

## זכות הנאמן בתגמולי ביטוח נושאי משרה, זכות דירקטור ליעוץ על חשבון החברה ועוד



### מזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון – נובמבר 2021

#### לקוחות יקרים,

במזכר שלפניכם מספר החלטות חשובות של בתי המשפט וביניהן:

- החלטת בית המשפט העליון בשאלה מתי על החברה לכסות הוצאות של דירקטור<sup>1</sup>;
  - למי שייכת פוליסת ביטוח נושאי משרה בחברה – לחברה או לנושאי המשרה? והאם מפרק יכול למנוע הסדר פשרה בין תובעים ייצוגיים לבין נושאי המשרה אשר ממומן על ידי הביטוח בטענה שגם לו יש טענות כנגד נושאי המשרה ואישור הסכם הפשרה יפגע בהיקף הביטוח שיוכל לתבוע ממנו<sup>2</sup>;
  - מתי בית המשפט יטיל על נושא משרה לשלם פיצויים עונשיים בשל הפרת חובת האמון שנעשתה על ידו<sup>3</sup>;
  - מתי גיוס הון שמבצעת חברה ציבורית יחשב כמקפח זכויות של בעלי מניות מיעוט<sup>4</sup>;
- עוד במזכר זה - כללי התנהגות מוצעים לדירקטורים לקידום איכות הביקורת על הדוחות הכספיים, תיקון לתקנות מס הכנסה בנושא מיסוי שותפויות לחיפושי נפט, ועמדות רשות בנושאים שונים.

#### דגשים עיקריים:

- לכל דירקטור בחברה האפשרות להתייעץ עם מומחים מטעמו לצורך ביצוע תפקידו, כאשר במקרים מיוחדים תמומן ההתייעצות על ידי החברה, וזאת באישור מראש של הדירקטוריון או באישור בית המשפט. **בית המשפט, בנואו להחליט בבקשה ישקול, בין היתר, האם המומחים**

<sup>1</sup> תא (ת"א) 65438-05-21 ירין נ' קמן קפיטל בע"מ (23.8.2021)

<sup>2</sup> ת"צ 15-06-37693 בנדל ואח' נ' אפריקה ישראל להשקעות בעמ ואח' (30.9.2021)

<sup>3</sup> תא (ת"א) 19-01-25839-01 יריב בן יהודה נ' לופו ויטנר (16.8.2021)

<sup>4</sup> תא (ת"א) 34979-08-16 טל גינזבורג נ' חברת מדיפאואר אוברסיז פאבליק קו. לימיטד (27.10.2021)

של החברה אינם מספקים את הסיוע הנדרש לדירקטור לצורך מילוי תפקידו ואת סבירות הסכום המבוקש בהתחשב בעילה לבקשת הייעוץ ובהתחשב במצבה הכספי של החברה.

- בית המשפט קובע כי תכליתה של פוליסת ביטוח נושאי משרה אינה לסייע לחברה לגבות את חובותיה, אלא לאפשר לדירקטורים לקיים תפקידם ללא מורא. תנאי זה הוא חלק מתנאי ההעסקה וכהונה של דירקטורים והוא תנאי הכרחי על מנת לשמר מוסד זה. **הכרה רחבה בזכותו של נאמן (בנעלי החברה) לשלול בזיעבד ממוטבי הפוליסה את זכאותם, יש בה כדי לערער ולחתור תחת מוסד הדירקטורים.** קבלת עמדת הנאמן, לפיה בעת פירוק נשללות זכויות נושאי המשרה מכוח הפוליסה והם הופכים תלויים ברצונו הטוב, מנוגדת למהותה של פוליסת הביטוח.
- בית המשפט מכיר באפשרות להטיל על נושא משרה לשלם פיצויים עונשיים בגין הפרת חובת האמון כלפי החברה וכלפי בעלי מניות החברה.
- גיוס הון בפחות מהשווי הריאלי של החברה עשוי באופן תיאורטי להקים טענת קיפוח וטענה להפרת חובות אמון. כשיש אינדיקציות לכך שבעל השליטה הוא היחיד שישתתף בגיוס ההון, חזקה שההצעה מקפחת אך חזקה זו ניתנת לסתירה
- בעקבות השינוי בתקנות מס הכנסה, מחזיקי יחידות השתתפות בשותפויות נפט ימוסו במיסוי דו שלבי בדומה למיסוי מחזיקי מניות בחברות.
- בהצעה לא אחידה החברות והחתימים רשאים להעביר מידע למשקיעים מתוחכמים ולנהל משא ומתן עימם **טרם** פרסום טיוטת תשקיף.
- כאשר החברה נדרשת לפרשנות לשטר הנאמנות לצורך חישוב עמידתה ביחסים הקבועים בשטר, עליה ליידע את הנאמן על כך לצורך קבלת עמדתו מראש ובנוסף, לכלול בדוחותיה גילוי אודות אותה פרשנות והשפעותיה.
- כאשר דוחים אסיפה כללית פחות מ- 6 שעות לפני מועד האסיפה, הרוב הנדרש לדחייה, הוא הרוב אשר נדרש לצורך אישור אותה החלטה שמבקשים לדחות.

**תוכן עניינים:****פסיקה**

1.	ירין נ' קמן קפיטל בע"מ – מימון פעולות דירקטור על ידי החברה	3
2.	בנדל ואח' נ' אפריקה ישראל השקעות בע"מ ואח' – זכות נאמן בכספי ביטוח	4
3.	יריב בן יהודה נ' לופו ויטנר – לקראת פיצויים עונשיים?	5
4.	שאלתיאל נ' רמי צים מרכזי קניות בע"מ – ניצול הזדמנות עסקית	6
5.	טל גיזנבורג נ' חברת מדיפאואר אורסיז פאבליק קו. לימיטד – גיוס הון מקפח	8

**חקיקה**

6.	תקנות מס הכנסה (כללים לחישוב המס בשל החזקה ומכירה של יחידות השתתפות בשותפות לחיפוש נפט) (תיקון), התשפ"ב-2021.	9
----	---	---

**עמדות רשות**

7.	עמדת סגל משפטית מספר 103-43.	10
8.	פנייה מקדמית בעניין מנד"י.קום.	11
9.	דוח ממצאים בנושא התחייבות לעמידה באמות מידה פיננסיות כלפי מחזיקי אגרות חוב סחירות.	11
10.	עמדת סגל הרשות לעניין אופן דחיית האסיפה הכללית.	12
11.	כללי התנהגות מוצעים לדירקטורים לקידום איכות הביקורת על הדוחות הכספיים.	12

**פסיקה****1. ירין נ' קמן קפיטל בע"מ – מימון פעולות דירקטור על ידי החברה****עובדות המקרה:**

המבקשת היא דירקטורית חיצונית בחברת קמן קפיטל בע"מ (להלן: "החברה"). היא הגישה תביעה נגד החברה ובעלי השליטה בה וכן בקשה לסעדים זמניים נגד הנתבעים. המבקשת עתרה לכך שביהמ"ש יורה לחברה לשאת בהוצאותיה בגין הגשת התביעה. המשיבים הסכימו כי על החברה לשאת בהוצאות סבירות של נושא המשרה בהתאם לחוק החברות, וכן במידת הצורך הדירקטור החיצוני זכאי לקבל מימון ליעוץ חיצוני משפטי, אולם טענו כי אין להפוך מסלול התייעצות של דירקטור שנועד ל"מקרים מיוחדים" לכלי למימון הליכים המשפטיים, ובפרט כאשר העלויות אינן מידתיות.

עיקרי קביעות ביהמ"ש (כב' השופטת רות רונן):

לפי סעיף 266 לחוק החברות, **לכל דירקטור בחברה אפשרות להתייעץ עם מומחים מטעמו לצורך ביצוע תפקידו, וכן במקרים מיוחדים תמומן התייעצות זו על ידי החברה.**

לא קיימת דרישה לכך שהמימון יאושר מראש על ידי דירקטוריון החברה, ואישור כאמור יכול להינתן גם על ידי ביהמ"ש. הטעם לכך הוא שייתכנו מקרים בהם הייעוץ נדרש כדי לבחון את פעולות הדירקטוריון. במקרים כאלה, סביר להניח כי הדירקטוריון לא יאשר את מימון הייעוץ על ידי החברה. יחד עם זאת, דירקטור הפונה לייעוץ חיצוני בלי לקבל את אישור החברה לכך, מסתכן בכך שביהמ"ש לא יאשר את תשלום הסכום שהוא נדרש לשלם, כולו או חלקו.

בית המשפט, בבואו להחליט בבקשה ישקול, בין היתר, האם המומחים של החברה אינם מספקים את הסיוע הנדרש לדירקטור לצורך מילוי תפקידו, ואת הסבירות של הסכום המבוקש בהתחשב בעילה לבקשת הייעוץ ובמצבה הכספי של החברה. דירקטור הפונה לייעוץ חיצוני צריך להביא שיקול זה בחשבון, כפי שנדרש לעשות גם דירקטוריון החברה כשהוא מביא בחשבון הוצאות אפשריות של החברה.

נקבע כי "לא בכל מקרה נדרש ייעוץ חיצוני אולם במצב הדברים היום – המגמה של ביהמ"ש צריכה להיות לתמרץ פניה לקבלת ייעוץ כזה (חיצוני) במקרים המתאימים. יחד עם זאת, אין מקום להחלטה שהמסר שיעלה ממנה הוא כי מימון התשלום של ייעוץ לדירקטור יוטל על-ידי בית-המשפט באופן אוטומטי ובמלואו על החברה. עמדה כזו עלולה להוביל לפניות רבות מדי לייעוץ חיצוני, ובעיקר לכך שהדירקטור הפונה לייעוץ כזה לא יפעיל שיקול-דעת ביחס לעלותו. זאת, אם הוא יהיה סבור כי ממילא החברה - ולא הוא עצמו - תצטרך לשאת בו.

## לפסק הדין לחץ כאן

## 2. **בנדל ואח' נגד אפריקה ישראל להשקעות בע"מ ואח' – זכותו של נאמן למנוע מחברה בהליכי חדלות פירעון להגיע להסדר פשרה שממומן מכספי ביטוח נושאי משרה**

### עובדות המקרה:

הליך לאישור פשרה בבקשה לאישור ניהול תובענה כייצוגית בגין פרטים מטעים בדיווח ("בקשת האישור"), שהוגשה על ידי בעלי מניות בחברת אפריקה ישראל תעשיות בע"מ (בפירוק) (להלן: "אפריקה תעשיות" או "החברה"). במסגרת ההליך טען הנאמן לחדלות הפירעון שמונה לחברה כנגד הסכם הפשרה. טענותיו היו כי פוליסת ביטוח חבות דירקטורים ונושאי משרה של החברה מהווה חלק ממסת הנכסים הכפופה להליכי חדלות פירעון של החברה ושייכת לחברה ולא לנושאי המשרה. בנוסף, טען הנאמן, כי זכות התביעה בגין המסכת העובדתית המתוארת בבקשת האישור מקימה בראש ובראשונה זכות תביעה לחברה, שהיא הנפגעת הראשית, ולא לבעלי המניות, ולפיכך החברה היא זו שזכאית לתגמולי הביטוח לפי פוליסת ביטוח נושאי המשרה, ולא לבעלי המניות.

עיקרי קביעות ביהמ"ש (כב' השופט חאלד כבוב):

בית המשפט מכריע בשאלה **למי שייכת הבעלות בפוליסת ביטוח נושאי המשרה בחברה** (לחברה או לנושאי המשרה) **ומי זכאי לתגמוליה?** בית המשפט קובע כי, בהקשר של פוליסת ביטוח, יש להבחין בין שני סוגי זכויות: זכות הבעלות בפוליסה והזכות לקבלת תגמולי ביטוח מכוח הפוליסה בעת קרות

מקרה הביטוח. הוא קובע כי הבעלות בפוליסת הביטוח היא של החברה ולחברה כבעלת הפוליסה יש זכות לשנות את תנאי הפוליסה ולגרוע או להוסיף לתוכה מוטבים. אולם, הבעלות בפוליסה לא מקנה את הזכות לקבלת תגמולי הביטוח ואלה יוקנו למי שיוגדר כמוטב בפוליסה.

לעניין הזכות לקבל את תגמולי פוליסת הביטוח, בית המשפט מנתח את מבנה הפוליסה וקובע כי פוליסת ביטוח דירקטורים ונושאי משרה כוללת לרוב את שלושת הכיסויים הבאים: (1) כיסוי לדירקטורים ונושאי המשרה ("side A"); (2) כיסוי לחברה עצמה בגין פיצוי תמורת שיפוי אותו העניקה לנושאי המשרה ("side B"); (3) כיסוי על תובענות ייצוגיות בניירות ערך בהן נתבעת החברה עצמה ("side C"). סכום הביטוח הוא סכום המצרפי של התשלום המרבי עבור כל אחד משלושת הכיסויים יחד, תחת תקרה כספית אחת, כאשר לרוב פוליסת הביטוח קובעת את מדרג התשלומים.

בית המשפט מנתח את טענת הנאמן לפיה לחברה עצמה עשויות לעמוד טענות כנגד נושאי המשרה וכי היא עשויה להיות מעוניינת לתבוע בגין את נושאי המשרה וחברת הביטוח וקובע כי במצב זה התחרות היא בין שתי תביעות נגד אותם נושאי משרה ודירקטורים שמתחרות על התגמולים הנובעים מהכיסוי הביטוחי תחת side A, האחת של התובע הייצוגי והשניה של הנאמן. לעניין טענת הנאמן כי השימוש בכיסוי הביטוחי לטובת הפשרה יפחית את התגמולים הפוטנציאליים שתקבל החברה אם תזכה בתביעתה כנגד נושאי המשרה, בית המשפט קובע כי העקרון החל במצב דברים זה הוא "כל הקודם זוכה".

**עצם הטענה שקיים צד ג' שזקוק עשוי להיות מכוסה על ידי הפוליסה אך טרם הגיש תביעה רלוונטית, לא צריכה להגביל, כשלעצמה, את יכולתו של המבוטח בביטוח האחריות לעשות שימוש בפוליסה כדי לפצות נפגע אחר שכן הגיש כבר תביעתו.** מכאן, מקום בו טרם הגיש הנאמן את תביעתו, ככלל, לא תעמוד לו כל זכות לעכב או להגביל את השימוש בפוליסת ביטוח נושאי משרה ודירקטורים במערכת היחסים עם צד ג' "נפגע" אחר שהקדים אותו וכבר הגיש תביעה.

עוד קובע בית המשפט כי העובדה שהחברה הינה גם מוטבת נוספת בפוליסה ובעלת הפוליסה (המבוטח) לא משנה את מסקנתו; מבוטח רשאי להתנגד להסכם פשרה אך עליו לפעול בתום לב ובסבירות בעת השימוש בזכות ההתנגדות ומתוך צורך אמיתי. התנגדות שמקורה ברצונו של המבוטח לתבוע בעצמו מוטב אחר תחת הפוליסה, בודאי כאשר זו מתבססת על תביעה תיאורטית שטרם באה לעולם, אינה התנגדות המבוססת על צורך אמיתי. בית המשפט קובע כי יתכנו מקרים חריגים בהם יוכח לבית המשפט כי התנהגות הצדדים להסדר הפשר עולה כדי חוסר תום לב בקיום חוזה הביטוח או בשימוש בזכות הנובעת ממנו ואז בית המשפט יכול שלא לאשר את הסדר הפשרה אולם מצב דברים זה אינו מתקיים כאן.

בית המשפט דן גם בטענה אפשרית שלא הועלתה על ידי הנאמן ולפיה היות והפוליסה נועדה להגן גם על החברה, השימוש בפוליסה על ידי נושאי המשרה יקטין את הכיסוי הביטוחי העומד לחברה כנתבעת. בית המשפט קובע כי לאור מדרג התשלומים בפוליסה של החברה זכותם של נושאי המשרה קודמת לזכותה של החברה. הוא מוסיף וקובע כי גם מקום בו הפוליסה לא קובעת מראש מדרג תשלומים, הרי שכאשר לא עומדת כל תביעה כנגד החברה אשר בגינה החברה תהיה זכאית להנות מתשלומי הביטוח, זכותם של נושאי המשרה עדיפה.

קביעות אלו נעשות בין היתר על רקע תכליתה של פוליסת ביטוח נושאי משרה שאינה, בעיני בית המשפט, לסייע לחברה לגבות את חובותיה, אלא לאפשר לדירקטורים לקיים תפקידם ללא מורא. תנאי זה הוא חלק מתנאי ההעסקה וכהונה של דירקטורים והוא תנאי הכרחי על מנת לשמר מוסד זה. הכרה

רחבה בזכותו של נאמן (בנעלי החברה) לשלול בדיעבד ממוטבי הפוליסה את זכאותם, יש בה כדי לערער ולחתור תחת מוסד הדיקטורים בכלל. קבלת עמדת הנאמן, לפיה בעת פירוק נשללות זכויות נושאי המשרה מכוח הפוליסה והם הופכים תלויים ברצונו הטוב, מנוגדת למהותה של פוליסת הביטוח.

[לפסק הדין לחץ כאן](#)

### 3. יריב בן יהודה נגד לופו ויטנר – לקראת פיצויים עונשיים?

עובדות המקרה:

פסק הדין עוסק בסכסוך בחברה פרטית, בין בעל מניות ("התובע") לבין נושא משרה בחברה, אשר החזיק גם בשיעור נמוך של מניות בחברה ("נושא המשרה"). התובע טען כי נושא המשרה פעל לטובת אינטרסים אישיים שלו במקום לפעול לטובת החברה ובעלי מניותיה. מדובר בחברה שהייתה בקשיים כלכליים חמורים כאשר ההבנה בחברה היתה כי במידה ולא ימצא משקיע תוך חצי שנה היא לא תוכל להמשיך לפעול. החברה ניהלה משא ומתן עם שני משקיעים פוטנציאליים ובסופו של דבר התקשרה עם אחד מהם. לימים הסתבר כי נושא המשרה, שהיה באותה תקופה סמנכ"ל הטכנולוגיות של החברה ואיש מפתח בחברה, התקשר בהסכמים עם אחד משני המשקיעים, ולא גילה על כך לחברה. בנוסף, נמצא כי הוא חיבל במשא ומתן שניהלה החברה עם המשקיע הפוטנציאלי אחר, תוך שפעל בניגוד עניינים. התובע דרש פיצוי כספי ביחס בשל אובדן שווי מניותיו, ולחילופין אובדן רווחים בגין אי מימוש אופציה של המשקיע האחר, בנוסף טען לחיסרון כיס של הסכומים שהלווה התובע לחברה.

עיקרי קביעות בית המשפט:

בית המשפט, בפסק דין של כבי' השופט כבוב, קבע כי אי דיווח אודות ניגוד עניינים בו מצוי נושא משרה בקשר לעסקה של החברה יהווה הפרה של חובת האמונים ובתוך כך של חובות הגילוי המוטלות עליו. בנוסף, בית המשפט קבע שבמקרה דנן חובת האמון של נושא המשרה חלה לא רק כלפי החברה אלא גם כלפי בעלי מניותיה, וזאת מהנימוקים הבאים:

- זכויותיהם הקנייניות של בעלי המניות היו מונחות על הכף ולנושא המשרה היה הכוח להשפיע עליהן (גם אם ההשפעה לא הייתה מכריעה). במקרה כזה בעיית הנציג בין נושאי משרה לבעלי מניות מתחדדת<sup>5</sup>.
- פערי המידע בין הצדדים, המאפיינים את בעיית הנציג בין בעלי מניות לנושאי משרה בחברה ופעילותו האקטיבית של נושא המשרה מול נושאי משרה ובעלי מניות כדי לקדם את העסקה שרצה בה.
- אופייה של החברה כפרטית.

<sup>5</sup> במקרה זה נושא המשרה החזיק גם במניות החברה אולם בית המשפט פסק כי מדובר בהחזקה קטנה שלא פותרת את בעיית הנציג.

בית המשפט קבע, כי התנהלותו של נושא המשרה בעת ניהול המגעים על ידי החברה עם כל אחת מהרוכשות הפוטנציאליות מהווה דוגמא מובהקת להפרת חובת האמונים המוטלת על נושא משרה החברה. במעשיו, הפר נושא המשרה את חובות הגילוי המוטלות עליו, ניצל את מעמדו בחברה על מנת לשרת את מניעיו האישיים, ואף פעל לגייס לשם כך נושאי משרה ובעלי מניות אחרים בחברה שנתנו בו אמון וסמכו עליו.

לאור העובדה שלא הוכח קשר סיבתי בין ההפרה לנזק שנגרם לתובע בית המשפט דוחה את התביעה לפיצוי על חסרון כיס בגין ירידת ערך המניות ומקבל אותה לגבי שתי הלוואות ספציפיות שנתן התובע לחברה.

באמרת אגב בית המשפט דן בשאלה האם ניתן להטיל על נושא המשרה פיצויים עונשיים. לדעת בית המשפט אין זה ראוי שלא תוטל סנקציה על נושא משרה אשר מפר את חובת האמון, וזאת רק מהסיבה שלא הוכח קשר סיבתי בין ההפרה לנזק. כב' השופט כבוב מציין כי בית המשפט העליון הכיר באפשרות של פסיקת פיצויים בגין הפרת חובות אמון "בבוא בעת ובמקרה מתאים" בהתקיים נסיבות קיצוניות של "הפרה חמורה ואשם כבד". בית המשפט קובע כי במקרה דנן, החומרה במעשיו של נושא המשרה היא לא רק אי הדיווח על ניגוד העניינים בו היה מצוי אלא התעקשותו להביע שוב ושוב, באופן אקטיבי ונחרץ, את דעתו בקשר עם המשא ומתן שניהלה החברה עם הרוכשות הפוטנציאליות, תוך שהוא מודע למעמדו ולחשיבות שייחסו הגורמים השונים לדעתו, ולכך שהם לא מכירים כי הוא מצוי בניגוד עניינים חמור. לכן הוא קובע שאם התובע היה מבקש זאת כסעד, היה ראוי ומוצדק להטיל פיצויים עונשיים על נושא המשרה.

[לפסק הדין לחץ כאן](#)

#### 4. שאלת־אל נ' רני צים מרכזי קניות בע"מ – ניצול הזדמנות עסקית

כב' השופט כבוב דחה בקשה לאישור תביעה נגזרת, וקבע כי נושא משרה (שהוא גם בעל השליטה) היה רשאי לנצל באופן פרטי הזדמנות עסקית, אשר צד שלישי הציע לחברה, אך החברה דחתה אותה. בית המשפט קבע כי ישנן שלוש חלופות החוסות תחת הגדרת המונח "הזדמנות עסקית של החברה":

1. כאשר ניצול ה"הזדמנות העסקית" כרוך בשימוש במשאבי החברה ונדרש אז השימוש במשאבי החברה יהיה רב ומסיבי;

2. כאשר נודע לנושא המשרה אודות ה"הזדמנות העסקית" מתוקף תפקידו בחברה;

3. כאשר ה"הזדמנות העסקית" הובאה לידיעת נושא המשרה שלא במסגרת כובעו כבעל תפקיד בחברה, אולם ההזדמנות כאמור נוגעת לתחום פעילות החברה ובלבד שכחלק מתפקידו נושא המשרה אמון על איתור הזדמנויות עסקיות עבור החברה.

במקרה דנן, ההצעה להתקשר בעסקה הובאה לדיון בוועדת הביקורת ובדירקטוריון החברה, ואלו החליטו, לאחר ששקלו מגוון שיקולים, שמדובר בעסקה שאינה תואמת את האסטרטגיה העסקית שלה ולכן איננה חלק מתחום הפעילות שלה, וגם מסכנת את החברה ולכן אינה משרתת את טובתה. בית המשפט קובע כי לחברה ניתנה 'זכות סירוב ראשון' ביחס להזדמנות עסקית שלה, והיא זכאית לבחור שלא לעשות בה שימוש, כפי שעשתה במקרה זה. משהחליטה החברה באופן אקטיבי שלא לנצל הזדמנות עסקית וזאת לאחר דיון ושקילה, על בסיס גילוי מלא כשכל המידע הרלוונטי היה

מונח בפניה (בשונה ממקרים קודמים שהובאו לבית המשפט), בעל השליטה רשאי לנצל את ההזדמנות העסקית ואין זו עוד הזדמנות עסקית של החברה. קביעות חשובות נוספות מפסק הדין:

- אין לראות בכל עסקה המובאת בפני החברה כ"הזדמנות עסקית" שלה.
- יש להבחין בין הזדמנות עסקית שנבצר מהחברה לנצל בשל היעדר משאבים (כפי שהיה בעניין פאנגאיה), לבין הזדמנות עסקית שיש בכוחה של החברה לנצל, אולם ניצולה אינו משרת את טובת החברה בנקודת הזמן בו התקבלה החלטתם של קברניטי החברה בנדון.
- נטל ההוכחה בנוגע לשקילת ההצעה כדבעי, קיומו של הליך גלוי ושקוף וניהולו בהתאם לכלל המנגנונים הקבועים לשם כך על פי דין – יחולו על החברה.
- אם הוכח על בסיס קביעת אורגני החברה בזמן אמת, כי עסקה מסוימת איננה בתחום הפעילות של החברה וגם כי אין בעסקה כדי לקדם את טובת החברה, הרי שביצוע העסקה בידי נושאי משרה של החברה באופן פרטי אינה מהווה נטילת הזדמנות עסקית.
- התובעים טענו כי ההחלטה לאפשר לבעל השליטה שהנו גם נושא משרה, לנצל את ההזדמנות העסקית הייתה כפופה ל"אישור משולש" (היינו גם לאסיפה כללית ברוב מקרב המיעוט לפי ס' 275 לחוק החברות) מטעם כפול – ההחלטה עצמה מהווה פעולה מהותית, ולחילופין היא מהווה הענקת טובת הנאה ועל כן היא "עסקה" כמשמעות המונח בחוק החברות.
- לעניין זה קבע בית המשפט כי ההחלטה לא היוותה פעולה מהותית. כן קבע בית המשפט, כי לאור קביעתו כי לא היתה כאן נטילת הזדמנות עסקית, הרי שהחברה לא ויתרה על משהו לטובת בעל השליטה, ולכן אין כאן "הענקת" של דבר מה מהחברה לבעל השליטה ולא נדרש מנגנון האישור המשולש.

[לפסק הדין לחץ כאן](#)

## 5. טל גיזנבורג נ' חברת מדיפאואר אוברסיז פאבליק קו. לימיטד – מתי גיוס הון יחשב כקיפוח בעלי מניות המיעוט?

כב' השופטת רות רונן דחתה תביעה של בעלי מניות מיעוט בחברה ציבורית שטענו כי גיוס הון בהנפקות לציבור שביצעה החברה עלה כדי קיפוח בעלי מניות המיעוט, שכן בוצע בשווי נמוך מהשווי הריאלי של המניות.

עובדות המקרה

פסק הדין עוסק בחברה ציבורית שנמחקה מהמסחר בבורסה. לאחר המחיקה מהמסחר ביצעה החברה שתי הנפקות לציבור, אשר בראשונה רכש מר גולדפינגר, בעל המניות הגדול, שכיהן גם כיו"ר הדירקטוריון ("מר גולדפינגר") 71% מההנפקה ובשניה כ- 40% מההנפקה. ההנפקה הראשונה בוצעה במחיר של 4.6 ₪ למניה. (להלן: "ההנפקה הראשונה"). בעקבות זאת התובעים פנו לבית המשפט בטענה כי המניות הונפקו בשווי נמוך מהשווי הריאלי של המניות. להצעה שניה שנקבע לה מחיר מינימום של 6.07 ₪ למניה (וזאת בהתאם למחיר המניה שנקבע על



ידי מומחה מטעם בית המשפט) לא התקבלו הזמנות. בינואר 2017, בוצעה הנפקה שלישית שהותנתה בחזרה למסחר בבורסה (להלן: "ההנפקה השלישית"). המחיר שנקבע במכרז הציבורי בהנפקה זו עמד על 4.65 ₪ למניה ורובה נמכר למשקיעים מוסדיים ובעקבותיה מניות החברה חזרו להיסחר בבורסה.

### עיקרי קביעות בית המשפט

כב' השופטת רות רונן קבעה כי החלטה בדבר גיוס הון היא החלטה הקשורה בניהול הפנימי, וככלל בית המשפט לא מתערב בה, ויחיל במקרים המתאימים את כלל שיקול-הדעת העסקי. אין פירושה של החלטת כלל שיקול הדעת העסקי, כי אין מדובר בהחלטה מקפחת כלפי בעלי מניות המיעוט ובנסיבות מסוימות, גיוס הון בפחות מהשווי הריאלי של החברה עשוי להקים הן טענת קיפוח והן טענה להפרת חובות אמון וזאת בעיקר כאשר ניתן לצפות שלא כל בעלי המניות בחברה ייקחו חלק בהנפקה (דילול בערך המניות).

גם החלטה על גיוס הון בהתאם לערך הריאלי של המניות עשויה להיחשב מקפחת וזאת כאשר היא לא נעשית מטעמים עסקיים של החברה, אלא רק כדי לדלל את חלקם של חלק מבעלי המניות שאינם צפויים לקחת בה חלק.

**לעניין השאלה מתי הצעה תיחשב מקפחת קובע בית המשפט כי כאשר יש אינדיקציות שבעל השליטה הוא היחיד שישתתף בגיוס ההון, חזקה שההצעה מקפחת – אך החזקה ניתנת לסתירה.** בכדי לבסס חזקה שההנפקה הייתה מקפחת יש להוכיח:

1. **כי לחברה הציבורית יש מאפיינים של חברה פרטית** (במקרה דנן, החברה לא נסחרה בבורסה, ולא היתה לה מדיניות חלוקת דיבידנדים), ולכן הציפייה הסבירה היא שלא ישתתפו בהנפקה משקיעים חדשים שאינם מקרב בעלי המניות והמשקיע העיקרי יהיה בעל השליטה.
2. **כי לבעל השליטה יש השפעה על תנאי ההנפקה.** לשם כך יש לבחון את מידת ההשפעה בפועל של בעל השליטה על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה.
3. **חשש לכאורה להנפקה במחיר נמוך משווי המניה.** בית המשפט קובע כי כאשר יש מסחר בבורסה, מחיר השוק יהיה המחיר הריאלי. כאשר אין למניות מחיר שוק (כמו במקרה דנן, היות והחברה נמחקה מהמסחר), ניתן לפנות לאמצעים אחרים לצורך הערכת מחיר השוק. עסקאות שנעשו מחוץ לבורסה בסמוך לעסקה תהווה אינדיקציה טובה למחיר השוק. ניתן גם להיעזר בחוות דעת מומחה. בית המשפט קובע מפורשות כי לא יחולו לצורך קביעת המחיר הריאלי אותם מבחנים אשר חלים לעניין שווי הוגן בהצעת רכש מלאה (לגביה ההלכה שנקבעה בעניין קיטאל היתה כי ברירת המחדל הנה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)) וזאת לאור השוני בנסיבות.

**באשר להנפקה הראשונה,** בית המשפט קובע שלמרות שהמחיר בהנפקה נקבע במכרז לציבור, הציפייה הסבירה היתה שהמשתתף העיקרי באותה הנפקה יהיה מר גולדפינגר, שגם השפיע על קביעת המחיר וגם רכש חלק מכריע מהמניות שהונפקו, ולכן אי אפשר לראות במכרז לציבור כהליך תחרותי שמבטיח מחיר שוק.

**באשר להנפקה השלישית,** בית המשפט קובע כי מחיר ההנפקה הינו מחיר שוק ולכן משקף את הערך הריאלי של המניה, וזאת מהנימוקים הבאים:

1. ההנפקה השלישית הותנתה בכך שמניית החברה תחזור להיסחר לאחריה. כך, מי שהשתתף בהנפקה יכול היה לעשות כן בהסתמך על כך שהמניות שיירכשו על-ידיו במסגרת ההנפקה ייסחרו בבורסה.

2. המכרז הופנה ראשית למשקיעים המוסדיים שהינם משקיעים מתוחכמים.

3. לפני ההנפקה השלישית, הדירקטוריון החליט על אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנדים.

4. אין די בפער בין שווי השוק לבין שווי נכסי החברה בספרים כשלעצמו כדי להביא למסקנה שאין להסתמך על שווי השוק של המניה.

עוד קבע בית המשפט כי ניתן להסתמך על מחיר המניה בהנפקה השלישית וכן על המחיר בבורסה בסמוך לאחר ההנפקה השלישית כאינדיקציה למחיר הריאלי של המניה בהנפקה הראשונה, וזאת מהנימוק כי מאז ההנפקה הראשונה ועד להנפקה השלישית לא אירעו אירועים שהיה בהם כדי להשפיע על שוויה הריאלי של המניה. לפיכך הוא קובע כי לא הוכח קיפוח.

באמרת אגב מתייחס בית המשפט לשאלה האם יש לראות באופן ההצבעה של שני הדירקטורים שמונו על ידי התובע כאינדיקציה לכך שההנפקה בוצעה בשווי הוגן. בית המשפט קובע, כי גם אם התובע לא היה בקשר עם הדירקטורים שמונו מטעמו ביחס לאופן בו הוא מעדיף שהם יצביעו, וגם אם הדירקטורים מטעמו הביעו עמדה שלא תאמה את העמדה שלו ביחס לשווי המניה, יש משקל לעמדת אותם דירקטורים.

קביעה מעניינת נוספת בפסק הדין, החוזרת על הקביעה בענין ורדניקוב, היא כי לבעלי המניות הזכות לפעול מתוך התחשבות באינטרסים העצמיים שלהם ועל מנת להגן על השקעותיהם.

[לפסק הדין לחץ כאן](#)

## חקיקה

### 6. תקנות מס הכנסה (כללים לחישוב המס בשל החזקה ומכירה של יחידות השתתפות בשותפות לחיפוי נפט)(תיקון), התשפ"ב- 2021 (להלן: "התיקון לתקנות")

על פי התיקון לתקנות, על שותפות נפט יחול עליה מס בשיטה הדו שלבית בדומה למיסוי חברות, וזאת החל בשנת המס במהלכה הפיקה השותפות לראשונה הכנסה חייבת מעסקי השותפות או ביצעה חלוקה למחזיקים בה.

על פי השיטה הדו שלבית, במועד הפקת ההכנסה השותפות תשלם מס חברות, ובמועד חלוקת רווחים לבעלי יחידות ההשתתפות שלה, הם ישלמו מס על חלוקת הרווחים כאילו הייתה החלוקה דיבידנד על מניות (אלא אם הם זכאים לפטור) וכמו כן הם לא יוכלו לקזז את הפסדי השותפות מרווחים אחרים שלהם.

תיקון התקנות מקטין את הנטל התפעולי והמימוני שהיה כרוך ביישום התקנות על ידי השותפויות, בנוסחן עובר לתיקון ובהתאם לקביעות בתי המשפט בנושא, ואשר מכוחן נשאה השותפות למעשה בנטל המס של היחידים, וביצעה לאחר מכן תשלומי איזון עבור יתר המחזיקים.

התיקון יכנס לתוקף ב- 1 בינואר 2022 והואיל ויש לו השלכות מהותיות על מחזיקי יחידות ההשתתפות, מומלץ להיערך בהתאם.

[לתיקון לחץ כאן](#)

## עמדות רשות

### 7. עמדת סגל משפטית מספר 103-43 – שיווק הנפקה וקבלת הזמנות ממשקיעים

#### מתוחכמים בהנפקה לציבור על פי תשקיף

לאור אי וודאות ביחס למידע שניתן למסור בהליך של הצעה לא אחידה, ובפרט האם ניתן למסור במסגרתו למשקיעים מסווגים מידע אודות מחיר ההנפקה, לנהל עמם משא ומתן ולקבל מהמשקיעים אינדיקציות ביחס לעניין שלהם בהנפקה, הוציאה הרשות עמדה בנושא. עמדת סגל הרשות קובעת כי הליך מסירת המידע בהנפקה ראשונה לציבור צריך להתבסס על קווי המתאר הבאים:

- א. החברות והחתמים רשאים להעביר מידע למשקיעים מתוחכמים ולנהל עמם שיח לרבות כמות ומחיר ני"ע המוצעים בקשר להנפקה וזאת עוד טרם פרסום טיוטת התשקיף. זאת הן במסגרת "הצעה לא אחידה" והן במסגרת "הצעה אחידה".
  - ב. על מנת שהמשא ומתן ותמחור ההנפקה ייעשו בעיקרם על בסיס מסמך פומבי הערוך ומפורסם בהתאם לדיני ניירות ערך - תשקיף או טיוטת תשקיף פומבית - נדרש:
    - (1) פרק זמן של 10 ימים לכל הפחות ממועד פרסום טיוטת תשקיף פומבית לראשונה ועד מועד קבלת התחייבויות מוקדמות, או הודעות על כוונה לרכוש בהנפקה ("הודעות").
    - (2) אם החברה פרסמה טיוטת תשקיף עם שינויים מהותיים ביחס לטיטה פומבית קודמת יידרשו שני ימי עסקים נוספים ממועד פרסום הטיטה המעודכנת ועד לקבלת הודעות, ואם ניתנו הודעות על בסיס הטיטה הפומבית הקודמת, יידרש אישור מחדש של ההודעות.
- בנוסף יש לתת גילוי על סוגי המשקיעים המתוחכמים ובעלי זיקה להנפקה<sup>6</sup> שהגישו הזמנות לרכישת ני"ע והשתתפו בהנפקה בשיטת ההצעה לא אחידה כמפורט בעמדה.

לעמדת סגל הרשות [לחץ כאן](#)

### 8. פנייה מקדמית בעניין אופציות/מניות לעובדים - מנדיי.קום בע"מ

מדובר בחברה פרטית שמאוגדת בישראל ונמצאת בהליך הנפקה ראשונה ורישום למסחר בבורסה בארה"ב. מניותיה אינן נסחרות בבורסה בתל אביב בע"מ והיא אינה תאגיד מדווח כהגדרתו בחוק ניירות ערך התשכ"ח 1968 (להלן: "חוק ניירות ערך"), אלא תהיה כפופה לאחר ההנפקה לחובת הדיווח מכוח חוק ניירות ערך בארה"ב.

<sup>6</sup>התאגיד, בעלי עניין וגורמים שזכאים לתמורה בקשר עם הליך ההנפקה, לרבות גופים מקורבים לחתמים ולמפיצים ("גורמים בעלי זיקה להנפקה"). לעניין זה ראו גם שו"ת 31.103 (קישור לשו"ת בנושא תשקיפים).

כחלק מההנפקה, החברה רוצה להקצות אחוז מסוים שלא יעלה על 5% מהיקף ההנפקה בעבור תכנית לעובדים במסגרתה יוכלו העובדים לרכוש ממניות החברה שיוקצו בהנפקה וזאת במחיר ההנפקה, ללא הנחה.

סגל הרשות קיבל את בקשת החברה שלא להתערב בעמדתה לפיה פרסום התכנית בקרב העובדים הישראלים, והקצאת ניירות ערך לעובדים הישראלים במסגרתה, אינם מהווים "הצעה לציבור" כהגדרתה בחוק ניירות ערך.

לעמדת סגל הרשות [לחץ כאן](#)

## **9. דוח ריכוז ממצאים בנושא התחייבות לעמידה באמות מידה פיננסיות כלפי**

### **מחזיקי אגרות חוב סחירות – אוקטובר 2021**

במסגרת ביקורת שנעשתה על ידי סגל רשות ניירות ערך, נבחנה עמידת שתי חברות באמות מידה פיננסיות הקבועות בשטרי הנאמנות שלהן, אשר כללה בחינת נאותות חישוב אמות המידה הפיננסיות בהתאם לנוסח שטר הנאמנות, וכן שלמות הגילוי שניתן בדיווחים אודות עמידתן באמות המידה הפיננסיות.

הרשות מציינת כי ליקויים בחישוב אמות המידה הפיננסיות עשויים לעלות לכדי פגיעה בזכויות מחזיקי אגרות החוב ככל שאי עמידה באמות המידה מקימה עילה לפירעון מיידי או פיצוי בריבית, ו/או להביא להצגה שגויה בדוחות כספיים ואף לפגוע במהימנות הערכת מצבה הפיננסי של החברה. בין הליקויים שנמצאו היו:

**קביעת שווי נתון מסוים בהסתמך על פרשנות**: ככל שעמדת החברה בחישוב נתון מסוים מסתמכת על פרשנות, על החברה להביא זאת **לידיעת הנאמן לצורך קבלת עמדתו מראש** וכן **לכלול התייחסות לפרשנות זו במסגרת הגילוי הייעודי למחזיקי אגרות החוב בדוחותיה העיתיים**, לרבות מתן גילוי בנוגע להשפעות של פרשנות זו על אופן חישוב אמות המידה הפיננסיות וכן להתייחס לעמדת הנאמן בנושא. באותו מקרה הנתון שחושב היה היחס שבין הבטוחה לבין החוב.

לדוח המלא [לחצו כאן](#)

## **10. עמדת סגל הרשות לעניין אופן דחיית האסיפה – אוקטובר 2021**

הרשות, בעמדה שנמסרה לחברת וונטייז פי אל סי, קובעת כי כדי לדחות מועד כינוס האסיפה הכללית פחות מ-6 שעות טרם פתיחת האסיפה, נדרש אישור של בעלי המניות בהתאם לרוב הנדרש להחלטה שעל סדר היום שמבקשים את דחיית האסיפה בעניינה.

לדוח המיידי שהגישה החברה לעניין עמדת הרשות [לחצו כאן](#)

## 11. כללי התנהגות מוצעים לדירקטורים לקידום איכות הביקורת על הדוחות

### הכספיים – אוקטובר 2021

רשות ניירות ערך פרסמה כללי התנהגות מוצעים לדירקטורים בוועדות הביקורת והמאזן במטרה לקדם את איכות הביקורת על הדוחות הכספיים המבוצעת על ידי רואה החשבון המבקר (להרחבה אודות כללי ההתנהגות המוצעים לדירקטורים ראה [מזכר לקוחות שפרסמנו בחודש יוני 2021](#)).

#### עיקרי עדכון הכללים:

- א. **מינוי רואה החשבון המבקר וקביעת שכרו** – לעמדת סגל הרשות ועדת הביקורת היא האמונה על תהליך מינוי ר"ח המבקר, מעבר לתפקידה, הכולל גיבוש המלצה בדבר היקף העבודה ושכר ר"ח המבקר.
- ב. **במועד ההחלטה על זהות ר"ח המבקר יש לשקול את הפרמטרים הבאים:** מומחיות רואה החשבון המבקר, ניסיון בביקורת תאגידיים בענף בו פועל התאגיד, פרק זמן הכהונה של רואה החשבון המבקר בחברה, מחויבות לאיכות הביקורת ותשומות שיוקדשו להליך הביקורת ועוד. **היקף שכר הטרחה, הגם שמהווה שיקול, אינו יכול להוות שיקול מכריע על פני שיקולים אחרים.**
- ג. **בכל הנוגע למינוי והארכת כהונה,** על ועדת הביקורת להיוועץ עם וועדת המאזן ועם הנהלת התאגיד.
- ד. **ככל שמדובר בסיום כהונה** (בין אם הפסקת כהונה ובין אם אי חידוש כהונה), על ועדת הביקורת לבחון את הרקע לכך, בשים לב לקריטריונים שונים, למשל תקופת הכהונה, וכן להביא בחשבון האם קיימות סוגיות מקצועיות מהותיות שנדונו מול רואה החשבון המבקר ו/או מחלוקות מקצועיות ו/או אי הסכמות אחרות, לרבות מול בעל השליטה בתאגיד, העשויות להוות רקע להחלפתו. ראוי שההליך יכלול בחינה של מספר מועמדים לכהונה כרואה חשבון מבקר של התאגיד.
- ה. **אי תלות רואה חשבון המבקר** – שמירה על אי התלות של ר"ח המבקר אקוטית לשם שמירה על אמינות חוות הדעת של רואה החשבון המבקר והיא נדרשת הן מהתאגיד על פי דין והן מרואה החשבון המבקר בהתאם לכללי אי תלות. על כן, לעמדת הסגל, ראוי שחברי ועדת הביקורת יבחנו כי התאגיד ורואה החשבון המבקר עומדים בכללים אלה, וזאת הן בשלב המינורי לראשונה, והן באופן מתמשך במהלך תקופת כהונתו, ובפרט כאשר חל שינוי בנסיבות. על הוועדה להבין את כללי אי התלות החלים על רואה החשבון המבקר; לברר מול רואה החשבון המבקר מהם המדיניות והתהליכים המיושמים על ידו; ולבחון קשרים קיימים בין התאגיד, הנהלת התאגיד ורואה החשבון המבקר.
- ו. **תקשורת בין הדירקטוריון וועדותיו לבין רואה החשבון המבקר** – נדרש קיום תקשורת דו צדדית, פתוחה ורציפה בין רואה החשבון המבקר לבים האורגנים השונים בגוף המבוקר. מצופה מהדירקטוריון לפעול על מנת לחזק ולפתח את התקשורת הדו צדדית.

לכללים [לחצו כאן](#)

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

נשמח לסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת.

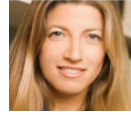
תל אביב מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
טלפון: 03-6078607 | פקס: 03-6078666

ירושלים הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
טלפון: 02-5607607 | פקס: 02-5639948

Sydney Australia 50 Carrington Street,  
Sydney NSW 2000 | 61-2-90606206

באר שבע גבי ים, רחוב האנגריה 77  
טלפון: 03-6071450

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



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



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

