

פסיקה – סיכום חצי שנתי 2021

אחריות דירקטורים, דיבידנד והצעה לציבור



מזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון – יולי 2021

לקוחות יקרים,

במזכר שלפניכם תיאור מספר החלטות חשובות של בתי המשפט וביניהן:

החלטת בית המשפט העליון בעניין **פינרוס**¹ הנוגעת לאחריות ישירה של דירקטורים בחברה כלפי בעלי מניות מיעוט בה על רקע מחיקת מניות החברה ממסחר;

פסק הדין בעניין **סאני תקשורת סלולרית**², הדן בשאלת היקף הביקורת השיפוטית שיש להחיל על החלטות לחלוקת דיבידנד;

אישור תובענה ייצוגית כנגד **קרן הגשמה**³, תוך קבלת הטענה כי הציעה ניירות ערך לציבור ללא תשקיף וקביעה כי הצעה לציבור ללא תשקיף הופכת את החוזה על פיו הוצעו ניירות הערך, לחוזה בלתי חוקי ולכן רוכשי ניירות הערך זכאים להשבת השקעתם ועוד.

דגשים עיקריים:

- אפשרות לכניסה לרשימת השימור, ובוודאי כניסה לרשימת השימור, מהווה רגע מכונן בחייה של חברה ציבורית, המחייב את חברי הדירקטוריון לנקוט במשנה זהירות כשהם מבצעים פעולות הנתפסות כרגילות במצב רגיל, ובמיוחד כאשר פעולותיהם עשויות להיחשב כנגועות בניגוד עניינים.
- כאשר החלטת דירקטוריון בשאלה האם חלוקה הינה חלוקה "מותרת" הייתה החלטה מיוחדת, שהתקבלה תוך שקילת מכלול השיקולים הרלוונטיים ובהליך נאות, בית המשפט יימנע מלבחון את ההחלטה לגופה.

¹ ע"א 3417/16 פינרוס החזקות בע"מ ואח' נ' התובע הייצוגי דב גולדשטיין (12.7.2021).
² ת"א (תל אביב-יפו) 48631-06-17 סאני תקשורת סלולרית בע"מ נ' בן דב' ואח' (22.3.2021).
³ ת"צ (תל אביב-יפו) 59659-02-20 רייס נ' קרן הגשמה בע"מ (20.4.2021).

- בית המשפט משרטט את המבחנים שעל הדירקטוריון לבצע לשם בחינת יכולת הפירעון ובכללם, התקופות לגביהן יש לבחון את תזרים המזומנים החזוי; התייחסות לאירועים עתידיים העלולים להשפיע לרעה על התוצאות הכספיות וניתוח רגישות להנחות מהותיות עליהן מתבסס התזרים. בית המשפט קובע, שאם נשקלו השיקולים הרלוונטיים, הוא לא יתערב במשקל שנתן הדירקטוריון לכל אחד מהשיקולים.
- לצורך קביעה האם חברה ביצעה הצעה "לציבור" (במובן של יותר מ- 35 משקיעים) יש למנות יחדיו את המשקיעים החותמים על הסכמי ההשקעה במסגרת תכנית מימון של פרויקט מסוים, גם אם המשקיעים מאוגדים במסגרת תאגידים שונים.
- הצעה לציבור ללא תשקיף של חוזי השקעה עשויה להפוך את חוזי ההשקעה לחוזים בלתי חוקיים ולזכות את המשקיעים בהשבת סכום השקעתם.
- גם כאשר ניירות ערך נמכרים לפחות מ-35 משקיעים, אם ההצעה נעשתה ליותר מ-35 משקיעים, רשות ניירות ערך עשויה לנקוט הליכי אכיפה מנהליים כנגד המציע.
- בחברה דואלית, האחריות שתוטל במשפט האזרחי, הינה על פי הדין בישראל ולא על פי הדין הזר, וזאת על אף שחובות הגילוי נקבעות על פי הדין הזר. יובהר, כי פסיקה זו מנוגדת לפסיקות קודמות ורשות ניירות ערך כבר פרסמה הצעת חוק המבקשת להבהיר כי הדין החל לעניין אחריות הוא הדין הזר.
- גם במקרים בהם החזקה של בני משפחה אינה עולה כדי "החזקה יחד", החזקות קרוב של בעל עניין עשויות שלא להיחשב "החזקות ציבור" לצורך בחינת הבורסה לעניין אחזקות ציבור (שווי וכמות מחזיקים). לפיכך במקרים בהם מחזיקים בחברה מספר בני משפחה, מומלץ להתייעץ איתנו לגבי היכולת לסווג החזקות של בני המשפחה בחברה כהחזקות ציבור.

תוכן עניינים:

3	פינרוס החזקות בע"מ נ' התובע הייצוגי דב גולדשטיין	1.
5	סאני תקשורת סלולרית בע"מ נ' בן דב ואח'	2.
7	רייס נ' קרן הגשמה בע"מ	3.
9	עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות בע"מ.	4.
9	אהרוני נ' בנק מזרחי טפחות	5.
11	יהושע חזן נ' סרגון נטוורקס בע"מ	6.
12	פרסום רשות ניירות ערך בנוגע לכללי האחריות האזרחית החלים על הגילוי הנמסר על ידי חברות רישום כפול	7.
12	הליך אכיפה מנהלי בעניין רשות ניירות ערך נ' סאני אלקטרוניקה	8.

1. פינרוס החזקות בע"מ נ' התובע הייצוגי דב גולדשטיין

ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, שאישר תביעה ייצוגית של בעלי מניות המיעוט כנגד פינרוס החזקות בע"מ (להלן: "החברה"), חברי הדירקטוריון ובעלי השליטה בחברה ("המעוררים").⁴

עניינה של התביעה הינו הנזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט בחברה עקב כניסת החברה לרשימת השימור של הבורסה. לטענת התובע, שהיה בעל מניות מיעוט בחברה, הדירקטורים בחברה התרשלו והפרו את חובת האמון וחובת הזהירות שמוטלות עליהם, כלפי בעלי מניות המיעוט, בכך שלא מנעו את כניסת החברה לרשימת השימור. כמו כן טענו בעלי מניות המיעוט טענות קיפוח וטענות נוספות כנגד בעלי השליטה.

עובדות המקרה:

במשך מספר שנים התמודדה החברה עם שווי ושיעור החזקות ציבור נמוך ואיום בכניסת לרשימת השימור של הבורסה. בשנים 2008 - 2009, ביצעו החברה ובעלי השליטה בה עסקאות רכישה עצמית של מניות החברה, מה שהקטין את החזקות הציבור (וגם עסקה אחת לפיזור מניות), ובשנת 2011 החברה החלה להיסחר ברשימת השימור. בהתאם לתקנון הבורסה באותו מועד, משמעות הכניסה לרשימת השימור הייתה הגבלת המסחר במניה, כך שיתקיים רק בשני שלביו הראשוניים של יום המסחר בבורסה ("טרום פתיחה", ו"שלב הפתיחה") וכן העובדה שלאחר שנתיים ברשימת השימור, תמחק החברה לחלוטין ממסחר. בשנת 2011 הוגשה התביעה הייצוגית בענייננו וביום 31 בינואר 2012 נמחקה החברה ממסחר בבורסה, לאחר שמניותיה נרכשו בהליך של הצעת רכש מלאה שביצעה בעלת השליטה.

הסעד שנדרש בתביעה לאור השלמת הצעת הרכש היה פיצוי בעלי מניות המיעוט בגין הנזק שנגרם להם בשל פעולות המעוררים: "ההפרש בין שווי המניה אלמלא היא הייתה נסחרת ברשימת השימור, לבין שוויה במועד הצעת הרכש השנייה, קרי המחיר בו היא נרכשה בסופו של דבר מחברי הקבוצה". בחודש מרץ 2013 בית המשפט המחוזי קיבל את בקשת אישור התובענה הייצוגית וקבע, כי הדירקטורים בחברה חבו בחובת זהירות כלפי בעלי מניות המיעוט בהתאם לסעיף 252(ב) לחוק החברות, כאשר היה עליהם לפעול באופן סביר על מנת למנוע את הנזק שעלול היה להיגרם ממעבר החברה לרשימת השימור. בשנת 2016 ניתן פסק דין בתביעה ובו נקבע סכום הפיצוי ועל כך הערעור בענייננו.

⁴ התובענה הייצוגית הוגשה על ידי עורכי הדין אהוד ארד ורועי מיודובניק אשר ייצגו את המשיב בערעור, ואשר לאחר הגשת התובענה והערעור, הצטרפו למשרדנו. ליצירת קשר: עו"ד אודי ארד udi@agmon-law.co.il; עו"ד רועי מיודובניק roeym@agmon-law.co.il.

עיקרי קביעות בית המשפט:

בבואו של בית המשפט העליון (כב' השופט מלצר) לבחון את הערעור שהוגש לפתחו, הוא התמקד בשתי סוגיות עיקריות. האחת, האם חלה חובת זהירות גם כלפי בעלי מניות המיעוט, או לחילופין רק כלפי החברה. השנייה, תחולתו של כלל שיקול הדעת העסקי לגבי הפרת חובת זהירות כלפי בעלי המניות.

בפסק הדין קובע בית המשפט כי בנסיבות העניין קיימת חובת זהירות גם כלפי בעלי מניות המיעוט ולא רק כלפי החברה. זאת לאור נוסח סעיף 252(ב) לחוק החברות הקובע כי נושא משרה בחברה עשוי לחוב בחובת זהירות גם כלפי גורמים נוספים מעבר לחברה, מכוח דיני הרשלנות הכלליים. בית המשפט הדגיש שהאפשרות להכיר בעילת תביעה נפרדת של בעלי המניות, שאינה במסגרת בקשה לאישור תובענה נגזרת תינתן "רק כאשר ניתן לקבוע כי הנזק שאותו סובלים, או עלולים לסבול, בעלי-מניות המיעוט, הוא נזק בלתי תלוי וישיר, השונה במהותו מהנזק שאותו סבלה החברה"⁵. בענייננו קבע בית המשפט, כי מדובר במקרה המצדיק הטלת חובת זהירות מצד חברי הדירקטוריון כלפי בעלי מניות המיעוט בחברה, שכן הסיכונים הנובעים מהעובדה כי חברה הנסחרת בבורסה עלולה להיכנס לרשימת השימור, רובצים בעיקרם על בעלי מניות המיעוט, כך שמחיקתה של החברה מהרישום עלולה להותיר את בעלי מניות המיעוט עם מניות שאינן סחירות, ולהביאם לעמדת נחיתות מול בעל השליטה.

חובה זו תחול כחובה משנית בלבד לחובת הזהירות שחבים נושאי המשרה לחברה, אך במקרה כגון זה, בו לא ניתן להגיש תובענה נגזרת בשל השלמת הצעת הרכש, תקום חובת הזהירות של נושאי המשרה גם כלפי בעלי מניות המיעוט.

בעניין החלתו של כלל שיקול הדעת העסקי, הבהיר בית המשפט, כי הטעמים העומדים בבסיס כלל שיקול הדעת העסקי, ובכללם שיקולים שבמדיניות מוסדית והחשש מפני הרתעת יתר של נושאי משרה, נכונים גם במערכת היחסים שבין נושא משרה לבין אדם אחר לו הוא חב חובת זהירות ולכן יחולו גם לגבי חובת זהירות כלפי בעלי מניות המיעוט.

עוד קובע בית המשפט כי בבואו לבחון את פעולתו של נושא משרה, אשר לא עמד בתנאי כלל שיקול הדעת העסקי בגין הפרת חובת הזהירות, על בית המשפט להיצמד לדוקטרינות המקובלות בדיני הנזיקין הכלליים בדבר התרשלות וחריגה מסטנדרט התנהגות סביר. לפיכך, מקום בו נמצא כי החלטה של נושאי משרה בחברה לא נתקבלה מתוך יידוע מלא, תום לב והעדר ניגוד עניינים, יבחן בית המשפט את טיב החלטה לפי מבחני "הדירקטור הסביר", בנסיבות העניין ובהתאם לגבולות האחריות החלות לגבי מנכ"ח חובת הזהירות שחלה בענייננו.

במקרה שלפנינו, קיים חשש לניגוד עניינים בשל ההשפעה השונה של המחיקה ממסחר על בעלי שליטה ובעלי מניות מיעוט, המצריך החלת סטנדרט מוגבר (מעל כלל שיקול הדעת העסקי). בנסיבות המקרה, אימץ בית המשפט העליון את קביעותיו העובדתיות של בית המשפט המחוזי לפיו הדירקטורים לא פעלו "כדירקטור סביר". פעולות הדירקטורים וביניהן החלטה לבצע רכישות עצמיות, שעה שנדרש דווקא פיזור המניות, מהווה הפרה של חובת הזהירות. כניסה לרשימת השימור מהווה רגע מכונן בחייה של חברה ציבורית, המחייבת את חברי הדירקטוריון לנקוט במשנה זהירות כשהם מבצעים פעולות הנתפסות כרגילות במצב רגיל.

⁵ ע"א 3417-16 פירוס החזקות בע"מ נ' התובע הייצוגי דב גולדשטיין, פסקה 60.

לעניין החלת שיקול הדעת העסקי על פעולות שבמחדל, ציין כב' השופט מלצר, כי השאלה לא מתעוררת כאן לאור כך שהטענות הן נגד פעולות שביצע הדירקטוריון ולא בגין מחדל, אך ציין שבאופן עקרוני אין מניעה להחילו גם כאשר יש טענות למחדל בפעולותם של נושאי המשרה בחברה. הוא מצייין כי ישנו קושי ברמה היישומית להחיל את הכלל ומציע לקבוע כי במקרה מסוג זה, יהיה על התובע להראות כי נושאי המשרה היו יכולים להפעיל את שיקול דעתם העסקי, אולם הם בחרו שלא למלא אחר חובתם כנדרש, או כי הם האצילו את סמכותם שלא כדין, שאז, לא תחול הגנה לנושאי המשרה, ויראו אותם כמי שלא קיימו את חובת תום הלב המוטלת עליהם.

כב' השופט מלצר ציין באוביטר, כי לשיטתו קיימת בעייתיות בדרך בה מתבררות תובענות ייצוגיות ותובענות נגזרות כנגד נושאי משרה בחברה, המטילות אחריות קולקטיבית על כל חברי הדירקטוריון כאחד. לעמדתו, גם אם התברר שחברי הדירקטוריון התרשלו, יש לאתר מסגרת דיונית מתאימה לבחינת אחריותו של כל דירקטור ודירקטור על פי חלקו בגרימת הנזק, וכן יש לבחון בעין ביקורתית יותר את פעילותם של בעלי השליטה ונציגיהם בדירקטוריון, בבואו של בית המשפט לקבוע את שאלת חלוקת האחריות בין נושאי המשרה בתאגיד.

נוכח כל האמור לעיל, קובע בית המשפט כי נושאי המשרה הפרו את חובת הזהירות הקבועה בסעיפים 252-253 לחוק החברות ולפיכך חייב אותם, יחד ולחוד, לפצות את בעלי המניות.

[לפסק הדין לחץ כאן](#)

2. סאני תקשורת סלולרית בע"מ נ' בן דב ואח' - חלוקת דיבידנד

עובדות המקרה:

1. התביעה שלפנינו הוגשה באמצעות בעל תפקיד, בשם סאני תקשורת סלולרית בע"מ ("החברה"), ובשם מחזיקי אגרות החוב של החברה מכוח הסדר נושים שאושר על ידי בית המשפט של פירוק, כנגד נושאי משרה בה, רואה החשבון המבקר ובעל השליטה בחברה, שכיהן כיו"ר החברה ויו"ר פרטנר. עניינה של התביעה בשתי עילות מרכזיות: (1) אישור חלוקת דיבידנד אסורות על ידי נושאי המשרה, בהיקף כולל של כ-250 מיליון ש"ח; (2) הערכות שווי שגויות לכאורה אשר פרסמה החברה ביחס לפעילותה בתחום המפעילים הסלולאריים.
2. להלן תרשים החזקות החברה:



3. החל משנת 2009 פעילות החברה נשענה על מספר אדנים, כאשר תחום הפעילות העיקרי היה פעילות הסלולר של פרטנר.

4. בשנת 2010 ביצע משרד התקשורת מספר שינויים רגולטוריים במטרה להגביר את התחרות בשוק הסלולר הישראלי, אשר הביאו לכדי פגיעה משמעותית בחברות הסלולר בכלל ובפרטנר בפרט.
5. בשנים 2010-2011 אישר דירקטוריון החברה שלוש חלוקות דיבידנד בהיקף כולל של כ-250 מיליון ש"ח.
6. הרפורמה בשוק הסלולר הביאה בסופו של דבר לפגיעה משמעותית בפרטנר. בחודש מאי 2012 נכנסו המפעילים החדשים לשוק הסלולר, ולאחר שלושה חודשים בלבד צנחה מניית פרטנר בלמעלה מ-50%; הרווח הנקי של פרטנר צנח, ובשנת 2013 עמד על 135 מיליון ש"ח בלבד, לעומת למעלה ממיליארד ש"ח בשנים קודמות. בשנים לאחר מכן, הדרדר מצבה הכלכלי של החברה והיא נקלעה להסדרי חוב שונים, ובאפריל 2015 מונה בעל תפקיד בהחלטת בית משפט בתיק הפירוק⁶, אשר הנו התובע בתיק זה.
7. טענות התובע היו כי החלוקות שבוצעו לא עמדו במבחני החלוקה שבדין; נעשו בהעדר מתן משקל ראוי להשפעה העתידית האפשרית של הרפורמה בשוק הסלולר על פרטנר; לא נבדקו לעומק גורמי הסיכון המתוארים בדוחותיה של החברה; ודירקטוריון החברה לא דרש חוות דעת אובייקטיבית באשר לעמידתה של החברה במבחני החלוקה. עוד טען התובע, כי כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל בענייננו, זאת בעקבות פסק דין חורב⁷ לפיו כלל שיקול הדעת העסקי אינו חל על חלוקה אסורה.
8. לעמדת הנתבעים, התביעה הנה בגדר "**חוכמה שבדיעבד**" ולא ניתן היה להעריך בזמן אמת את ההשפעה הצפויה של השינויים הרגולטוריים על פרטנר. לפרטנר הייתה תכנית סדורה לטיפול בסכנות שטמנה בחובה הרפורמה בשוק הסלולר, כאשר לחברה לא היה צפי ממשי לפגיעה בכושר הפירעון של החברה.
9. עיקרי קביעות בית המשפט:

(א) טווח הזמן לבחינת תזרים המזומנים במסגרת מבחן יכולת הפירעון

בהתאם למבחן יכולת הפירעון, דירקטוריון החברה נדרש לבדוק אם מתעורר חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד פירעון. כבי' השופט כבוב מדגיש, כי מבחן זה הנו מבחן סובייקטיבי ומהותי, במסגרתו החברה נדרשת לבדוק את תחזיותיה העסקיות לעתיד על פני תקופה ארוכה, על ידי בחינת תזרים המזומנים: "ככל שמדובר בפרק זמן רחוק יותר יכולתה של החברה לחזות את יכולת הפירעון שלה מצטמצמת, ובהתאם הביקורת שיחיל בית המשפט על החלטה כאמור תהיה "מתונה" יותר ותותיר גמישות לשיטות ולהערכות שתנקוט החברה"⁸.

(ב) החלת כלל שיקול הדעת העסקי על החלטות דירקטוריון באשר לשאלה האם חלוקה הינה חלוקה מותרת

בית המשפט קבע כי כאשר החלטת דירקטוריון בשאלה האם חלוקה הינה חלוקה "מותרת" היתה החלטה מיוחדת, שהתקבלה תוך שקילת מכלול השיקולים הרלוונטיים ובהליך נאות, בית המשפט יימנע מלבחון את ההחלטה לגופה.

האופן שבו יבחן בית המשפט את החלטת החלוקה במקרה כזה הוא כדלקמן:

בשלב ראשון, יבחן בית המשפט את סבירות תהליך קבלת החלטת החלוקה - האם דירקטוריון החברה קיבל החלטה מיוחדת תוך שקילת מכלול השיקולים הרלוונטיים ובהליך נאות. ככל שבית

⁶ פרי"ק (תל אביב-יפו) 31111-09-14 סקילקס קורפוריישן בע"מ נ' כונס הנכסים הרשמי (03.02.15).

⁷ תני"ג (מחוזי תל אביב-יפו) 47621-07-16 חורב נ' בי קומיוניקיישנס בע"מ (18.07.19).

⁸ פסקה 146, לפסק דין ת"א 48631-06-17 סאני תקשורת סולרית בע"מ נ' בן דב' ואח' (22.3.2021).

המשפט ימצא שהתשובה לכך היא חיובית, בית המשפט יימנע מלהתערב בהחלטה לגופה, וחברי הדירקטוריון יוכלו לטעון לתחולת כלל שיקול הדעת העסקי בעניינם. ככל שיימצא שההחלטה התקבלה בהתעלם מדרישות מבחני החלוקה הקבועים בדין (מבחן הרווח ומבחן יכולת הפירעון), תוך התחשבות בשיקולים שאינם עניינים וללא דיון ממצה ומקיף על ידי הדירקטוריון, יידרש בית המשפט לבחינה מעמיקה של הנסיבות.

(ג) בחינת ראיות חיצוניות למצבה הכלכלי של החברה

לצורך בחינת סבירות ההחלטה בזמן אמת, כבי' השופט כבוב מדגיש שישנן ראיות חיצוניות ואובייקטיביות שניתן לשקול, וביניהן שווי השוק של מניות החברה ומניות פרטנר, מחיר אגרות החוב, דוחות של אנליסטים חיצוניים והערכות שווי מטעם חברות הדירוג.

האופן בו בוחר הדירקטוריון לשקול את המידע שלפניו, יעשה על-פי שיקול דעתו ומומחיותו, מתוך היכרותו את החברה, את צרכיה, את מצבה הכספי, פעילותה ועסקיה, ואת השוק הרלוונטי, על שחקניו השונים. כבי' השופט כבוב הדגיש, כי אין מקום לכך שבית המשפט יתערב במשקל הספציפי שייחס הדירקטוריון לרכיב מידע מסוים במסגרת מכלול השיקולים והשקלולים שערך הדירקטוריון. לפסק הדין [לחץ כאן](#).

3. רייס נ' קרן הגשמה בע"מ⁹ - הצעה לציבור ללא תשקיף

בקשה לאישור תובענה ייצוגית שעניינה הפרת חובת פרסום תשקיף בהתאם להוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך"). הטענה העיקרית היא כי קרן הגשמה (להלן: "הקרן") הפרה את הוראות חוק ניירות ערך בכך ששיווקה ומכרה ניירות ערך ללא פרסום תשקיף. לטענת המבקשים, בהיעדר תשקיף חמקו המשיבים – הקרן ונושאי המשרה בה – מהצגה מלאה של המידע ביחס להצעה, והציגו למשקיעים מידע מטעה וחלקי שהוביל אותם להשקיע בקרן באופן שגרם להם נזק. מנגד, המשיבה טענה כי פרסומיה וההצעות לציבור חסו תחת התריג לחוק ניירות ערך המאפשר הצעה לעד 35 משקיעים, ללא תשקיף.

הקרן הינה מתווך פיננסי שזים עסקאות השקעה בכ-250 מיזמי נדל"ן, כשכל מיזם מאוגד בחברת נכס נפרדת, והמשקיעים בו מאוגדים בשותפויות ייעודיות שהשותף הכללי בהן היא שותפות מוגבלת הנשלטת על ידי הקרן, ושותפות זו מתקשרת בהסכמי השקעה, מוכרת יחידות השתתפות למשקיעים, מקבלת את כספי המשקיעים ומשקיעה אותם בחברת הנכס.

האופן שבו פעלה הקרן הייתה יצירת מספר מסלולי השקעה שונים להשקעה באותו נכס, כאשר זכויות המשקיעים במסלולי ההשקעה נבדלות בתקופת ההשקעה ובריבית. כל מסלול השקעה אוגד לכדי שותפות נפרדת, כאשר כל שותפות העבירה את כספי ההשקעה לידי שותפות "מרכזית" שמצידה השקיעה בחברת הנכס. כל שותפות נפרדת הציעה יחידות השתתפות ליותר מ-35 ניצעים, אך מכרה יחידות השתתפות ללא יותר מ-35 משקיעים.

בית המשפט בחן את השאלה - האם יחידות ההשתתפות הינן ניירות ערך, ולאחר מכן האם חל אחד מהחריגים הקבועים בחוק על פיהם החברה פטורה מפרסום תשקיף.

בית המשפט קבע, שהסכמי ההשקעה מהווים "תעודות", והיחידות הונפקו ב"סדרות", שכן ההסכמים (ביחס לכל הסכמי ההשקעה במיזם מסוים) היו בנוסח אחיד וזהים בתנאיהם. גם לעניין תכלית החוק (הגנה על משקיעים בגיוס הון) נקבע, כי יש להחיל על יחידות ההשתתפות במקרה דנן את הוראות

⁹ת"צ 59659-02-20 רייס נ' קרן הגשמה בע"מ (נבו) (20.4.2021)

החוק, זאת משום שמדובר בהשקעה פיננסית פסיבית, ולמשקיעים ישנו צורך בדיווח שוטף ואין רגולציה חלופית שתגן עליהם.

כאמור, המשיבים טענו כי לא חלה עליהם חובת פרסום תשקיף, שכן פרסומי הקרן והצעותיה לציבור לרכוש את יחידות ההשתתפות אינה מהווה "הצעה לציבור". לגישתם, פרסומים אלה חוסים תחת החריג שהיה קיים בסעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך, לפני תיקונו בסוף שנת 2015, לפיו מותר לפרסם הצעה ליותר מ-35 ניצעים ללא פרסום תשקיף, בתנאי שהמכירה בפועל הייתה ללא יותר מ-35 משקיעים.

בית המשפט קובע כי מדובר בתיקון מבהיר ולפיכך, ההוראה חלה גם על פרסומים שנעשו קודם לתיקון החוק, הן לאור לשון החוק והן בהתאם לפרשנות התכליתית. עוד נקבע כי קביעה לפיה חובת פרסום התשקיף תלויה במספר רוכשי נייר הערך בפועל ואינה תלויה במספר האנשים שהפרסום כוון אליהם, אינה עולה בקנה אחד עם תכלית החוק ועל כן הוחלט, כי מדובר בתיקון מבהיר ולא תיקון משנה מצב. לפיכך נקבע, כי **פרסומי הקרן לציבור הרחב, עלו לכדי "הצעה" ולכן לא נכנסו בגדרי החריג.**

עוד נקבע, כי החריג בסעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך אינו חל במקרה בו ניירות הערך נמכרים ליותר מ-35 משקיעים, וכי לצורך מניית מספר המשקיעים להם נמכרו ניירות הערך, יש למנות יחדיו את הסכמי ההשקעה הנחתמים במסגרת תכנית מימון של פרויקט מסוים, זאת מאחר שההבדלים ביניהם נוגעים בעיקרם לסכום ההשקעה ולשיעור הריבית לה יהיה זכאי כל משקיע.

לאור האמור קבע בית המשפט, שהקרן שיווקה ומכרה ניירות ערך ללא פרסום תשקיף ומבלי שחל לגביה אחד מהחריגים הקבועים בחוק, ובכך הפרה הקרן את הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך. לדעת כב' השופטת רות רונן, משום כך יש לראות בהסכמי ההשקעה **חוזים בלתי חוקיים**. אי החוקיות היא אינהרנטית לכריתת החוזה, והיא אינה מאפשרת את קיומו.

המבקשים טענו לסעד השבה בגין חוזה בלתי חוקי, ומנגד טענו המשיבים, שהחוק כולל הסדר ממצה ביחס לאפשרות לתבוע השבה. וכי יש לייחד את סעד השבה רק למקרה שבו משקיע הסתמך על פרט מטעה בתשקיף, ובמקרה זה הקרן לא פרסמה תשקיף. לאור מהותו של התשקיף וחשיבותו בהגשמת תכליות החוק, השופטת סברה, כי החוק לא התכוון לשלול סעדים אזרחיים אחרים בגין הפרת חובת תשקיף.

בית המשפט קובע כי היעדר תשקיף פוגע בעצם ההסכמה של המשקיעים ולכן, בהיעדר תשקיף לא ניתן לקבוע כי ציפיות הצדדים התגשמו. כמו כן, לא ניתן לטעון כי מדובר במקרה בו החוזה בוצע במלואו על ידי שני הצדדים ולכן נשללת זכות ההשבה¹⁰.

השופטת דחתה את הבקשה ביחס לשלוש עילות: האחת, אחריות מנפיק ונושאי משרה בגין נזק שנגרם בעקבות הפרה של הוראות החוק, זאת משום שהמבקשים לא עמדו בנטל ההוכחה הנדרש לקיומו של נזק ושל קשר סיבתי בין ההפרה לנזק. היה על המבקשים להראות מהו המידע שהייתה הקרן אמורה לגלות במסגרת התשקיף והיא לא גילתה בפועל, וגם האם ובאיזו מידה היה גילוי המידע משנה את תמחור יחידות ההשתתפות. השנייה, אחריות נושאי משרה מכוח הסכם בלתי חוקי. המבקשים לא הוכיחו ולו לכאורה, קיום של בסיס להטלת חיוב אישי על נושאי המשרה. כדי להרים

¹⁰ ע"א 7141/13 קונקטיב גרופ נ' דבוש (26.4.2015).

את מסך ההתאגדות ולהטיל אחריות אישית על נושא משרה, היה עליהם להוכיח כי השיקולים לפעולה לא היו כשרים או כי נפל פגם בהתנהלות נושא המשרה, תוך שימוש לרעה במאפיין האישיות המשפטית הנפרדת של התאגיד. השלישית, הטעיה - מדובר בעילה סובייקטיבית ואין זהות מספקת בין חברי הקבוצה.

סוף דבר, נקבע כי הקרן שיווקה ומכרה ניירות ערך ללא פרסום תשקיף ומבלי שחל לגביה אחד מהחריגים הקבועים בחוק, ובכך הפרה את הוראות סעיף 15 לחוק ניירות ערך. השופטת אישרה את הבקשה לתביעה ייצוגית ביחס לעילה מכוח סעיף 30 לחוק החוזים (חוזה בלתי חוקי) כנגד הקרן וכנגד חברה פרטית בבעלותה, שהייתה השותפה הכללית בשותפויות המוגבלות. לפסק הדין בעניין הגשמה [לחץ כאן](#)

בעניין זה נבקש לציין כי במסגרת הליך אכיפה מנהלית של תאגיד אחר, אשר נגע להצעה לציבור ללא תשקיף (עניין אקולנד¹¹), הוטל על המציעה, במסגרת הסדר אכיפה מנהלית, קנס מנהלי וזאת בשל הצעה ליותר מ- 35 ניצעים, על אף שהמכירה נעשתה לפחות מ-35 ניצעים.

4. עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות בע"מ

במסגרת הצעת רכש מלאה, נרכשו מניותיהם של ניצעים שהחזיקו 7.18% ממניות החברה שנענו להצעת הרכש ולגבי 3.61% בוצעה רכישה כפויה. לטענת המבקש, מחיר הצעת הרכש לא היה הוגן וזאת בין היתר בהסתמך על הערכת שווי מטעמו; על כך שהצעת הרכש שיקפה שווי נמוך מהונה העצמי של החברה; על כך שהמשיבה הסתירה תכנון לחלוקת דיבידנד משמעותית לאחר ביצוע הצעת הרכש, ובטענה כי החברה לא חילקה דיבידנד ואישרה למנכ"ל תנאי שכר מפליגים, כדי להקטין את אטרקטיביות המניות ולהוריד את ערכן כהכנה לפרסום הצעת הרכש. כב' השופט מגן אלטוביה דחה את התביעה וזאת מן הטעמים הבאים:

- טענות לניהול כושל אינן רלוונטיות לסעד הערכה, וישנם כלים אחרים בדיני החברות לטפל בהם, אלא אם מדובר בניהול כושל מכוון, שתכליתו הורדת השווי לשם השתלטות.
- לאור עסקאות שבוצעו בבורסה ב-10 החודשים שלפני הצעת הרכש (האחת מול משקיע מוסדי ושניה מבעל מניות אחר), במחירים נמוכים יותר מאלו שנקבעו בהצעת הרכש.

לפסק הדין [לחץ כאן](#)

5. אהרוני נ' בנק מזרחי טפחות – בקשה לאישור הסכם פשרה בתביעה נגזרת

כב' השופט מגן אלטוביה אישר הסכם פשרה אליו הגיע בנק המזרחי מול התובע, בקשר לתביעה הנוגעת להתנהלות נושאי משרה בבנק המזרחי בפרשה במסגרתה שילם הבנק קנס של 195 מיליון דולר, בגין סיוע ללקוחות הבנק להתחמק מתשלומי מס בארצות הברית. במסגרת ההליך, הגיש היועץ המשפטי לממשלה עמדה לפיה הוא מבקש מבית המשפט לבחון את ההלימה בין עמדת הוועדה הבלתי תלויה שהקים הבנק לדיון בתביעה, לפיה הסיכון להטלת אחריות על נושאי המשרה הינו נמוך, לבין גובה סכום הפשרה העומד על 23 מיליון דולר. בית המשפט קבע, כי הסדר הפשרה יונק את סבירותו מהחשש כי בית המשפט בישראל יאמץ את הלכת In re Caremark ויטיל אחריות על נושאי המשרה בשל הפרת חובתם לפקח על פעולות ההנהלה, וזאת אם המבקש יצליח להוכיח דפוס קבוע בהתנהלות הבנק, אשר

¹¹ ת"מ 4/21 יו"ר רשות ניירות ערך נ' אקולנד המקום שלך בטבע בע"מ.

היה בו כדי להוות נורות אדומות שהיו צריכות לכאורה לעורר סימני אזהרה. עוד נקבע, כי ראוי לאמץ את הלכת In re Caremark כאמת מידה ראויה ונכונה גם בישראל. לפסק הדין [לחץ כאן](#)

לאחרונה התקיים פאנל מומחים במרכז הבינתחומי בהרצליה בנושא "קיימארק בישראל"- חובות ההשגחה של נושאי משרה בעקבות ההחלטה בעניין אהרוני נ' מזרחי. לצפייה בפאנל [לחצו כאן](#) בפאנל נטלו חלק פרופסור עמיר ליכט מהבינתחומי, פרופסור חמדני מאוניברסיטת תל אביב, ד"ר רועי שפירא הבינתחומי, עו"ד רוני טלמור, ראש אשכול תאגידים ושוק ההון במשרד המשפטים ועו"ד שיראל גוטמן-עמירה ממשרדנו.

הלכת קיימארק קובעת, כי חובות האמון והזהירות של דירקטורים כוללות חובת השגחה ופיקוח על חובות הציות לדין של החברה והנהלתה, ולכן אם תובע יוכיח, כי הדירקטוריון לא פעל להטמעת מערכת לניטור הפרות חוק שיטתיות או כי הדירקטוריון התעלם ביודעין מקיומם של דגלים אדומים המלמדים על הפרה שיטתית של הדין ("המחדל הפיקוחי"), יחובו הדירקטורים באחריות להפרות החברה וייחשבו כמי שהפרו אמונים בחוסר תום לב.

המשתתפים נחלקו בשאלה האם הלכת קיימארק חלה בישראל, ואם כן מה היקפה, והאם ראוי שהמחדל הפיקוחי ייחשב להפרת חובות אמון בחוסר תום לב (גרסת דלאוור), שמשמעה שלילת זכות לפטור, ביטוח ושיפוי, או שמא יחשב הפרת חובת זהירות (גרסת ישראל כפי שנקבעה בעניין בוכבינדר¹²), שאינה שוללת את ההגנות האמורות.

לצד האמור שררה הסכמה, כי וודאות משפטית חשובה לקהילה העסקית, ולטובת וודאות שכזו אימוץ הלכת קיימארק בישראל צריך להיות מצומצם מאד, כפי שנעשה בדלאוור. שם, במרבית המקרים שהגיעו לפתחו של בית המשפט וגם במקרים שבהם הפרה החברה את הדין באופן שיטתי, התביעות בגין אחריות בשל מחדל פיקוחי נדחו.

בהקשר זה ומבלי להכריע בשאלה אם קיימארק כבר אומץ בישראל, טוב יעשו דירקטורים, אם יפעלו להטמעת מערכת לזיהוי הפרות ואי ציות לחוק על מנת שיוכלו לפעול לתקן.

הפאנל הסכים, כי דירקטוריון שיפעל למיפוי סיכוני אי-ציות לחוק ולהטמעת תכנית ציות, יצמצם משמעותית את החשיפה לטענת מחדל בפיקוח. המשמעות היא, כי אם לאחר מיפוי שכזה לא נמנעו ההפרות, החשיפה תהיה למחדל רשלני, שתחול לגביו הגנת שיקול הדעת העסקי, ובדאי שלא להפרת חובות אמון.

מחלקת רגולציה מונעת במשרדנו, בהובלתה של עו"ד הלה פלג, מתמחה במיפוי החובות הרגולטוריות החלות על חברות ובבניית תוכניות להטמעת הרגולציה, ציות ואכיפה, אשר מפחיתות את החשיפות לחברה ויסייעו ביכולת ההגנה על נושאי המשרה בה. ליצירת קשר: עו"ד הלה פלג מנהלת מחלקת רגולציה מונעת hilla@agmon-law.co.il.

¹² ע"א 610-94 גזליה בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה (11.5.1994).

6. יהושע חזן נ' סרגון נטוורקס בע"מ¹³

ביום 27 במאי 2021 אישר כבי' השופט מגן אלטוביה, בדיון שהתקיים בבית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו, תובענה כנגד חברת סרגון נטוורקס בע"מ (להלן: "סרגון") כתובענה ייצוגית. סרגון הינה חברה ציבורית דואלית שמניותיה נסחרו בתקופה הרלבנטית בבורסה בישראל ובבורסת נאסד"ק בניו יורק, ודיווחיה נעשו בהתאם לדין האמריקאי וזאת בהתאם להסדר הקבוע בפרק ה'3 לחוק ניירות ערך ("הסדר הרישום הכפול").

תביעתו של המבקש מתבססת על עליות תביעה מסוג תרמית, מצג שווא רשלני, הפרת חובה חקוקה, הפרת חובת זהירות והפרת חובת אמון לפי חוק החברות, התשנ"ט-1999, וכן על חוק ניירות ערך.

ההליך עוסק בשאלת האחריות החלה על תאגיד זר המדווח לפי הסדר הרישום הכפול, ובפרט, האם האחריות של סרגון ונושאי המשרה בה כלפי מחזיקי ניירות הערך שלה בישראל בגין פעולה או מחדל הנטען להיות פרסום פרט מטעה או מצג שווא, נגזרת מהדין האמריקאי, או מהדין הישראלי.

לטענת המבקש, הסיבה לתחולת הדין הישראלי על התביעה הייצוגית נעוצה בכך שהמשיבים הינם ישראלים, סרגון הינה חברה ישראלית, מניותיה נסחרו בבורסה בתל-אביב ובבורסה בניו-יורק ועיקר עניינה של התביעה "במצגים ופרסומים וולונטריים" שפרסמו ישראלים.

מנגד המשיבים טוענים כי הדין החל הוא הדין האמריקאי ולפיכך הם מבקשים סילוק על הסף מחמת התיישנות, לאור כך שהדין האמריקאי קובע תקופת התיישנות מקוצרת ביחס לעילות התביעה מהדין האמריקאי (שנה לאחר גילוי העובדות ולכל היותר בתוך 3 שנים לאחר אותה הפרה, לעומת 7 שנים בדין הישראלי).

בית המשפט קבע, כי המחוקק ביקש להקל על חברות ישראליות (וגם זרות) לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה, אולם לא שלל את תחולת הדין הישראלי בכל הנוגע להפרת הדין על ידי תאגיד המדווח לפי הסדר הרישום הכפול, ולפיכך לעניין אחריות יחולו ההוראות הקבועות בחוק ניירות ערך בנוגע לאחריות לנזק בשל פרט מטעה בתשקיף וזאת על אף שהגילוי ניתן לפי הכללים הקבועים בדין הזר. בית המשפט קובע כי הטלת חובות דיווח לפי פרק ה'3 לחוק ניירות ערך על תאגיד חוץ, כשלעצמה, אינה גורעת מהוראות הדין המתייחסות לאחריות או חובה שהוטלו על תאגיד חוץ בהוראות שבחוק ניירות ערך או בדין הכללי.

לאור זאת מגיע בית המשפט למסקנה, כי כללי האחריות הם הכללים הקבועים בדין הישראלי ולפיכך הוא דוחה את הבקשה למחיקה על הסף.

נציין כי עמדה זו של בית המשפט מנוגדת למספר פסקי דין שניתנו בעבר בבית המשפט המחוזי ואשר קבעו כי כללי האחריות על הפרת חובות גילוי בדין האזרחי, אשר חלים על חברות בהסדר הרישום הכפול הינם כללי האחריות הקבועים בדין הזר, שכן כללי האחריות צריכים לעקוב אחרי כללי הגילוי. להרחבה בעניין ראו מזכרנו מיוחד מאי 2018 המתייחס לפסקי הדין דמתי ומנקינד [לחץ כאן](#)

7. הצעת חוק בנוגע לכללי האחריות האזרחית החלים על חברות בהסדר הרישום הכפול

ביום 10 ביוני 2021, לאור פניות שהתקבלו ברשות ניירות ערך בעקבות ההחלטה לעיל, הבהירה הרשות כי לא הייתה צד להליך ולא התבקשה להביע במסגרתו את עמדתה וכי עמדתה העקרונית, כפי שהובעה בעבר בפני בתי המשפט, היא כי בתביעות אזרחיות בקשר עם דיווחיהן של חברות רישום כפול, כללי האחריות צריכים לעקוב אחרי כללי הגילוי. מכאן, **שבתביעות אזרחיות בגין הפרת חובות גילוי של חברת רישום כפול, כאשר הגילוי ניתן על פי הוראות הדין הזר, האחריות תהיה בהתאם לדין הזר.** פרשנות זו מגשימה, לעמדתה, את תכליותיו של הסדר הרישום הכפול, לעודד רישום למסחר בבורסה בתל-אביב של חברות הנסחרות בבורסות בחו"ל, על בסיס כללי הדין הזר בו הן מחויבות בחו"ל, לצד הגנת ציבור המשקיעים בישראל.

כמו כן, ציינה הרשות שהיא מקדמת תיקון חקיקה שיעגן בהמשך להמלצת בית המשפט העליון, את העמדה האמורה. תיקון החקיקה פורסם להערות הציבור בינואר 2021, ובמאי 2021 אישרה מליאת הרשות את נוסח ההצעה לאחר הערות הציבור. לנוסח ההצעה לחצו כאן - [נוסח ההצעה הסופי](#)

אכיפה מנהלית

8. יו"ר רשות ניירות ערך נ' סאני אלקטרוניקה – החזקה ביחד

החלטה של וועדת האכיפה המנהלית כנגד חברת סאני אלקטרוניקה ובעל השליטה בה, מר יעקב לוכסנבורג (המשיב).

ההליך נוגע לחזרתה של חברת סאני מרשימת השימור למסחר ברשימה הראשית בבורסה. לצורך החזרה מהשימור, ביצעה החברה הנפקה של כ-13.5 מיליון מניות. לאחר ההנפקה, הודיעה החברה כי כ-7.5 מיליון מניות מוחזקות בידי הציבור, ולפיכך היא עומדת בדרישות לצורך החזרה למסחר ברשימה הראשית. בדיעבד הסתבר, כי מתוך מניות אלו כ-400 אלף מניות נרכשו על ידי בתו של המשיב, ברכישה שמומנה בכסף שהועבר אליה על ידי המשיב, וכ-660,000 מניות נרכשו על ידי אחיו של המשיב, כאשר הפעולות בחשבון האח בוצעו על ידי המשיב מכוח ייפוי כוח שניתן לו.

הרשות טענה להפרה מנהלית של דיווח מטעה, בשל כך שהחזקות הבת והאח הוגדרו כהחזקות ציבור. לטענת הרשות, הבת והמשיב, והאח והמשיב, היו מחזיקים ביחד וכן לטענתה, הבת הייתה סמוכה על שולחנו של האב, וגם לאור עובדה זו יש לראותם כמחזיקים יחד והיה מקום לדווח על כך. ועדת האכיפה מקבלת את טענת הרשות לעניין החזקה ביחד לגבי האח וקובעת, כי **משניתן ייפוי כוח למשיב לביצוע פעולות בחשבון האח, יש לראותם כמחזיקים יחד.** לעניין הבת, מקבלת ועדת האכיפה את טענות המשיב לפיהן אין לראות את המשיב והבת כמחזיקים יחד. עוד היא קובעת, כי **העובדה שהבת קיבלה סכומי כסף נכבדים באופן שוטף מהאב, לא הופכת אותה לסמוכה על שולחנו, וכן כי העובדה שגם הכסף לרכישת המניות ניתן על ידי האב לא הופך אותם למחזיקים יחד.** למרות זאת, ועדת האכיפה קובעת כי **אין לראות בהחזקות הבת החזקות ציבור ולפיכך יש לראות בהכללת הבת בהחזקות הציבור כפרט מטעה.** נציין כי לטעמנו, לאחר שהוועדה הגיעה למסקנה כי אין לראותם כמחזיקים יחד לא ברורה ההנמקה המשפטית לכך שאין לכלול את הבת במסגרת החזקות הציבור. להודעה לעיתונות על החלטת הוועדה המנהלית [לחץ כאן](#)

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

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת.

שיראל גוטמן עמירה, שותפה, ראשת מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון,
shirel@agmon-law.co.il



איריס ציבולסקי-חביליון, יועצת, תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון,
irisc@agmon-law.co.il



יערה שחורי בן הרוש, עו"ד, תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון, -
yaarab@agmon-law.co.il

