כגון אלה, לפני וכתנאי להעברה הסלקטיבית של המידע, על התאגיד המדווח לפרסם דיווח מיידי במגנ"א אשר יכלול את כל המידע שבכוונתו להעביר וטרם פרסם ברבים על-ידו, ואשר עשויה להיות לו השפעה על משקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות ערך של התאגיד.

את השימוש בכלי זה כדרך יעילה ליצירת ושימור הקשר עם המשקיעים תוך הקפדה על הוראות הדין.⁶

הוראות הדין, פסיקת בתי המשפט ועמדות אלה, מתווים את גבולות הגזרה המותרים בכל הקשור לתכנים ולמידע שניתן להעביר במסגרת קיום הממשקים בין התאגידים המדווחים לבין המשקיעים, אולם הם אינם מתייחסים לכלל ההיבטים הנוגעים לקיום ממשקים אלה ובכלל זאת אופן ניהולם. על כן, סגל הרשות מצא לנכון להתייחס גם לנושא קביעת מדיניות ונהלים בידי התאגיד המדווח, שמטרתם להסדיר ממשקים בינו לבין המשקיעים בניירות הערך שלו, כמובא בעמדה זו.

עמדת סגל הרשות

סגל הרשות סבור כי אימוץ מדיניות ונהלים שמטרתם להסדיר את הממשקים השונים בין התאגידים לבין המשקיעים בהם, עשוי לתרום לממשל תאגידי תקין, לשפר את הממשקים בין התאגידים לבין המשקיעים, ולהגביר את אמון המשקיעים בתאגידים ובשוק ההון בכללותו. בדומה למקובל בעולם, מדיניות ונהלים בנדון רצוי שיתייחסו, בין היתר, לנושאים הבאים:

א. **סוגי הממשקים המותרים בין התאגיד לבין המשקיעים** – רצוי לאפיין מראש את סוגי הממשקים אשר אין מניעה או הגבלה לקיימם, בין היתר לפי זהות הגורם עמו מקוים הממשק ונושא הממשק.

ב. **תכני הממשקים בין התאגיד לבין משקיעיו** – אחד ההיבטים החשובים אשר ראוי להידרש אליהם במסגרת נהלי התאגיד, הוא סוג המידע המועבר או שעשוי להיות מועבר במהלך הממשק עם המשקיעים. בתוך כך, ניתן לאפיין סוגי ממשקים שטומנים בחובם חשש למסירת מידע באופן לא שוויוני וכן מידע העשוי להיחשב מידע פנים, ולקבוע מראש כללים למניעת מסירת מידע כאמור. כפי שהוצג לעיל, הדרך לפרסם מידע מהותי אודות התאגיד למשקיעים היא באמצעות דיווח במערכת המגנ"א, ולפיכך על תאגיד מדווח לעצב מדיניותו בעניין הממשקים עם משקיעיו באופן המונע מסירת מידע הטעון דיווח על פי הדין במסגרת ממשקים אלו, כל עוד לא הוגש דיווח כדין בנדון.

ג. **אופן קיום הממשקים בין התאגיד לבין המשקיעים** – נהלי התאגיד יכול שיתייחסו גם לאופן הרצוי מבחינת התאגיד לניהול הממשקים עם המשקיעים, לרבות מיקום המפגשים ואמצעי קיומם (כגון דוא"ל, שיחות טלפון, פגישות, כנסים וכיוצ"ב).

ד. **תדירות הממשקים** – באפשרות התאגיד לקבוע את מדיניותו הרצויה בעניין תדירות קיומם של ממשקים קבועים עם משקיעים (למשל שיחות ועידה עיתיות לאחר פרסום דוח כספי), וכן לקבוע כללי התנהלות ביחס לממשקים ספציפיים החורגים מכך ואשר עשויים להתקיים אד הוק לבקשת משקיע בנושא מסוים.

ה. **זהות הגורמים שייצגו את התאגיד בסוגי הממשקים השונים** – רצוי להגדיר את הגורמים שייצגו את התאגיד בממשקיו עם המשקיעים לפי סוגי הממשקים האפשריים, בהם יו"ר הדירקטוריון, מנכ"ל החברה, או כל גורם רלבנטי אחר (כגון מזכיר או יועמ"ש החברה או

⁶ עמדת סגל משפטית 105-29 : שיחות ועידה (נובמבר 2014).

סמנכ"ל קשרי משקיעים).⁷ בכלל האמור, רצוי להגדיר את היקף תפקידם של גורמים אלו במסגרת הממשקים השונים.

1. **תיעוד ועדכון גורמים רלוונטיים בתאגיד על ממשקים שקוימו** – רצוי לקבוע כללים לעניין תיעוד ממשקים שקוימו בין התאגיד לבין המשקיעים, לרבות זהות הגורם האחראי לכך, וכן אופן, לוחות הזמנים וזהות הגורמים בתאגיד אשר יש לעדכןם אודות קיומם של ממשקים כאמור והתכנים שעלו בהם.

מובהר כי נושאים אלו אינם מהווים רשימה סגורה, ונכון שמדיניות ונוהלי התאגיד בנושא יתייחסו לכל היבט מהותי נוסף אשר עשוי להיות רלוונטי להסדרה התקינה של ממשקים עם משקיעים, בשים לב למאפייני התאגיד ומאפייני הקשרים שהוא נוהג לקיים עם המשקיעים.

לצד אימוץ מדיניות ונהלים בעניין קשרי משקיעים, מומלץ לתאגידים לשקול לפרסם את עיקריהם, על מנת להנגיש למשקיעים את האופן בו ניתן ליזום ולקיים ממשקים עמו, לעודד את מעורבותם בענייני התאגיד ולייצר ודאות לכלל המשקיעים בדבר קיומם של ממשקים אלו. פרסום כאמור יכול שיהיה באמצעות אתר האינטרנט של החברה.⁸

לבסוף יצוין, כי בנסיבות חריגות, קיומו של ממשק ספציפי בין התאגיד לבין משקיע, בהתחשב בין היתר בתכנים שנדונים בו ובתוצאותיו האפשריות, עשוי להוות כשלעצמו מידע מהותי המחויב בגילוי לציבור, ועל התאגיד לבחון זאת בהתאם להוראות ולכללים הנוגעים לחובות הגילוי החלות עליו לפי דיני ניירות ערך.

אנשי קשר: עו"ד ורד פיליכובסקי סיסיק, עו"ד יונתן חיימי ארנרייך

טל. 02-6556444 , פקס 02-6513160

⁷ ראו **דוח דנציגר**, לעיל ה"ש 4, בעמ' 33 : "[...] (ב) אנו ממליצים כי באופן רגיל, היחידים שיוורשו להגיע לפגישות ולקיים קשר עם בעלי המניות הינם יו"ר הדירקטוריון ו/או המנכ"ל (עם כפיפיו המקצועיים). (ג) רק בנסיבות מסוימות ובכפוף לאישור הדירקטוריון מראש והנחיות הייעוץ המשפטי בדבר הנושאים עליהם ניתן לשוחח, יתקיימו פגישות של דירקטורים אחרים על בעלי המניות [...]".

⁸ בעניין זה ראו למשל: המלצת ארגון NACD, לעיל ה"ש 2, לגילוי ביחס למדיניות התקשורת עם בעלי המניות כדלקמן: "Boards should develop and disclose communications policies covering all forms of communication, including in-person meetings, telephone calls, e-mail, and other written communications"; וכן ראו המלצת קוד הממשל התאגידי ההולנדי על פרסום מדיניות הממשק עם בעלי המניות באתר האינטרנט של החברה Dutch Corp. Governance Code Monitoring Comm., Dutch Corporate Governance Code § 4.2.3. (2016). ([זמין כאן](#)).