

עדכוני דיני חברות, דיני ניירות ערך ושוק הון יולי 2019

לקוחות המשרד וידידינו שלום רב,

בחודשים האחרונים נדונו והוכרעו בבתי המשפט ענייני תאגידי ניירות ערך, אשר להם השפעה על התנהלות השחקנים בשוק ההון. במקביל, התקבלו בתקופה זו שורה של החלטות אכיפה ואסדרה מצד רשות ניירות ערך בקשר עם הגופים המפוקחים על ידה.

על רקע האמור, ובמסגרת עדכוני מחלקת שוק ההון במשרדנו, קיבצנו בפניכם, בתמצית, חידושים נבחרים והתפתחויות בתחומים אשר עשויים להיות רלוונטיים לפעילותכם, כמפורט להלן:

פסיקה -

- הוגנות מחיר השוק בהקצאת מניות לבעל השליטה אגב יישום כלל "שיקול הדעת העסקי" (Business Judgment Rule - BJR); [\(ר' סעיף 1 להלן\)](#).
- דחיית בקשה להסכם פשרה בתביעה נגזרת שהוגשה בטענה ששכרו של יו"ר הדירקטוריון ובעל השליטה בחברה שולם שלא כדין; [\(ר' סעיף 2 להלן\)](#).
- ניצול הזדמנות עסקית של החברה על-ידי נושא משרה; [\(ר' סעיף 3 להלן\)](#).
- מידע מהותי בדיווח וולונטרי אשר הנו בגדר מידע צופה פני עתיד; [\(ר' סעיף 4 להלן\)](#).

הליכי אכיפה -

- פרסום מדיניות אכיפה של רשות ניירות ערך; [\(ר' סעיף 5.1 להלן\)](#).
- אכיפה מנהלית - אחריות חברה, מנכ"ל וסמנכ"ל כספים לפרט מטעה בדוחות כספיים; [\(ר' סעיף 5.2 להלן\)](#).
- הסדרי אכיפה מנהלית עם חברה ומנכ"ל - הכללת פרטים מטעים בדוחות הכספיים; [\(ר' סעיף 5.3 להלן\)](#).
- עיצום כספי בגין אי-הגשת דוחות כספיים במועד ואי-מינוי מנכ"ל; [\(ר' סעיף 5.4 להלן\)](#).
- עיצום כספי בגין הקצאת אופציות לעובדי חברה ללא מתאר; [\(ר' סעיף 5.5 להלן\)](#).
- עיצום כספי בגין היעדר גילוי על הערכות שווי מהותיות בדוחות התקופתיים של החברה; [\(ר' סעיף 5.6 להלן\)](#).

הצעות חקיקה ועדכוני חקיקה -

- הצעה לתיקון חוק ניירות ערך בעניין "תשקיף מדיניות השקעות" ו"תשקיף רכש ייעודי"; (ר' [סעיף 6.1 להלן](#)).
- פרסום תזכיר חוק ניירות ערך בנושאים הבאים: ניירות ערך מסחריים, רישום חברות דואליות עם מספר סוגי מניות בהון המונפק, הרחבת סמכות הרשות למימון תובענות ייצוגיות, הבהרות בנוגע לאיסור על שימוש מידע פנים; (ר' [סעיף 6.2 להלן](#)).
- פרסום טיוטת תקנות ניירות ערך לקביעת חובות והוראות לנאמנים למחזיקים בתעודות התחייבות; (ר' [סעיף 6.3 להלן](#)).
- פרסום קול קורא לציבור לצורך גיבוש מתווה להצעת "קרן גידור בנאמנות"; (ר' [סעיף 6.4 להלן](#)).

עמדות סגל מחלקת תאגידים –

עמדה משפטית (SLB) לעניין עסקאות החלף (SWAP); עמדה משפטית (SLB) לעניין פרסומים המתייחסים להצעה לציבור של ניירות ערך; תשובת הסגל לפניה מקדמית בעניין מימוש אופציות בנסיבות שבהן קיים בתאגיד מידע העשוי להיחשב מידע פנים; תשובת הסגל לפניה מקדמית בעניין אישי של בעל שליטה בעסקת הקצאת מניות של חברת בת; פרסום שאלות ותשובות; (ר' [סעיף 7 להלן](#)).

1. הוגנות מחיר השוק בהקצאת מניות לבעל השליטה אגב יישום כלל "שיקול הדעת העסקי"

בפסק דין שניתן לאחרונה בעניין חברת אופטיבייס,¹ הכריע בית המשפט בשאלה האם נושאי המשרה הפרו את חובת הזהירות כלפי החברה בעת קבלת החלטות לאישור הקצאות פרטיות של מניות החברה לבעל השליטה. ההקצאות בוצעו בשלושה מועדים שונים (בשנים 2008, 2011 ו-2013) בתמורה להשקעת בעל השליטה בחברה. בנוסף, נדונה השאלה האם כאשר חברה ציבורית מבצעת הקצאת מניות פרטית, היא מחויבת לבצע הערכת שווי, או שמא היא יכולה להסתמך על מחיר השוק של המניה בבורסה.

שלוש ההקצאות האמורות נדונו ואושרו כדין כעסקאות בעלי עניין על ידי ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית של החברה (המנגנון המשולש). לפני שאושרו ההקצאות, בחנו הגורמים הרלוונטיים בין היתר את הצורך בגיוס הון לחברה באותה עת; את החלופות העומדות בפני החברה לגיוס ההון; ואת מחיר המניה. בשתיים מההקצאות, המחיר שנקבע היה מחיר השוק הממוצע של מניית החברה ב-30 הימים שקדמו להקצאות, ובאחת מהן התקבלה חוות דעת מקצועית שלקחה בחשבון גם "פרמיית שליטה" שהיה על בעל השליטה לשלם בגין רכישת המניות (וזאת בהתייחס להקצאה שלאחריה החזיק למעלה מ-45% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ומזכויות ההצבעה בה).

בבואו להכריע בשאלה האם הפרו נושאי המשרה את חובת הזהירות שלהם כלפי החברה, בית המשפט בחן האם עומדת לנושאי המשרה הגנת כלל "שיקול הדעת העסקי" (Business Judgment Rule) אשר אומץ בשנת 2016 על ידי בית המשפט העליון בפסק הדין בפרשת ורדניקוב.² לשם כך בחן בית המשפט את תהליך קבלת ההחלטות לאישור ההקצאות בהתאם למבחן הפרוצדוראלי, אשר על פיו יש לעמוד בשלושת התנאים המפורטים להלן -

א. **ההחלטה הינה "החלטה מיוחדת"** – בית המשפט חזר על הקריטריונים שנקבעו בעניין בטר פלייס³ הנדרשים לצורך התקיימותו של תנאי זה, ובהם קבלת החלטה אקטיבית על ידי הדירקטוריון אשר הפעיל בפועל את שיקול דעתו העסקי; איסוף מידע מהותי הזמין לדירקטוריון באופן סביר; בחינת אלטרנטיבות; וקיום דיון מספק בדירקטוריון. כמו-כן בית המשפט בחן האם נושאי המשרה חייבים להסתייע בחוות דעת מקצועית אודות הוגנות מחיר ההקצאה לצורך קבלת החלטתם. בהקשר זה נקבע כי בהיעדר חשש לבחירת עיתוי מניפולטיבי, לטובת בעל השליטה, ובהיעדר חשש לשימוש במידע עודף שברשותו של בעל השליטה, חברה ציבורית יכולה לבצע הקצאה פרטית לבעל השליטה בה במחיר השוק, כאשר המניה סחירה, מבלי להידרש לביצוע הערכת שווי של מניותיה.

יצוין כי בפסק הדין הובהר כי עמדה זו שונה מהעמדה הנהוגה לעניין בחינת שווי הוגן של מניות בעת ביצוע הצעת רכש מלאה, בין היתר, מאחר שהקצאת מניות בדרך של הקצאה פרטית (להבדיל מהצעת רכש מלאה) מאפשרת לבחון את התנהגות המניה בשוק לאחר ביצוע ההקצאה, ובהתאם לכך לזהות האם ההקצאה בוצעה במחיר שאינו משקף את השווי ההוגן של המניה

1 תנ"ג (מחוזי מרכז) 22387-05-15 שילוני ואח' נ' ויילר ואח' [פורסם בנבו 16.06.2019].
2 ע"א 7735/14 ורדניקוב נ' אלוביץ (פסק דין ורדניקוב). לנוסחו המלא של פסק הדין [לחץ כאן](#).
3 ת"א (מחוזי מרכז) 47302-05-16 בטר פלייס ואח' נ' אגסי ואח'. לנוסחו המלא של פסק הדין [לחץ כאן](#). יצוין במאמר מוסגר, כי הוגש ערעור על פסק הדין לבית המשפט העליון.

עמדה נוספת שהוצגה בפסק הדין הינה כי במידה ונושאי המשרה אכן נעזרים בחוות דעת מקצועית, מצופה מהם לנהל דיון ענייני ומספק בנוגע לחוות הדעת, לשאול שאלות ולהפעיל את שיקול דעתם המקצועי, אך אין לצפות מנושאי המשרה לקרוא תיגר ולהטיל דופי בקביעות מהותיות של המומחה המקצועי.

ב. **ההחלטה התקבלה בתום לב (סובייקטיבי)** - בית המשפט קבע כי לא הוכח שהחלטות הדירקטוריון וועדת הביקורת התקבלו בחוסר תום לב סובייקטיבי תוך העדפה של טובתו של בעל השליטה, על פני טובתה של החברה.

ג. **ההחלטה התקבלה ללא ניגוד עניינים** - בית המשפט קבע כי לא הוכח כי הדירקטורים פעלו בניגוד עניינים בקבלת ההחלטה באופן שהיטיב עם בעל השליטה.

בית המשפט קיבל באופן עקרוני את הטענה לפיה כאשר חברה מתקשרת עם בעל השליטה בה מתעצם החשש הפוטנציאלי לניגוד עניינים. בפסק הדין נקבע כי קיימת לבית המשפט הסמכות להתערב בהחלטות מנהלי החברה אשר אושרו כדין במוסדות החברה הרלוונטיים, לרבות באמצעות "המנגנון המשולש", אולם התערבות בהחלטות כאמור תיעשה על ידי בית המשפט במשורה, כאשר מהעסקה עולים "סימנים מחשידים", כגון אי שוויון בולט בין בעל השליטה לבין בעלי המניות.

בית המשפט הדגיש את חשיבות הדיונים המקיפים ותיעודם בפרוטוקולים של ועדת הביקורת והדירקטוריון.

לבסוף קבע בית המשפט כי מהטעמים לעיל וכן מטעמים נוספים שנגעו, בין היתר, לתום הלב של המבקשים דינה של התביעה הנגזרת להידחות.

2. דחיית בקשה להסכם פשרה בתביעה נגזרת שהוגשה בטענה ששכרו של יו"ר הדירקטוריון ובעל השליטה בחברה שולם שלא כדין

בעלת מניות מיעוט בחברת צבי צרפתי הגישה תביעה ובקשה לאישורה כתביעה נגזרת כנגד יו"ר הדירקטוריון ומבעלי השליטה בחברה.⁴ עניינה של התובענה נשוא הבקשה הוא השבת כספים על ידי יו"ר הדירקטוריון לחברה בסך של כ-13 מיליון ש"ח בגין שכר שולם לו שלא כדין. מר צרפתי כיהן החל משנת 1993 ועד שנת 2009 בשני תפקידים – יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה. לטענת המבקשת, משדחתה אסיפת בעלי המניות בשנת 2009 הצעה לאישור כהונתו הכפולה, חדל מר צרפתי לכהן כמנכ"ל החברה, והיה צורך לאשר מחדש את תנאי התגמול, הואיל ומדובר בשינוי מהותי בתנאי העסקתו.

הצדדים ניהלו הליך גישור, ולמרות שהמבקשת מכרה את מניותיה בחברה למר צרפתי במהלך הליך הגישור, הושג הסכם פשרה. עיקרי הסכם הפשרה הם שמר צרפתי ימשיך לכהן בתפקידו כיו"ר הדירקטוריון לתקופה של שלוש שנים נוספות ללא תמורה כספית; החברה תפרסם הצעת רכש רגילה בסכום של כ-10 מיליון ש"ח; ובנוסף החברה תחלק דיבידנד בסך 20 מיליון ש"ח.

⁴ תני"ג (ת"א כלכלית) 27061-07-16 אתו שוקי הון שותפות מוגבלת נ' צבי צרפתי ואח' [פורסם בנבו 26.05.2019].

הסכם הפשרה אושר בוועדת הביקורת, בדירקטוריון ובאסיפה הכללית על-ידי רוב מקרב בעלי המניות המשתתפים בהצבעה שלא היו בעלי-שליטה או בעלי עניין אישי באישור ההחלטה.

לפני הגשת הבקשה לאישור הסכם הפשרה, והודעת הסתלקות של המבקשת מההליך (בשל העובדה שמכרה את מניותיה בחברה), הוגשה בקשה על ידי בעל מניות מיעוט אחר להחלפת התובעת הנגזרת.

בית המשפט דחה את הבקשה לאישור הסכם הפשרה מכיוון שההסכם כרך את נושא שכרו של יו"ר הדירקטוריון יחד עם טובות הנאה משמעותיות לבעלי-המניות באופן אשר "עוקף" את הדרך החוקית שנקבעה לאישור שכר של בעל-שליטה בחברה ציבורית. בית המשפט קבע שבמצב בו מובאת לאישורה של האסיפה הכללית החלטה הכורכת יחדיו מספר נושאים שאינם קשורים זה לזה, עולה חשש שמא יאשרו בעלי המניות החלטה בנושא שהם לא חפצים בו, רק בשל קיומה של "סוכריה" לבעלי מניות המיעוט. בהקשר זה הדגיש בית המשפט כי החלטה כדוגמת חלוקת דיבידנד נתפסת כעניין ניהולי הנמצא בסמכות הדירקטוריון, אשר נדרש לקבל את החלטותיו בתום-לב ומשיקולים עניינים. במצב הדברים בעל השליטה ניצל את שינוי מדיניות הדיבידנד כ"מנוף" בהתנהלותו מול בעלי מניות המיעוט כדי להניעם לאשר הסכם הכולל הטבות לבעל-השליטה שיתכן שלא היו מאושרות אלמלא כן.

בנוסף, בית המשפט קבע כי הסכם הפשרה אושר על-ידי האסיפה מבלי שעמד בפני בעלי-המניות מידע מלא. בכך, הדגיש בית המשפט את החשיבות במתן מידע מלא ואובייקטיבי לבעלי מניות המיעוט אודות הסכומים שבעל השליטה היה נדרש להשיב לחברה אילו התביעה נגדו הייתה מתקבלת, כדוגמת מתן נתונים לטווח השכר לנושאי משרה בתנאים דומים.

בית המשפט הגיע למסקנה כי בנסיבות העניין המשא ומתן לקראת הסכם הפשרה התנהל לא על ידי התובעת הנגזרת אלא על ידי מוסדות החברה (הנגועים בניגוד עניינים חריף), ומשכך הסכם הפשרה הוא לכל היותר הסכם פשרה בין החברה לבין הנתבע הפוטנציאלי (יו"ר הדירקטוריון). יחד עם זאת, עצם קיומם של ניגודי עניינים בהליך גיבוש הסכם הפשרה אינו שולל את תוקפו מסיבה זאת בלבד, אלא יש לבחון את הסכם הפשרה לגופו למרות ניגוד העניינים החריף שהביא להתקשרותו, וחרף העובדה שהוא הושג בהליך של בקשת אישור תביעה נגזרת. בנסיבות המקרה דן לאור מכלול הנסיבות הרלוונטיות החליט בית המשפט שלא לאשר את הסכם הפשרה, ולאשר את הבקשה להחלפת התובעת הנגזרת.

3. ניצול הזדמנות עסקית על-ידי נושא משרה

בעניין דהן⁵ המבקשים הגישו לבית המשפט בקשה לאישור תביעה נגזרת בשמה של חברת מודיעין אזרחי, חברה פרטית שעוסקת בשמירה, אבטחה ובלדרות מאובטחת. בבקשה נטען כי המשיבים גזלו הזדמנות עסקית של מהחברה כאשר הם רכשו בעצמם ולא באמצעות החברה את מערך הכספומטים של חברת שירותי בנקאות אוטומטיים. לטענת המבקשים מדובר בהזדמנות של החברה שאסור היה למשיבים לנצל באופן פרטי. בית המשפט דן בשאלת היקף איסור ניצול

⁵ תני"ג (ת"א כלכלית) 61475-07-14 מרדכי (מוטי) דהן נ' יחיאל דהן [פורסם בנוב 2019.16.05].

הזדמנות עסקית של החברה על ידי נושא משרה בהתאם להוראות סעיף 254 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן - "חוק החברות") כמפורט להלן -

א. **הסכמת בעלי המניות ומבחן הציפייה** – בית המשפט קבע כי בחברות פרטיות קטנות (בשונה מחברות ציבוריות גדולות), המקור הראשון לקביעת מתחם ההזדמנויות העסקיות שהן "של החברה" הוא הסכמת הצדדים ביחס לתחום הפעילות המשותף שלהם בחברה. ככול שקיימת הסכמה שכזאת, היא יכולה להקטין את מידת אי-הוודאות של בעלי המניות ביחס לשאלה אילו תחומים ייחשבו כתחומים "של החברה", ובאילו תחומים הם רשאים להמשיך לעסוק באופן פרטי. לגישת בית המשפט, הזדמנות עסקית של החברה היא כזו שלחברה יש לגביה אינטרס קיים או ציפייה הנובעת מזכות קיימת.

ב. **שימוש במשאבי החברה ובמידע השייך לה (הרציונל הקנייני)** – כאשר נושא המשרה נדרש לעשות שימוש מסיבי במשאבי החברה לצורך ניצול הזדמנות עסקית, וכאשר המידע אודות ההזדמנות העסקית נודע לנושא המשרה כתוצאה ממשרתו בחברה, אסור לו לנצל את ההזדמנות הזו באופן אישי, וההזדמנות תיחשב כשייכת לחברה.

ג. **מבחן תחום העיסוק ואיסור התחרות עם החברה** – בהעדר הסכמה, יש לבחון גם את הגדרת התפקיד של נושא המשרה ועד כמה מצופה ממנו לאתר הזדמנויות עסקיות עבור החברה ולהקדיש לחברה את כל זמנו ומרצו. כשנושא משרה הוא מי שתפקידו לאתר הזדמנויות עסקיות עבורה - תגבר הנטייה לקבוע כי עליו להביא לידיעת החברה כל הזדמנות בתחום פעילותה. כמו כן יש לבחון האם ניצול ההזדמנות העסקית יביא את נושא המשרה לידי תחרות עם החברה. אם התשובה היא חיובית, נאסר עליו לנצל את ההזדמנות העסקית ועליו להעבירה לחברה ולאפשר לה לנצלה בעצמה.

בית המשפט הדגיש כי מבחנים אלה אינם מביאים בהכרח לאותה תוצאה ויש לבחון את כולם במסגרת "מקבילית כוחות", כאשר המסקנה ביחס לשאלה האם מדובר בהזדמנות עסקית של החברה תוסק ממכלול הנסיבות הרלוונטיות ויישומן בהתאם למבחנים האמורים. ביישום המבחנים על עובדות המקרה, בית המשפט דחה את התביעה בהתבסס על קביעתו כי פעילות מערך הכספומטים אינה מתחרה בפעילותה של החברה ולכן אין מדובר בעסקה בתחום הפעילות של החברה.

4. **מידע מהותי בדיווח וולונטרי אשר הנו בגדר מידע צופה פני עתיד**

בפסק הדין בעניין ספאנטק תעשיות נדונה בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד החברה בטענה לפרטים מטעים בדיווחיה לציבור.⁶ לטענת המבקש, החברה לא דיווחה, כמתחייב מהוראות הדין, על שינויים במחירי חומרי גלם ותקלות בקווי ייצור, והציגה באופן מטעה נתונים שפרסמה באופן וולונטרי כמידע צופה פני עתיד (מגמה צפויה ברווחי ה-EBITDA של החברה) במסגרת מצגת למשקיעים.

בית המשפט קיבל את העיקרון לפיו דיווח שהוגש באופן וולונטרי כפוף לעיקרון הגילוי הנאות ואיסור על הכללת פרט מטעה, ככל דיווח חובה המוגש מכוח הוראות הדין.

⁶ ת"צ (ת"א) 42654-12-16 צחי גאון נ' נ.ר. ספאנטק תעשיות בע"מ [פורסם בנבו 10.02.2019].

בית המשפט דחה את הבקשה להגשת תובענה ייצוגית, וקבע כי המבקש לא הוכיח ברמה הנדרשת את טענותיו לפיו השינויים במחירי חומרי הגלם השפיעו מהותית על רווחי החברה. כמו-כן המבקש לא הוכיח כי תקלות בקווי הייצור של החברה השפיעו על מצבה הפיננסי והיו בגדר מידע מהותי שמחייב דיווח.

ביחס למידע צופה פני עתיד שהופיע במצגת לשוק ההון, קבע בית המשפט כי על החברה להשתמש ב"מבחן התוחלת", המתבסס על שקלול עוצמת השפעתו של האירוע הצפוי על החברה ביחד עם ההסתברות להתממשותו. המבקש לא הוכיח שהיה על החברה לדווח במועד פרסום המצגת לשוק ההון על שינוי מגמה ב-EBITDA, וציין כי מצופה ממשקיע סביר לדעת שנתוני עבר של חברה אינם מצביעים בהכרח על הימשכות של מגמה גם בעתיד.

בהערת אגב ציין השופט כבוב כי לדעתו יש להחיל על דיווח וולונטרי משטר אחריות גבוה מאשר זה החל על דיווח מיידי. לגישתו, רף האחריות לקיומו של הכללת פרט מטעה בדיווח וולונטרי הוא רשלנות (כלומר, האם היה על החברה לדעת שקיים פרט מטעה בדיווח), בדומה לרף האחריות החל על דיווח תקופתי, בעוד רף האחריות לאי-הכללת פרט מטעה בדיווח מיידי, הוא ידיעה בפועל או לפחות עצימת עיניים, לאור רכיב הדחיפות שקיים בדיווחים מיידיים.

5. הליכי אכיפה – רשות ניירות ערך

5.1 פרסום מדיניות אכיפה של רשות ניירות ערך

בחודש יולי 2019 פרסמה רשות ניירות ערך את מדיניותה בשלושת מישורי האכיפה בהם היא פועלת.⁷ תמצית מדיניות האכיפה מובאת להלן –

אכיפה פלילית:

מישור אכיפה הפלילית מיועד לטיפול בעבירות חמורות המבוצעות בשוק ההון. רשות ניירות ערך רואה באכיפה פלילית נדבך חיוני בביסוס ציות לחוק והרתעה מפני הפרתו. בין היתר, מדובר על עבירות שימוש במידע פנים; תרמית בניירות ערך; עבירות דיווח; הצעת ניירות ערך לציבור ללא תשקיף; ועבירות שונות על חוק העונשין, תשל"ז-1977 ועל חוק איסור הלבנת הון, תש"ס-2000 (להלן – "חוק איסור הלבנת הון").

אכיפה מנהלית:

מישור האכיפה המנהלית יופעל בדרך כלל במקרים שבהם המפר פעל ברשלנות וכן בהפרות שהיסוד הנפשי בהן מגיע כדי "עצימת עיניים" או "מודעות". משכך, נטל ההוכחה נמוך מההליך הפלילי ודומה לזה הנדרש בתביעות אזרחיות, ובהתאם הסנקציות המושתות בסיומו קלות מאלה המושתות בהליך הפלילי, כדוגמת איסור על כהונה כנושא משרה בכירה בגורמים מפוקחים; התליה של רישיון מנהל תיקים או יועץ השקעות; עיצומים כספיים ועוד. במסמך המדיניות מפורטים קווים מנחים אשר לפיהם מיושם ההליך המנהלי:

⁷ לנוסח המלא של מדיניות האכיפה [לחץ כאן](#).

- אירועים שבהם יש אינטרס ציבורי גבוה באכיפתם (כגון מקרי רשלנות גבוהה או למעלה מכך, או מקרים שבהם נדרש מסר הרתעתי למיגור ההתנהגות המפרה);
 - האכיפה מתמקדת במעורבים המרכזיים בביצוע ההפרה;
 - האכיפה נעשית על ידי יצירת מדרגים בענישה על פי מעורבות ובכירות;
 - בדיקת מעורבות אחריות של גורמים חיצוניים בהפרה (יועץ משפטי חיצוני ו/או רו"ח מבקר בהכללת פרט מטעה בדיווח);
 - פורטו שיקולים בהטלת עיצומים כספיים ובמניעת כהונה כאמצעי אכיפה;
 - התחשבות ביישום אפקטיבי של תכניות אכיפה פנימיות בתאגיד בעת ביצוע ההפרה;
 - עידוד הסדרי אכיפה בהליך המנהלי.
- לצד ההליך המנהלי כוללים דיני ניירות ערך הליך נוסף של הטלת עיצומים כספיים אשר מוטלים על גורמים מפוקחים המבצעים הפרות מסוימות של דיני ניירות ערך, חוק החברות וחוק איסור הלבנת הון.

אכיפה פרטית:

לצד האכיפה הפלילית והמנהלית אותן יוזמת, חוקרת ומבצעת רשות ניירות ערך, מתקיימת גם "אכיפה פרטית" מצד משקיעים (בעלי מניות ומחזיקי אגרות חוב), וזאת בעיקר באמצעות הגשת תובענות ייצוגיות ותביעות נגזרות. האכיפה הפרטית עשויה להתקיים במקביל או בנפרד מפעולות האכיפה האחרות. בתחום האכיפה הפרטית, מעורבותה של רשות ניירות ערך באה לידי ביטוי בשלושה ערוצים מרכזיים: סמכות מימון; מעורבות בהסדרי פשרה; התייצבות והבעת עמדות מקצועיות בהליכים משפטיים.

5.2. אכיפה מנהלית - אחריות החברה, המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים לפרט מטעה בדוחות כספיים

(פברואר 2019)

בדוחות הכספיים של חברת אלבר בין השנים 2008-2013 התגלתה טעות בסעיף הוצאות אגרות רישוי לצי הרכב של החברה בסכום מצטבר של כ-31 מיליון ש"ח ברוטו (כ-23 מיליון ש"ח נטו) שנבעה מחישוב הסעיף באמצעות שימוש באומדן שגוי. הטעות הביאה לכך שבדוחות נרשמה הוצאה נמוכה מההוצאה בפועל. בעקבות גילוי הטעות, פנתה החברה ביוזמתה לסגל רשות ניירות ערך, ודיווחה לו ולציבור המשקיעים, על הטעות שנפלה בדוחות הכספיים. בעקבות הטעות נפתח הליך אכיפה מנהלית כנגד החברה, מנכ"ל החברה וסמנכ"לית הכספים בטענה לפרט מטעה בדוח כספי. בהמשך פוצלו ההליכים כנגד החברה ונושאי המשרה:

5.2.1. אחריות החברה הציבורית⁸

במסגרת הליך האכיפה המנהלית, הגיעה החברה להסדר אכיפה עם הרשות, ובו הודתה בעובדות ובהפרות שיוחסו לה, ונקבעה אחריותה לארבע הפרות של הכללת פרט מטעה ברשלנות, בדוחותיה הכספיים.

על החברה הוטל עיצום כספי בגובה 850,000 ש"ח ובמקביל התחייבה לנקוט אמצעים למניעת הישנות ההפרות, ובכלל זה התחייבה לגבש נוהל אשר יסדיר בקרה ותיקוף אומדנים המשמשים לדוחות הכספיים, וגיבוש המידע והנתונים המבססים את האומדנים ועדכונו. כמו-כן החברה התחייבה החברה לוודא כי הנוהל החדש יוטמע, ייבדק ויתעדכן מעת לעת על מנת לוודא כי הוא תואם את החקיקה והתקינה הרלוונטיים ואת פעילות החברה.

5.2.2. אחריות המנכ"ל וסמנכ"ל לית כספים לפרט מטעה בדוחות הכספיים⁹

הליך האכיפה נגד מנכ"ל החברה וסמנכ"ל לית הכספים לא הסתיים בהסדר, אלא נדון בפני מותב האכיפה המנהלית, אשר בחן האם הטעות בדוחות הכספיים היתה בגדר פרט מטעה מהותי, והאם ניתן לייחס למשיבים אחריות, ברשלנות, לקיומו של פרט מטעה.

פרט מטעה מהותי – בהחלטת המותב צוין כי בבחינת מהותיותו של פרט מידע והשפעתו על המשקיע הסביר יש ליישם מבחנים כמותיים הנבחנים בעיקר במישור החשבונאי ומבחנים איכותיים הנבחנים בעיקר במישור המשפטי.

דעת רוב חברי המותב היתה שמהותיות הטעות צריכה להבחן בעיני המשקיע הסביר, ללא קשר אם הוא משקיע במניות או באג"ח של החברה. לגישתם, העובדה כי הנהלת החברה לא היתה מודעת במשך תקופה ארוכה לכך שסכום כספי שהצטבר לכדי מיליונים, הלך ונגרע מספרי החברה, היא בגדר פרט מידע החשוב למשקיע הסביר, אף אם הסכום הכספי אינו משמעותי בהשוואה למחזור הכספי של החברה. מנגד עמדת המיעוט הסתייגה מגישה זו, באומרה כי מהותיות הטעות צריכה להיבחן בשים לב לנתוני החברה, ולא באופן אבסולוטי.

היעדר שינוי במחיר אגרות החוב של החברה או בדירוג שלהן בעקבות גילוי הטעות ותיקונה, אינו מהווה ראיה לכך שהמידע לא היה מהותי, אלא עשוי להוות אינדיקציה בלבד, שכן מחיר נייר ערך מושפע מגורמים שונים בשוק ההון.

התמשכות הטעות על פני תקופה ארוכה של מספר שנים ללא קיום מערכת בקרה ראויה ותיקוף של האומדן, על רקע של החברה לסף של אי עמידה באמות מידה פיננסיות שנקבעו בהסכמים של החברה עם הבנקים, מחזקת לגישת המותב את עצמת המהותיות של הפרט המטעה.

8 להסדר האכיפה המלא [לחץ כאן](#).
9 לנוסח ההחלטה המלא [לחץ כאן](#).

כמו-כן למרות קיומה של מחלוקת בעניין המהותיות בין החברה לרשות, עצם פרסומו של תיקון טעות חשבונית במתכונת של הצגה מחדש (restatement) מעיד על כך שהחברה הציגה בפני המשקיעים את הטעות מהותית. משהחליטה החברה לקבל את עמדת הרשות ולהכיר במהותיות לצורך הצגה מחדש של הדוחות הכספיים, קשה לקבל טענה נוגדת בהליך אכיפה מנהלי.

רשלנות נושאי המשרה - המבחן שלפיו נקבע אם בוצעה הפרה כתוצאה מרשלנות, הוא מבחן ה"אדם הסביר". בהתאם לדעת רוב המותב, רשלנות המשיבים אינה נובעת בשל שימוש באומדן לא מדויק, אלא באי הנהגת נהלים ומנגנוני בקרה קבועים לצורך בדיקה ותיקוף תוצאות האומדן, היעדר ניתוחי רגישות, היעדר הדרכה של עובדי החברה החדשים, ונורות אזהרה שלא נדלקו במועד. דעת המיעוט החזיקה בעמדה שהרשלנות היא בכך שלא נקבע שמדובר באומדן שהוא מהותי לנתוני החברה, למרות שבדיעבד האומדן הביא לטעות מהותית בדוחות.

ועדת האכיפה המנהלית החליטה כי התקיימו יסודות ההפרה והוטל על כל אחד מנושאי המשרה הנ"ל עיצום כספי על סך 60,000 ש"ח לתשלום בפועל ועיצום כספי בסכום דומה על תנאי. בנוסף הוחלט על כי המנכ"ל יהיה מנוע מלכהן כנושא משרה בחברה ציבורית לתקופה של 6 חודשים, ואילו סמנכ"לית הוטלה סנקציה של מניעת כהונה לתקופה של 6 חודשים על תנאי.

5.3. הסדרי אכיפה מנהלית עם חברה ציבורית (אפריל 2019) ועם מנכ"ל החברה (יוני 2019) -

הכללת פרטים מטעים בדוחות הכספיים¹⁰

בדוחות הכספיים של חברת טלדור בשנים 2010-2013 התגלתה טעות בסעיף המלאי, בעקבות אי התאמה מהותית בין ערך המלאי המופיע בספרי החברה ובין ערך המלאי בפועל. הטעות נבעה משינויים אשר מנהלת הכספים של חטיבת השירותים הזינה באופן ידני אשר השליכו על נתוני דוחות מלאי, ודוחות יתרה של סעיפים נוספים במאזן, הקשורים להון החוזר בסכום של כ-49 מיליון ש"ח. בעקבות גילוי אי-ההתאמה, החליט דירקטוריון החברה למנות ועדת בדיקה מטעמו לבחינת הנושא בדרך של בדיקה חקירתית באמצעות בודק חיצוני. כמו-כן הוגש כתב אישום כנגד מנהלת הכספים של החטיבה, אשר הסתיים בהסדר טיעון במסגרתו הודתה והורשעה בשש עבירות של הכללת פרט מטעה בדוח תקופתי.¹¹ במקביל פתחה רשות ניירות ערך בבירור מנהלי נגד החברה והמנכ"ל בגין הכללת פרטים מטעים בדוחות כספיים, ובסיומו גובשו עמם הסדרי אכיפה.

במסגרת הסדר האכיפה עם החברה, הודתה החברה בחלק מהעובדות שיוחסו לה אך ללא הודאה בכך שעובדות אלו מגבשות הפרה ברשלנות, והסכימה ליטול על עצמה אמצעי אכיפה שהנו עיצום כספי בסך של 1,150,000 ש"ח.

¹⁰ להסדר האכיפה המלא עם החברה [לחץ כאן](#), להסדר האכיפה המלא עם מנכ"ל החברה [לחץ כאן](#).
¹¹ ת"פ 37820-11-17 מדינת ישראל נ' גת [12.12.2017] לנוסח פס"ד המלא [לחץ כאן](#).

בהסדר האכיפה עם מנכ"ל החברה, הסכים המנכ"ל להודות בחלק מהעובדות שיוחסו לו בהסדר ובכך שהפר ברשלנות את חובת הפיקוח. על המנכ"ל הוטל עיצום כספי בגובה של 100,000 ש"ח לתשלום בפועל וכן עיצום כספי על תנאי באותו הסכום.

5.4. עיצום כספי בגין אי-הגשה של דוחות כספיים במועד ואי-מינוי מנכ"ל¹²

בחודש אפריל 2019 הטילה הרשות עיצום כספי בגובה 135,000 ש"ח על חברת ויטלה קפיטל בע"מ בגין הגשה באיחור (175 ימים) של הדוחות הכספיים לרבעון השני של שנת 2018, ואי-כהונת מנכ"ל בחברה (במשך 228 ימים מעבר למותר בחוק החברות).

בהחלטתה הדגישה הרשות את חשיבות הגשתם של דוחות כספיים במועד, ובכך שאיחור בהגשה פוגע בעיקרון הגילוי הנאות, ומצמצם את יכולת קבלת ההחלטות הכלכליות המושכלות על ידי המשקיע. פגיעה זו מתעצמת ככל שהאיחור מתמשך.

כמו-כן הדגישה הרשות בהחלטתה כי אי-מינוי מנכ"ל בחברה ציבורית עלול לגרור השלכות מרחיקות לכת על החברה ועל פעילותה, ואף לגרום לה נזק ולפגוע באינטרס המשקיעים.

5.5. עיצום כספי בגין הקצאת אופציות לעובדי החברה ללא מתאר¹³

בחודש פברואר 2019 הטילה הרשות עיצום כספי בגובה 15,000 ש"ח על חברת אלגומייזר בע"מ בגין חמש הקצאות של אופציות לעובדי החברה, בניגוד להוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - "החוק" או "חוק ניירות ערך").

בהחלטה הזכירה הרשות את הכלל הבסיסי לפיו "הצעה לציבור" של "ניירות ערך", ומכירתם, תעשה על פי תשקיף. לכלל האמור נקבעו בחוק מספר חריגים, כגון הצעה לפי סעיף 15א(א) לחוק ניירות ערך לפיו ניצעים שמספר אינו עולה על שלושים וחמישה במהלך שנים עשר החודשים שקדמו להצעה, או הצעה לעובדי תאגיד לפי סעיף 15ב(1) לחוק ניירות ערך הנעשית על פי מתאר. במקרה האמור החברה הקצתה אופציות לעובדיה ללא מתאר, על אף שמספר העובדים עלה על שלושים וחמישה. לפנים משורת הדין החליטה הרשות לראות את חמש ההפרות כהפרה אחת לצורך קביעת גובה העיצום הכספי, והחברה נדרשה לבטל בפועל חלק מהאופציות שהוקצו.

¹² לנוסח ההחלטה המלאה [לחץ כאן](#). לעניין רכיב ההפרה הנמשכת הכלול בעיצומים כספיים המוטלים על-ידי רשות ניירות ערך, יצוין כי רשות ניירות ערך פרסמה נוסח הצעת חוק לתיקון חוק ניירות ערך שעניינו הפחתת סכום העיצום הכספי בגין הפרה נמשכת.

¹³ לנוסח ההחלטה המלאה [לחץ כאן](#).

5.6. עיצום כספי בגין היעדר גילוי על הערכות שווי מהותיות¹⁴

בחודש דצמבר 2018 הטילה הרשות עיצום כספי בגובה 94,958 ש"ח על חברת קפיטל פוינט בע"מ בגין היעדר גילוי על הערכות שווי מהותיות בדוחות התקופתיים של החברה לשנים 2016-2017.

במקרה האמור מדובר בהפרות שהתגלו על ידי רשות ניירות ערך במסגרת בדיקת תשקיף מדף של החברה, ולכן הוחלט, כי בנוסף לעיצום הכספי יוגבל תוקף ההיתר לשימוש בתשקיף המדף לשנה אחת בלבד, ובתום השנה תידרש החברה לקבל אישור מהרשות להארכת תשקיף המדף בשנה נוספת (וזאת חלף ההסדר הקבוע בתקנות לפיו תשקיף מדף יהיו פתוח לתקופה של שנתיים עם אופציה להארכה לשנה שלישית).

6. עדכוני חקיקה והצעות חקיקה

6.1. הצעה לתיקון חוק ניירות ערך בעניין תשקיף מדיניות השקעות ותשקיף רכש ייעודי¹⁵

בחודש אפריל 2019 פרסמה רשות ניירות ערך להערות הציבור הצעה לתיקון חוק ניירות ערך בעניין תשקיף מדיניות השקעות ותשקיף רכש ייעודי. ההצעה פורסמה לנוכח סיכונים שזיהתה הרשות לציבור המשקיעים בהנפקות של תאגידי ללא פעילות.¹⁶ הרשות מציעה להוסיף הסמכה בחוק ניירות ערך לפיה היא תהא רשאית לקבוע תנאים לביצוע הנפקות כאמור, זאת בדומה לכללים שקיימים בחו"ל.

תנאים אלו יתייחסו בין היתר לאופן החזקת כספי המשקיעים עד להשקעתם, ולאחר סיום ההשקעה; חובה לקבל את אישור המשקיעים להשקעות מסוימות; קציבת משך הפעילות והחזר כספים למשקיעים כשלא התבצעו השקעות; תנאי מינימום ליום המבקש להנפיק במתכונת זו; וסוגי ניירות הערך שניתן להנפיק.

6.2. פרסום תזכיר תיקון לחוק ניירות ערך¹⁷

בחודש יולי 2019 פורסם תזכיר תיקון לחוק המוצע כולל הצעות לתיקונים בחוק ניירות ערך ותקנותיו. להלן עיקרי התיקונים המוצעים –

6.2.1. הוראות הנוגעות ל-"ניירות ערך מסחריים" - ניירות ערך מסחריים הם מוצרי חוב

לטווח קצר (עד שנה), המהווים חלק ממקורות המימון של התאגידיים, הנדרשים להם לצורך הפעילות השוטפת ולהרחבת עסקיהם. על פי התזכיר הוצע לתקן את ההגדרה "ניירות ערך מסחריים" שבסעיף 1 לחוק ניירות ערך ולכלול בה התייחסות לאפשרות

14 לנוסח ההחלטה המלאה [לחץ כאן](#).

15 לנוסח הצעת החוק המלאה [לחץ כאן](#).

16 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.

17 לנוסח תזכיר החוק המלא [לחץ כאן](#).

הארכת תקופת הפירעון שלהם. לצד תיקון ההגדרה מוצע להוסיף את סעיף 23ב לחוק ניירות ערך, שעניינו "הארכת תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים", ובו לעגן את ההוראה האופרטיבית לפיה יתאפשר למציע להאריך את תקופת הפירעון של ניירות ערך מסחריים לתקופות נוספות שלא יעלו על שנה כל אחת, ובסך הכל עד לתקופה מרבית של חמש שנים.

6.2.2. **הקלות ברישום דואלי למסחר של חברה בעלת יותר מסוג מניות אחד** - סעיף 46ב(א) לחוק ניירות ערך אוסר על הבורסה לרשום למסחר חברה שהון המניות שלה כולל מספר סוגים. התיקון המוצע נועד להחריג מתחולת האיסור חברה הנרשמת למסחר בבורסה במסגרת ההסדר הדואלי, בכפוף לתנאים שנקבעו בתזכיר החוק.

6.2.3. **הרחבת סמכות רשות ניירות ערך לממן תובענות ייצוגיות** - בתזכיר החוק מוצע להקנות לרשות סמכות לממן תובענה ייצוגית נגד עוסק, כהגדרתו בחוק הגנת הצרכן, התשמ"א-1981, בקשר לעניין שבינו לבין לקוח, בין אם התקשרו בעסקה ובין אם לאו, ובלבד שיש בתובענה כדי להשפיע על עניינם של ציבור המשקיעים בישראל. כמו כן מוצע להקנות לרשות סמכות לממן תובענה שהוגשה לפי פרט 5 לתוספת השנייה בחוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006 (קרי תביעה בעילה הנובעת מזיקה לנייר ערך או ליחידה), גם כאשר מדובר בנייר ערך שאינו רשום למסחר בבורסה או שהוצע לציבור בישראל על פי תשקיף, ובלבד שהתובענה מבוססת על הפרה נטענת של חוק ניירות ערך.

6.2.4. **איסור שימוש בחוות דעת על נייר ערך שהתקבלה מאיש פנים בחברה** - לפי חוק ניירות ערך מסירת חוות דעת על נייר ערך מוגדרת במפורש כעשיית שימוש במידע פנים, אולם ביחס למקבל חוות הדעת, החוק אינו כולל איסור מפורש על פעילות המבוצעת על בסיס חוות הדעת. על פי התיקון הוצע להבהיר באופן מפורש, כי העושה שימוש בחוות דעת שהגיעה לידי מאת איש פנים בחברה ובהתקיים יתר יסודות העבירה שאותם מוצע לקבוע, עושה שימוש אסור במידע פנים.

6.2.5. **קיצור המועד למידע שאינו מידע פנים** - נוכח התמורות הטכנולוגיות וחובת הדיווח האלקטרוני, מוצע לקבוע כי מידע ייחשב כידוע לציבור בחלוף שלושים דקות ממועד פרסומו האלקטרוני (חלף יום מסחר אחד, כקבוע כיום בחוק).

6.3. פרסום טיוטת תקנות ניירות ערך לקביעת חובות והוראות לנאמנים למחזיקים בתעודות

התחייבות

תיקונים 50 ו-51 לחוק ניירות ערך, שמרביתם נכנסו לתוקפם בשנת 2012, נועדו לחזק את ההגנה על ציבור המשקיעים בתעודות התחייבות ("התיקונים לחוק"). במסגרת התיקונים לחוק, הוסמך שר האוצר להתקין תקנות בנושאים שונים, אשר מסיבות שונות טרם תוקנו. עם התקנת התקנות המוצעות, ייכנסו חלק מסעיפי החוק שנוספו במסגרת התיקונים לחוק לתוקף ויאפשרו את יישום ההסדרים המעוגנים בהם. להלן יוצגו בתמצית, עיקרי ההוראות אשר התקנות המוצעות כוללות –

6.3.1. הוראות לעניין המידע והפרטים אשר בקשה לרישום נאמן במרשם הנאמנים תכלול, וכן הוראות לעניין תנאי הכשירות של דירקטורים ומועסקי הנאמן.

6.3.2. הוראות לעניין הפיקדון שנדרש הנאמן להפקיד, בסך של חצי מיליון או מיליון ש"ח, בתלות בשווי הכולל של סדרות תעודות ההתחייבויות להן הוא משמש כנאמן.

6.3.3. הוראות בדבר דיווחי הנאמן לציבור המחזיקים;

6.3.4. הוראות בדבר חובת המנפיק למסור דיווחים לנאמן;

6.3.5. הוראות לעניין הפקדת פיקדון על ידי המנפיק שימש להוצאות מיוחדות בסך של 200 אלפי ש"ח בגין כל סדרת תעודות התחייבות וכאשר מדובר במנפיק שהתאגד מחוץ לישראל או סדרת תעודות התחייבות המובטחת בנכסים מחוץ לישראל בסך 400 אלפי ש"ח;

6.4. הסדרת קרן נאמנות אלטרנטיבית מסוג "קרן גידור בנאמנות"

בחודש יולי 2019 פרסמה רשות ניירות ערך קול קורא לקבלת התייחסויות הציבור והפעילים בשוק ההון לצורך גיבוש מתווה להסדרת מוצר השקעה חדש - **קרן גידור בנאמנות**.¹⁸ הרשות ממקדת את הקול הקורא, בין היתר, בשאלת הביקוש שעשוי להיות להצעת קרנות כאמור; היבטי אסדרה שונים ביחס למאפייני הקרן; הקלות נדרשות מהוראות דין קיימות; ניהול סיכונים; היקף הגילוי; תגמול מנהל הקרן ועוד.

18. לנסח המלא של הקול קורא [לחץ כאן](#). המועד האחרון למשלוח הערות ציבור הוא 30.09.2019.

7.1. גילוי בנוגע להחזקה במניות נושא עסקאות החלף (SWAP)

בחודש פברואר 2019 פרסם סגל רשות ניירות ערך עמדה משפטית בנוגע להחזקה במניות נושא עסקאות החלף.¹⁹

עסקאות החלף מבוצעות, לרוב, על ידי יוזם העסקה המתקשר בהסכם למכירת מניות המוחזקות על-ידי, עם תאגיד פיננסי המשמש כמתווך בעסקה לצורך מכירת מניותיו לצד ג' בלתי קשור. המניות נמכרות לרוכש במכר מלא, ללא זכות חזרה מצד המוכר, בתמורה להעברת סכום המכירה על-ידי המתווך למוכר. על מניות אלו מתבצעת עסקת החלף ולפיה במועד אשר נקבע בהסכם בין הצדדים נמכרות המניות על-ידי הרוכש ומתבצעת התחשבות כספית. לעמדת סגל הרשות, עסקאות החלף במהותן הן עסקאות היוצרות הפרדה בין החשיפה לתשואות משתנות בגין המניות לבין יתר הזכויות הנלוות להן, למשך תקופת העסקה, אשר בסיומה מתבצעת התחשבות כספית בין הצדדים לעסקה ביחס להפרישי התשואות בגין המניות.

על פי עמדת הסגל יש להתייחס להחזקה של כל אחד מהצדדים בעסקת החלף או בעסקאות הדומות לה במהותן במהלך תקופתה כ"מחזיקים" במניות נושא עסקת החלף, וכן כ"מחזיקים יחד" במניות כאמור, בהתאם למשמעות מונחים אלו בחוק ניירות ערך.

לאור האמור, סיווג הצדדים לעסקאות החלף כמחזיקים, וכמחזיקים יחד במניות נושא העסקה, צריך שיבוא לידי ביטוי בדיווחי התאגיד שבמניותיו בוצעה העסקה, בפרט במסגרת דיווח התאגיד על החזקות בעלי העניין בו, אם רלוונטי. דיווחים אלה ישמשו גם לעניין חישוב החזקות הציבור במניות התאגיד לצורך היכללותו במדדי הבורסה ועמידתו בתנאי המסחר של הבורסה. בד בבד, יידרש כבר עתה גילוי מלא אודות עסקאות החלף קיימות, לרבות שיעור המניות נושא עסקת החלף ותנאי העסקה.

7.2. פרסומים המתייחסים להצעה לציבור של ניירות ערך

בחודש יוני 2019 פרסם סגל רשות ניירות ערך עמדה משפטית בנוגע למגבלות על פרסום שיווקי (באמצעות האינטרנט, התקשורת והרשתות החברתיות) בנוגע להצעת ניירות ערך לציבור, על פי תשקיף שקיבל את היתר הרשות. לרוב מדובר בפרסומים שנעשו ביחס לניירות ערך שלא היו מיועדים להירשם למסחר בבורסה.²⁰

במסגרת פעילויות השיווק נחשף סגל רשות ניירות ערך למספר בעיות, ובעקבות זאת פורסמו ההבהרות שלהלן:

א. איסור פרסומים הכוללים התייחסות ל"היתר הרשות" - לא ניתן להשתמש באופן שיווקי בהיתר הרשות לתשקיף, באופן אשר עלול להטעות את ציבור המשקיעים לחשוב שההיתר מעיד על איכות התאגיד או ניירות הערך המוצעים על-ידו. ניתן לכלול בפרסום אמירה

¹⁹ לנוסח המלא של עמדת סגל רשות ניירות ערך [לחץ כאן](#).
²⁰ לנוסח המלא של עמדת סגל רשות ניירות ערך [לחץ כאן](#).

לפיה ההצעה נעשית "על פי תשקיף שקיבל את היתר הרשות" תוך הבהרה לגבי משמעות היתר הרשות והפנייה לתשקיף עצמו.

ב. פרסום נתוני תשואות מתוך תשקיף – לא ניתן לפרסם באופן סלקטיבי נתונים מהתשקיף, ובפרט מצגים חיוביים ונתוני תשואות באופן שעלול להטעות את ציבור המשקיעים. עמדת הסגל מפרטת את התנאים להכללת נתוני תשואות עבר, ונתונים כספיים בפרסומים של התאגיד, ומדגישה את האיסור על פרסום נתוני תשואות צפויות או נתונים כספיים חזויים של פעילות התאגיד.

ג. פרסום נתונים מתוך תשקיף לצד הצעות פרטיות – גופים המציעים ניירות ערך של תאגידי מסוימים בהצעות פרטיות, אינם רשאים לכלול נתונים שפורסמו בתשקיף ששימש לצורך הצעת ניירות ערך של תאגידי אחרים, או להפנות אליהם.

7.3. מימוש אופציות בעת שקיים בתאגיד מידע העשוי להיחשב מידע פנים

בפני סגל הרשות הובאה פניה מקדמית של נאוויטס פטרוליום (שותפות מוגבלת ציבורית), ובמסגרתה עלתה השאלה באילו נסיבות מימוש אופציות על ידי יו"ר דירקטוריון הנמנה על בעלי השליטה בשותפות, בעת שקיים בשותפות מידע העשוי להיחשב מידע פנים, יכול שלא להיחשב כשימוש במידע פנים.²¹

סגל הרשות ציין בתשובתו כי מימוש אופציה שקול לרכישת מניה מהחברה, ומהווה "עסקה", כהגדרתה בחוק ניירות ערך. לפיכך, ככלל, מימוש אופציות על ידי בעל השליטה ונושא משרה, בעת שקיים מידע פנים בתאגיד, ייחשב כשימוש אסור במידע פנים. יחד עם זאת, העסקה לא תיחשב כשימוש במידע פנים, אם יוכח קיומה של אחת מההגנות הקבועות בחוק.

בנסיבות הפנייה, עשויה לעמוד למבצע העסקה ההגנה המנויה בסעיף 52(א)(4) לחוק ניירות ערך לפיה "מטרת השימוש במידע פנים לא הייתה, או בעיקרה לא הייתה, עשיית רווח או מניעת הפסד לעצמו או לאחר". (הגנה זו, וכן הגנות נוספות, נדונו בהחלטת בית המשפט העליון בפרשת רוזוב, אליה מפנה סגל הרשות בתשובתו).²²

סגל הרשות החליט שלא להתערב בעמדת השותפות, לפיה מימוש האופציות לא ייחשב כשימוש במידע פנים, בהתחשב במשקלן המצטבר של הנסיבות שלהלן: (1) האופציות הן בתוך הכסף; (2) מימוש האופציות ייעשה במועד האחרון האפשרי למימושן; (3) לא קיימת אפשרות מעשית לגלות את המידע לציבור עובר למועד האחרון למימוש האופציות; (4) בעל השליטה לא ימכור את יחידות המימוש כל עוד קיים מידע פנים בשותפות, כלומר המימוש יהיה של האופציות בלבד ולא של יחידות ההשתתפות הנובעות מהן; ו- (5) האופציות מוחזקות בידי בעל השליטה בלבד.

²¹ לנוסח המלא של הפניה המקדמית של החברה [לחץ כאן](#), לנוסח המלא של תשובת סגל הרשות [לחץ כאן](#).

²² ע"פ 97/4675 רוזוב נ' מדינת ישראל [פורסם בנבו 19.08.1999].

7.4. עניין אישי של בעל שליטה בעסקת הקצאת מניות של חברת בת

בפני סגל הרשות הובאה פניה מקדמית של חברת קסטרו בשאלה האם יש לבעל מניות (הנמנה על בעלי השליטה בחברה אשר יכונה בס"ק להלן - "בעל השליטה") עניין אישי בעסקת הקצאת 5.9% ממניות של חברה בת לספק מהותי של החברה, בנסיבות בהן היו לחברה פרטית בבעלות בעל השליטה קשרים עקיפים עם אותו ספק אשר הסתיימו (בעיקרם) עובר למועד העסקה.²³

סגל הרשות קיבל את עמדת החברה לפיה לא יראו את בעל השליטה כבעל עניין אישי בעסקה האמורה בשל משקלן המצטבר של הנסיבות הבאות: (1) הקשר העסקי בין בעל השליטה לספק הסתיים; (2) לא קיימות בין בעל השליטה לבין הספק מחויבויות ו/או יריבויות משפטיות; (3) בעל השליטה הודיע על הפסקת הקשר העסקי באופן בלתי מותנה באישור עסקת ההקצאה, והוא אינו מושפע מהותית מקיומו או סיומו של הקשר העסקי עם הספק; ו- (4) בחינת שיעורי הרכישות של בעל השליטה של מוצרים המיוצרים על-ידי הספק אל מול שיעורי הרכישות של חברת הבת, מעידה כי בנסיבות הקיימות האינטרס הברור והמשמעותי הוא חיזוק הקשר העסקי בין הספק לבין חברת הבת.

7.5. שאלות ותשובות שפורסמו באתר רשות ניירות ערך

לאחרונה פורסמו על ידי סגל מחלקת תאגידיים של רשות ניירות ערך מספר שאלות ותשובות בנושאים שונים. להלן תמצית מחלקן –

7.5.1. מתווך המוסר לתאגיד פרטי קשר של לקוחותיו, כדי שהתאגיד יציע להם ניירות ערך על פי תשקיף, עשוי להיחשב כ"מפיץ" לצורך תקנות ניירות ערך (חיתום), התשס"ז – 2007, ועל כן התקשרות של התאגיד עמו כפופה להוראות התקנות האמורות.

על אף האמור, התקשרות למסירת פרטי לקוחות לא תיחשב כ"הפצה" אם מתקיימים כל התנאים הבאים: (1) רכישת מאגר המידע של פרטי קשר של לקוחות מהמתווך נעשית על-ידי התאגיד בתמורה לתשלום של סכום קבוע, מוגדר מראש וחד פעמי, והיקף התשלום לא יושפע בכל דרך מהשקעה של הלקוחות בתאגיד; ו- (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, לא ייתן חוות דעתו בדבר כדאיות ההשקעה, ולא יפנה ללקוחות לצורך קבלת הסכמתם להעברת פרטי הקשר שלהם לתאגיד.

7.5.2. תאגיד קטן הפטור מהחובה לפרסום דוחות כספיים לרבעון הראשון והשלישי, ומבקש לבצע חלוקת דיבידנד (על בסיס דוחות כספיים סקורים אשר לא פורסמו לציבור המשקיעים), נדרש ליישם את דרישות הגילוי לפי הוראות תקנה 37(א)(1) לתקנות הדוחות. הגילוי נועד לאפשר למשקיעים את המידע הדרוש לצורך ניתוח

²³ לנוסח המלא של הפניה המקדמית של החברה [לחץ כאן](#), לנוסח המלא של תשובת סגל הרשות [לחץ כאן](#).

והבנה של החלטת החלוקה, נימוקי הדיקטוריון לחלוקה. לחלופין רשאי התאגיד לפרסם את הדוח הכספי אשר על בסיסו התקבלה החלטת החלוקה.

7.5.3. סעיף 240(ב) לחוק החברות, מגדיר את תנאי הכשירות של מועמד לתפקיד דירקטור חיצוני, ואוסר על זיקה בין שותפו של המועמד לבין החברה הציבורית או בעל השליטה בה. לדעת סגל הרשות יש לפרש בהרחבה את המונח "שותפו" כך שגם קשרים שאינם עונים להגדרת "שותפות" בפקודת השותפויות, יכולים להיחשב כשותפות. למשל, בנסיבות מסוימות, ייחשבו בעלי מניות בחברה פרטית כשותפים.

7.5.4. כל הצעה פרטית לבעל שליטה, בין אם היא חריגה היא ובין אם לאו, נדרשת לאישור לפי סעיף 275 לחוק החברות, ואין אפשרות לאשרה באמצעות תקנות לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי ענין), תש"ס-2000 ("תקנות ההקלות").

7.5.5. בהתאם לתקנות ההקלות עסקת בעל שליטה לא תהא טעונה אישור האסיפה הכללית אם היא מאריכה עסקה קיימת ובלבד, בין היתר, שהעסקה הקיימת אושרה לפי סעיף 275 לחוק החברות.

לעמדת סגל הרשות, לא ניתן להאריך במסגרת ההקלה האמורה עסקה עם בעל שליטה שכבר הוארכה בעבר לפי תקנה זו.

מוזכר זה מוגש כשירות ללקוחותינו, ואינו מהווה ייעוץ משפטי. נשמח לעמוד לרשותכם בכל שאלה או הבהרה, ולסייע ככל שנדרש.

בברכה,

מחלקת ניירות ערך ושוק הון

ארדינסט, בן נתן, טולידאנו ושות'

ליצירת קשר:

מוטי ימין - שותף, ראש מחלקת ניירות ערך ושוק הון - Motyy@ebnlaw.co.il

הגר גורי - שותפה, מחלקת ניירות ערך ושוק הון - Hagarg@ebnlaw.co.il