



## ניירות ערך – פסקי דין והחלטות רשות מהעת האחרונה

**מזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון - ספטמבר 2019**

לקוחות יקרים,

בפסק דין מהעת האחרונה שעסק בבקשה לתביעה נגזרת בגין חלוקת דיווידנד בחברת האם של בזק נקבעו מספר קביעות מהותיות העוסקות באופן בו יש לפרש את 'מבחן הרווח' הקבוע בחוק החברות. רשות ניירות ערך פרסמה הוראות לגבי הצעדים הנדרשים מחברה הנוקטת פרשנות להוראות שטר נאמנות, וגם את מדיניות האכיפה שלה. כמו כן, פורסם בידי משרד המשפטים ורשות ניירות ערך קול קורא ביחס לכללים החלים על חברות ללא גרעין שליטה. עוד במזכר זה, אודות חוק חדלות פירעון שנכנס לתוקפו בשבוע שעבר, ועניינים נוספים.

קריאה מהנה, שנה טובה וחג שמח!

### דגשים עיקריים:

- ✓ חברה אשר נוקטת בפרשנות להוראות שטר נאמנות לאגרות חוב נסחרות ו/או משנה מדיניות חשבונית, באופן שעלול להשפיע על אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות שהוגדרו בשטר הנאמנות, צריכה להביא זאת לידיעת הנאמן בזמן אמת, לקבל את עמדתו בנושא ולגלות בדוחותיה העיתיים את עמדת הנאמן ואת השינוי בחישוב אמות המידה.
- ✓ בעת חלוקת דיווידנד, בחינת עמידת החברה במבחני החלוקה אינה חוסה תחת הגנת שיקול הדעת העסקי. על הדירקטוריון לוודא את התקיימות מבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות. על אף ש'רווח' הוא מונח המשמש גם בחשבוניות, את מבחן הרווח לעניין מבחני החלוקה יש לבחון בהתאם להגדרות המשפטיות הקבועות בחוק החברות (גם אם סיווג על פי כללי החשבוניות יכול להביא לתוצאה שונה).
- ✓ בשבוע שעבר נכנס לתוקפו חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018. החוק מרחיב את האחריות החלה על נושאי משרה בתאגיד הנמצא בחדלות פירעון. החוק אוסר על מתן פטור או שיפוי בגין הפרת אחריות זו, אולם מאפשר ביטוח. על אף שככלל פוליסות הביטוח רחבות דיון לכסות גם אחריות המוטלת על פי הוראות אלו, מוצע לוודא כי ביטוח נושאי המשרה שלכם אכן מספק כיסוי ביטוחי כאמור. למזכר זה מצורפת מצגת מסכמת אודות החוק החדש ותובנות עיקריות לגביו, מאת עו"ד ד"ר איתי הס, ראש מחלקת חדלות פירעון במשרדנו שישמח לסייע בכל סוגיה בהתאמת פעילותכם להוראות החוק.
- ✓ הרשות חוזרת על עמדתה כי היא תתחשב בקיומה של תכנית אכיפה אפקטיבית, אשר הביאה בין היתר לגילוי ההפרה. ההתחשבות יכולה לבוא לידי ביטוי בסיווג ההפרה מושא ההליך כהפרה קלה יותר, צמצום מנין ההפרות שיכללו בהליך, אמצעי אכיפה מקלים יותר, כריתת הסדר אכיפה, ואף באי נקיטה כלל בפעולת אכיפה כנגד המעורבים או חלקם. מומלץ לוודא כי לחברתכם תכנית אכיפה אפקטיבית. נשמח ליעץ כיצד לוודא כי תכנית אכיפה קיימת היא אפקטיבית או בהכנת תכנית אכיפה חדשה.



- ✓ חברות אשר מגייסות כספים ממשקיעים במטרה לבצע פעילות השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם כפופות לחוק השקעות משותפות בנאמנות, בנוסף לחוק ניירות ערך, בין היתר, לעניין מספר המשקיעים שמוותר להן לגייס. לפיכך, לפי עמדת הרשות, חברות מסוג זה אשר יש להן למעלה מ- 50 משקיעים שאינם כשירים לא יוכלו לגייס משקיעים נוספים שאינם כשירים. מומלץ להתייעץ איתנו לגבי סיווג פעילות החברה והאם החלטת הרשות חלה לגביה.
- ✓ לאחרונה פרסמו משרד המשפטים ורשות ניירות ערך קול קורא לקבלת התייחסות הציבור לצורך בתיקוני חקיקה לשם התאמת כללי הממשל התאגידי בישראל לחברות ללא גרעין שליטה. בימים אלו משרדנו מרכז הערות בסוגיה זו. ככל שברצונכם להעיר ולהגיב נשמח לסייע.

### הנושאים הנכללים במזכר:

- פסיקה:** 3.....
1. חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ..... 3
  2. רותם נ' רשות ניירות ערך..... 4
  3. הסדר אכיפה מנהלית – כיטוב פארמה בע"מ..... 5
- חקיקה:** 6.....
1. חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי..... 6
- החלטות רשות ניירות ערך:** 7.....
1. מדיניות אכיפה..... 7
  2. רשות ניירות ערך - שאלות ותשובות – חיתום..... 8
  3. עמדת סגל הרשות בדבר היחס בין תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות וחוק ניירות ערך..... 8
  4. דוח ריכוז ממצאים של מחלקת הביקורת של רשות ניירות ערך בנושא התחייבות לעמידה באמות מידה פיננסיות..... 10
  5. החלטת אכיפה חשבונאית – משיכת כספים שלא כדין על ידי בעל השליטה..... 10
  6. טיוטה להערות הציבור – תיקון תקנון והנחיות הבורסה בדבר מתן אפשרות לרישום למסחר של קרן השקעה במקרקעין זרה במסגרת חוק הרישום הכפול..... 11
  7. קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה..... 12

**1. חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ<sup>1</sup>**

בקשה לאישור תביעה נגזרת בטענה כי אושרה חלוקת דיווידנד שלא עמדה במבחן הרווח הקבוע בסעיף 302(א) לחוק החברות.<sup>2</sup> הבקשה הוגשה כנגד הדירקטורים בחברה וכנגד בעלת השליטה בחברה, אינטרנט זהב. טענת המבקש הינה כי הדירקטורים אישרו חלוקת דיווידנד שלא עמדה במבחן הרווח ולכן מדובר בחלוקה אסורה. משכך, על הדירקטורים לפצות את החברה בגין הנזק שנגרם לה כתוצאה מאותה חלוקה, ועל בעלת השליטה להשיב את החלק שקיבלה מתוך החלוקה האסורה. העובדות בקליפת אגוז היו כדלקמן: החברה ביצעה חלוקה מתוך עודפים שנוצרו ממכירה של 4.18% מהמניות שהחברה החזיקה בחברת בזק. המחיר שבו נמכרות המניות עלה על המחיר שבו המניות היו רשומות בספרים, אולם בדוח רווח והפסד לא נרשם רווח מהמכירה בשל העובדה שהחברה שלטה בבזק לפני מכירת המניות והמשיכה לשלוט בה גם לאחר המכירה.

השופטת רות רונן קיבלה את הטענה כי החלוקה לא עמדה במבחן הרווח וזאת מן הנימוקים הבאים:

- א. **פרשנות מבחן הרווח:** נטען על ידי המשיבים שהיות והחברה סיווגה לסעיף ה"עודפים" בדוחות הכספיים את ההפרש בין מחיר המכירה של המניות לבין ערך בספרים יש לראות בסכומים אלו "עודפים" גם לצורך מבחן הרווח שנקבע בחוק החברות, כלומר, יש לפרש את המילה "עודפים" כמשמעותה בכללי החשבונאות. השופטת דחתה את הטענה לאור העובדה שהמחוקק לא הסתפק בהגדרה של רווחים כ"עודפים" ובחר להגדיר במפורש בחוק מהם עודפים,<sup>3</sup> ומכך ניתן ללמוד שהמונח "עודפים" בחוק הוא מונח משפטי שאינו חופף בהכרח למונח החשבונאי. לפיכך סכומים שמקורם אינו ברווח הנקי, כלשון החוק, לא יחשבו לעודפים לצורך מבחן הרווח.
- ב. **הבחינה היא לפי דוחות מאוחדים ולא לפי דוחות סולו** ולפי דוחות אלו לא היו די עודפים ראויים לחלוקה.
- ג. **הסתמכות על חוות דעת:** הדירקטוריון, בהחלטתו על החלוקה, התבסס על שתי חוות דעת משפטיות של עורך הדין דוד חודק ושל פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, אשר קבעו כי ניתן לחלק דיווידנד. השופטת קבעה כי לאור העובדה ששני המומחים ציינו כי השאלה הנדונה טרם זכתה לליבון בפסיקה וכן כי יתכן ועמדתם לא תתקבל על ידי בית המשפט (יצוין כי אנו סבורים כי המדובר בדיסקליימר סטנדרטי המובנה בחוות דעת) ואחד מהם גם ציין כי אין בחוק תשובה ברורה לשאלה בדבר המקורות לחלוקת רווחים, חוות הדעת הינן מסויגות, ולכן לא ניתן לקבוע בשלב זה של הדיון כי הדירקטורים זכאים להגנה הקבועה בחוק למי "שהסתמך בתום לב הסתמכות סבירה על מידע שאילולא היה מטעה הייתה החלוקה מותרת". השופטת ציינה כי המשיבים יכלו

<sup>1</sup> תני"ג (כלכלית) 47621-07-16 **חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ** (פורסם בנבו, 18.07.2019).

<sup>2</sup> חוק החברות, התשמ"ט-1999.

<sup>3</sup> המונח עודפים מוגדר בסעיף 302 לחוק: "סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבונאות מקובלים, וכן סכומים אחרים הכלולים בהון העצמי לפי כללי חשבונאות מקובלים ושאין הון מניות או פרמיה, שהשר קבע שיראו אותם כעודפים".



לנקוט בפתרון פשוט בדמות פנייה לבית המשפט שיאשר כי החברה עומדת במבחן יכולת הפירעון על מנת לאפשר את החלוקה. היא קובעת כי שאלת משמעותן של חוות הדעת והאם די בהן כדי להוות טענת הגנה תידון ותיבחן לעומק בשלב הבא של הדיון.

ד. **כלל שיקול הדעת העסקי**: בית המשפט קובע כי כלל שיקול הדעת העסקי חל רק על החלטות עסקיות. מכיוון שהשאלה האם חלוקה הינה מותרת או אסורה הינה שאלה משפטית, הכלל אינו חל במקרה זה. שיקול הדעת העסקי עשוי לסייע לדירקטוריון בחלוקה שעומדת במבחנים המשפטיים, אך נטען כנגדה שהיא אינה החלטה עסקית סבירה.

ה. **היעדר נזק אינו מונע השבת דיווידנד שחולק שלא כדין, על ידי בעל השליטה**- בית המשפט דוחה את הבקשה כנגד הדירקטורים מהנימוקים הבאים: (1) המבקש לא הוכיח שלחברה נגרם נזק או שנפגע חוסנה הפיננסי של החברה כתוצאה מהחלוקה ולפיכך לא התקיימו יסודות עוולת הרשלנות ולא הופרה חובת הזהירות; (2) לדירקטורים לא נוצרה טובת הנאה כתוצאה מחלוקת הדיווידנד ולכן לא הופרה חובת האמונים.

בשונה מן הדירקטורים, קובע בית המשפט כי בעלי שליטה צריכים להשיב דיווידנד שהתקבל על ידם בחלוקה שלא אושרה כדין, גם בהיעדר נזק לחברה. לכן מאשר בית המשפט את הבקשה לתביעה נגזרת כנגד בעלי השליטה. לצד קביעה זו מוסיף בית המשפט וקובע כי אין לכאורה מניעה כי לאחר ההשבה – תוכל החברה לשוב ולשקול חלוקת דיווידנד אם היא אכן עומדת במבחני החלוקה הקבועים בחוק, ואולם לא ברור מפסק הדין האם חלוקת הסכומים שהושבו תיעשה רק לבעלי השליטה שהשיבו את הסכומים או לכלל בעלי המניות אשר יזכו באופן זה לתשלום דיווידנד "כפול".

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

## 2. רותם נ' רשות ניירות ערך<sup>4</sup>

עניינו של פסק דין זה בתביעות שהוגשו כנגד רשות ניירות ערך על-ידי תובעים שהפסידו כספים שהשקיעו כספים בחברת יוטריו פרימיום ("יוטריו"), במטרה כי כספים יושקע באמצעות שירותי ה"אלגו-טריידינג", בטענה שהרשות לא פיקחה כנדרש על פעילותה של יוטריו ולא מנעה פעילות זו. הסוגיה בה עוסק פסק הדין היא היקף אחריותה של הרשות בפיקוח ושאלת חובתה לשאת בנזקיהם של המשקיעים. שירותי אלגו-טריידינג מאפשרים לבצע פעולות מסחר באופן אוטומטי באמצעות אלגוריתמים לקבלת החלטות השקעה.

סעיף 2(ב) לחוק הייעוץ<sup>5</sup> קובע כי מי שעוסק בניהול תיקים מחויב בקבלת רישיון מהרשות לצורך עיסוק זה. הרשות אחראית על אכיפת הוראות חוק הייעוץ, הסדרה ופיקוח של רישוי מנהלי תיקים ומילוי חובותיהם.

<sup>4</sup> ת"א (כלכלית) 11283-09-16 רותם נ' רשות ניירות ערך (פורסם בנבו, 24.06.2019).  
<sup>5</sup> חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות וניהול תיקי השקעות התשנ"ה – 1995.



בתחילת שנת 2015 הרשות הודיעה ליוטרייד כי פעילות החברה מחייבת רישוי שכן מהווה "ניהול תיקים" ויוטרייד התחייבה לחדול מגיוס לקוחות חדשים ולהיערך להפסקת ניהול התיקים הקיימים עד ליום 26 במאי 2015. החל מחודש יוני 2015 הוגשו לרשות תלונות על קשיים של לקוחות במשיכת כספים. במהלך חודש דצמבר 2015 ערכה הרשות ביקורת במשרדיה של יוטרייד ובעקבותיה הגישה הרשות בקשה לצו מניעה בטענה שיוטרייד מנהלת תיקי השקעות בניגוד לחוק ובנוסף לכך ממשיכה לגייס לקוחות חדשים חרף התחייבותה כאמור, צו שניתן כמבוקש.

התובעים טענו כי היה על הרשות לערוך ביקורת ולוודא כי יוטרייד חדלה מפעילותה כפי שהתחייבה כבר בחודש יוני 2015. בנוסף, נטען כי לכל הפחות היה על הרשות לפרסם ולהזהיר את הלקוחות הקיימים והפוטנציאליים בכך שיוטרייד פועלת בניגוד לחוק.

בית המשפט קבע כי הרשות אינה נדרשת לנקוט בכל האמצעים האפשריים כדי למנוע את הנזק הצפוי אלא צריכה להשתמש באמצעי מניעה שעלותם נמוכה מתוחלת הנזק שעלול להתרחש אלמלא המניעה. ואולם, לאחר שהרשות גיבשה את עמדתה לגבי יוטרייד ואף הורתה לה לחדול מפעילותה, ולאחר שסוכם עם יוטרייד על מועד בו היא אכן תעשה כן, היה על הרשות לפרסם, בסמוך למועד המיועד להפסקת הפעילות – קרי בסוף מאי 2015, הודעה שתיידע את המשקיעים אודות החלטה זו וכן לפעול להפסקת פעילותה של יוטרייד.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

רשות ניירות ערך הגישה לבית המשפט העליון ערעור על פסק הדין האמור.

### 3. הסדר אכיפה מנהלית – כיטוב פארמה בע"מ

חברת כיטוב פארמה בע"מ הינה חברה העוסקת במחקר ופיתוח של תרופות קומבינציה המטפלות במצבים קליניים. כנגד החברה נפתחה חקירה פלילית בחשד לפרטים מטעים בדיווח. במהלך החקירה הגיעו הרשות והחברה להסדר אכיפה מנהלי. בפעם הראשונה, עושה הרשות שימוש בסמכותה זו הקבועה בסעיף 54 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

הפרשה החלה ביוני 2014, כאשר החברה דיווחה על כך שהגיעה לשלב השלישי בניסוי הקליני שלה. בדיווחיה, החברה התחייבה כי תחשוף את נתוני הבדיקות לאחר 150 מטופלים בפני ועדה חיצונית בלתי תלויה. בחודש ספטמבר 2015 החברה דיווחה כי מינתה את הוועדה בהתאם להמלצת ועדת הביקורת והדירקטוריון. בהמשך לכך החברה המשיכה לדווח על פעילות הוועדה ובדצמבר 2015 דיווחה כי היעד העיקרי של הניסוי הושג גם בהיבט הסטטיסטי. בסופו של דבר התברר כי המומחית בתחום הסטטיסטיקה כלל לא הייתה בלתי תלויה שכן חברה בבעלותה הייתה מעורבת בניסוי. בנוסף לכך, התברר כי אחד מן הרופאים שהיה חבר בוועדה לא קיבל את החומר הרלוונטי שהיה עליו לבחון ולכן לא בחן את תוצאות הניסוי כנדרש. החברה פרסמה את תוצאות הניסוי כפי שהן למרות המחדלים האמורים ולכן, לטענת הרשות, פרסמה דיווחים מיידיים מטעים.



במסגרת ההסדר המנהלי, הודתה החברה שכללה פרטים מטעים בשני דו"חות מיידיים שלה והוטל עליה עיצום כספי בסך של 1,500,000 ש"ח ועל נושאי המשרה הוטלו עיצומים כספיים בטווח של 80,000-200,000 ואיסורים נוספים.

למעבר להסדר האכיפה המנהלי לחצו [כאן](#). למעבר להחלטה בבקשה לאישור הסדר הפשרה לחצו [כאן](#).

## חסיקה

### 1. חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי

בשבוע שעבר נכנס לתוקפו חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018. החוק מרחיב את האחריות החלה על נושאי משרה בתאגיד הנמצא בחדלות פירעון. בין היתר קובע החוק כי:

א. דירקטור או מנהל כללי, שידע או שהיה עליו לדעת כי התאגיד נמצא בחדלות פירעון **ולא נקט אמצעים סבירים** לצמצום היקפה, יישא באחריות כלפי התאגיד לנזקים שנגרמו לנושי התאגיד בשל מחדלו. החוק קובע גם כי חזקה שנקטו אמצעים סבירים, אם נקט אמצעים להערכת מצבו הכלכלי של התאגיד ופעל כדי שהתאגיד ינקוט באחד האמצעים הבאים:

- (1) קבלת סיוע מגורמים המתמחים בשיקום תאגידים;
- (2) ניהול משא ומתן עם נושי התאגיד כדי להגיע עמם להסדר חוב;
- (3) פתיחה בהליכי חדלות פירעון.

ב. אין אפשרות לקבל פטור או שיפוי על הפרת אחריות זו (אולם ניתן לבטחה). על אף שככלל פוליסות הביטוח רחבות דיין לכסות גם אחריות המוטלת על פי הוראות אלו, מוצע לוודא כי ביטוח נושאי המשרה שלכם אכן מספק כיסוי ביטוחי כאמור.

ג. עוד קובע החוק כי אם בעל תפקיד בתאגיד, או מי שהיה בעל תפקיד, הפר חובה כלפי התאגיד שמקימה עילה לחיובו בפיצוי, תשלום או השבת נכס לתאגיד, ניתן להורות לאותו אדם לפצות, לשלם או להשיב את הנכס לתאגיד, כאשר בעל תפקיד כולל נושא משרה, יזם, נאמן או כונס נכסים.

לנוסח החוק לחצו [כאן](#). למצגת מסכמת אודות החוק החדש ותובנות עיקריות לגביו, מאת עו"ד ד"ר איתי הס, ראש מחלקת חדלות פירעון במשרדנו לחצו [כאן](#). במסגרת תפקידו הקודם כמנהל המחלקה המשפטית של אגף הכונס הרשמי, [ד"ר איתי הס](#), היה שותף מרכזי בגיבוש וניסוח חוק חדלות פירעון, ובהצגת עקרונותיו ומשמעויותיו בפני פורומים שונים, ממשלתיים ופרטיים. איתי ישמח ללוות ולסייע בכל סוגיה בהתאמת פעילותכם להוראות החוק.



## החלטות רשות ניירות ערך :

### 1. מדיניות אכיפה

הרשות פרסמה מסמך המבהיר את אבני היסוד במדיניות האכיפה שלה. במסמך הרשות מפרטת את המישורים שבהם היא פועלת בתחום האכיפה: אכיפה מנהלית, אכיפה פלילית ומעורבותה בהליכי אכיפה פרטית ואת אופן פעילותה.

במסגרת המסמך מפרטת הרשות מהם הקווים המנחים לפיהם היא מיישמת את ההליך המנהלי. להלן נקודות עיקריות:

א. הרשות מתמקדת באכיפה של אירועים שלדעתה האינטרס הציבורי באכיפתם גבוה: מוגדרים כמקרים בהם נדרש מסר הרתעתי מצד הרשות (היקף נזק גבוה או הפרות רבות) או מקרי רשלנות גבוהה ואף מעבר לכך.

ב. הרשות מתמקדת באכיפה נגד המעורבים המרכזיים בביצוע עבירה: הרשות מתמקדת בהעמדה לדין של המעורבים המרכזיים שפעלו ישירות לביצוע ההפרה. גישה זו יכולה לגרום לווייתור על מיצוי הדין מול כל המעורבים בפרשה ומביאה לחיסכון במשאבים, בעלויות ובזמן לשני הצדדים.

ג. מעורבות יועצים חיצוניים לתאגיד בהכללת פרט מטעה בדיווח: הפרת פרט מטעה אינה מוגבלת לנושאי משרה בלבד אלא לכל אדם שהיה מעורב בהכללת הפרט המטעה. משכך, תהיה אחריות ישירה לביצוע המעשה לאדם שהייתה לו מעורבות מרכזית והיסוד הנפשי הנדרש בנוסף על האחריות של התאגיד שבשמו הוא פעל. ההשלכות לכך יכולות להיות בכך שיועצים חיצוניים כגון רואי חשבון ועורכי דין עלולים להימנות על המפרים בהפרות הדיווח.

ד. התחשבות ביישום אפקטיבי של תכניות אכיפה פנימיות בתאגיד בעת ביצוע ההפרה: הרשות מתחשבת ביישום אפקטיבי של תכנית אכיפה פנימית בתקופה הרלבנטית לביצוע ההפרה, אשר הביאה בין היתר לגילוי ההפרה. התחשבות הרשות יכולה לבוא לידי ביטוי בסיווג ההפרה מושא ההליך כהפרה קלה יותר, צמצום מנין ההפרות שיכללו בהליך, אמצעי אכיפה מקלים יותר, כריתת הסדר אכיפה, ואף באי נקיטה כלל בפעולת אכיפה כנגד המעורבים או חלקם. הדבר מותנה בהצגת תכנית האכיפה על פרטיה על ידי החשוד בהפרה, בשכנוע כי בתקופה הרלבנטית לביצוע ההפרה יושמה תכנית אכיפה נאותה באופן אפקטיבי, וכי בנסיבות העניין יש לתת לכך משקל בבחינת רשלנות התאגיד או היחיד ביחס לבצוע ההפרות.

למעבר למדיניות האכיפה לחצו [כאן](#).



## 2. רשות ניירות ערך - שאלות ותשובות – חיתום

באילו נסיבות התקשרות של תאגיד עם מתווך המוסר לו פרטי קשר של לקוחותיו בתמורה לתשלום לא תהווה "הפצה"?

בעבר הבהיר סגל הרשות<sup>6</sup> כי כאשר תאגיד מתקשר עם מתווך לצורך קבלת פרטי קשר של לקוחותיו בתמורה לתשלום על מנת להציע להם ניירות ערך על פי תשקיף, מתן פרטי הקשר מהווה "הפצה", כהגדרתה בחוק, ועל כן מותרת רק למתווך העומד בהגדרת מפניץ בחוק ("מפניץ מורשה").

כעת, מבהירה הרשות<sup>7</sup> כי התקשרות מסוג זה לא תהווה הפצה כהגדרתה בחוק ועל כן לא תהיה מוגבלת רק למפניץ מורשה, ככל שמתקיימים כל התנאים הבאים:

(1) רכישת מאגר המידע של פרטי קשר של לקוחות מהמתווך ("הלקוחות") נעשית על-ידי התאגיד בתמורה לתשלום של סכום קבוע, מוגדר מראש וחד פעמי. היקף התשלום לא יושפע בכל דרך מהשקעה של הלקוחות בתאגיד.

(2) המתווך לא יקיים מגעים כלשהם עם הלקוחות בקשר לתאגיד ובכלל זה לא ימסור להם מידע כלשהו לגבי התאגיד, בעליו או מנהליו של התאגיד, או ניירות הערך שלו.

(3) לעניין זה גם פניה של המתווך ללקוחות לצורך קבלת הסכמתם להעברת פרטי הקשר שלהם לתאגיד שרוכש את מאגר המידע או מי מטעמו לשם מכירת המאגר לתאגיד תחשב כמגעים כאמור.

(4) המתווך לא יקיים מגעים כאמור עם הלקוחות גם אם לקוח יפנה אליו ביוזמתו בבקשה לקבל פרטים או את חוות דעתו בדבר כדאיות ההשקעה.

הרשות מבהירה כי אין באמור כדי להביע עמדה לעניין חובות המתווך מכוח כל דין לקבל הסכמה מסוג זה מלקוחותיו והאמור הינו בהינתן שהמתווך רשאי על פי דין למכור את המאגר מבלי לקיים מגעים מסוג זה.

למעבר לשו"ת 103.21 ו-103.22 לחצו [כאן](#).

## 3. עמדת סגל הרשות בדבר היחס בין תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות וחוק ניירות ערך

השאלה עליה באה לענות עמדת הסגל האמורה הינה - מה הדין החל על תאגיד המציע ניירות ערך לציבור אשר פעילותו הינה פעילות השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם ("פעילות השקעה משותפת").

עמדת הסגל:

א. כינויו של הגוף המגייס כספים מהמשקיעים: אין משמעות לכינוי הגוף המגייס (קרן גידור, קרן השקעה או כל כינוי אחר) כך שגורם המגייס כספים אינו יכול להימנע מתחולת החוקים בכך שיכנה את הפעילות בשם אחר.

<sup>6</sup> שאלה 103.21 של רשות ניירות ערך  
[http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf\\_Positions/qa/ProspectusesandUnderwriting/Pages/default.aspx](http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/qa/ProspectusesandUnderwriting/Pages/default.aspx)

<sup>7</sup> שאלה 103.22 של רשות ניירות ערך  
[http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf\\_Positions/qa/ProspectusesandUnderwriting/Pages/default.aspx](http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Corporations/Staf_Positions/qa/ProspectusesandUnderwriting/Pages/default.aspx)





ב. אופן ומקום ההתאגדות: סעיף 2 לחוק השקעות משותפות קובע כי תחולתו של החוק תהיה על כל הסדר, שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, "שאינו מוסדר על פי דין אחר". בעבר, הרשות קיבלה פרשנות אשר רואה בשותפות מוגבלת שהתאגדה לפי פקודת השותפויות כהסדרה "על פי דין אחר" ולכן שותפות כאמור הייתה כפופה לחוק ניירות ערך ולא לחוק השקעות משותפות. כעת הרשות מבהירה כי היא משנה את עמדתה זו וכי אופן ההתאגדות לא ימנע את תחולת חוק השקעות משותפות. הרשות מבהירה גם כי אין לראות במקום ההתאגדות כשיקול לתחולת החוקים, וכי תחולתם הינה טריטוריאלית ונוגעת לכל פנייה לציבור בישראל וגיוס כספים ממנו.

ג. פעולה באמצעות מספר ישויות משפטיות: הרשות מציינת כי מטרת החוקים הינה לגרום לכך שלא תהיה אפשרות לגיוסים בהיקפים נרחבים מהציבור ללא פיקוח וללא חובות מקיפות הקבועות בדין על מנת להגן על הציבור. משכך, פיצול מלאכותי לישויות משפטיות שונות אינו יכול לסייע לעקוף את הוראות החוק.<sup>8</sup>

ד. פניה והצעה לציבור: הרשות מבהירה כי שני החוקים אוסרים על פניה לציבור בהצעת השקעה שאינה מפקחת, זאת ללא קשר לתוצאות הפניה ולשאלה אם פניה זו מיועדת להוביל או תוביל בסופו של יום להשקעה מצד הציבור. הרשות מבהירה כי משמעות המונחים "פניה" בחוק שהשקעות משותפות ו"הצעה" בחוק ניירות ערך היא דומה וכוללת גם פניות אישיות וגם פרסומים כלליים.

ה. משקיעים כשירים ומספר המשקיעים בהסדר:

1. הרשות מחדדת כי המגבלה על מספר המשקיעים בחוק השקעות משותפות מתייחסת למשקיעים שאינם כשירים ולא למשקיעים כשירים (אשר מספרם אינו מוגבל).

2. לעניין מספר המשקיעים שאינם כשירים - עמדת הרשות הינה כי ככל שמדובר בהסדר שמטרתו פעילות השקעה משותפת, יחול חוק השקעות משותפות ולא חוק ניירות ערך. המשמעות הינה כי כדי להימנע מתחולת חוק השקעות משותפות, מספר המשקיעים (שאינם כשירים) אשר משקיעים בהסדר יהיה מוגבל ל- 50 (שאינם כשירים) ובתנאי שנעשה בלא פניה לציבור (וזאת בשונה מהמגבלה בחוק ניירות ערך האוסרת על הצעה ללמעלה מ- 35 משקיעים בשנה אך לא מגבילה את מספר המחזיקים).

המשמעות של האמור לעיל הינה כי תאגיד שעיסוקו פעילות השקעה משותפת, אשר מספר המחזיקים הלא כשירים בו עולה על 50 (לדוגמא – אם מכר ניירות ערך ל- 30 משקיעים מדי שנה במשך 10 שנים), לא יהא רשאי להציע ניירות ערך למשקיעים שאינם כשירים.<sup>9</sup>

למעבר לעמדת הסגל לחצו [כאן](#).

<sup>8</sup> בפסק דין אינטגרל בית המשפט ראה במספר ישויות נפרדות כקרן אחת בשל האופן בו נוהלו הישויות השונות, הדרך בה הוצגו למשקיעים ואופן ההתקשרות עימן.

<sup>9</sup> יש לציין כי בעניין תעודות סל על מדדים סחורות, חוזים עתידיים או מטבעות קיימת הוראה ספציפית בחוק ניירות ערך (סעיף 1א35 לחוק) הקובעת כי הוראות חוק ניירות ערך לעניין "הצעה לציבור" לא יחולו על הצעה לציבור של מכשירים אלו.



#### 4. דוח ריכוז ממצאים של מחלקת הביקורת של רשות ניירות ערך בנושא התחייבות

##### לעמידה באמות מידה פיננסיות

רשות ניירות ערך פרסמה דוח ריכוז ממצאים של מחלקת הביקורת בנושא התחייבות לעמידה באמות מידה פיננסיות כלפי מחזיקי אגרות חוב סחירות. להלן עיקרי הדברים:

##### א. הצעדים הנדרשים בעת יישום פרשנות לשטר הנאמנות

כאשר חברות נוקטות בפרשנות להוראות שטר הנאמנות ו/או משנות מדיניות חשבונאית, באופן אשר עלול להשפיע על אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות שהוגדרו בשטר הנאמנות, עליהן להביא זאת לידיעת הנאמן בזמן אמת ולקבל את עמדתו בנושא. בנוסף, על החברות לכלול התייחסות לפרשנויות ו/או לשינוי המדיניות במסגרת הגילוי הייעודי למחזיקי אגרות החוב בדוחותיהן העיתיים, לרבות מתן גילוי בנוגע להשפעות של הפרשנות או שינוי המדיניות על אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות וכן להתייחס לעמדת הנאמן בנושא.

##### ב. יישום פרשנויות לאמת המידה הפיננסית "חוב פיננסי נטו" שלא התקבלו על ידי הרשות

- בעת חישוב אמת המידה "חוב פיננסי נטו מתואם", אשר מטרתה ככלל לבחון את יכולת שירות החוב של החברה באמצעות תזרים המזומנים התפעולי, יש להביא בחשבון את רכיב הריבית לשלם שנצבר בגין התחייבויות הפיננסיות. כלומר, לעמדת הרשות יש לראות בריבית לשלם כחלק מההתחייבויות הפיננסיות.
- אין לנכות פיקדונות ו/או מזומנים, המשועבדים לטובת הבטחת ערבות בנקאית לצד ג', מהחוב פיננסי נטו של החברה.

##### ג. ניסוח אמות המידה הפיננסיות במסגרת שטרי הנאמנות

כמו כן, בדוח הביקורת צוינו נושאים נוספים שמוצע לתת עליהם את הדעת בעת קביעת מרכיבי אמות המידה הפיננסיות, והם מקרים בהם לפי תקנים חשבונאיים ניתן להציג את ההתחייבויות הפיננסיות בסכום הנמוך מהערך הנקוב החוזי של ההתחייבויות הפיננסיות (כאשר המקרים המתוארים בעמדת הרשות הם: כאשר קיימות עלויות עסקה שניתן לייחס במישרין להנפקה של התחייבות פיננסית המופחתות על פני אורך חיי אגרות החוב ובמקרה של הנפקת אגרות חוב בנכיון).

למעבר לדוח לחצו [כאן](#).

#### 5. החלטת אכיפה חשבונאית – משיכת כספים שלא כדין על ידי בעל השליטה

סגל הרשות ציין כי הוא נתקל במספר מקרים בהם תאגידיים מדווחים דיווחו על העברת כספים מהתאגיד המדווח לבעלי שליטה או מי מטעמם בניגוד להוראות הדין. על רקע זה סגל הרשות הדגיש כי במקרים כאמור, תאגיד נדרש לבחון את השלכות העברת הכספים הן בהיבט הדוחות הכספיים; הן בהיבט עמידה בהוראות הדין בקשר עם עסקאות של תאגיד



עם בעל שליטה בו; והן בהיבט השפעה על הערכת התאגיד את אפקטיביות הבקרה הפנימית על הדיווח הכספי והגילוי.

בהחלטת הסגל מצוינת דוגמה למקרה בו חברה, העוסקת בתחום הנדל"ן המניב בארה"ב, נטלה מימון מחדש למספר נכסים שלה במקביל לנטילת מימון לנכסים בבעלותו הפרטית של בעל השליטה. במועד המימון מחדש, חלק מהסכומים העודפים שנותרו, הועברו לפירעון הלוואה בגין נכס בבעלות בעל השליטה ("ההעברה"). ההעברה התגלתה על ידי החברה בעת עריכת הדוחות הכספיים ברבעון העוקב ובעל השליטה השיב את הכספים בתוספת ריבית. עמדת הרשות היא כי יתרת החו"ז השגויה ברבעון בו בוצעה ההעברה, והיעדר תיאור ברבעון העוקב, בביאור צדדים קשורים אודות מהות הכספים שהושבו (שניתן בגינם גילוי בדוח הדירקטוריון) ואודות מאפייני עסקת המימון, אשר בדיעבד הסתבר שהייתה שלובה וכרוכה בעסקת המימון מחדש של בעל השליטה (בין היתר בשל קיומם של שעבודים צולבים בין ההלוואות וכן בשל ערבויות שהעמיד בעל השליטה לשתי ההלוואות), הינן טעויות מהותיות שיש לתקן בגינן את הדוחות הכספיים לשתי התקופות הרלבנטיות. זאת בשונה מעמדת החברה שסברה כי: (א) בשל כך שההעברה בוצעה בשגגה והסכומים לא היו מהותיים אין המדובר בטעות מהותית. (ב) המימון מחדש של נכסי החברה נעשה בנפרד מהמימון מחדש של הנכס של בעל השליטה ולכן לא נדרש לאשרו כעסקת בעלי עניין. הרשות נימקה עמדתה בכך שהיות והטעות נוגעת לפעולה בין תאגיד לבעל שליטה בו שלא אושרה כדין, הדבר מהווה נדבך איכותי שביחד עם נסיבות נוספות – במקרה זה העדר הגילוי באשר למאפייני הסכמי המימון מחדש (של החברה ובעל השליטה), לרבות היותם קשורים וכרוכים זה בזה כמתואר לעיל, ולכך שבוצעו בניגוד להוראות הדין, מהוות טעויות מהותיות בדוחותיה הכספיים של החברה.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

## 6. טיוטה להערות הציבור – תיקון תקנון והנחיות הבורסה בדבר מתן אפשרות לרישום

### למסחר של קרן השקעה במקרקעין זרה במסגרת חוק הרישום הכפול

א. הבורסה מעדכנת כי לאחרונה פנו מספר קרנות השקעה במקרקעין (קרנות ריט) זרות הנסחרות בבורסות המוכרות לצורך רישום כפול, בבקשה להירשם ברישום כפול גם בבורסה בישראל. בישראל ובמדינות נוספות קרן ריט מאוגדת כחברה כך שמנייתיה מונפקות בבורסה ואילו במספר בורסות הגוף המונפק הוא מבנה משפטי ייחודי שהותאם לצורך הנפקה בבורסה ודומה יותר למבנה של שותפות מוגבלת. בהתאם לתקנון הבורסה, רק חברה שמנייתיה נסחרות בבורסת חו"ל (בורסה שהוגדרה בחוק כבורסה מוכרת לעניין הרישום הכפול) יכולה להירשם ברישום כפול גם בבורסה בישראל.

ב. סגל הבורסה סבור שיש לאפשר לקרנות ריט שיחידותיהן נסחרות בבורסת חו"ל לרשום את יחידות הקרן למסחר בת"א. הכוונה היא לאפשר לקרנות ריט אשר הוגדרו ככאלו על פי חוקי המס החלים עליהן ושיצהירו על כך במסמך הרישום, לרשום את



יחידות הקרן גם בבורסה בישראל. אפשרות זאת תינתן לקרנות שיחידותיהן נסחרות כבר בבורסת בחו"ל או לכאלו שירשמו למסחר בו זמנית בבורסת חו"ל ובבורסה. לאור זאת הבורסה מציעה לתקן את תקנונה והנחיותיה כך שיאפשרו רישום למסחר של יחידות של קרן ריט זרה בבורסה בישראל.

הערות לטייטה ניתן להעביר עד ליום 9.10.2019.

ג. עוד מציינת הבורסה כי כל תאגיד זר המבקש להרשם לפי פרק ה'4 לחוק (חוק הרישום הכפול) נדרש לקבל במקביל גם את אישור רשות ניירות ערך, כך שכל קרן ריט זרה כאמור תיבדק גם על ידי רשות ניירות ערך.

למעבר לנוסח טיוטת התיקון לחצו [כאן](#).

## **7. קול קורא להתייחסות הציבור לצורך בהתאמות בכללי הממשל התאגידי ביחס לחברות ללא גרעין שליטה**

משרד המשפטים בשיתוף רשות ניירות ערך פרסמו ביום ה-23 בספטמבר, קול קורא לבחינת הסוגיה לעיל לאור המציאות המשתנה.

בקול הקורא מצוין כי הממשל התאגידי בישראל, המעוגן בחקיקה, מכוון לחברות בעלות גרעין שליטה ומנסה להתמודד עם בעיות הנציג העולות בהקשר זה. בשנים האחרונות ניתן לראות עלייה במספר החברות הישראליות הנסחרות בישראל ומחוצה לה אשר נסחרות ללא גרעין שליטה. משכך, עולה השאלה האם יש צורך בהתאמת החקיקה למצב האמור, וזאת בעיקר מכיוון שבעיות הנציג הרווחות במצב האמור, הינן שונות – בין ציבור בעלי המניות לבין מנהלי החברה.

משרד המשפטים ורשות ניירות ערך ביקשו לקבל את הערות הציבור באשר לצורך בתיקוני חקיקה וביצוע התאמות של כללי הממשל התאגידי בנוגע לחברות ללא גרעין שליטה, לרבות התייחסות לנקודות הבאות:

1. המבחן הכמותי לעניין הגדרת "שליטה".
2. הרכב הדירקטוריון, ושאלת הצורך בעיגון שיעור מינימלי של דירקטורים בלתי תלויים.
3. הליכי מינוי והצעת מועמדים לכהונה כדירקטורים (בלתי תלויים ותלויים).
4. ועדות דירקטוריון נדרשות בחברות ללא גרעין שליטה והרכבן, לרבות תנאי הכשירות לכהונה בהן.
5. תקופת כהונה של דירקטורים והסמכות להעבירם מכהונתם.
6. הפרדה בין תפקיד יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל.
7. אופן אישור עסקאות של החברה עם בעלי מניות דומיננטיים.
8. אופן אישור עסקאות עם דירקטורים ועם נושאי משרה אחרים ואופן אישור תנאי התגמול שלהם.
9. האפשרות לאמץ מנגנוני הגנה מפני השתלטויות עוינות.



ניתן להעביר הערות למסמך עד ליום ה-10 בנובמבר, 2019. בימים אלו משרדנו מרכז הערות בסוגיה זו. ככל שתבקשו להעיר לקול הקורא האמור, נשמח לסייע.

למעבר לקול הקורא לחצו [כאן](#).

---

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

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת,

בברכת חג שמח ושנה טובה,

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

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

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

[יערה שחורי בן הרוש](#), עו"ד, [תאגידיים, ניירות ערך ושוק ההון](#) : [yaarab@agmon-law.co.il](mailto:yaarab@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