



האם החלה תנועה נגדית של המטוטלת? דחיית תביעות ייצוגיות ונגזרות

במזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון - מאי 2019

לקוחות יקרים,

לאחרונה התפרסמו מספר פסקי דין בהם נדחו תביעות ובקשות כנגד חברות ציבוריות בגין עילות תביעה שונות. יתכן ויש כאן משום תנועה נגדית של המטוטלת שהלכה רחוק לכיוון של עידוד תביעות ייצוגיות ונגזרות. בנוסף, רשות ניירות ערך מנסה להתמודד עם תופעות אופן היא רואה כבעייתיות, הן בעמדתה לגבי עסקאות החלף (swap) (המשנה עמדה קודמת שלה), והן בכוננתה להגביל בחקיקה הנפקת חברות ללא פעילות. כמו כן, במסגרת פניות לרשות ניירות ערך נדונו מספר נושאים בעלי השלכות רחב כגון כיצד על איש פנים לנהוג בהגיע המועד האחרון למימוש אופציה כאשר יש מידע פנים בחברה ותנאי כשירות של דירקטור חיצוני. כמו כן הרשות עדכנה כי הוראת השעה לעניין הצעת ניירות ערך במנגנון (ATM) At the Market Offering לא תוארך. על כל אלה ועוד במזכרנו זה.

המלצות:

- כאשר חברה בוחרת לדווח מידע לציבור, על אף שאינה נדרשה לדווחו על פי דין, עליה לקחת בחשבון כי היא חשופה באותה מידה לתביעה בגין פרט מטעה בדיווח כפי שהייתה חשופה לו היה מדובר בדיווח שאינו וולונטרי (עניין ספאנטק).
- בחינת היקף המידע החייב בדיווח נעשית ביחס למשקיע הסביר. מכאן, שהמידע החייב בדיווח הינו מצומצם יותר מהמידע שמשקיע מתוחכם, כדוגמת גורמים מוסדיים, עשוי להיות מעוניין לקבל (עניין ספאנטק).
- מימוש אופציות על ידי איש פנים בתאגיד מדווח בנסיבות בהם קיים בתאגיד מידע פנים, יחסה תחת ההגנה שמעניק החוק בגין אחריות על עבירת שימוש במידע פנים, וזאת בהתקיים התנאים הבאים: (1) האופציות הן 'בתוך הכסף'; (2) מימוש האופציות ייעשה במועד האחרון האפשרי למימושן; (3) אין אפשרות מעשית לגלות את המידע לציבור עובר למועד האחרון למימוש האופציות; (4) איש הפנים לא ימכור את יחידות המימוש לאחר כל עוד קיים מידע הפנים בתאגיד; ו- (5) האופציות מוחזקות בידי איש הפנים בלבד (נאוויטס - פניה מקדמית לרשות).
- הקצאת יחידות פאנטום ללא תמורה על ידי חברה פרטית זרה אשר ניירות הערך שלה אינם נסחרים בבורסה כלשהי, לעובדי חברה בת ישראלית (המוחזקת ב- 100%) חוסה



תחת הוראת הפטור מתשקיף הקבועה בסעיף 15(ב)2 לחוק ניירות ערך (ללא תלות בשווי יחידות הפאנטום) **(פניה מקדמית לרשות)**.

- בעסקאות החלף, או בעסקאות הדומות להן במהותן, יש לראות בכל אחד מהצדדים לעסקה (המוכר והרוכש) כ"מחזיקים" במניות נושא עסקת החלף, וכן כ"מחזיקים יחד" במניות כאמור, בהתאם למשמעות מונחים אלה בחוק ניירות ערך. לפיכך, בדיווחי התאגיד, שני הצדדים לעסקת החלף יופיעו כמחזיקים במניות בהן בוצעה העסקה. יש לתת גילוי מלא אודות עסקאות החלף קיימות, לרבות שיעור המניות נושא עסקת החלף ותנאי העסקה **(עמדת הרשות: החזקה במניות נושא עסקאות החלף)**.

- בכפוף לאמות מידה שנקבעו על ידי רשות התחרות, יתאפשר שיתוף פעולה נקודתי בין גופים מוסדיים, המחזיקים במניות בחברה מסוימת, בכל הנוגע לאופן הצבעתם באסיפה הכללית של החברה **(טיוטת גילוי דעת של רשות התחרות)**.

תוכן עניינים :

פסיקה :	3
1. גאון נ' נ.ר. ספאנטק תעשיות בע"מ :	3
2. הורביץ נ' קרן אינטגרל שותפות מוגבלת :	4
3. קרן טוליפ קפיטל, שותפות מוגבלת נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ :	5
4. מרדכי גבריאלי נ' הראל ויזל ואח' :	6
החלטות רשות ניירות ערך :	7
1. פניה מקדמית בעניין מימוש אופציות בנסיבות בהן קיים בשותפות מידע העשוי להיחשב מידע פנים	7
2. פניה מקדמית בעניין תחולתו של סעיף 15ב(2)א לחוק ניירות ערך, על הקצאת יחידות פאנטום לעובדים	8
3. פניה מקדמית בעניין השפעת עדכון תנאי כתבי אופציה על מועד תחילת הוראות החסימה	8
4. עמדה משפטית מספר 101-22 : החזקה במניות נושא עסקאות החלף	9
5. שאלות ותשובות- כשירות דח"צ	10
6. שאלות ותשובות- דיווחים מיידים	11
7. הודעת רשות ניירות ערך לחברות - פקיעת תוקף הוראת שעה בעניין מנגנון At the Market Offering (ATM)	12



- 12.....: טיוטות להערות הציבור
- 12.....: 1. גאון נ' נ.ר. ספאנטק תעשיות בע"מ :
- 13.....: 2. גילוי דעת (טיוטה לשימוע פומבי)- שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות.
- 14.....: 3. הצעה לתיקון חוק ניירות ערך בעניין תשקיף מדיניות השקעות ותשקיף רכש ייעודי.

פסיקה:

1. גאון נ' נ.ר. ספאנטק תעשיות בע"מ¹:

במוקד פסק הדין בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד נ.ר. ספאנטק תעשיות בע"מ (להלן: "ספאנטק") בטענה לפרטים מטעים בדיווחיה לציבור. המבקש מתייחס למספר דיווחים שפרסמה החברה, שלטענתו לא הכילו נתונים מהותיים שהיו ידועים לחברה והיא הייתה מחויבת לדווחם, חלק מדיווחים אלו היו דיווחים הנדרשים על פי חוק וחלקם דיווחים שפורסמו באופן וולונטרי.

בית המשפט המחוזי מפי השופט חאלד כבוב דחה את התביעה וקבע את הקביעות הבאות:
רף הדיווח המצופה מדיווח וולונטרי- לצד דיווחי החובה התקופתיים והמיידים, עשויה חברה לפרסם מידע באופן וולונטרי. הציפייה מדיווח כזה זהה לציפייה מדיווחים בהם חייבת החברה על פי דין ואסור שיכלול פרטים מטעים. הדיווח צריך לשקף את האמת לאמיתה זאת על מנת שלמשקיע הסביר יהיה את מלוא המידע הדרוש לו.

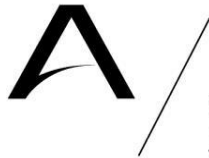
בחינת מהותיות המידע כאשר מדובר במידע צופה פני עתיד

לטענת המבקש, החברה פירסמה מצגת למשקיעים ארבעה ימים בלבד לאחר תום הרבעון הראשון אשר כללה גרף המעיד על צמיחה יציבה ורציפה ברווח EBITDA כאשר במועד זה החברה ידעה או היה עליה לדעת שהמגמה השתנתה והרווח החל לצנוח ברבעון הראשון וצפוי לצנוח ברבעון השני והשלישי, לפיכך עצם הצגת נתוני העבר יוצרת מצג מטעה לגבי המשכיות המגמה. בית המשפט דחה את הטענה וקבע כי מצופה ממשקיע סביר לדעת שנתוני עבר של חברה אינם מצביעים בהכרח או מהווים התחייבות מצד החברה להימשכות של מגמה גם בעתיד.

כמו כן, נקבע כי המבקש לא הניח ראיות התומכות במסקנתו כי במועד פרסום המצגת היה על החברה לדעת על השינוי במגמת רווח ה EBITDA.

לעניין משטר האחריות החל על פרסום מצגת וולונטרית, בחר כבוד השופט כבוב שלא להכריע לנוכח היעדר ראיות התומכות בטענות המבקש, אולם הוסיף בהערת אגב, כי לשיטתו בשונה מדיווחים מיידים שמכילים מרכיב דחיפות, המצדיק משטר אחריות גבוה יותר של ידיעה בפועל

¹ ת"צ (כלכלית) 42654-12-16 גאון נ' נ.ר. ספאנטק תעשיות בע"מ (10.2.2019).



או למצער עצימת עיניים, על מצגת וולונטרית יש להחיל את אותו משטר אחריות החל על דיווח תקופתי, קרי לכל הפחות רשלנות.

טענה נוספת שהעלה המבקש היתה כי היה על החברה לתת מידע נוסף על היקף התקלות בקו ייצור חדש. המבקש ביסס את טענתו בין היתר על כך שמדובר במידע שהגופים המוסדיים המחזיקים במניות החברה ביקשו לקבל ומשכך מדובר במידע מהותי. השופט כבוב קובע כי המידע החייב בדיווח, מצומצם יותר מהמידע שמשקיעים מתוחכמים כגורמים מוסדיים עשויים להיות מעוניינים לקבל, שכן יכולתם להתמודד עם כמויות מידע רבות עולה לאין שיעור על המידע שהמשקיע הסביר יכול או ירצה לקבל. להיפך, עודף מידע עלול להטביע את המשקיע הסביר במבול של נתונים שוליים שיקשה עליו לקבל החלטה מושכלת בלוחות זמנים סבירים.

לעניין הערכת מהותיות של מידע צופה פני עתיד הנוגע ליכולת החברה לצפות את השפעת התקלות העשויות להיגרם בקו ייצור החדש על הרווח, קובע השופט כבוב כי יש להשתמש ב"מבחן התוחלת", המתבסס על שקלול עוצמת השפעתו של האירוע הצפוי על החברה ביחד עם ההסתברות להתממשותו. במקרה דנן, מצא בית המשפט כי אין מדובר במידע מהותי.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

2. הורביץ נ' קרן אינטגרל שותפות מוגבלת²:

בפסק דין זה הגיעה לסיומה התדיינות ארוכת שנים בתביעת ענק שהוגשה על ידי משקיעים רבים נגד בנק מזרחי, קרן אינטגרל ושורת נתבעים נוספים, בטענה כי אלה אחראים להפסדים שנגרמו למשקיעים בעקבות קריסת הקרן. בימ"ש המחוזי מפי השופטת דניה קרת-מאיר עורך דיון עקרוני בשאלה מהו גבול אחריותם של מנהל קרן גידור והנאמן לקרן.

עד סוף שנת 2014 פעלה הקרן כקרן גידור, אשר מדיניות השקעתה מתמקדת במדדים ואינה רגישה לתנודות השוק, והנאמן לה היה החברה לנאמנות של בנק המזרחי. בסוף שנת 2014 הודיעה הקרן כי הנאמנות עוברת מידי בנק המזרחי לידי בנק קרדיט סוויס. בחסות אותו מהלך ובידיעת בנק מזרחי, העבירו מייסד הקרן ותאגידים שבשליטתו את הפעילות לקרן חדשה באיי קיימן והחלו להשקיע במניות דלות-סחירות בניגוד לאמור במדינות ההשקעה של קרן אינטגרל. פעילות זו הובילה להפסדים והמשקיעים איבדו את עיקר כספם.

השופטת קרת-מאיר קיבלה את טענות התובעים בנוגע לאחריות מנהלי הקרן וחברת הנאמנות של בנק המזרחי לנזקים שנגרמו להם. במסגרת פסק דינה, נדרשה השופטת לשלוש סוגיות עיקריות:

א. **תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות על קרן גידור**- השופטת קרת-מאיר קיבלה את טענת התובעים לפיה חוק השקעות משותפות בנאמנות חל גם על קרנות גידור כמו אינטגרל, לאור

² ת"א (מחוזי ת"א) 2382-06 הורביץ נ' קרן אינטגרל שותפות מוגבלת (30.1.2019).



קביעתה כי ההשקעה בקרן גידור הינה בגדר הסדר שמטרתו השקעה משותפת של המשקיעים שנועד להפיק רווחים משותפים.

ב. **החרגה מתחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות**- החוק קובע כי הוראותיו לא יחולו על הסדרים בין יחידים שמספרם אינו עולה על 50 וללא פנייה לציבור. השופטת קרת-מאיר קבעה כי במקרה דנן שני התנאים אינם מתקיימים. הקרן ביצעה באופן אקטיבי פעולות שיווקיות רבות העולות לכדי "פנייה/הצעה לציבור". עוד קיבלה השופטת את טענת התובעים לפיה אין בהפרת הוראות החוק וביצוע פעולות האסורות לביצוע בקרן נאמנות כדי להפקיע את תחולת החוק על הקרן.

ג. **חובות הנאמן**- השופטת קרת-מאיר דוחה את טענת נאמנות מזרחי כי לא חלו עליה כל חובות פיקוח וכי הייתה רק נאמן בנקאי וטכני, עליו מוטלות מטלות מצומצמות שהוגדרו באופן מפורש בכתב ההוראות וכי מטלות אלו לא כללו חובות פיקוח או בדיקת כשרות נאמן עתידי. כב' השופטת קובעת כי להסדר השקעה משותפת בנאמנות שלוש רגליים – מנהל הקרן, הנאמן והמשקיעים. תפקידו של הנאמן הוא לוודא שמנהל ההשקעות פועל במסגרת הוראות חוק השקעות משותפות, הוראות הסכם הקרן וההתחייבויות על פי תשקיף קרן הנאמנות, זאת במגוון נושאים כגון: הליך תקיין של קבלת החלטות וניהול השקעות על-פי הנהלים. השופטת קרת-מאיר קובעת כי על הנאמן ועל מנהל הקרן חלה חובת זהירות כלפי בעלי היחידות וזאת למרות שבעלי היחידות אינם צד לכתב ההוראות לנאמן ולמרות שלא מולאו כל הוראות חוק השקעות משותפות בנאמנות, שכן הוראות החוק הינן קוגנטיות.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

3. קרן טוליפ קפיטל, שותפות מוגבלת נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ³:

נדחתה בקשה לגילוי מסמכים לפני הגשת תביעה נגזרת, שהגישה קרן טוליפ (להלן: "הקרן") נגד חברת טבע (להלן: "החברה") בקשר לארבע החלטות על חלוקות דיבידנד בסך של כ-1.25 מיליארד דולר שביצעה החברה במהלך שנת 2017, לגביהן נטען כי התקבלו בניגוד להוראות חוק החברות (קרי, שהן חלוקות אסורות).

בימ"ש המחוזי מפי השופטת הלית סילש דחה את הבקשה, תוך שהוא מבסס את הכרעתו בעיקר על חוסר תום הלב של הקרן (התובעת הנגזרת). מספר נתונים ואירועים הובילו את בימ"ש למסקנה כי הקרן לא הניחה תשתית ראייתית ראשונית לכך שהיא פועלת בתום לב כנדרש מתובע נגזר:

³ תנ"ג (מחוזי מרכז) 65804-11-17 קרן טוליפ קפיטל, שותפות מוגבלת נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ (12.11.2018).



א. רכישת ניירות ערך בסמוך מאוד למועדים בהם נוצרה לכאורה העילה לבקשה- צוין כי אמנם נקבע בפסיקה כי עצם רכישת מניות לאחר המועד בו בוצעו הפעולות בגינן מוגשת התביעה הנגזרת, אינה מונעת הגשת תביעה ואין להסיק ממנה בלבד על חוסר תום ליבו של התובע. אולם, המקרה בתיק זה היינו ייחודי, שכן מלבד מניות החברה אותן רכשה הקרן לאחר התרחשות האירועים נשוא הבקשה, היא הוסיפה ורכשה אגרות חוב. בימ"ש ציין כי "לא ניתן לראות במי שמלווה כספים בידו האחת, אך מנופף בשלטי אזהרה להעדר יכולת פירעון, בידו האחרת, כמי שפועל בתום לב".

ב. הצגת נתונים בבקשה באופן סלקטיבי- הקרן לא גילתה במסגרת כתב טענותיה את מלוא הנתונים העובדתיים הרלוונטיים.

ג. 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.

בימ"ש מצא כי סיכויי התביעה במקרה זה אינם גבוהים. עוד קובע בית המשפט כי אין די בניחול משא ומתן לעניין תניות פיננסיות בתנאי הלוואה, או שינוין, כדי להביא למסקנה שהחברה לא תוכל לפרוע את התחייבויותיה. בימ"ש הדגיש כי בתיק זה, בו הצדדים היו חלוקים בשאלה מהי הפרשנות המתאימה באשר להשלכתם של נתונים חשבונאיים על יכולת הפירעון של החברה, הכלי המהותי והמתבקש לצורך "תרגום" משמעות הצטברותן של הראיות הוא חוות דעת כלכלית, שלא הוגשה על ידי הקרן.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

4. מרדכי גבריאלי נ' הראל ויזל ואח'⁴

בימ"ש המחוזי מפי השופטת רות רוני סילק על הסף בקשה לאישור תביעה ייצוגית נגד חברת פוקס⁵ ונגד הראל ויזל- בעל השליטה, דירקטור ומנכ"ל החברה. עניינה של בקשת האישור בפרסום הכתבות על כך שהראל ויזל, לפי הנטען, הטריד מינית נשים במסגרת פעילות החברה, מה שהוביל לירידת מחיר מניית החברה. המבקש טען כי בהיותו של הראל ויזל "דמות מפתח" בחברה, חלה עליו חובת זהירות כלפי בעלי המניות, בשל כך שעליו לצפות שפרסומים כאמור יגרמו לבעלי המניות נזק. המבקש הוסיף וטען כי לא ניתן לקבוע כי הנזק שנגרם לבעלי המניות הוא נזק משני לנזקה של החברה, משום שבמקרה דנן לחברה לא נגרם כלל נזק.

בית המשפט עורך דיון מפורט בחרג שהוכר בפסיקה לכלל לפיו חובת הזהירות של נושא משרה בחברה היא כלפי החברה ולא כלפי בעלי מניותיה וקובע כי "במקרה דנן הנזק הנטען- ככל שנגרם-

⁴ ת"צ (ת"א) 1525-09-18 מרדכי גבריאלי נ' הראל ויזל ואח' (22.01.2019).

⁵ משרדינו ייצג בהליך זה את חברת פוקס



הוא נזק לחברה, ולא לקבוצה מסוימת של בעלי מניות בה". במקרה זה הירידה הנטענת בשער המניה של החברה היא ירידה בשער של כלל מניות החברה. מכאן נובע כי לא ניזוקו חלק מבעלי המניות בחברה (בעלי מניות המיעוט) בנזק שהוא שונה ומובחן מהנזק שנגרם לבעלי מניות אחרים בה (בעלי מניות הרוב). לפיכך מקרה זה אינו נמנה עם אותם מקרים חריגים בהם יש לראות את התנהלותו של נושא המשרה ככזו המהווה הפרה של חובת זהירות שלו כלפי בעלי מניות בחברה ומשכך, אין למבקש עילת תביעה כנגד המשיבים ודינה של הבקשה להידחות על הסף.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

[החלטות רשות ניירות ערך:](#)

1. פניה מקדמית בעניין מימוש אופציות בנסיבות בהן קיים בשותפות מידע העשוי להיחשב מידע פנים - נאוויטס פטרוליום שותפות מוגבלת

עניינה של פניה מקדמית זו בשאלה האם מימוש אופציות על ידי יו"ר דירקטוריון שותפות ציבורית הנמנה על בעלי השליטה בשותפות ("בעל השליטה") בנסיבות בהן קיים בשותפות מידע העשוי להיחשב מידע פנים, יכול שלא להיחשב כשימוש במידע פנים⁶. במענה לשאלה האמורה, סגל הרשות קבע כי מימוש אופציה מהווה "עסקה", כהגדרתה בחוק ניירות ערך. בהתאם, כאשר בידי בעל השליטה או בידי החברה מידע פנים, מימוש האופציות על ידי בעל השליטה עולה כדי "שימוש במידע פנים". יחד עם זאת, ובהתבסס על הלכת רוזוב⁷, סבור סגל הרשות כי מקרה זה, על נסיבותיו העובדתיות המיוחדות כפי שיפורטו להלן, נמנה עם אותם מקרים בהם תעמוד לממש האופציות ההגנה המנויה בחוק, הקובעת כי "מטרת השימוש במידע פנים לא הייתה, או בעיקרה לא הייתה, עשיית רווח או מניעת הפסד לעצמו או לאחר". הנסיבות המיוחדות הן: (1) האופציות הן 'בתוך הכסף', כלומר, מחיר המימוש של האופציה נמוך משער הבורסה ביום הפקיעה; (2) מימוש האופציות ייעשה במועד האחרון האפשרי למימוש; (3) אין אפשרות מעשית לגלות את המידע לציבור עובר למועד האחרון למימוש האופציות; ו- (4) בעל השליטה לא ימכור את יחידות המימוש כל עוד קיים מידע הפנים בשותפות, כלומר המימוש יהיה של האופציות בלבד ולא של יחידות השותפות הנובעות מהן; (5) האופציות מוחזקות בידי בעל השליטה בלבד.

למעבר לפניה המקדמית לחצו [כאן](#).

למעבר להחלטת הסגל לחצו [כאן](#).

⁶ מחלקת שוק ההון במשרדינו ייצגה את נאוויטס בקשר עם הפניה האמורה לרשות ניירות ערך
⁷ ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מדינת ישראל (19.08.99).



2. פניה מקדמית בעניין תחולתו של סעיף 15(ב2)(א) לחוק ניירות ערך, על הקצאת יחידות פאנטום לעובדים

עניינה של פניה מקדמית זו הוא בשאלה האם הענקת יחידות פאנטום⁸ על ידי חברה פרטית זרה אשר ניירות הערך שלה אינם נסחרים בבורסה כלשהי, לעובדי חברה בת ישראלית בבעלות מלאה של חברת האם, מחייבת פרסומו של תשקיף (בהנחה שמספר הניצעים עולה על שלושים וחמישה). סגל הרשות לא התערב בעמדת החברה, לפיה הקצאת יחידות הפאנטום על ידי החברה לעובדי חברת הבת חוסה תחת הוראת הפטור הקבועה בסעיף 15(ב2) לחוק ניירות ערך, ועל כן היא אינה מחויבת בפרסום תשקיף.

הוראת הפטור קובעת כי הצעת ניירות ערך שהנפיק תאגיד שאינו תאגיד מדווח וניירות הערך שלו אינם רשומים למסחר מחוץ לישראל, לעובדיו או לעובדי תאגיד בשליטתו, במסגרת תכנית תגמול לעובדים פטורה מתשקיף וזאת בתנאי שהתמורה בהצעה והשיעור מההון המונפק והנפרע של התאגיד (יחד עם הצעות נוספות שנעשו במהלך השנה שקדמה להצעה), לא יעלו על סך של כ-19.8 מיליון ש"ח (הצמודים למדד), ועל עשרה אחוזים, בהתאמה.

ההחלטה התקבלה לאור הנימוקים הבאים: (1) שווי יחידות הפאנטום אינו רלוונטי לעניין המגבלה על סכום התמורה כפי שנקבעה בתקנות, שכן לחברה לא תצמח כל תמורה מההצעה, אלא היא זו שעשויה להידרש לשלם תמורה לעובדים להם הוקצו יחידות הפאנטום; (2) יחידות הפאנטום אינן מעניקות לעובדים, ולא יעניקו להם בעתיד, שיעור החזקה כלשהו בהון החברה. לטענת החברה נימוקים אלו עולים בקנה אחד עם מטרתו של הפטור שהיא לאפשר הצעה לעובדים שמטרתה העיקרית הענקת הטבה במסגרת יחסי עובד-מעביד, בשונה מהצעת ניירות ערך שבה גיוס ההון הוא המטרה העיקרית.

למעבר לפניה המקדמית לחצו [כאן](#).

למעבר להחלטת הסגל לחצו [כאן](#).

3. פניה מקדמית בעניין השפעת עדכון תנאי כתבי אופציה על מועד תחילת הוראות החסימה

פניה זו הינה בהקשר לשתי הקצאות פרטיות שביצעה חברה ציבורית במסגרתן הקצתה מניות רגילות של החברה וכתבי אופציה של החברה הניתנים למימוש למניות רגילות של החברה בתמורה כפי שנקבעה מראש. ניירות הערך היו חסומים מכח המגבלות על מכירה חוזרת של ניירות ערך הקבועות בסעיף 15ג(א) לחוק. כעבור זמן מה, החברה שינתה את מחיר המימוש והאריכה את תקופת המימוש של כתבי האופציה, ללא קבלת תמורה נוספת מהניצעים. לאור

⁸ אופציות אשר מקנות זכות לקבלת תמורה כספית מהחברה כתלות בעליית ערך עתידית של החברה. במקרה זה, ערכן של יחידות הפאנטום היה תלוי בהיקף החלוקות העתידיות שתבצע החברה ושוויין נאמד בכ-24 מיליון ₪.



העובדה כי תקופת החסימה בניירות ערך המירים (כדוגמת אופציות הניתנות למימוש למניות החברה), מתחילה במועד הקצאת ניירות הערך בידי התאגיד, נשאלת השאלה האם עדכון תנאי כתבי האופציה מהווה הקצאה חדשה של כתבי האופציה לעניין תקופת החסימה או שתקופת החסימה נמנית ממועד הקצאתן לראשונה. עמדת סגל הרשות היא כי עדכון כתבי האופציה מהווה הלכה למעשה הקצאה חדשה של ניירות ערך, גם אם לא התקבלה תמורה בגין העדכון שכן ממילא תשלום תמורה אינו מהווה תנאי להגדרת "נייר ערך" או לסיווג הקצאתם של ניירות ערך כהצעה או מכירה לציבור. הואיל ומחיר ותקופת המימוש מהווים את תנאיהם המרכזיים של כתבי האופציה הגוזרים את ערכם הכלכלי, הרי שתקופת החסימה יחולו ממועד העדכון כאמור.

למעבר לפנייה המקדמית לחצו [כאן](#).

למעבר החלטת הסגל לחצו [כאן](#).

4. עמדה משפטית מספר 101-22: החזקה במניות נושא עסקאות החלף

עסקאות החלף הן עסקאות שמהותן פיצול בזכויות הנלוות למניות בין הצדדים לעסקה. יוזם העסקה (להלן: "המוכר"), מתקשר בהסכם למכירת מניותיו, אך ממשיך להחזיק בזכויות הכלכליות המגלמות את החשיפה לתשואות בגין המניות, ואילו רוכש המניות (להלן: "הרוכש") מחזיק ביתר הזכויות הנלוות להן, לרבות זכויות ההצבעה בגינן. לרוב, בעסקה מעורב גם תאגיד פיננסי המשמש כמתווך בעסקה. בהסכם נקבע מועד אשר בו נמכרות המניות על ידי הרוכש ומתבצעת התחשבנות כספית בינו לבין המוכר, שבמסגרתה המתווך והרוכש זכאים לעמלה בסכום שהוסכם, ואינם חשופים לתשואות בגין המניות בתקופת העסקה.

עסקאות החלף, אשר הפכו רווחות בישראל, עשויות להתבצע ממניעים שונים, בין היתר, כדי להציג עמידה לכאורה בדרישות רגולטוריות המגבילות את שיעורי ההחזקה במניות, לאפשר יציאה מרשימת השימור בבורסה או למנוע כניסה אליה, לאפשר עמידה בדרישות הסף לכניסה למדדי הבורסה או בתנאים להישארות במדדים או כמהלך פיננסי גרידא.

השאלה המשפטית אליה נדרש סגל הרשות בקשר עם עסקאות החלף היא כיצד יש להתייחס להחזקה במניות נושא עסקת החלף במהלך תקופת העסקה, ובפרט מי ייחשב כ"מחזיק" במניות, כמשמעות המונח בחוק ניירות ערך, במהלך תקופה זו.

לעמדת סגל הרשות, ככלל, בעסקאות החלף או בעסקאות הדומות להן במהותן, יש לראות בכל אחד מהצדדים לעסקה (המוכר והרוכש) כ"מחזיקים" במניות נושא עסקת החלף, וכן כ"מחזיקים יחד" במניות כאמור, בהתאם למשמעות מונחים אלו בחוק. עמדה זו מבוססת על הנימוקים המצטברים שלהלן:



א. הגדרת המונחים "החזקה", "רכישה" ו"החזקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים" בחוק, אינה מוגבלת רק להחזקת אמצעי השליטה הגלומים בהם, שכן ניתן להחזיק "ניירות ערך או כח הצבעה וכיוצא באלה".

ב. בחלק מהמקרים מועד סיום עסקת החלף, מצוי בשליטתו של המוכר - הצד שחשוף לתשואות בגין המניות. שליטה זו מהווה לכשעצמה זכות לא מבוטלת העולה כדי 'החזקת' המניות.

ג. הרוכש, שהינו המחזיק הרשום במניות (על-פי חוזה העסקה) אדיש לביצועיהן ונעדר כל תמריץ כלכלי למימוש הזכויות המוקנות לו, בפרט זכויות ההצבעה. לפיכך, ראוי לסווג את המוכר כמחזיק נוסף במניות אלה, וכמחזיק יחד עם הצד האחר לעסקה.

ד. לא ניתן להתעלם ממטרותיהן של עסקאות החלף רבות- לעקוף, באופן מלאכותי, הוראה רגולטורית וליצור מצג לפיו בעלי עניין בתאגיד מכרו החזקותיהם לציבור הרחב.

יישום עמדה זו צריך שיבוא לידי ביטוי בדיווחי התאגיד כך שיראו את שני הצדדים לעסקת ההחלף כמחזיקים במניות בהן בוצעה העסקה. לנוכח ההשלכות האפשריות של עמדת הסגל, תחילתה של עמדה זו תהא ממועד פרסומה. אולם, כבר ממועד פרסום עמדה זו יידרש גילוי מלא אודות עסקאות החלף קיימות, לרבות שיעור המניות נושא עסקת ההחלף ותנאי העסקה. לעניין זה ראה [שאלות ותשובות מיום פברואר 2018](#).

למעבר לעמדת הרשות לחצו [כאן](#).

5. שאלות ותשובות- כשירות דח"צ

א. האם לעניין סעיף 240(ב) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "סעיף 240(ב)") יש לפרש את המונח "שותפו" לפי הגדרת המונח 'שותפות' בפקודת השותפויות?

לא. מטרת הוראת סעיף 240(ב) לחוק החברות היא למנוע פגיעה בעצמאותו של הדירקטור החיצוני ובהתאם לתכלית זו יש לפרש בהרחבה את המונח "שותפו" כך שגם קשרים שאינם עונים להגדרת 'שותפות' בפקודת השותפויות, יכולים להיחשב כשותפות לעניין סעיף 240(ב) לחוק. למשל, בנסיבות מסוימות, ייחשבו בעלי מניות בחברה פרטית כשותפים. יובהר כי לחברה עומדת אפשרות לשלול קיומה של 'זיקה' לשותף של הדירקטור החיצוני בהתקיים התנאים שנקבעו לכך בתקנות החברות (עניינים שאינם מהווים זיקה), ובמסגרת בחינה זו לקחת בחשבון בין היתר גם את מאפייני היחסים בין השותפים. מהותיות הקשרים תיבחן על ידי ועדת הביקורת, כך שגם יינתן גילוי חשוב למשקיעים אודות קיומם של הקשרים והבחינה שביצעה ועדת הביקורת בעניינם.



ב. האם כהונת אדם כדח"צ בחברה שיש לה או לבעלי השליטה בה זיקה לחברה אחרת שגם בה הוא מכהן כדח"צ, או לבעלי השליטה בה, יוצרת, כשלעצמה, זיקה בהתאם לסעיף 240(ב)?

לא. ההנמקה לכך היא כי בשונה מדירקטורים אחרים, פיטורים של דירקטורים חיצוניים נעשים על ידי האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט ומינוי מחדש של הדירקטורים החיצוניים מאושר אך ורק על ידי בעלי מניות המיעוט. בנוסף, הגמול המשולם לדירקטורים החיצוניים כפוף לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), הקובעות בין היתר מגבלות על שינוי במהלך כל שלוש שנות כהונתו. בנסיבות אלה, אין הצדקה לראות בדח"צ כמי שכפוף במישרין או בעקיפין לחברה שבה הוא מכהן או לבעלי השליטה בה. ביחס להוראת סעיף 240(ב), בנסיבות האמורות לא מתקיים החשש כי תפקידו כדח"צ בחברה אחת יעניק כוח לחברה או לבעלי השליטה בה, להשפיע על עצמאותו או על שיקול דעתו כדח"צ בחברה האחרת.

אין באמור לעיל כדי לגרוע מחובת התאגיד לבחון קיומם של ניגודי עניינים בהתאם להוראות סעיף 240(ג) לחוק החברות, הקובע כי "לא ימונה יחיד כדח"צ אם תפקידו או עיסוקיו האחרים יוצרים או עלולים ליצור ניגוד עניינים עם תפקידו כדירקטור, או אם יש בהם כדי לפגוע ביכולתו לכהן כדירקטור".

למעבר לשו"ת לחצו [כאן](#).

6. שאלות ותשובות - דיווחים מיידיים

א. האם תאגיד רשאי להעביר לאמצעי התקשורת, לאתרים כלכליים או לכל גורם אחר נתונים על היקף פעילותו ושינויים שחלים בו, כדוגמת נתונים על היקפי מכירות בחברות נדל"ן או על גיוסים ופדיונות של קרנות נאמנות בבתי השקעות, ללא פרסום המידע קודם לכן באמצעות דיווח במגנ"א?

ככלל, כאשר מדובר במידע מהותי, על התאגיד לפרסם דיווח אודותיו באמצעות מערכת המגנ"א קודם למסירתו לגורמים אחרים (אמצעי תקשורת, אתרים כלכליים וכו'). יחד עם זאת, מסירת מידע ללא דיווח מקדים במגנ"א אפשרית מקום בו בחן התאגיד את מהותיות המידע והגיע למסקנה כי המידע אינו חשוב למשקיע סביר השוקל קניה או מכירה של ניירות הערך של התאגיד. עמדה זו הינה בהמשך לאמור בעמדה משפטית 13-104 בדבר פרסום מידע לציבור על ידי התאגיד, נושאי משרה שלו ובעלי השליטה בו.

למעבר לשו"ת לחצו [כאן](#).



7. הודעת רשות ניירות ערך לחברות - פקיעת תוקף הוראת שעה בעניין מנגנון At the (ATM) Market Offering

השימוש במנגנון ה-ATM הוסדר עד כה בהוראת שעה לתקופה של שלוש שנים, אשר הייתה אמורה להסתיים ביום 30 באפריל 2019. עם זאת, לאור הבחירות לכנסת העשרים ואחת תעמוד הוראת השעה בתוקפה עד לתום שלושת החודשים הראשונים לתקופת כהונתה של הכנסת הנכנסת (הכנסת ה-21).

ביום 10 באפריל 2019 הודיעה רשות ניירות ערך כי סגל הרשות החליט שלא לפעול בעת הזו להארכת הוראת השעה, זאת לאור ממצאי בחינה שערך, מהם עולה כי למנגנון בתנאיו הנוכחיים נלווים קשיים וחסמים אשר מפחיתים את אטרקטיביות השימוש בו. סגל הרשות יבחן בעתיד את הצורך ביצירת מנגנון מותאם ואפקטיבי ויפעל לחקיקתו, אם יידרש.

המשמעות היא שעם פקיעת תוקף הוראת השעה לא יהא ניתן עוד לעשות שימוש במנגנון ה-ATM. בהתאם, מכירת ניירות ערך של התאגיד, או תאגיד בשליטתו (למעט חריגים), תוכל להיעשות רק על-פי תשקיף, ובדרכי ההצעה הקיימות לפי דין.

למעבר להודעה לחברות לחצו [כאן](#).

טיוטות להערות הציבור:

1. טיוטה להערות הציבור - תיקון תקנון הבורסה והנחיותיה בדבר מתן אפשרות לרישום למסחר של שותפות מוגבלת שתחום פעילותה הינו מחקר ופיתוח

כיום ניתן לרשום למסחר בבורסה בת"א שותפות מוגבלת רק אם תחום פעילותה הוא חיפושי נפט וגז, חיפוש פצלי שמן או הפקת סרטים. הבורסה מבקשת לשנות את התקנון כך שיתאפשר רישום למסחר גם של שותפות מוגבלת שתחום פעילותה הינו מחקר ופיתוח. בהתאם, ביום ה-28 בפברואר 2019 היא פרסמה טיוטה להערות הציבור⁹ בה מפורטים עיקרי הכללים המוצעים לעניין רישום למסחר של שותפות מוגבלת שתחום פעילותה הינו מחקר ופיתוח.

מחלקת שוק ההון שלנו מייצגת מזה שנים רבות מספר שותפויות בתחום הגז והנפט וצברה ניסיון ייחודי בתחום השותפויות הציבוריות. היוזמה הנוכחית של הבורסה מהווה הזדמנות ייחודית להנפקת שותפויות בתחום ההייטק לציבור. נשמח לסייע בכל שאלה בתחום.

⁹ ניתן היה להעביר הערות עד ליום 21.3.2019



למעבר לטיוטה להערות הציבור לחצו [כאן](#).

2. גילוי דעת (טיוטה לשימוע פומבי) - שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום

התחרות

רשות התחרות פרסמה ביום ה-13 בפברואר 2019 טיוטת גילוי דעת להערות הציבור¹⁰ בעניין שיתופי פעולה בין גופים מוסדיים בהליכי קבלת החלטות באסיפה הכללית של תאגיד.

מטרתו של גילוי הדעת הינה לקבוע מהם שיתופי פעולה מותרים בין משקיעים מוסדיים לאור הוראות חוק התחרות הכלכלית אשר אינם עולים כדי הסדר כובל לפי סעיף 2 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988.

על פי טיוטת גילוי הדעת שיתוף פעולה מותר הינו שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים המחזיקים במניות בתאגיד מסוים, אשר נוגע לאופן הצבעתם באסיפה הכללית של חברה או אורגן מקביל בתאגיד מסוג אחר. דהיינו, מדובר בשיתוף פעולה המוגבל לעניינים שאינם מצויים בתחום התחרות בין המשקיעים המוסדיים. עמדת רשות התחרות היא, ששיתוף פעולה כאמור בין גופים מוסדיים העומד בכל אמות המידה שלהלן לא ייחשב כהסדר כובל:

א. **שיתוף פעולה נקודתי המתמקד בתאגיד קונקרטי ובעניין קונקרטי שעל הפרק-** מהותו של ההסדר כהסדר נקודתי תיבחן בשים לב להסכמות נוספות בין הצדדים, להבנות משתמעות ביניהם ולמצב הנוהג. כך למשל קיומן של "הסכמות מסגרת" או "הבנות מסגרת" הכובלות במפורש או בפועל את אחד הצדדים להצבעה מסוימת עשויות להעיד על שיתוף פעולה מתמשך (ולא נקודתי). הוא הדין באשר להסכמה או הבנה בין גופים לפיה יידברו ביניהם לפני כל אסיפה או הצבעה גם אם הבנה כזאת לא כוללת הסכמה על אופן ההכרעה בהידברות ביניהם.

ב. **היעדר זיקה תחרותית בין פעילות התאגיד הקונקרטי לבין פעילות הגוף המוסדי-** גילוי דעת זה לא יחול במקום שבו קיימת זיקה תחרותית-אופקית, אנכית או אחרת- בין פעילותו של התאגיד המוחזק לבין הגוף המוסדי.

ג. **תוכנו של שיתוף הפעולה והגורמים המעורבים בו-העברת המידע בין הצדדים** מוגבלת לשיתוף הפעולה העומד על הפרק. לא יועבר מידע שאינו פומבי ביחס למדיניות ההשקעה של משקיע מוסדי, בכלל או בגוף ספציפי, או כל מידע אחר הנוגע לתחומים שבהם הגופים המוסדיים מתחרים ביניהם.

¹⁰ ניתן היה להעביר הערות עד ליום 13.4.19



למעבר לגילוי דעת לחצו [כאן](#).

3. הצעה לתיקון חוק ניירות ערך בעניין תשקיף מדיניות השקעות ותשקיף רכש ייעודי

על מנת לאפשר התמודדות עם הנפקות של חברות ללא פעילות¹¹ וללא ייעוד קונקרטי לתמורת ההנפקה, ולנוכח הסיכונים המשמעותיים לציבור המשקיעים בהנפקות מסוג זה, רשות ניירות ערך מציעה להוסיף הסמכה בחוק ניירות ערך לפיה היא תהא רשאית לקבוע תנאים לביצוע הנפקות כאמור.

בדומה לכללים שנקבעו בחו"ל, תנאים אלה יכול שיתייחסו בין היתר לעניינים כגון אופן החזקת כספי המשקיעים עד להשקעתם ולאחר סיום ההשקעה, חובה לקבל את אישור המשקיעים להשקעות מסוימות, קציבת משך הפעילות והחזר כספים למשקיעים מקום בו לא התבצעו השקעות, תנאי מינימום ליזם המבקש להנפיק במתכונת זו, וסוגי ניירות הערך המונפקים¹².

נציין כי במהלך 2018 נתנה הרשות לראשונה היתר לתשקיף של קרן נדל"ן ללא ייעוד קונקרטי לתמורת ההנפקה. הקרן שקיבלה היתר כאמור הינה קרן אפיק מקבוצת אינטו השקעות בע"מ אשר יוצגה על ידינו. נשמח לסייע בכל שאלה בתחום.

למעבר להצעה לחצו [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, [תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון](#), : irisc@agmon-law.co.il

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

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

מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון,

אגמון ושות', רוזנברג הכהן ושות'

¹¹ על פי התיקון המוצע, "תאגיד ללא פעילות" הינו תאגיד נעדר פעילות עסקית או החזקה בנכסים בעלי ערך במועד ההצעה וללא ייעוד מסוים לתמורת ניירות הערך המוצעים.

¹² ניתן היה להעביר הערות עד ליום 23.4.19



אגמון ושות' רוזנברג הכהן ושות'
Agmon & Co. Rosenberg Hacoheh & Co.

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