



## ממשל תאגידי – פסקי דין והחלטות רשות מהעת האחרונה

**במזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון - יולי 2019**

לקוחות יקרים,

לאחרונה פרסמה רשות ניירות ערך מספר החלטות במסגרתן הביעה דעתה כי פעולות מסוימות שחברות נהגו לבצע עד לאותה העת הן אסורות, חלקן בתחום הממשל התאגידי (לדוגמה האיסור על הארכת עסקה עם בעל שליטה שתנאיה לא השתנו יותר מפעם אחת) וחלקן בתחום הגילוי. בנוסף, שוב התפרסמו פסקי דין בהם נדחו תביעות ובקשות כנגד חברות ציבוריות בגין עילות תביעה שונות. כפי שציינו במזכרנו הקודם, יתכן ויש כאן משום תנועה נגדית של המטוטלת שנעה בעבר רחוק מדי לכיוון של עידוד תביעות ייצוגיות ונגזרות. על כל אלה ועוד במזכרנו זה.

### דגשים עיקריים:

- פרסום דוח מידי אודות קיומה של טעות מהותית המחייבת תיקון של הדוחות הכספיים עשוי להוות 'הודאה' של החברה כי מדובר בטעות מהותית. גם אם הייתה מחלוקת בעניין בין החברה לרשות, משהחליטה החברה לקבל את עמדת הרשות ולהכיר במהותיות הטעות, קשה יהיה לטעון טענה אחרת בהליך מנהלי. לפיכך, אם החברה אינה מסכימה כי הטעות מהותית, מוצע לציין בדיווח מידי כי הוא מוגש בניגוד לעמדת החברה ולפי דרישת הרשות, וכי לדעת החברה התיקון לא מהותי והסיבה לפרסום הדוח היא דרישה מפורשת של הרשות (**הליך אכיפה מנהלי – אלבר**).
- בית המשפט שוב מצביע על חשיבות הפרוטוקולים בקבלו את עמדת המשיבים בפסק הדין בעניין אופטיבייס. קיומן של ראיות לדיונים מקיפים בוועדת הביקורת והעדרו של מידע עודף המצוי רק בידיעת בעל השליטה, הביא את בית המשפט ליישם את כלל שיקול הדעת העסקי גם בעסקה שהצד השני לה הוא בעל השליטה (**עניין אופטיבייס**).
- בעת קבלת חוות דעת חיצונית הדירקטוריון נדרש לעיין בה ולשאול לגביה שאלות תוך כדי הפעלת שיקול דעת עצמאי. יחד עם זאת, לא מצופה מנושאי המשרה להטיל דופי בקביעות מהותיות של המומחה המקצועי (**עניין אופטיבייס**).
- לאור פרסום עמדת רשות לפיה אין להאריך עסקה עם בעל שליטה (בהתאם להקלה שבתקנות ההקלות בנוגע להארכת עסקה קיימת באותם תנאים) יותר מפעם אחת ללא אישור אסיפה כללית, מוצע לבחון האם קיימות בחברה עסקאות שהוארכו יותר מפעם אחת תוך שימוש בתקנות ההקלות (**שו"ת הרשות- אישור עסקאות עם בעל שליטה**).



- התקשרות חברה עם מתווכים לצורך הצעת ניירות ערך לציבור, במסגרתה מעבירים המתווכים לחברה שמות משקיעים פוטנציאליים בתמורה לעמלה במקרה של השקעה, תיחשב התקשרות עם "מפיצים" כהגדרתם בחוק ניירות ערך ולפיכך אותם מתווכים צריכים לעמוד בתנאי הכשירות של "מפיצים" (עמדת רשות).
- בעת הקמת חברה פרטית ובפרט חברה קטנה אשר בעלי המניות בה הם גם נושאי משרה, מוצע לעגן בכתב את הסכמות הצדדים לגבי תחומי הפעילות בהם נושאי משרה נדרשים לפעול אך ורק במסגרת החברה מול תחומי הפעילות בהם הם רשאים לפעול גם באופן עצמאי שלא במסגרת החברה, וזאת על מנת לייצר וודאות לגבי חובות ההתנהגות החלות עליהם לעניין ניצול הזדמנות עסקית (פס"ד דהן).
- אין לכרוך החלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית לאישור הסכם פשרה מול בעל שליטה, הנוגעת לאישור שכרו של בעל שליטה, יחד עם התחייבות של החברה לחלוקת דיבידנד, אלא יש להביאן לאישור כשתי החלטות נפרדות (פס"ד צרפתי).

הנושאים הנכללים במזכר :

#### פסיקה :

1. שמחה שילוני נ' שלמה טום ויילר (עניין אופטיבייס).....3
2. מרדכי (מוטי) דהן נ' יחיאל דהן.....4
3. אתנו שוקי הון שותפות מוגבלת נ' צבי צרפתי.....6
4. קרן טוליפ קפיטל, שותפות מוגבלת נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ.....7
5. אכיפה מנהלית – החלטת מותב אכיפה מנהלית בעניין ינון עמית (חברת אלבר).....8

#### החלטות רשות ניירות ערך :

1. שאלות ותשובות -אישור עסקאות עם בעל שליטה.....9
2. שאלות ותשובות- נושאי משרה וממשל תאגידי.....10
3. שאלות ותשובות- תשקיפים וחיתום.....11
4. עמדה משפטית מספר 40-103 : פרסומים המתייחסים להצעה לציבור של ניירות ערך.....12

#### טיוטות להערות הציבור :

1. תיקון חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות בעניין ייעוץ השקעות כללי.....13
2. תיקון תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים – השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית.....14



## פסיקה :

### 1. שילוני נ' ויילר (עניין אופטיבייס)<sup>1</sup>

עניינו של פסק דין זה בשלוש הקצאות פרטיות ("ההקצאות") אשר ביצעה חברת אופטיבייס ("החברה") לבעלי השליטה בה במועדים שונים (2008, 2011 ו-2013). הקצאות אלו אושרו ע"י האורגנים הרלבנטיים בחברה כנדרש על פי דין, ובכלל זה רוב מכלל בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי בעסקה באסיפה הכללית (קרי, בהתאם למנגנון "האישור המשולש"). על רקע אותן הקצאות, הוגשה לבית המשפט בקשה לאישור תביעה נגזרת נגד בעלי השליטה בחברה וכן כנגד אורגנים שכינהו בחברה, בטענה כי המניות הוקצו במחיר נמוך ממחירן ההוגן והראוי.

בית המשפט המחוזי, מפי השופט בנימין ארנון, דחה את הבקשה על שלל טענותיה, לאחר שנדרש לשתי שאלות מרכזיות:

#### **א. מהו סטנדרט הביקורת אשר בית המשפט נדרש להפעילו עת הוא בוחן את התנהלותם של נושאי המשרה בקשר עם החלטות ההקצאה, בשים לב לכך שהן עברו את "האישור המשולש"?**

בית המשפט קבע כי במקרה דנן לנושאי המשרה עומדת הגנת כלל שק"ד העסקי, לאור העובדה כי המבקשים כשלו מלהוכיח קיומו של אחד מארבעת היסודות הבאים:

(1) קיום ניגוד עניינים- בעניין זה בית המשפט ציין כי "בחנינת עסקה של החברה עם בעל השליטה בה לגופה בכל מקרה של קיום עסקה בין החברה לבין בעל השליטה בה, גם כאשר זו אושרה על ידי "המנגנון המשולש", תתעלם ממשמעות הדרישה הפרוצדוראלית הקבועה בדין." בית המשפט קבע כי במקרה דנן לא הוכח לכאורה כי נושאי המשרה פעלו בניגוד עניינים בקבלת החלטות ההקצאה באופן שהיטיב עם בעל השליטה בחברה. לפיכך, מקרה זה אינו נמנה עם אותם מקרים חריגים בהם מוצדק כי בית המשפט יתערב בהחלטות שנתקבלו, על אף שהן אושרו כדין;

(2) חוסר תום לב בקבלת ההחלטה;

(3) ההחלטה התקבלה בצורה לא מיועדת- בית המשפט קבע כי העדר חוות דעת הוגנות ביחס למחיר המניה אינו מצביע בהכרח על חוסר מיועדות. נושאי המשרה אינם חייבים להסתייע בכל פעם בחוות דעת בדבר הוגנות מחיר ההקצאה לצורך קבלת החלטתם. במידה והם אכן מסתייעים בחוות דעת, אל להם להסתמך עליה באופן "עיוור", אלא עליהם לעיין בה ולשאול לגביה שאלות תוך כדי הפעלת שיקול דעת עצמאי. יחד עם זאת, לא מצופה מנושאי המשרה להטיל דופי בקביעות מהותיות של המומחה המקצועי.

(4) לבעל השליטה הייתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת החלטות בחברה, או שהדירקטורים נמנעו מהפעלת שיקול דעת עצמאי בקבלת החלטה- בית המשפט קבע

<sup>1</sup> תנ"ג (מחוזי מרכז) 22387-05-15 שמחה שילוני נ' שלמה טום ויילר (פורסם בנבו, 16.06.2019)



כי "מהעדויות שפורטו ומהפרוטוקולים הרלבנטיים עולה תמונה עובדתית של דירקטוריון פעיל, חוקר ושואל שאלות, אשר פועל באופן עצמאי, שוקל את טובת החברה, ואינו מהווה מעין "חותמת גומי" לרצונותיו ומאווייו של בעל השליטה." זאת, בין היתר, לאור העובדה שועדת הביקורת הביאה להעלאת המחיר שבעל השליטה נדרש לשלם תמורת ההקצאה הפרטית.

משמעות הקביעה כי חלה הגנת כלל שק"ד העסקי הינה, כי לא בוחנים את הגינות העסקה אלא את תהליך קבלת ההחלטה עליה. בית המשפט קבע כי במקרה דנן לא הוכח, כי נפל גסם כלשהו בתהליך קבלת ההחלטות על ההקצאה.

בבחינת למעלה מן הצורך, דן בית המשפט בסוגיית הוגנות 'מחיר שוק' בהקצאה פרטית לבעל השליטה.

## **ב. האם החלטה בדבר הקצאת מניות לבעל שליטה במחיר שוק הינה סבירה והוגנת?**

בית המשפט דחה את טענתם של המבקשים, לפיה השיטה הראויה ביותר לקביעת השווי ההוגן של מניית החברה היא שיטת ה-DCF, בהתאם למה שנקבע בפסקי הדין עצמון וקיטאל לעניין שווי הוגן בקביעת "סעד הערכה" בהצעת רכש מלאה. בית המשפט קיבל את עמדת המשיבים, לפיה כל עוד שההקצאה אושרה כדין ולא היו אינדיקציות לניצול מידע עודף שברשות בעל השליטה או בחירת עיתוי מניפולטיבי לטובת בעל השליטה, מחיר השוק הוא מחיר ראוי והוגן בהקצאה פרטית של מניות כאשר יש סחירות במניה ולא נדרשת הערכת שווי במודל ה-DCF. בית המשפט קיבל את עמדת המומחים שמטעם המשיבים, כי בדרך כלל הקצאה פרטית תכלול תמריץ להשתתף בה באמצעות מתן הנחה על מחיר המניה בשוק ולכן בד"כ מחיר השוק יהיה המחיר המקסימאלי בו תעשה הקצאה פרטית.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#)

## **2. דהן נ' דהן<sup>2</sup>**

שני בעלי מניות החזיקו במניות חברת מודיעין אזרחי בע"מ ("החברה"), חברה פרטית אשר עסקה במתן שירותי שמירה ואבטחה ובלדרות כספים. בשנת 2013 רכש אחד מבעלי המניות בחברה, ששימש גם כדירקטור יחיד בה, יחד עם מנכ"ל החברה ("המשיבים"), מערך כספומטים, להם העניקה החברה שירותי בלדרות כספים. לטענת בעל המניות הנוסף, המשיבים ניצלו הזדמנות עסקית של החברה ברכישת הכספומטים ולכן הגיש בקשה לאישור תביעה נגזרת בגין גזל הזדמנות עסקית מהחברה.

<sup>2</sup> תנ"ג (כלכלית) 61475-07-14 מרדכי (מוטי) דהן נ' יחיאל דהן (פורסם בנו, 16.05.2019)



המשיבים טענו כי העסקה אינה חלק מפעילות החברה הקיימת או הצפויה ולכן היא אינה הזדמנות עסקית של החברה. בנוסף טענו כי לא עשו שימוש במשאבי החברה לצורך העסקה.

השופטת רות רונן מנצלת את ההזדמנות כדי לעשות סדר בסוגיה של היקף האיסור על ניצול הזדמנות עסקית. המקור של איסור זה הוא בחובתו של נושא משרה לנהוג בתום לב ולטובת החברה ובכלל זה להימנע מניצול הזדמנות עסקית של החברה במטרה להשיג טובת הנאה לעצמו או לאחר (סעיף 254 לחוק החברות). מנוסח הסעיף היא למדה כי אין מניעה שנושא משרה בחברה ינצל באופן פרטי הזדמנויות עסקיות שאינן "של החברה" וזאת גם אם הוא נושא משרה בחברה. פסק הדין עוסק בשאלה מהי הזדמנות "של החברה" והכל כמפורט להלן.

א. ראשית היא קובעת כי בחברות פרטיות קטנות יש לבחון קודם כל מהי הסכמת הצדדים ביחס לתחום הפעילות המשותף שלהם שיעשה רק במסגרת החברה. אגב כך כבי' השופטת מציינת כי החלטתה אינה מתייחסת לחברות ציבוריות גדולות שבהן הציפיות של בעלי המניות ביחס לתחומי העיסוק של החברה עשויות להיות שונות.

ב. כאשר אין בין הצדדים הסכמה, ניתן ללמוד על ניצול הזדמנות עסקית של החברה על ידי נושא משרה משימוש במשאבי החברה. היא מחדדת כי כל ניצול משאבים לטובתו הפרטית של נושא משרה נחשב להפרת חובת אמון אך לא כל שימוש כזה מביא בהכרח למסקנה כי נושא המשרה עשה שימוש בהזדמנות עסקית של החברה. **רק שימוש במשאבים רבים של החברה שהינו הכרחי לצורך ניצול ההזדמנות העסקית מעיד על גזל הזדמנות עסקית של החברה.** ניצול משאבים יכול לכלול שימוש בנכסים מוחשיים כגון כספים או מכונות, שימוש בנכסים שאינם מוחשיים כגון זמן עבודה של עובדים או מוניטין של החברה או ניצול המידע השייך לה, כאשר המידע העיקרי הרלוונטי בהקשר זה הוא המידע אודות קיומה של ההזדמנות העסקית.

ג. עוד היא קובעת כי כשמדובר בנושא משרה שתפקידו בחברה הוא לאתר עבור ההזדמנויות עסקיות, יש לראות כל הזדמנות עסקית **בתחום הפעילות של החברה**, שנושא המשרה נתקל בה, כשייכת לחברה. בית המשפט קובע כי תחום העיסוק צריך להיקבע קודם כל בהתאם להסכמות בין הצדדים ובהיעדרן הדרך לקביעת תחום העיסוק היא בדרך של בחינה האם ניצול ההזדמנות על ידי נושא המשרה תביא אותו להפרת האיסור על תחרות בחברה. כאשר התשובה היא חיובית תיחשב ההזדמנות להזדמנות בתחום העיסוק של החברה.

יישום המבחנים על עובדות המקרה מביא את בית המשפט למסקנה כי העסקה שביצעו המשיבים אינה מצויה בתחום הפעילות של החברה שכן רכישת פעילות הכספומטים לא הביאה את המשיבים להתחרות בחברה ולכן, בהתאם להסכמות המשתמעות בין הצדדים (אשר הגבילו תחרות רק בתחום הפעילות), היא אינה מהווה ניצול הזדמנות עסקית של החברה.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#)



### 3. אתו נ' צרפתי<sup>3</sup>

נדחתה בקשה לאישור הסכם פשרה בתביעה נגזרת שהגישה בעלת מניות ("המבקשת") בטענה כי השכר ששולם לבעל השליטה לא אושר כדון.

לטענת המבקשת, הסכם השכר של בעל השליטה אושר בגין שני תפקידים בהם נשא - יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל החברה ואולם בשנת 2009 סירבה האסיפה הכללית לאשר לו כהונה בשני התפקידים ומאותו מועד הוא שימש כיו"ר דירקטוריון בלבד. לטענת המבקשת הפסקת הכהונה כמנכ"ל היא שינוי מהותי בתנאי ההעסקה ומשכך היה מקום לאשר את תנאי הכהונה וההעסקה מחדש.

לאחר הגשת הבקשה הצדדים ניהלו הליך גישור. בזמן הגישור מכרה המבקשת את מניותיה בחברה לבעל השליטה. חרף זאת המשיך הליך הגישור להתנהל ובסופו הושג הסכם פשרה. עיקרי הסכם הפשרה הינם כי בעל השליטה יכהן כיו"ר פעיל למשך 3 שנים נוספות ללא תמורה, כי החברה תפרסם הצעת רכש רגילה בהיקף של כ- 10 מ' ש"ח ותחלק דיבידנד בסך 20 מ' ש"ח. הסכם הפשרה אושר באורגנים המוסמכים של החברה והובא לבית המשפט לאישור יחד עם הודעת הסתלקות מההליך של המבקשת שהוגשה על ידיה בשל העובדה שהיא מכרה את מניותיה בחברה.

בנוסף, לפני מועד הגשת הבקשה לאישור הסכם הפשרה לבית המשפט הוגשה בקשה להחלפת התובע בתביעה הנגזרת.

בפסק דינה קובעת כב' השופטת רונן כי אין לשלול את תוקפו של הסכם הפשרה רק משום שהמשא ומתן לקראתו נוהל לא על ידי המבקשת אלא על ידי מוסדות החברה (הנגועים בניגודי עניינים) אלא יש לבחון האם יש מקום לאשרו על תנאיו לאור מכלול הנסיבות הרלוונטיות. לאחר בחינה היא מגיעה למסקנה שאין מקום לאשרו וזאת מהסיבות הבאות:

א. ההסכם אושר כמקשה אחת כאשר נושא שכרו של בעל השליטה נכרך יחד עם טובות הנאה משמעותיות לבעלי המניות. אישור זה בעייתי משני טעמים. הראשון, הוא מהווה אישור **משתמע** לשכר עתידי לבעל השליטה תוך עקיפת המנגנון הקבוע בחוק לאישור שכרו של בעל שליטה, שכן בשל כריכת השכר בהטבות אחרות לא ניתן לקבוע כי בעלי מניות המיעוט אכן הסכימו לאישור השכר האמור; השני, הוא כורך ויתור של החברה על עילת תביעה כנגד בעל השליטה עם סוכרייה לבעלי מניות המיעוט – שינוי במדיניות הדיבידנד ואישור עקרוני לחלוקתו. אם חברי הדירקטוריון סבורים כי החברה יכולה וצריכה לחלק דיבידנדים עליהם לקדם עניין זה ולא לעשות כן רק ב"תמורה" לטובות הנאה אישיות שבעל השליטה מבקש שבעלי מניות המיעוט יאשרו לו.

<sup>3</sup> תנ"ג (כלכלית) 27061-07-16 אתו שוקי הון שותפות מוגבלת נ' צבי צרפתי (פורסם בנבו, 26.05.2019)



ב. הסכם הפשרה אושר על ידי האסיפה מבלי שעמד בפני בעלי המניות מידע מלא. כדי לבחון את משמעות הסכם הפשרה היו בעלי המניות צריכים לקבל מידע מלא אודות הסכומים שבעל השליטה היה נדרש להחזיר לחברה אילו הייתה התביעה נגדו מתקבלת והסיכויים לקבלת סכומים אלו. לשם כך היה צריך לבחון מהו השכר הראוי לבעל שליטה המכהן כיו"ר דירקטוריון בלבד ובין היתר לספק להם מידע אובייקטיבי אודות טווח השכר לנושאי משרה בתנאים דומים. מידע כזה לא ניתן. משכך, לא ניתן לקבוע כי האסיפה אישרה את הסכם הפשרה על סמך מידע מלא.

לאור כל האמור לעיל מחליטה כב' השופטת שלא לאשר את הסכם הפשרה ולאשר החלפת התובע הייצוגי.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#)

#### 4. קרן טוליפ קפיטל, שותפות מוגבלת נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ<sup>4</sup>:

נדחתה בקשת רשות ערעור על החלטת בית המשפט המחוזי לדחות בקשה לגילוי מסמכים לפני הגשת תביעה נגזרת, שהגישה קרן טוליפ (להלן: "הקרן") נגד חברת טבע (להלן: "החברה") בקשר לארבע החלטות על חלוקות דיבידנד שביצעה החברה במהלך שנת 2017, לגביהן נטען כי התקבלו בניגוד להוראות חוק החברות (קרי, שהן חלוקות אסורות).

בימ"ש העליון דחה את הבקשה, תוך שהוא מבסס את הכרעתו בעיקר על משקלם המצטבר של שני פגמים שנפלו בתום לבה של הקרן (התובעת הנגזרת):

א. רכישת ניירות ערך בסמוך מאוד למועדים בהם נוצרה לכאורה העילה לבקשה- כפי שכבר נקבע בפסיקה, עצם רכישת ניירות ערך לאחר המועד בו בוצעו הפעולות בגינן מוגשת התביעה הנגזרת, אינה מונעת הגשת תביעה ואין להסיק ממנה בלבד על חוסר תום ליבו של התובע. יחד עם זאת, בימ"ש ציין כי "גם אם המועד בו נרכשו ניירות הערך על-ידי המבקש אינו משמש כמחסום טכני להגשת התביעה הנגזרת, ברור כי נתון זה עשוי להיות בעל משקל בבחינת תום לבו של המבקש". במקרה זה המבקש רכש אגרות חוב כאשר עיקר המידע בעניין מצבה הכלכלי של החברה היה ידוע ומפורסם ברבים. בית המשפט קובע כי במצב דברים זה, העלאת הטענה לפיה החלטות החברה על חלוקת דיבידנד אינן סבירות, אינה עולה בקנה אחד עם התנהלותו של המבקש בזמן אמת, והיא נגועה בחוסר תום לב.

ב. קבלת הדיבידנד בפועל- הקרן לא סירבה לקבל את הדיבידנד עליו הוכרז במסגרת ההחלטה הרביעית (שבוצעה לאחר שרכשה מניות) ולא פנתה לחברה בניסיון למנוע את אותה חלוקה, על אף המידע שהיה ברשותה.

<sup>4</sup> רע"א 8798/18 קרן טוליפ קפיטל, שותפות מוגבלת נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ (22.5.19).



בימ"ש העליון אזכר שני פגמים נוספים שנפלו בתום לבה של הקרן, עליהם עמד בית המשפט המחוזי: הצגת נתונים בבקשה באופן סלקטיבי; הימנעות מפנייה מוקדמת לחברה טרם הגשת הבקשה לבית המשפט אולם, החליט להשאיר "בצריך עיון" את השאלה האם בכך שהמבקשת נמנעה מפנייה לחברה לצורך שינוי ההחלטות בדבר החלוקה טרם הגשת בקשת הגילוי היא פעלה בחוסר תום לב. בימ"ש ציין כי די בפגמים האחרים שפורטו לעיל כדי לקבוע כי הקרן לא הוכיחה ברף הנדרש בשלב זה כי היא לא פעלה בחוסר תום לב. יתרה מזו, בימ"ש קבע כי גם אם הקרן הייתה מקימה תשתית ראייתית ראשונית לכך שהתביעה וניהולה הן לטובת החברה, הבקשה הייתה נדחית כי במקרה דנן הפגמים שנפלו בתום לבה של הקרן הם משמעותיים.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#)

#### 5. [אכיפה מנהלית – החלטת מותב אכיפה מנהלית בעניין ינון עמית \(חברת אלבר\)](#)

כנגד החברה, מנכ"ל החברה וסמנכ"לית הכספים הוגש הליך אכיפה מנהלית בטענה לפרט מטעה בדוח כספי. הפרט המטעה הינו סכומי הוצאות והוצאות מראש בגין אגרות רישוי לצי הרכב של אלבר, והטעות נבעה מכך שאותו סעיף חושב באמצעות אומדן שבדיעבד הסתבר שהיה מוטעה. הטעות שהתמשכה על פני מספר שנים הביאה לכך שבדוחות נרשמה הוצאה נמוכה מההוצאה בפועל, בסך מצטבר של כ- 32 מ' ש"ח ברוטו ו- 24 מ' ש"ח נטו, שהשפעתם הצטברה לכ- 6% מההון העצמי והקטנת הרווח הנקי בתקופות מסוימות ב- 13%. עוד יצוין כי הטעות אותרה על ידי המנכ"ל במסגרת ישיבה שעסקה בדוחות הכספיים לשנת 2013.

החברה הגיעה להסדר אכיפה ושילמה קנס של 850,000 ש"ח. ההחלטה שלפנינו הינה כנגד המנכ"ל, בין היתר בגין אחריות פיקוחית וכנגד סמנכ"לית הכספים.

ועדת האכיפה המנהלית דנה בשני יסודות העבירה – האם מדובר בפרט מטעה שהוא מהותי והאם הוכח כי המשיבים התרשלו, וקבעה כדלקמן:

לעניין הפרט המטעה:

- חובות הגילוי הנאות כלפי מחזיק אגרות חוב זהות לחובות הגילוי הנאות כלפי מחזיק מניות, וזאת למרות שהאינטרס שלו מול החברה הינו שונה.
- העובדה שהדיווח לציבור על הטעות לא הביא לשינוי במחיר האג"ח או לשינוי בדירוג האג"ח, אינה מצביעה על כך שהמידע לא היה מהותי, אלא עשויה להוות אינדיקציה בלבד, שכן מחיר נייר ערך מושפע מגורמים שונים בשוק ההון וייתכן שפרטי מידע אחרים בשוק מיתנו או העלימו את השפעתו של גילוי הטעות.





- בחינת מהותיות הטעות על ידי מספרה האבסולוטי- מיליוני שקלים הם משמעותיים באופן אבסולוטי ולכן לא ניתן לומר שאינם מהותיים. הסכום צריך להבחן בעיני המשקיע, שאין ספק שבעיניו מיליוני שקלים הם סכום מהותי. יצוין כי דעת המיעוט (וגם דעתנו) מסתייגת מנימוק זה באומרה כי מהותיות נבחנת בראי נתוני החברה ולא באופן אבסולוטי.
- התמשכות הטעות על פני 6 שנים – העובדה כי החברה והמשיבים לא דאגו להכניס מערכת בקרה ראויה ולהנהיג הליך שגרתי לתיקוף האומדן ולו פעם בשנה, מחזקת את אלמנט המהותיות של הפרט המטעה.
- מהותיות הפרט המטעה נלמדת גם מהעובדה שבעקבות הטעות החברה התקרבה מאוד לאי עמידה באמות מידה פיננסיות כמותיות שנקבעו בהסכמים של החברה עם הבנקים.

חשוב לציין כי דעת המיעוט מבססת את קביעתה שהפרט המטעה הוא מהותי על כך שהחברה פרסמה דוח מידי אודות קיומה של טעות מהותית המחייבת תיקון של הדוחות הכספיים. היא קובעת כי גם אם הייתה מחלוקת בעניין בין החברה לרשות, הרי משהחליטה החברה לקבל את עמדת הרשות ולהכיר במהותיות הטעות, קשה עד בלתי אפשרי לטעון טענה אחרת בהליך המנהלי.

בנוסף קבעה ועדת האכיפה המנהלית כי נושאי המשרה התרשלו ולכן ראוי להטיל עליהם אחריות. בהתאם לדעת הרוב הרשלנות היא לא בעצם השימוש באומדן אלא באי הנהגת מנגנוני בקרה קבועים לצורך בדיקה ותיקון תוצאות האומדן בשטח, העדר ניתוחי רגישות, העדר הדרכה של עובדי החברה החדשים ונורות אזהרה שלא דלקו. בהתאם לדעת המיעוט הרשלנות היא בכך שלא נקבע שמדובר באומדן מהותי על אף שבדיעבד הביא לטעות מהותית בדוחות<sup>5</sup>.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

## [החלטות רשות ניירות ערך](#) :

### 1. [שאלות ותשובות – אישור עסקאות עם בעל שליטה](#) :

א. שאלה 101א.15 : האם ניתן לאשר הקצאה פרטית של חברה ציבורית לבעל השליטה בה או שלבעל שליטה יש בה עניין אישי (להלן : "הצעה פרטית לבעל שליטה"), לפי תקנות החברות (הקלות בעסקאות בעלי עניין), התש"ס-2000 (להלן : "תקנות ההקלות")?

<sup>5</sup> לפיכך הוטל על כ"א מהמשיבים עיצום כספי על סך 60,000 ₪ לתשלום בפועל ועל תנאי. וכן למנכ"ל פסילה מכהונה לתקופה של 6 חודשים ולסמנכ"ל הכספים פסילה של 6 חודשים על תנאי.



**לא.** לעמדת סגל הרשות, כל הצעה פרטית לבעל שליטה נדרשת לאישור לפי סעיף 275 לחוק החברות, ללא אפשרות לאשרה באמצעות תקנות ההקלות. עמדה זו מבוססת, ראשית, על תכלית תיקון מס' 3 לחוק החברות: טרם התיקון נדרשה חברה לאשר לפי סעיף 275 לחוק החברות אך ורק הצעות פרטיות חריגות, אך במסגרת תיקון מס' 3 לחוק החברות החמיר המחוקק בהליכי האישור וקבע כי כל הצעה פרטית לבעל שליטה תובא לאישור בעלי מניות המיעוט לפי סעיף 275 - בין אם חריגה היא ובין אם לאו. בנוסף עמדה זו מתבקשת גם מהשוואה לעסקאות תנאי כהונה והעסקה או מתן שירותים על-ידי בעל שליטה - גם עסקאות אלו נדרשות לאישור בעלי מניות המיעוט ללא קשר לחריגותן, ואולם ביחס אליהן נקבעו הקלות ייעודיות במסגרת תקנות ההקלות, שאין להן מקבילה בהצעה פרטית לבעל שליטה.

**ב.** שאלה 101.א.14: האם ניתן להאריך עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה בחברה יש בה עניין אישי (להלן: "עסקת בעל שליטה"), לפי תקנה 1(1) לתקנות החברות (הקלות בעסקאות בעלי עניין), התש"ס-2000 (להלן: "התקנה"), יותר מפעם אחת?

**לא.** לפי התקנה, עסקת בעל שליטה לא תהא טעונה אישור האסיפה הכללית אם היא מאריכה עסקה קיימת ובלבד, בין היתר, שהעסקה הקיימת אושרה לפי סעיף 275 לחוק. לעמדת סגל הרשות, "העסקה הקיימת" שאותה ניתן להאריך במסגרת התקנה היא אך ורק העסקה שהייתה בתוקף בסמוך ועד לפני מועד ההארכה. עסקה זו ניתנת להארכה באמצעות התקנה רק אם היא עצמה אושרה לפי סעיף 275 לחוק החברות. קרי, ככל שהעסקה אותה מבקשים להאריך אושרה באמצעות התקנה הרי שלא ניתן להאריך אותה פעם נוספת שלא בהתאם לסעיף 275 לחוק החברות. עוד הובהר במסגרת התשובה כי הארכת עסקה קיימת מכח התקנה לא יכולה להיעשות לתקופה נוספת שהנה ארוכה יותר מן התקופה שנקצבה לעסקה במקור. תנאי נוסף הוא כי לא חל שינוי של ממש בתנאי העסקה וביתר הנסיבות הצריכות לעניין, או שאין בשינוי כדי לזכות את החברה.

למעבר לשו"ת 101.א.14 ו-101.א.15. לחצו [כאן](#).

## **2. שאלות ותשובות - נושאי משרה וממשל תאגידי:**

**שאלה 101.ב.16:** כיצד יש להצמיד את הסכומים המפורטים בתוספות לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000 (להלן בהתאמה: "התוספות" ו-"התקנות")?



**תשובה:** תקנה 8 לתקנות קובעת כי אחת לשנה, בחודש פברואר, יש להצמיד את הסכומים המנויים בתוספות למדד המחירים לצרכן שפורסם לחודש דצמבר 2007. עם זאת, מעת לעת מפורסמים עדכונים לסכומים – בין אם במסגרת תיקון התקנות ובין אם במסגרת הודעות עדכון על ידי שרת המשפטים. ההנחה היא שכל עדכון כאמור מביא בחשבון את המדדים שקדמו לו. בהתאם לכך, עמדת הרשות היא כי בהצמדה המבוצעת מדי פברואר יש להצמיד את הסכומים הקבועים בתוספות למדד חודש דצמבר האחרון שלפני הכניסה לתוקף של העדכון האחרון.

לשם הדוגמא, נכון להיום (מאי 2019) הסכומים המעודכנים הם הסכומים שפורסמו בהודעת שרת המשפטים שפורסמה ביום 15.11.2018 (ואשר תחילתה ביום 1 בפברואר 2018), בתוספת הצמדה לפי השינוי ממדד דצמבר 2017 (שפורסם בינואר 2018) למדד דצמבר 2018 (שפורסם בינואר 2019).

למעבר לשו"ת 101.ב.16 לחצו [כאן](#).

### 3. שאלות ותשובות - תשקיפים וחיתום:

**שאלה 103.21:** האם תאגיד המבקש להציע את ניירות הערך שלו לציבור על פי תשקיף (להלן: "התאגיד") יכול להתקשר עם גורם, שאינו מפיץ כהגדרתו בסעיף 1 לחוק ניירות ערך (להלן: "המתווך") כדי שהמתווך יעניין משקיעים פוטנציאליים בניירות הערך של התאגיד או יפנה למשקיעים פוטנציאליים ויבקש מהם להעביר לתאגיד את פרטי הקשר שלהם בתמורה לתגמול?

**תשובה:** לרוב, הגורמים המשתתפים בהצעה של ניירות ערך לציבור על פי תשקיף הם התאגיד המציע את ניירות הערך, חתמים, ומפיצים. על גורמים אלה מוטלות חובות שונות מכוח הדין, שמטרתן להגן על ציבור המשקיעים. פעילות של הפצה, כמשמעה בחוק, יכולה להיעשות אך ורק על ידי מפיץ. מכאן שעל התאגיד לוודא כי הוא פועל באמצעות מפיצים מורשים בלבד. הרקע לשאלה שבנדון הוא מספר פניות שקיבלה הרשות מתאגידים שמעוניינים להנפיק את ניירות הערך שלהם לציבור מבלי לרשום אותם למסחר בבורסה. תאגידים אלו ביקשו להסתייע במתווכים המחזיקים בפרטי קשר של משקיעי "ריטייל" פוטנציאליים (בדרך כלל לקוחותיהם בתחומי פעילות אחרים) על מנת שיעבירו אותם אליהם, בתמורה לעמלה. זאת, כדי שניתן יהיה לעניין את אותם משקיעים ברכישת ניירות הערך המוצעים על פי התשקיף. בפניות שהתקבלו צוין גם כי לשם העברת פרטי הקשר על-ידי המתווכים נדרשת קבלת הסכמתם של המשקיעים הפוטנציאליים, וכי תשלום העמלה יהיה תלוי בהשקעה שתבצע בפועל על-ידם.

סגל הרשות השיב לתאגידים, כי בנסיבות שתוארו בפניותיהם, התאגיד וכל מי מטעמו אינו רשאי להסתייע במתווך כאמור שיפנה למשקיעים פוטנציאליים, בתמורה לטובת הנאה. אופן הפעולה כפי שתואר בפניות האמורות יכול להתבצע רק באמצעות מפיץ העומד בתנאי



הכשירות הנדרשים ממנו בהתאם לתקנות ניירות ערך (חיתום), התשס"ז – 2007 (להלן: "מפיץ מורשה") בנוסף לכך, התאגיד המציע נדרש למסור בתשקיף גילוי בדבר שמות המפיצים שהתקשר עימם והעמלות שישולמו להם. פירוט הסדרי ההפצה כפוף גם לדרישה הכללית למסור בתשקיף כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר השוקל רכישה של ניירות הערך. עוד צוין כי לעניין זה האיסור חל גם ביחס לתקופה עובר להצעת ניירות הערך של התאגיד על פי התשקיף בפועל.

למעבר לשו"ת 103.21 לחצו [כאן](#).

#### 4. עמדת משפטית מספר 103-40: פרסומים המתייחסים להצעה לציבור של ניירות ערך

במסגרת פעילויות שיווקיות של תאגידי שביקשו להציע ניירות ערך שלהם לציבור הרחב (על פי רוב תאגידי שפועלים בתחום הנדל"ן ושהציעו לציבור ניירות ערך שלא מיועדים להירשם למסחר בבורסה), נחשף סגל הרשות למספר בעיות שהובילו לקביעות ולהבהרות שלהלן:

- א. איסור פרסומים הכוללים התייחסות ל"היתר הרשות": לעמדת הרשות, התייחסות להיתר הרשות לפרסום התשקיף עלול להטעות את ציבור המשקיעים בנוגע למשמעותו, לדוגמא - ליצור רושם לפיו היתר הרשות משקף שמדובר בהשקעה כדאית או שהוא נוגע לפעילותם של תאגידי נוספים שכלל לא קיבלו היתר מהרשות. על כן, לעמדת סגל הרשות לא ניתן להשתמש באופן שיווקי בהיתר הרשות לצורך הצעת ניירות הערך.
- ב. פרסום נתוני תשואות מתוך התשקיף: לעמדת הרשות, פרסומים שיווקיים המציגים באופן סלקטיבי נתונים מהתשקיף, ובפרט מצגים חיוביים ונתוני תשואות עלולים להטעות את ציבור המשקיעים. לפיכך, עמדת סגל הרשות מפרטת את התנאים להכללת נתוני תשואות עבר או נתונים כספיים בפרסומים של התאגיד. בנוסף, הרשות אוסרת על פרסום נתוני תשואות צפויות או נתונים כספיים חזויים של פעילות התאגיד.
- ג. פרסום נתונים מתוך תשקיף לצד הצעות פרטיות: לעניין גופים המציעים ניירות ערך של תאגידי לציבור על פי תשקיף, ובמקביל מציעים ניירות ערך של תאגידי קשורים תחת פטורים מפרסום תשקיף הקבועים בסעיפים לחוק<sup>6</sup>, (להלן: "הצעות פרטיות"), הרשות אוסרת על הכללת נתונים מתוך התשקיף או הפנייה אליהם בפרסומים לקראת הצעות פרטיות פוטנציאליות. כמו כן אוסרת הרשות להתייחס להיתר הרשות לתשקיפים אלו במסגרת הפרסומים האמורים.

<sup>6</sup> הצעה למספר משקיעים מצומצם או למשקיעים כשירים בהתאם למגבלות הקבועות בדין



למעבר לעמדת הסגל לחצו [כאן](#).

## טיוטות להערות הציבור:

### 1. טיוטת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות בעניין ייעוץ השקעות כללי<sup>7</sup>

רשות ניירות ערך פרסמה להערות הציבור<sup>8</sup> תיקון לחוק הייעוץ אשר נועד להתאימו למצבים שבהם הייעוץ הניתן ללקוח איננו ייעוץ השקעות אישי המתבסס על מאפייני והעדפות הלקוח אלא ייעוץ המתבצע למספר לקוחות גדול כדוגמת פרסום של אנליזה, שירותי איתות וכדומה<sup>9</sup>.

ההסדר המוצע כולל הבחנה בין ייעוץ כללי לייעוץ האישי. ההבחנה בין ייעוץ כללי לאישי תיעשה בהתאם לאופן בו מבין הלקוח את מהות השירות. עוד נקבע כי אינטראקציה אישית בין נותן השירות ללקוח עשויה להפוך את השירות לאישי במהותו וליצור מצג של התאמתו ללקוח.

ההסדרה שתחול על ייעוץ כללי תהיה הבאה: מוצע לפטור שירותים הנכללים בהגדרת ייעוץ השקעות כללי ממרבית הוראות החוק לרבות חובת רישיון. עמדת הרשות היא כי לגבי ייעוץ כללי, יוכלו כוחות השוק, באמצעות המונויטין המצטבר, לסנן באופן אפקטיבי את נותני השירות שאינם כשירים. החובות שיוטלו על ייעוץ כללי יהיו חובות גילוי שעיקרן הבהרת מהות השירות, גילוי אודות ניגודי עניינים וגילוי אודות פרטי נותן השירות. מוצע להחיל על ייעוץ כללי את הוראות סעיף 17 לחוק, שענייניו איסור על קבלת טובת הנאה, שלא מהלקוח. לצד זאת מוצע להסמיך את יו"ר הרשות לקבוע מקרים בהם ניתן יהיה לפטור שירותים מסוימים מהוראה זו. מטרתה של הסמכה זו היא להסדיר שירותים המתבססים על תגמול שאינו ממקבל השרות, ודרישת סעיף 17 לא מאפשרת את התקיימותם.

תחום עריכת עבודות ניתוח (אנליזות) יוסדר בנפרד, כאשר מוצע לקבוע הסדרה שונה לאנליסטים העובדים במסגרת גופים מפוקחים ולאנליסטים עצמאיים, מתוך הבנה כי לגופים מפוקחים השפעה משמעותית יותר על השוק. ההסדרה שתחול על אנליסטים המועסקים על ידי גופים מפוקחים תכלול חובת רישום במרשם וחובה לוודא התאמתם לתפקיד, וההסדרה שתחול על אנליסטים עצמאיים תהיה אותה הסדרה החלה על מי שעוסק בייעוץ השקעות כללי.

עוד מוצע להרחיב את הגדרת "ניירות ערך" בחוק הייעוץ ולכלול בה גם ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה (שכיום אינם נכללים בהגדרת "ניירות ערך" לפי חוק הייעוץ).

<sup>7</sup> טיוטת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (תיקון מס' 7) (ייעוץ השקעות כללי), התשע"ט-2019

<sup>8</sup> הערות יתקבלו עד ליום 3.7.2019

<sup>9</sup> תיקון זה בא, בין היתר, להחליף הוראות נקודתיות כדוגמת הוראת רשות לעניין גילוי בעבודות אנליזה ועמדה לעניין פעילות של ייעוץ השקעות וניהול תיקים באמצעים טכנולוגיים (שירותי איתות וכד')



למעבר לטיוטת התיקון לחץ כאן

## 2. תיקון תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים – השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית<sup>10</sup>

חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים הטיל על קופות גמל חובה להשתתף באסיפות כלליות, והתקנות שהותקנו מכוחו<sup>11</sup> קבעו באילו סוגי החלטות תחול החובה להצביע וכיצד יקבל הגוף המוסדי את ההחלטה כיצד להצביע. תקנה 5 קבעה כי המשקיע המוסדי רשאי להתקשר עם גורם מקצועי על מנת שיגבש עבורו המלצות הצבעה. גורמים מוסדיים רבים השתמשו באפשרות זו והתקשרו עם גורם מקצועי (בדרך כלל אנטרופי) על מנת שיגבש עבורם המלצת הצבעה. במסגרת התיקון לתקנות מוצע למחוק את תקנה 5 ולחייב את המשקיע המוסדי להפעיל שיקול דעת עצמאי, לנמק בכתב את אופן הצבעתו וכן להכין עבודת אנליזה עצמאית לצורך הצעת ההחלטה.

עוד מוסדרת במסגרת התיקון חובת הצבעה של גוף מוסדי בהחלטה של תאגיד ללא שולט ודרישה כי במקרים אלו ההחלטה כיצד להצביע תתקבל על ידי ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי.

למעבר לטיוטת התיקון לחץ כאן

---

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

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת,

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

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

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

מחלקת תאגידיים, ניירות ערך ושוק ההון,

אגמון ושות', רוזנברג הכהן ושות'

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

---

<sup>10</sup> טיוטת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית) (תיקון), התשע"ט-2019

<sup>11</sup> תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), תשס"ט-2009.