



פסיקה חדשה על חובות דירקטורים ונושאי משרה

במזכר ניירות ערך ושוק ההון - ספטמבר 2016

לקוחות יקרים,

האם קיימת חובת דיווח על החלטה שלא לחלק דיבידנד? האם לדירקטוריון חברה נסחרת חובה למנוע העברת ניירות הערך לרשימת השימור? והאם יש חובה להצטייד בהערכת שווי בעת ביצוע הצעת רכש? בחודשים האחרונים ניתנו מספר פסקי דין בעניינים אלו ובעניינים נוספים על ידי בית המשפט הכלכלי ועל ידי בית המשפט העליון ועל כך במזכר זה. עוד במזכר זה עדכון לגבי החלטת ועדת האכיפה המנהלית המטילה לראשונה אחריות פיקוחית על מנכ"ל בנוגע לדיווחי החברה.

וביתר פירוט, בפסק הדין בעניין דיאמנט קובעת השופטת קרת מאיר כי חברה שיש בה מדיניות חלוקת דיבידנד ואשר החליטה שלא תוכל לחלק דיבידנד צריכה לדווח על כך לציבור.

בפסק הדין בעניין פינרוס קובעת השופטת רות רונן כי לדירקטורים חובה לפעול על מנת למנוע כניסת ניירות הערך של החברה לרשימת השימור וכי אם לא עשו כן הם עלולים להיתבע באופן אישי.

בפסק הדין בעניין החברה לישראל קובע השופט כבוב הנחיות נוספות לעניין אופן פעילותה של ועדה בלתי תלויה.

בפסק הדין של בית המשפט העליון בעניין כבירי קובע השופט עמית כי ביצוע הצעת רכש עצמית מחייבת אישור כעסקת בעלי שליטה בטרם פרסום הצעת הרכש וכי המחיר המוצע לבעלי המניות חייב לשקף שווי הוגן של המניות.

בפסק הדין בעניין צמיחה מצמצם בית המשפט את הגדרת ה"עניין האישי" וקובע כי "יש להיזהר מפני הרחבת היריעה מעבר לנדרש, תוך סיווגן של עסקאות רבות מדי כעסקאות בעלי ענין שלא לצורך – לאור המחיר שיש לסיווג כזה על מהלך העסקים של החברה ויכולתה להשיא רווח".

עוד קובע בית המשפט בעניין צמיחה קריטריונים בשאלה מתי דירקטורים יהיו רשאים להסתמך על חוות הדעת לצורך קביעת קיומו או העדרו של עניין אישי.

בהחלטת הוועדה המנהלית בעניין הוט מטילה הוועדה על החברה אחריות לדיווח של בעל השליטה על שינוי בהחזקותיו וכן מטילה לראשונה סנקציות על מנכ"ל בשל אחריותו הפיקוחית.



ובפסק הדין בעניין קנדה ישראל שבו עתרו נושאי משרה כנגד החלטת הוועדה המנהלית בעניינם מנסה בית המשפט לשרטט קווים מנחים לאחריות נושאי משרה ספציפיים לדיווחיה השונים של החברה.

המלצות:

לאור הפסיקה האחרונה ראוי לשים לב במיוחד לעניינים הבאים:

- ✓ חברה שאימצה מדיניות דיבידנד כפופה לחובה לעדכן את בעלי ניירות הערך שלה, כאשר היא מחליטה שלא לפעול לפי המדיניות האמורה.
- ✓ חברה, אשר קיים חשש כי מניותיה יועברו לרשימת השימור, צריכה לקיים דיון בנושא בדירקטוריון, לשקול את כל החלופות העומדות בפניה ולתעד את הדיון בחלופות ואת הנימוקים לאופן פעולתה בפרוטוקול על מנת לצמצם את החשיפה מתביעה עתידית.
- ✓ ישנם מצבים בהם עשויה להיות גם לחברה אחריות לדיווחים של בעל שליטה על שינוי בהחזקותיו, לדוגמא כאשר מתבצעת עסקה של בעל השליטה במקביל לביצוע מיזוג ע"י החברה. לפיכך יש לגבש נהלים בנוגע לאופן שבו החברה פועלת לעניין דיווחים כאמור.
- ✓ ביצוע הצעת רכש עצמית מחייב אישורה, בטרם ביצועה, על ידי ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית ברוב מיוחד וכן יש לשלם לכל הניצעים שווי הוגן. משכך, ביצוע מהלך כזה הופך מורכב יותר, יקר יותר וארוך יותר וספק אם כדאי לבצעו לעומת החלופה של הצעת רכש המוגשת על ידי בעל השליטה.
- ✓ בית המשפט רואה בקבלת הערכת שווי בטרם ביצוע הצעת רכש פרקטיקה ראויה.
- ✓ הדירקטוריון אינו צריך לעבור על נוסח הסכמים אלא רק להיות מודע לעיקרי העסקה.
- ✓ נושאים אותם על ועדת הביקורת לשקול בבואה להסתמך על חוות דעת משפטית לצורך עסקה שלבעל השליטה עניין אישי בה: מי יפנה לעורך הדין לקבלת הייעוץ- הדירקטורים הבלתי תלויים או בעל השליטה; אין לרמוז ביחס לתוצאה הרצויה של חוות הדעת; יש לבחור עורך דין מהימן ובעל ניסיון בתחום; אם נעשו פניות קודמות לעורכי דין אחרים שחוות דעתם נדחתה עשויה להיות בכך פגיעה ביכולת ההסתמכות על חוות הדעת החדשה ובכל מקרה יש לגלותן לנותן חוות הדעת; יש להניח תשתית עובדתית מלאה; יש לבחון שיקולים זרים אצל נותן חוות הדעת; האם לנותן חוות הדעת אחריות כלפי מי שנפגע מחוות דעתו.



תוכן עניינים

3.....	יעל כבירי נ' אי.די.בי חברה לפיתוח
5.....	דיאמנט ואח' נ' בנק איגוד
6.....	דב גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ
8.....	אישור הסדר אכיפה מנהלי בעניין הוט
10.....	עת"מ רוזן נ' רשות ניירות ערך
12.....	לייבוביץ נ' יורש
15.....	דב קראוסקופף נ' החברה לישראל

יעל כבירי נ' אי.די.בי חברה לפיתוח¹

העובדות:

בפברואר 2009 רכשה אי.די.בי את כל מניותיה מהציבור במסגרת הצעת רכש עצמית מלאה. בעקבות זאת הוגשה תביעה ייצוגית בטענה כי הצעת הרכש לא נקבה ב"שווי הוגן". התביעה נדחתה על ידי בית המשפט המחוזי ובעקבות זאת הוגש ערעור לבית המשפט העליון.

בקשת הערעור כללה הן טענות לגבי פגמים שנפלו בהצעת הרכש ואשר מחייבים את ביטולה והן, כסעד חלופי - סעד הערכה.

דין:

במסגרת פסק הדין בית המשפט דן במספר שאלות עקרוניות:

1. האם ביצוע הצעת רכש עצמית הינה עסקה עם בעל שליטה המחייבת אישור משולש?

גדר הספקות בשאלה זו הינו הבא - ההסדר העוסק בהצעת רכש מלאה התכוון ליתר את הצורך במנגנון האישור המשולש הכולל אישור אסיפה כללית, שכן הצלחת הצעת הרכש מותנית ממילא באישור בעלי המניות, שכן הצעת הרכש לא תתקבל אלא אם מספר הנענים להצעה עולה על מספר המתנגדים.

¹ ע"א 3136/14 יעל כבירי שמיע ואח' נ' אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ (פורסם בנבו, 28.1.2016).



השופט עמית קובע כי ברגיל אין צורך באישור משולש ואולם, **בהצעת רכש עצמית** יש להידרש לאישור המשולש שכן כאשר החברה היא המציעה, ראשית, עליה להחליט אם לפנות בהצעת רכש מלאה ולשם כך עליה לבחון אם העסקה היא לטובת החברה, ומכאן הצורך במנגנוני האישור של סעיף 275 לחוק החברות.

התוצאה היא כי לצורך ביצוע הצעת רכש עצמית נדרש הליך דו שלבי – ההחלטה על יציאה בהצעת רכש מחייבת אישורים לפי סעיף 275 וקבלת הצעת הרכש מחייבת אישור לפי סעיף 337 לחוק החברות.

2. אילו אמצעים צריך לנקוט הדירקטוריון לפני קבלת החלטה לצאת בהצעת רכש עצמית?

בית המשפט קובע כי לצורך קבלת החלטה מושכלת בדירקטוריון מתבקש כי תונח בפני הדירקטוריון חוות דעת מקצועית של גורם בלתי תלוי לגבי שווי המניות שכן, החלטות בדירקטוריון צריכות להיעשות על בסיס מידע מלא ומקיף. בנוסף, יש לכך גם יתרון של ממש מבחינת המציעה באשר יש בכך כדי להפחית את אי הוודאות הנובעת מסעד ההערכה.

עוד נקבע כי כאשר מדובר בהצעת רכש מלאה עצמית, על הדירקטוריון לאשר מחיר המשקף את השווי ההוגן של המניות. הדבר מתחייב מחובות הדירקטוריון לפעול לטובת בעלי המניות.

משלא קיבל הדירקטוריון חוות דעת כאמור, נפל פגם באופן קביעת המחיר שהוצע למניה פגם שיש בו כדי להעביר את הנטל אל המשיבה להוכיח כי שווי המניה היה הוגן.

לגופו של עניין קובע בית המשפט כי המשיבה הצליחה להרים את הנטל והוכיחה כי שווי המניה שהוצע היה הוגן ולכן הוא דוחה את התביעה.

3. האם ניתן לבטל את הצעת הרכש לאחר ביצועה?

השופט קובע כי המחוקק קבע, לעניין הצעות רכש, הסדר של ייחוד הסעד, כך שסעד ההערכה שולל את הסעד של ביטול הצעת הרכש. עם זאת, לניצעים יש סעדים נוספים מלבד סעד הערכה – הרדמת מניות, תביעה בשל הפרת חובת אמונים וזהירות, אכיפה פלילית והטלת סנקציות בגין אי גילוי או הטעייה מצד רשות ניירות ערך.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#)



דיאמנט ואח' נ' בנק איגוד²

העובדות:

המבקשים הגישו לביהמ"ש בקשה לאישור תובענה כייצוגית, כנגד בנק איגוד לישראל בע"מ ("הבנק"), בטענה כי הבנק הפר את התחייבותו לחלק דיבידנד, ובכך גרם לפגיעה בשווי מניותיהם.

בחודש אוקטובר 2010 פרסם הבנק דיווח מיידי אודות אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד בידי דירקטוריון הבנק, לפיה בכל שנה יחלק הבנק 40% מהרווח הנקי בשנה שקדמה לחלוקה, בכפוף לעמידת הבנק בתנאים שונים ובכפוף למגבלות שתקבענה על ידי דירקטוריון הבנק.

בחודש אוקטובר 2011 הודיע המפקח על הבנקים על כוונתו להחיל הוראות חדשות, שמשמעותן הגדלה של דרישות הלימות ההון החלות על תאגידי בנקאיים. בישיבת דירקטוריון הבנק שהתקיימה באוגוסט 2011 הבהיר יו"ר הדירקטוריון באופן חד משמעי כי לא ניתן יהיה לחלק דיבידנד בסוף שנת 2011. החברה לא עדכנה על כך בדיווחיה לציבור.

בדוח הדירקטוריון לשנת 2011 (אשר פורסם בפברואר 2012) הודיע הבנק כי הדירקטוריון החליט על הגדלה מדורגת של יעדי ההון, ש"יש בה כדי להגביל את חלוקת הדיבידנד בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנד" אך לא ציין במפורש כי לא יחולק דיבידנד.

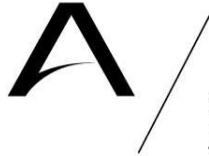
דיון:

המבקשים טענו כי הדיווח המקורי אודות מדיניות החלוקה היה מטעה, כי היה על הבנק להודיע בדיווח מיידי על כך שלא יחלק דיבידנד וכן כי מדיניות חלוקת הדיבידנד היא בבחינת התחייבות של הבנק אשר הופרה. להלן הכרעת בית המשפט בנושאים אלו.

הטענה בדבר ניסוח מטעה של הדיווח בדבר מדיניות החלוקה

השופטת קרת-מאיר דחתה את טענת המבקשים בדבר הטעייה של ציבור המשקיעים בכך שלא נכתבו במפורש כל התנאים לחלוקת דיבידנד. זאת לאור העובדה שנאמר בדיווח כי מדיניות חלוקת הדיבידנד כפופה לתנאים רבים (הוראות הדין בעניין חלוקה, עמידה בהוראות רגולטוריות ועוד) ואף צוין במפורש כי "אין באמור לעיל כדי לגרוע מסמכות דירקטוריון הבנק להחליט מעת לעת בהתחשב בשיקולים עסקיים ובהוראות הדין ובהוראות רגולטוריות החלות על הבנק, על שינוי המדיניות או על שינוי שיעור הדיבידנד שיחולק בגין תקופה מסוימת או להחליט שלא לחלק דיבידנד".

² ת"צ 12568-03-14 דיאמנט יעקב ואח' נ' בנק איגוד לישראל בע"מ (פורסם בנבו, 9.2.2016).



הטענה לפיה אי פרסום החלטת הדירקטוריון שלא לחלק דיבידנד מהווה הפרת חובת דיווח

תקנה 2א37(א) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 מחייבת פרסום דוח מידי לצורך עדכון אודות התפתחות מהותית ביחס למידע שנכלל בדוח קודם. בפסק הדין נקבע כי עצם הדיווח אודות אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד, הקים את החובה לדווח בדיווח מידי על כך שהבנק החליט שלא לחלק דיבידנד עקב הצורך בהגדלת יעדי ההון שלו. הובהר כי הגילוי שנכלל בדוחות הכספיים לא תיאר באופן הולם את כוונת הבנק שלא לחלק דיבידנד.

האם מדיניות חלוקת דיבידנד מהווה התחייבות לחלק דיבידנד?

השופטת דחתה את טענת המבקשים כי מדיניות החלוקה מהווה הסכם לחלוקת דיבידנד בין ציבור בעלי המניות לבין הבנק, וכי הבנק הפר את התחייבותו לביצוע החלוקה. הודגשה ההלכה הפסוקה לפיה לבעל מניות בחברה אין זכות לקבל דיבידנד גם כאשר החברה רווחית, אלא מהמועד שבו הכריזה החברה על חלוקתו.

האם נגרם למבקש נזק כתוצאה מהפרת חובת הדיווח?

הובהר כי בחברה ציבורית, אי חלוקת דיבידנד כשלעצמה אינה גורמת נזק לבעלי המניות, כאשר ככלל בעל המניות יכול לממש את שווי הרווחים בשוקי ההון. המבקשים אף לא טענו כי נגרם להם נזק כתוצאה מכך שנמנעו מלמכור את המניות או שלא היו רוכשים את המניות מלכתחילה במחיר בו נרכשו. כמו כן, שער מניית הבנק יום לאחר פרסום הדוח השנתי לשנת 2011 אף היה גבוה מהשער ערב פרסום הדוח.

לאור האמור, קבעה השופטת כי לא הונחה תשתית ראייתית שיש בה להוכיח, ולו לכאורה, כי נגרם למי מהמבקשים נזק. משכך, נדחתה בקשת האישור.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#)

דב גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ³

בחודש מרץ 2013 אישרה השופטת רות רוני את התביעה כייצוגית ("החלטת האישור") וכעת דנה בתביעה עצמה.

העובדות:

בחודש ינואר 2011 הועברו מניות חברת פינרוס החזקות בע"מ ("פינרוס" או "החברה"), למסחר ברשימת השימור, כיוון ששווי החזקות הציבור במניות החברה פחת מ-5 מיליון שקלים. בינואר

³ ת"צ 7477-10-11 דב גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ (פורסם בנבו, 24.2.2016)



ב-2012 בוצעה הצעת רכש מלאה ע"י בעלי השליטה בחברה, והחברה נמחקה מרישום בבורסה. בעקבות כך הגיש המבקש, בעל מניות בחברה, בקשה לאישור תביעה ייצוגית נגד נושאי המשרה ובעלי השליטה בחברה, בשל כך שלא עשו די על מנת למנוע את העברת מניות החברה לרשימת השימור.

בשנים 2008 ו-2009 בוצעו 4 עסקאות של רכישת מניות מן הציבור, חלקן באמצעות חברת בת של פינרוס וחלקן באמצעות אחת מבעלות השליטה בה. רכישות אלו הקטינו את היקף אחזקות הציבור במניות החברה, ועל פניו החריפו את בעיית השימור. טענת הנתבעים היתה כי הליך הרכישה נועד לקדם פני סיכון של ירידה דראסטית בערך מניות החברה, דבר שהיה גורם להחרפת בעיית השימור גם כן.

דיון:

התרשלות נושאי משרה בעקבות רכישות עצמיות של מניות החברה

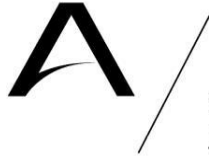
בהחלטת האישור קבעה השופטת כי אין עוררין לגבי ההשלכות השליליות של הרכישות העצמיות על יכולתה של החברה להיסחר ברשימה הראשית בבורסה. לפיכך, נדרשו נושאי המשרה בחברה להוכיח כי דרך פעולתם הייתה העדיפה מבין האלטרנטיבות שעמדו בפניהם. נקבע כי הנתבעים לא הרימו את הנטל הנדרש לצורך הוכחת סבירותה של הדרך בה פעלו (רכישת מניות מהציבור), והדרך בה התקבלה ההחלטה לפעול כך, זאת כתוצאה מאי-הבאת פרוטוקולים כראיה להתקיימות דיון בדבר ההשלכות של רכישת המניות מן הציבור ושקילת פעולות חלופיות, כפי שיבואר בהמשך.

ככלל, כאשר אין חשש לניגוד עניינים, ביהמ"ש אינו נוהג להתערב בשיקול דעתם של הדירקטורים בפעולתם בניהול החברה, זאת בשל תחולת כלל "שיקול הדעת העסקי". אולם במקרה דנן, נפסק כי, ההשלכה האפשרית של כניסת מניות החברה לרשימת שימור על בעלי השליטה שונה מהשפעתה על בעלי מניות המיעוט, שכן בעלי השליטה יכולים למכור את מניותיהם מחוץ לבורסה, בשונה מבעלי מניות המיעוט. בנוסף, במצב של הצעת רכש ע"י בעלי השליטה, הם יעדיפו כי מחיר המניה יהיה נמוך ככל האפשר. לאור זאת, קבעה השופטת כי פעולות הדירקטוריון ובעלי השליטה בחברה, לא יכולות ליהנות מ"כלל שיקול הדעת העסקי".

במקרה זה נקבע כי הנתבעים התרשלו כאשר החליטו לבצע את הרכישות העצמיות, חרף הסיכון המשמעותי שרכישות אלו יביאו את החברה להיסחר ברשימת השימור.

חשיבותם של פרוטוקולים

כאמור, נפסק כי הנתבעים לא הצליחו להוכיח התקיים דיון על דרך הפעולה העדיפה מבין האלטרנטיבות שעמדו בפני החברה, וכך-כי ההחלטה לביצוע הרכישות העצמיות התקבלה בתהליך מיועד. זאת מאחר ולא הוצג בפני ביהמ"ש פרוטוקול דיון בדירקטוריון החברה או בפורום רלוונטי



אחר. מעבר לכך, לא הוצגו ראיות אחרות בדבר קיומם של דיונים מעין אלו, זאת למרות עדות בעל השליטה כי ההחלטה בוצעה בהסכמת כל חברי הדירקטוריון.

השופטת דוחה את טענת הנתבעים על גודלה הקטן של החברה כמענה לכך שלא היו להם פרוטוקולים, וקובעת, כי החובה לנהל פרוטוקולים חלה גם על חברה "קטנה", זאת מאחר ואין לרישום שכזה עלות גבוהה, אל מול התועלת מקיומו.

אופן חישוב הנזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט

לאחר שנקבע כי הנתבעים הפרו את חובתם לפעול למניעת כניסת החברה לרשימת השימור, נבחן הנזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט. נקודת המוצא הייתה כי המעבר לרשימת השימור פוגע בשווי המניות באופן מהותי, ויש לבחון מהו המחיר שיכלו בעלי המניות לקבל תמורת מניותיהם בהצעת רכש, לו לא היו המניות נסחרות ברשימת השימור אלא ברשימה הראשית.

השופטת בחנה שלוש עסקאות שבוצעו, שתיים עם גופים מוסדיים באותו מחיר של הצעת רכש (2.2 ש) בסמוך לפני ביצועה, והשלישית, שבוצעה מספר חודשים קודם לכן במחיר הגבוה ב-1 ש ממחיר הצעת הרכש. השופטת דחתה את טענת הנתבעים כי המחיר בעסקה השלישית שולם לבעל מניות סחטן, ולא משקף את השווי האמיתי של המניות, ופסקה כי הפער בין מחירי העסקאות נובע מחלוף הזמן, שכן לאחר שהחברה נסחרה למעלה משנה ברשימת השימור התנאים לחזרתה למסחר ברשימה הראשית נוקשים יותר ולכן בעסקה מול הגופים המוסדיים שולם מחיר נמוך יותר.

לפיכך נפסק כי יש לשלם פיצוי בגובה 1 ש למניה לכל בעל מניות המיעוט.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#)

אישור הסדר אכיפה מנהלי בעניין הוט⁴

העובדות:

קול החזקות בע"מ ("קול") שהינה בעלת השליטה בחברת הוט ("החברה") הציעה לכל יתר בעלי המניות בחברה, למכור לה את מניותיהם בדרך של מיזוג משולש הופכי. לידיעות תקשורת בע"מ וחברות מקבוצת פישמן שהחזיקו בכ-10% ממניות החברה, הייתה זכות וטו שאיפשרה להם למנוע את המיזוג, מכוח הסכמים עימם.

⁴ תיק מנהלי 4/16 רשות ניירות ערך נ' הוט מערכות תקשורת בעמ' ואח' (החלטת ועדת אכיפה מנהלית מיום 9.5.16)



לצורך ביצוע המיזוג האמור פרסמה קול הצעה לבעלי המניות מהציבור לרכוש את מניותיהם ב- 41 ₪ למניה.

במקביל חתמה קול עסקה נפרדת עם פישמן וידיעות לרכישת מניותיהם לפיה ישולם להם סך של 41 ₪ למניה ובנוסף, בתמורה לזכות הווטו, תינתן להם אופציה ל-3 שנים לרכישת מניות הוט לאחר שתהפוך לחברה פרטית, בתמורה ל-48 ₪ למניה ("אופציית הרכש").

ביום 5.11.2012 קיבלה החברה הודעה מקול על ההסכם האמור. בין היתר צוין בהודעה כי ההסכם כולל "זכויות מיעוט מסוימות למקרה שאופציית הרכש תמומש כאשר החברה הפכה לפרטית". החברה פרסמה את ההודעה כלשונה.

בעקבות קבלת הודעת קול, כינסה הוט ישיבת דירקטוריון במטרה לדון בשאלה האם יש בתנאי עסקת פישמן ידיעות כדי לשנות מעמדת הדירקטוריון לפיה המחיר שהוצע לבעלי המניות מן הציבור עבור מניותיהם במסגרת עסקת המיזוג הינו סביר ולאחר קבלת חוות דעת מומחים הגיעה למסקנה שאין בעסקת כדי להשליך על הוגנות המיזוג. ביום 6.11.2012 פרסמה החברה דוח מיידי ובו דיווחה על מסקנת הדירקטוריון כאמור לעיל.

לימים הסתבר כי אותן "זכויות מיעוט מסוימות" כללו, בין היתר, זכות שניתנה לידיעות ופישמן לדרוש מקול, במקרה של מימוש אופציית הרכש, לרשום את המניות מחדש למסחר וכן זכות למינוי דירקטור בחברה.

טענות רשות ניירות ערך:

לטענת הרשות החברה ובעלי השליטה ביצעו הפרה מנהלית בכך שלא פירטו את זכויות המיעוט האמורות שכן מדובר בזכויות מהותיות המצביעות על כך שפישמן וידיעות לא ויתרו למעשה על זכות הוטו שלהם ואי גילויין עולה כדי הכללת פרטים מטעים ברשלנות בדיווחי החברה מהימים 05.11.2012 ו-06.11.2012.

לאור טענות אלו החברה, המנכ"ל ובעלי השליטה הגיעו להסדר אכיפה מנהלי עם הרשות לפיו יוטלו על בעלי השליטה, על החברה ועל המנכ"ל קנסות, ללא הודאה באשמה.

החלטת ועדת האכיפה המנהלית:

ועדת האכיפה החליטה לאשר את הסדר האכיפה. הוועדה קיבלה את עמדת הרשות לפיה היה מקום לפרט מהן זכויות המיעוט ולא להסתפק בתיאורן באופן כוללני כ"זכויות מיעוט", תיאור שמרמז על היעדר שווי כלכלי ממשי. יתרה מזאת, נקבע כי דיווח על זכויות אלה חשוב במיוחד בסמוך להשלמת עסקת של going private, שכן יש בהן כדי ללמד על שווי המניות הנרכשות.

שתי נקודות מעניינות עולות מההחלטה. ראשית, לעניין אחריות החברה קבעה הוועדה כי למרות שהחברה כלל לא ידעה על הזכויות העודפות, שכן המידע אודותיהן מעולם לא היה בידיה, ועל אף



שהחובה לדווח על שינוי בהחזקותיו היא חובה של בעל השליטה, הרי שכאשר הודעה שמתקבלת מבעל העניין הינה הודעה עמומה או שנראה כי יש בה טעות כלשהי, מוטלת על החברה, המדווחת על השינוי לציבור המשקיעים, החובה לברר את הפרטים עם בעל העניין על מנת שתוכל להצהיר כי המידע המתפרסם על ידה הינו על פי "מיטב ידיעתה". בהקשר זה נקבע כי חובת הדיווח של החברה נובעת הן מכוח תקנה 36 לתקנות נירות ערך המחייבת דיווח על כל אירוע מהותי והן מכוח תקנה 33 המחייבת דיווח על שינוי בהחזקות בעלי עניין. לעמדת הוועדה, על אף שחובת הדיווח של החברה על שינוי בהחזקות בעלי עניין היא "למיטב ידיעת החברה", החברה אינה מהווה צינור דיווח ותו לא להודעות מטעם בעלת השליטה. היותה גורם שעליו הוטלה חובת הדיווח, מטילה עליה אחריות גם לתוכנו.

עוד יצוין כי בתיק זה הוטלה לראשונה אחריות פיקוחית על המנכ"ל מכח סעיף 52סד לחוק ניירות ערך, הקובע חזקה לפיה המנכ"ל אחראי לכל הפרה שביצעה החברה אלא אם הוכיח כי מילא את חובתו לפקח ולנקוט באמצעים סבירים למניעתה. במקרה זה, כך קובעת הוועדה, אחריות המנכ"ל נובעת מכך שדיווחי בעל השליטה לא נבדקו די הצורך בטרם דווחו על ידי החברה לציבור ומבהירה כי אין זו אחריות לדיווח עצמו אלא למחדל פיקוחי שתוצאתו כישלונה של החברה בדיווחיה.

לקריאת ההחלטה לחצו [כאן](#)

עת"מ רוזן נ' רשות ניירות ערך⁵

עתירות בעניין החלטת ועדת האכיפה המנהלית ברשות ניירות ערך כי רוזן, מנכ"ל ודירקטור בחברת הנדל"ן ישראל קנדה ("החברה"), וכן קנדה, סמנכ"ל הכספים, כללו פרט מטעה ברשלנות בדיווח של החברה.

העובדות:

לחברה ניתנה זכות סירוב ראשונה לגבי כל עסקה שתגיע לבעלי השליטה (שהינם רוזן ובעל שליטה נוסף) ("בעלי השליטה"). לאור זכות הסירוב, בעלי השליטה הביאו לדירקטוריון הצעה לעסקה לרכישת מקרקעין שהגיעה אליהם. הדירקטוריון החליט לוותר על זכות הסירוב. בעקבות זאת פורסם דיווח מיידי על החלטת החברה והנימוקים לה.

לימים הסתבר שבעלי השליטה החליטו לבצע את העסקה בעצמם והחלו בשיווק הקרקע על ידי חלוקתה ליחידות מקרקעין עוד לפני ישיבת הדירקטוריון, וכי מימנו את העסקה בדרך של מכירת יחידות במקרקעין.⁶

⁵ עתמ (ת"א) 55314-07-15 ברק רוזן נ' רשות ניירות ערך



טענות הרשות התמקדו בכך שרוזן וקנדה ששימש כסמנכ"ל הכספים בחברה והיה מורשה החתימה האלקטרונית בה, הטעו את הדירקטוריון בכך שהציגו לו את הקרקע כקרקע חקלאית ודיווחו על קשיי מימון לעסקה, ולאחר מכן פרסמו דוח מיידי ובו נכללו אותם פרטים מטעים שנמסרו על ידם בישיבת הדירקטוריון ובנוסף לכך לא גילו בדיווח לציבור את מיקום הקרקע (תל אביב).

ועדת האכיפה, ברוב דעות הטילה אחריות על רוזן ועל קנדה בגין הכללת פרט מטעה בדיווח. נקבע כי גם אם החברה דיווחה במדויק את המידע שדווח בישיבת הדירקטוריון הרי שאם הדיווח לדירקטוריון היה מטעה, גם הדיווח לציבור הוא מטעה. מטרת הדיווח לציבור הינה לאפשר לבעלי המניות לבחון ולפקח על דרך קבלת ההחלטות בחברה ולמנוע ניצולה לרעה על ידי בעלי השליטה, מה שלא נעשה, שכן לא ניתן גילוי על אפשרות מימון רכישת הקרקע על ידי פיצולה ליחידות שתמכרנה בסמוך לרכישה, ועל מיקומה היוקרתי של הקרקע, שהינה עתודת הבנייה האחרונה בת"א, ובשל כך הוטעה הציבור לגבי טיב ההחלטה לדחיית העסקה.

דיון:

השאלה הנבחנת, אליבא דהשופטת רות רוזן, היא האם הדוח המיידי כלל פרטים מטעים כפי שקבעה ועדת האכיפה. לצורך מענה לשאלה יש לקבוע מהי תכליתה של חובת הדיווח אודות החלטת הדירקטוריון לדחות עסקה שהובאה אליו מכוח "הסדר תיחום פעילות". לאור התכלית יש לבחון האם נמסר בדוח המיידי פרט מטעה לציבור המשקיעים.

נקבע כי התשובה לשאלה מהו פרט מטעה, הינה בהתאם לעקרון המהותיות, כאשר חובת הגילוי משתרעת על כל מידע מהותי למשקיע הסביר, וזאת בהתאם לתכליות הגילוי. במקרה דנן, נקבע כי ישנה חשיבות רבה לתכליות הנוגעות לפיקוח על אורגנים בחברות.

הדיווח על החלטת הדירקטוריון לפי הסדר תיחום הפעילות נועד כדי לאפשר למשקיעים לפקח על הדירקטוריון ביחסיו על בעל השליטה. לשם בחינה זו, ציבור המשקיעים זקוק הן למידע הנוגע להליכי אישור העסקה והן למידע אודות העסקה לגופה, בכדי לבחון את שיקולי הדירקטוריון ביחס לחברה ויכולותיה. בדיווח שכזה, יש לכלול מידע כללי על העסקה וכן מידע שממנו ניתן ללמוד על כדאיותה של העסקה והסיכונים הכרוכים בה.

לאור תכלית הגילוי, מקיימת השופטת דיון בכל אחד מפרטי המידע שלא נכללו בדוח המיידי ומגיעה למסקנה כי הייתה חובה לגלותם.

⁶ בגין נסיבות אלו אושרה תביעה נגזרת בגין בעלי השליטה בחברה, רוזן וטוכמאיייר, ראו תני"ג (כלכלית) 20136-09-12 ב**יטון נ' פאנגאיה נדל"ן** (21.10.2013) (פאנגאיה נדל"ן הינו השם הקודם של חברת ישראל קנדה) ביום 4.11.2015 הודיעה החברה כי הצדדים הגיעו להסדר פשרה וכי הגישו לביהמ"ש בקשה למתן תוקף של פסק דין להסדר הפשרה שגיבשו.



בנוסף, דנה השופטת בשאלת **אחריותו של קנדה להכללת הפרטים המטעים**. השופטת מקבלת את עמדת העותר וקובעת לא מתקיים אצלו היסוד העובדתי "כללי" מאחר ויש לייחס ליסוד זה פרשנות מצמצמת, וקנדה אומנם היה מכותב למיילים בין עורכי הדין ורוזן שניסחו את הדוח, אך לא לקח חלק פעיל בניסוחו.

לפיכך, נבחנת מעורבותו של קנדה בדרך של מחדל, האם הייתה עליו חובה להעיר הערות לנוסח. השופטת קובעת כי עיקר חובתו של קנדה להבטיח את אמינות הדיווחים נבעה ממעמדו כנושא משרה בחברה האחראי על דיווחים לרשות, וזאת בעניינים הפיננסיים שהם בליבת אחריותו כסמנכ"ל כספים. לאור זאת, נקבע כי קנדה אחראי להכללת הפרטים המטעים הקשורים למימון העסקה, קרי, היעדר התייחסות לאפשרות למימון העסקה בדרך של שיווקה לרוכשים או שעבוד המקרקעין. רק לעניין פרטים אלו, יש לראות בקנדה כמי ש"כללי" פרט מטעה בדוח המייד.

בנוסף, נקבע כי קנדה פעל ברשלנות באי הכללת העובדה כי בעלי השליטה מתכוונים לממן את העסקה באמצעות מכירת יחידות קרקע, בעוד שמידע זה היה בידי, וכן כי התרשל במתן הערכתו בדירקטוריון שישנו קושי בנוגע לקבלת אשראי בנקאי, וזאת מבלי שבדק את הסוגיה.

לאור כל האמור לעיל, הותירה השופטת על כנם את אמצעי האכיפה נגד רוזן, והפחיתה את העיצום הכספי על קנדה לסך של 120,000 שקלים חלף 150,000 שקלים שהטיל מותב ועדת האכיפה.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#)

לייבוץ נ' יורש⁷

נדחתה בקשה לאישור הגשת תביעה נגזרת כנגד נושאי משרה בחברת צמיחה ("החברה") בשל טענה להפרת חובת אמון וזהירות על ידם בהחלטת השקעה של החברה.

העובדות:

החברה החליטה להשקיע סכום של כ-20 מיליון ש"ח ברכישת זכויות השתתפות בקידוח של חברת שמן משאבי נפט וגז בע"מ ("שמן") שלימים התגלה כקידוח יבש. עובר להתקשרות בעסקת שמן הייתה החברה "שלד בורסאי" שבקופתה היה במועד הרלבנטי סכום של 38 מיליון ש"ח. לטענת המבקש לבעלת השליטה (בעקיפין), אולטרה, היה עניין אישי בעסקאות ההשקעה בקידוח שמן, בין היתר בשל החזקתה במניות ובאופציות של שמן, ולפיכך נדרש היה לאשרן בהליך ה"אישור המשולש" הקבוע בסעיף 275 לחוק החברות. הטענה נדחתה ונקבע כי לבעל השליטה אין עניין אישי בעסקאות ולפיכך העסקאות חוסות תחת הגנת כלל שיקול הדעת העסקי.

⁷ תנ"ג (כלכלית) 14-12-7541 לייבוץ נ' יורש (2.6.2016).



מהו המבחן לקיומו של עניין אישי של בעל השליטה?

הודגש כי בהתאם לעמדת ההלכה הפסוקה, המבחן לקיומו של עניין אישי מתייחס לעוצמת הזיקה העודפת שיש לבעל העניין, והאם ישנו בסיס מוצק לחשש כי החלטת בעל השליטה תהיה מוטה לכיוון האינטרס האישי שלו בניגוד לאינטרס החברה. צוין כי המבחן לקיומו של עניין אישי של בעל השליטה איננו מתמצה במבחן הכלכלי, באשר ייתכנו נסיבות בהן תהיה לבעל השליטה "זיקה עודפת" בשל קיום אינטרס הכרוך במוניטין, בשם טוב וכדומה. אך ברגיל, בהעדר מניע אחר, ההנחה היא כי בעל השליטה מכוון את פעולותיו לצורך השאת נכסיו ולכן ניתן יהיה לעשות שימוש בנוסחה אריתמטית (כפי שהציע ד"ר האן במאמרו⁸) כדי לבחון את האינטרסים השונים של בעל השליטה והאם יש חשש שהוא יעדיף את האינטרסים הזרים על פני האינטרסים שלו כבעל השליטה בחברה.

במקרה דנן נקבע כי יש לבחון מה התועלת האפשרית שהייתה עשויה בעלת השליטה להפיק מעסקת שמן לאור היותה בעלת מניות בשמן, והאם היא עולה על הסיכון שאליו היא חשופה כבעלת השליטה, כתוצאה מעסקה זו.

אף הובלט בפסק הדין כי השאלה הרלבנטית לצורך הקביעה האם מדובר בעסקה בה לבעל השליטה יש "עניין אישי" הינה הבחינה של התועלת האפשרית שתקום לבעלת השליטה מהעסקה הנבחנת מעבר לתועלתו כבעל מניות עיקרי בחברה, ולא מהותיות האינטרסים החיצוניים לעסקה עבור בעל השליטה כשלעצמו.

הובהר כי אין לבחון מהו גובה ההשקעה של אולטרה בשמן, או האם ההשקעה מהותית עבורה כשלעצמה, אלא יש להשוות מהו הערך המוסף של העסקה על מכלול הזכויות של אולטרה – כבעלת מניות בשמן מחד, וכבעלת שליטה בחברה מאידך. בנסיבות פסק הדין ההשקעה של אולטרה בשמן הייתה בשיעור של 2% מנכסי שמן, ולכן השקעה נוספת בשמן יכלה להשפיע רק בצורה מצומצמת על שווי השקעתה של אולטרה. כך השקעה בסכום של כ-20 מיליון ש"ח, שהפיעה על שווי השקעתה של אולטרה בכ-400,000 ש"ח בלבד, בעוד שלאור שווי ההחזקות של אולטרה בשרשור שעמד על כ-32%, ניתן לייחס לה נשיאה בסכום של כ-6.4 מיליון ש"ח מההשקעה. לפיכך הסיקה השופטת כי ניתן להניח שהטעם העיקרי להשקעה הינו טובת החברה, ולא אינטרסים נוגדים של אולטרה בשמן.

הובהר כי הניתוח בפסק הדין התבסס על ההנחה לפיה שמן מתנהלת במהלך העסקים הרגיל⁹, כאשר אם ההשקעה נדרשה כדי להציל את שמן מקריסה ייתכן ונדרש להתייחס לא רק לרווח

⁸ דוד האן "נקי יהיה מביתו": עניין אישי באישור עסקה של חברה הפרקליט מט 93, 102 (2006).

⁹ בפסק הדין דחתה השופטת רונן את עמדתה של רשות ניירות ערך שקבעה כי עסקת שמן היוותה עסקה שלבעלת השליטה היה בה עניין אישי, לאור העובדה שהחזקתה של אולטרה במניות שמן הייתה מהותית ביותר עבורה ולאור מצבה הפיננסי של שמן ומסקנתה של הרשות כי ללא השקעה נוספת הייתה השקעתן של אולטרה בשמן נפגעת. (ראו עמדת סגל רשות ניירות ערך מיום 1.8.2013, שצורפה לדוח מיידי של צמיחה אינווסטמנט האוס בע"מ מיום 7.8.2013 (מס' אסמכתא: 2013-01-111297) - <http://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?id=01589&reference=2013-01-111297>)



האפשרי של בעלת השליטה אלא להפסד הכולל הצפוי לה אם ההשקעה לא תבוצע. כך החלטה להשקיע כ-6.4 מיליון ש"ח לטובת 'הצלה' של השקעה קודמת בסכום של כ-10 מיליון ש"ח, נגועה בניגוד עניינים.

האם תשלום עמלה למקורב של בעל השליטה מקים לו עניין אישי?

נדחתה גם טענה המבקש כי הקשר של בעל השליטה למר איתן אלדר, שקיבל עמלה מהעסקה, יוצרת לו עניין אישי. נקבע כי האפשרות שבעלי השליטה יסכימו לסכן סכומי כסף משמעותיים רק כדי לאפשר לאלדר ליהנות מרווח מהעסקה, אינה אפשרות ממשית, זאת באשר לא הועלתה כל טענה על טובת הנאה שיכלה לצמוח לדירקטורים או לבעלי השליטה כתוצאה מהרווח של אלדר. הוכרע כי העובדה שבין אלדר לבין בעלי השליטה היו קשרים עסקיים אינטנסיביים, כאשר לא נטען כי בעל השליטה היה "תלוי" באלדר, אינה יוצרת לבעל השליטה עניין אישי בעסקה.

הודגש בפסק הדין כי "יש להיזהר מפני הרחבת היריעה מעבר לנדרש, תוך סיווג של עסקאות רבות מדי כעסקאות בעלי עניין שלא לצורך – לאור המחיר שיש לסיווג כזה על מהלך העסקים של החברה ויכולתה להשיא רווח".

מהן חובות הדירקטוריון בבחינת עסקה – והאם היא תחסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי?

נפסק כי יש להחיל על ההחלטות להתקשר בעסקאות הנדונות את כלל שיקול הדעת העסקי. בעניין זה הובהר כי הדירקטוריון נדרש להבין את מבנה העסקה ותנאיה המסחריים וכי מחובתם לוודא כי החברה מקבלת ייעוץ משפטי איכותי ביחס לנושאים המשפטיים שצריכים להילקח בחשבון במסגרת העסקה, אך הדירקטוריון אינו אמון על בחינת כל פרט בהסכם. הודגש כי על בית המשפט לנקוט זהירות רבה בעת בחינת השאלה האם הדירקטוריון ערך דיון מספק בהחלטה עסקית, באשר בחינת היקף המידע הנדרש עלולה מטבעה להיגרר לבחינת מהותיות ההחלטה לגופה, ביקורת שאינה רצויה, באשר כלל שיקול הדעת העסקי נועד להתמקד בבחינת תהליך קבלת ההחלטה בלבד.

נקבע כי יש לבחון את שאלת כמות המידע הנדרש לצורך החלטת הדירקטוריון בהתאם לנסיבות, כגון זמינות המידע, משך הזמן והמחיר של קבלתו ואילוץ הזמן שעמדו בפני החברה, כאשר גם החלטה לקבל החלטה עסקית על יסוד נתונים חסרים עשויה ליהנות מהגנת כלל שיקול הדעת העסקי. צוין כי בנסיבות מסוימות כינוס ישיבה בדחיפות תהיה מוצדקת. הודגש כי כלל שיקול הדעת העסקי נועד, בין היתר, כדי לאפשר לדירקטורים לקבל החלטות נועזות, תוך ידיעה שאם ההחלטה תסתבר בדיעבד כשגויה, בית המשפט לא יטיל אחריות על הדירקטורים בגינה.

הסתמכות על חוות דעת משפטית

<https://www.nli.org.il/il/111297?id=01589&reference=2013-01-111297>. בפסיקתה דחתה כבוד השופטת רונן את הטענות העובדתיות עליהן התבססה הרשות במסקנתה כי השקעתה של צמיחה בשמן נועדה להציל את שמן מקריסה, וקבעה ששמן יכלה ברמה גבוהה של סבירות למצוא משקיעים אחרים, וכן לעמוד בתכניויה גם ללא ההשקעה של צמיחה.



בעניין חוות דעת משפטית שניתנה בסוגית סיווגה של העסקה, צוינו באמרת אגב מספר שיקולים שישמשו לבחינה האם הדירקטורים רשאים להסתמך על חוות הדעת: מי פנה לעורך הדין לקבלת הייעוץ (דירקטורים בלתי תלויים או דירקטורים מטעמו של בעל השליטה); האם היתה רמיזה ביחס לתוצאה הרצויה של חוות הדעת; ניסיונו ומהימנותו של עורך הדין; האם נעשו פניות קודמות לעורכי דין אחרים שנדחו לאור עמדתם; לתשתית העובדתית שניתנה; האם נותן חוות הדעת בעצמו היה נקי משיקולים זרים; האם עורך חוות הדעת עשוי להיות אחראי כלפי מי שנפגע מחוות דעתו.

בנסיבות פסק הדין צוינה לחיוב העובדה כי חוות הדעת ניתנה על ידי עורך דין מנוסה ובעל מוניטין; הייתה יסודית, ניתנה בעל פה ובהמשך גם בכתב, וכי נותן חוות הדעת הסכים לבוא ולהיחקר על מסקנותיה בבית המשפט. מנגד, צוין כי לעו"ד היו אינטרסים נוספים, כמי שייצג את שני הצדדים לעסקה, העובדה שבעל השליטה הוא שפנה כנראה לעורך הדין ועורך הדין היה מודע לכך שבעל השליטה מבקש לקדם את העסקה וכי אם יסתבר שנדרש לאשרה בהליך האישור המשולש, החברה הייתה עלולה להפסיד את העסקה.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#)

דב קראוסקופף נ' החברה לישראל¹⁰

בקשה לאישור תביעה נגזרת, בטענה להתנהגות פסולה בקרב האורגנים בחברה לישראל בע"מ ("החברה") במסגרת הליך אישור הסכם הפשרה עם חברת "צים" ("צים"), אשר הייתה במועד האירועים הרלבנטיים חברה פרטית המוחזקת באופן בלעדי ע"י החברה.

העובדות:

בשנת 2004, במסגרת הפרטת צים, רכשה החברה את מלוא מניות המדינה, תוך הקצאת "מניית זהב" למדינה, שהקנתה לה זכות סירוב להעברת מניות צים אשר תביא את המחזיק להחזקה של 24% ומעלה ממניות צים או תקנה לו שליטה בחברה ("מגבלת העבירות")

בשנת 2013 נקלעה צים לקשיים כלכליים, אותם ניסתה החברה לפתור בכדי להצילה מפירוק. מאחר ובעל השליטה בחברה היה גם נושה של צים, בכובעו הפרטי, הוקמה ועדה מיוחדת בלתי תלויה, לצורך בחינה והגעה להסדר חוב עם נושיה של צים. הוועדה הגיעה להבנות עם נושי צים ביחס למתווה ההסדר, שאושר בדירקטוריון וועדת הביקורת. באישור ההסדר באסיפה הכללית הוצג ההסכם, שהכיל תנאי מתלה לקיומו: הסרת מגבלת העבירות על מניות צים.

¹⁰ תנ"ג 628-08-14 קראוסקופף נ' צים שירותי ספנות משולבים בע"מ ואח' (26.6.2016)



במסגרת הליך הפירוק שונתה מגבלת העבירות אך לא בוטלה. לאור זאת, קיימה הוועדה המיוחדת ישיבה שלאחריה הודיעה החברה לבעלי מניותיה כי החליטה להסכים לשינויים בתנאי העבירות של מניות צים כפי שנקבעו בביהמ"ש, ללא צורך בהחלטה נוספת של האסיפה הכללית.

המבקש, שהינו בעל מניות בחברה, טוען כי הוועדה המיוחדת חרגה מהרשאתה על פי החלטת האסיפה הכללית ואישרה את הסדר החוב למרות שמגבלת העבירות לא הוסרה, דבר שגרם נזק לחברה. המבקש תבע סעד של כינוס האסיפה הכללית לצורך אישור/דחיית הסדר הפשרה, או לחלופין פיצוי כספי בגין הפער בין שווי מניות צים אותן קיבלה החברה לבין שווי המניות אם מגבלת העבירות הייתה מוסרת לחלוטין.

דיון:

בית המשפט קובע כי התנאי המתלה בדוח העסקה מנוסח באופן ברור כמבקש לאיין את כל ההגבלות על העברות מניות צים. ההסדר מציין מפורשות כי אישור העסקה כפוף להסרת המגבלות הקיימות על ביצוע העברות של מניות צים בהן תחזיק החברה לישראל לאחר ההסדר. המשקיע הסביר אשר קרא את דוח העסקה, בלא ספק קיבל את הרושם כי ללא הסרת מגבלות העבירות, ההסדר לא יצא לפועל.

היחס בין התנאי המתלה לסעיף שיקול הדעת המוענק להנהלת החברה

השופט חאלד כבוב דחה את הטענה כי הסעיף בהסדר העוסק בסמכותן של ההנהלה והוועדה המיוחדת לערוך שינויים בהסדר לצורך השלמתו והוצאתו לפועל, הקנה להן את הסמכות לוותר על התנאי המתלה. אמנם מלשון הסעיף לא ברור מהן גבולות הסמכות שניתנה, אך ברור כי מדובר בסמכות עזר טכנית במהותה. ויתור על תנאי יסוד שהינו תנאי מתלה, אינו נכנס בגדר סמכות זו. לפיכך, התנאי המתלה - איון מגבלת העבירות - אשר נקבע בדוח העסקה, לא התקיים, ולמעשה לא ניתן אישור האסיפה הכללית להסדר.

הקמת הוועדה המיוחדת והתנהלותה

הוועדה הבלתי תלויה נועדה להתגבר על החשש לניגוד עניינים בהחלטות החברה, דבר המאפיין עסקאות של החברה עם בעלי שליטה, דוגמת אישור חלקה של החברה לישראל בהסדר החוב עם צים. לכן, על הוועדה לקבל את החלטותיה באופן עצמאי, בתום לב, ללא ניגוד עניינים ובאופן מיועד תוך בחינת טובת החברה בלבד.

השופט פירט את הפגמים בהתנהלותה של הוועדה וקבע כי ישנם ספקות ביחס לנאותות ההליך שקיימה בכל הנוגע למשא ומתן בעניין מניית הזהב של המדינה:

- **המומחים החיצוניים אשר ייעצו לוועדה** - על היועצים שעמם הוועדה מתייעצת, הן בפן הכלכלי והן בפן המשפטי, להיות בלתי תלויים בבעל השליטה.



- היועץ הכלכלי - נקבע כי היה על הוועדה לבחון את משמעות העובדה שהיועץ הכלכלי הינו מקבוצת Deloitte, אשר, לאור הכתוב בחוות הדעת, העניקה שירותי ייעוץ לחברה ולבעלי השליטה בה, לא ניתן היה להסתפק בהצהרת היועץ כי אינו תלוי בבעל השליטה.

- הייעוץ המשפטי - נקבע כי הוועדה קיבלה יעוץ משפטי שהינו במובהק תלוי בבעל השליטה, זאת מכיוון שמשרד גורניצקי ושות', עורכי הדין של החברה ובעלי השליטה בה, נכחו ברבות משיבות הוועדה המיוחדת והיוו חלק מהצוות המשפטי שיעץ לה. אין בעובדה כי הוועדה קיבלה יעוץ משפטי מיועצים חיצוניים נוספים, בכדי לרפא את פגם זה.

• **אי קבלת חוות דעת כלכלית לאחר השינוי במניית הזהב** - לאחר החלטת בית המשפט של פירוק, הסתמכו חברי הוועדה על חוות דעת כלכלית, שעסקה בנושא אחר ולא התייחסה לתנאים שנקבעו בהחלטת ביהמ"ש. מדובר בהתנהלות לא רצינית של הוועדה, מה גם שבדיווחה לציבור אמרה כי בהחלטתה הסתמכה על חוות דעת כלכלית.

הסעדים המבוקשים והקשיים המהותיים העולים מהם

סעד כינוס האסיפה הכללית - אינו אפקטיבי ואינו לטובת החברה. מאחר ומספר חודשים לאחר ההסדר ביצעה החברה פיצול מניות, יהיה זה חסר טעם עבורה כיום לאשר או לדחות את ההסדר הכולל בתוכו מניות של חברת צים אותן העבירה לגורם שלישי. מעבר לכך, הסדר החוב שבו היו מעורבים עשרות צדדים, כבר יצא אל הפועל ולא ניתן להחזיר את הגלגל לאחור.

סעד כספי - הנזק הנטען מורכב לטענת המבקש מהפער בין שווי מניות צים אותן קיבלה החברה לבין שווי אילו הייתה מוסרת מגבלת העבירות. כלומר, ההנחה העומדת בבסיס הנזק היא כי אילולא החריגה מסמכות, הייתה החברה מקבלת מניות של צים בשווי גבוה יותר. השופט דוחה את מתן סעד בהיעדר קשר סיבתי, ממספר סיבות: ראשית, הסדר החוב שאושר לבסוף היה טוב בהרבה עבור החברה מהעדרו של הסדר חוב ופירוקה של צים. שנית, השופט מקבל את טענת המשיבים לפיה הייתה דחיפות גבוהה באישור הסדר החוב, והמתנה ממושכת (לצורך כינוס אסיפה כללית נוספת) הייתה עלולה להביא לקריסת ההסדר.

יחד עם זאת, חויבה החברה בהוצאות המבקש הואיל ותביעתו הביאה לחשיפת התנהלות לקויה במידה מסוימת ונקבע כי התביעה הייתה ראויה להגשה, חרף העובדה שנדחתה. נקבע כי באותם מקרים ייחודים בהם בירור בקשת המבקש מביאה לחשיפה של פגמים בפעילות של אורגנים, ובמיוחד בחברות ציבוריות רבות השפעה עבור המשק הישראלי- כמו החברה לישראל, יש טעם למנוע ממנו חסרון כיס הנובע מהגשת בקשת האישור, גם אם זו נדחתה.



לעניין שאלת טובת החברה- נקבע כי החלטת הוועדה המיוחדת לפיה אין צורך להביא את אי קיומו של התנאי המתלה להחלטת האסיפה אינה נקיה מספקות. עם זאת, בהסתכלות בספקטרום רחב של טובת החברה, ההחלטה לאשר את ההסדר הייתה סבירה בנסיבות העניין. זאת לאור לוח הזמנים הדחוק והחריג, נכונות בעל השליטה להכניס יד לכיס ולתרום סכום עתק לצורך הצלחת ההסדר, והדחיפות הרבה באישורו. ניכר כי כל הגורמים שעסקו בהגעה להסדר ראו לנגד עיניהם את טובת החברה אשר חייבה אותם לפעול באופן מיידי לאישור ההסדר.

למרות שאין להקל ראש בפגיעה בממשל התאגידי המתרחשת כאשר אורגנים של החברה חורגים מסמכותם, בנסיבות קיצוניות אלו, לאור המשמעויות הקשות ביותר שהיו לקריסת החברה והצורך לקבל החלטה מיידי, קבע השופט כבוב כי על אף הפגיעה בממשל התאגידי, החברה אינה יכולה להגיש תביעה כנגד נושאי המשרה בה, אשר פעלו בראש ובראשונה לטובתה.

לקריאת פסק הדין לחצו [כאן](#)

מזכר לקוחות זה אינו מהווה יעוץ משפטי ומוגש כשירות לקהל לקוחותינו.

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת,

[איריס ציבולסקי-חביליון](mailto:irisc@agmon-law.co.il), יועצת, [ניירות ערך ושוק ההון](mailto:irisc@agmon-law.co.il), : irisc@agmon-law.co.il

[אורי רוזנברג](mailto:urir@agmon-law.co.il), שותף, ראש מחלקת [ניירות ערך ושוק ההון](mailto:urir@agmon-law.co.il) (משותף), urir@agmon-law.co.il

[שיראל גוטמן עמירה](mailto:shirel@agmon-law.co.il), שותפה וראשת [מחלקת ניירות ערך ושוק ההון](mailto:shirel@agmon-law.co.il) (משותפת), shirel@agmon-law.co.il

מחלקת תאגידיים וניירות ערך (שוק ההון),

אגמון ושות', רוזנברג הכהן ושות'

<http://www.agmon-law.co.il>/ניירות ערך ושוק ההון