

על חובות דיווח והטלת אחריות בגין מכירת שליטה



מזכר תאגידיים ניירות ערך ושוק ההון – יולי 2020

לקוחות יקרים,

מתי בעל השליטה מפר את חובת ההגיונות שלו בעת מכירת שליטתו בחברה? בפסק דין שניתן לאחרונה בבית המשפט העליון, עוצבו הכללים לבחינתה של שאלה זו.

בהליך אכיפה מנהלי נעזרת ועדת האכיפה המנהלית בתיאורית 'מכלול המידע' כמדד לבדיקת נכונות דיווחים מיידיים.

רשות ניירות ערך מקילה על אישור ביטוח נושאי משרה וקובעת כי די בכך שהאסיפה הכללית תאשר את היקף הביטוח במסגרת מדיניות התגמול ואין צורך שתאשר גם את עלות הפרמיה וההשתתפות העצמית.

עוד במזכר – עמדות רשות ניירות ערך מן העת האחרונה, בקשר עם עסקאות בעלי שליטה, הקלות קורונה ועוד, התייחסות לדוח הבודק החיצוני בפרשת כלל (דוח דנציגר) והרחבת אפשרויות המסחר במסגרת מערכת המסחר למוסדיים (רצף).

דגשים עיקריים:

- בעת קבלת החלטות בנוגע לפעילות החברה רשאי בעל השליטה לכלול במסגרת שיקוליו את טובתו האישית, ובלבד שישקול גם את טובת החברה (פויכטונגר).
- אחריות מוכר שליטה בחברה לנזק שנגרם לחברה על ידי הרוכש תקום אם ידע (או עצם עיניו מלדעת) על קיומן של נסיבות אשר אדם סביר שהיה יודע על קיומן היה צופה ברמת וודאות גבוהה כי כתוצאה מהמכירה תגיע החברה למצב של חדלות פירעון או למצב של פגיעה אנושה בחברה (פויכטונגר).

- בדיווחים, יש להיזהר משימוש במילים כלליות כגון 'תוספת הכנסה משמעותית' ללא ביסוס מספרי, שכן אמירה כגון זו עלולה לעלות כדי פרט מטעה. בנוסף, מעבר לנכונות כל פרט בדיווח, יש לשים לב כי התמונה הכללית המצטיירת מהדוח אינה מותירה רושם מוגזם (החלטה ועדת אכיפה מנהלית - אפולו פאואר).
- במסגרת הסדרת היחסים במשולש מנכ"ל – יו"ר דירקטוריון – בעלי מניות, המליץ השופט (בדימוס) דנציגר במסגרת דוח בודק חיצוני שהכין עבור חברת כלל ביטוח, לקבל החלטות ו/או לאשר נהלים פנימיים בנושאים הבאים:
 - הגדרת תפקידו וסמכויותיו של יו"ר דירקטוריון פעיל.
 - אופן מינוי מנכ"ל וכפופי מנכ"ל. מגעים בין נושאי משרה בחברה לבין בעלי מניות.
 - בעת הפיכת חברה לחברה ללא גרעין שליטה מומלץ כי החברה תפעל לעדכון נהליה לעניין התקשרות ועסקאות עם צדדים קשורים.
- החלטת הדירקטוריון להתקשר בהסדר פשרה חלף הגשת תביעה בשמה של החברה, אשר התקבלה בהתאם להמלצה של ועדת דירקטוריון מייעצת שהינה מקצועית ושנעדרת עניין אישי, היא החלטה שכלל שיקול הדעת העסקי חל עליה (טבע).
- בחברה הנותנת לבעל השליטה בה או לגוף הקשור אליו שירותי ניהול, יש לבחון האם האישורים שניתנו הינם מספקים וזאת לאור ממצאי דוח הביקורת של רשות ניירות ערך בנושא עסקאות בעלי שליטה בנוגע לשאלה מהו 'מהלך העסקים הרגיל של חברה'. מומלץ להתייעץ איתנו בנושא זה.
- די באישור דירקטוריון וועדת תגמול לאישור ביטוח למנכ"ל ולדירקטורים, אם מדיניות התגמול מאפשרת ביטוח כאמור וכן כוללת התייחסות לגבולות האחריות המקסימליים בפוליסה (אין עוד צורך לקבוע במסגרת מדיניות התגמול תקרה לעלות הפרמיה וגובה ההשתתפות עצמית כפי שהיה עד היום) (עמדת רשות).

הנושאים הנכללים במזכר:

פסיקה:

1. ברדיצ'ב נ' פויכטונגר (ביהמ"ש העליון) 3
2. טלמור נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ (ביהמ"ש הכלכלי ת"א) 5

ועדת האכיפה המנהלית:

- 6 החלטת ועדת אכיפה מנהלית – אפולו פאואר - הכללת פרט מטעה בדיווח המייד 6

אכיפה פנימית:

- 7 דוח דנציגר בעניין כלל ביטוח 7

רשות ניירות ערך:

1. דוח ביקורת בנושא עסקאות עם בעלי שליטה 9
2. דוח ביקורת בנושא שמאות של נכסים מניבים בצפון אמריקה 10
3. החלופות העומדות בפני חברה המבקשת לאשר לנושאי המשרה בה הסדר ביטוחי 10
4. שאלות ותשובות במגוון נושאים שהתפרסמו ביולי 2020 11

5. פניות מקדמיות בנושאים משפטיים שהתפרסמו ביולי 2020.....12
6. כללים חדשים לעניין קבלת טובות הנאה בעבור עבודות אנליזה.....13
7. שאלות ותשובות בקשר לתקופת משבר הקורונה - צירוף הערכות שווי שנועדו לצורך בחינת ירידת ערך של יחידה מניבת מזומנים.....13

בורסה:

1. פתיחתם של ערוצי מימון ומסחר חדשים לחברות ושותפויות במסגרת פלטפורמת מסחר למשקיעים כשירים.....14
2. גריעת חברות ממדדי התל בונד.....14

פסיקה:

1. ברדיצ'ב נ' פויכטונגר¹

בערעור על פסק דינו של כבוד השופט גרוסקופף,² בית המשפט העליון מפי כב' השופטת וילנר (ובהתאם להערות השופטת ברק-ארז) קובע הלכות חדשות בעניין חובותיו של בעל שליטה בעת מכירת שליטה בחברה.

הערעור מהווה הסתעפות נוספת של הליכים משפטיים אשר נפתחו בגין פעולותיה של קבוצת משקיעים "פלד-גבעוני" (להלן: "הקבוצה"), אשר פעלה בשוק הישראלי בתחילת שנות ה-2000. הקבוצה ביצעה בשנים האמורות סדרה של רכישות ממונפות של חברות בורסאיות, אשר הובילה לביצוען של עבירות גניבה ומרמה בנכסי הקבוצה ולקריסתה.

מסכת זו הובילה לפתיחתם של הליכים משפטיים כלפי הקבוצה וראשיה. בתוך כך הוגש על ידי הנאמן שמונה לקבוצה, גם ההליך שבמוקד הערעור, בו נטען כי במכירת השליטה בחברת פויכטונגר תעשיות בע"מ לקבוצה, הפר המוכר (פויכטונגר) את חובת ההגינות שלו כלפי החברה.

מהותה של חובת ההגינות – בהמשך להלכה בעניין קוסוי³, הובהר כי חובת ההגינות מהווה "דרגת אמצע" שבין חובת תום הלב של בעלי המניות לבין חובת האמון בה חבים נושאי המשרה בחברה. זאת בשל האיזון המתבקש בין זכות הקניין של בעל השליטה כבעל המניות, אשר מצדיקה להשאיר בידי דרגת אוטונומיה נרחבת יחסית בכל הנוגע להפעלת השליטה ומכירתה, לבין עמדת הכוח המיוחדת שמקנה לו השליטה. בהתאם לכך מאמץ פסק הדין את קביעתו של השופט עמית בעניין **ורדניקוב**, לפיה בעת קבלת החלטות בנוגע לפעילות החברה רשאי בעל השליטה לכלול במסגרת שיקוליו את טובתו האישית, ובלבד שישקול גם את טובת החברה⁴.

אופן בחינת הפרתה של חובת ההגינות – בחינת הפרת חובת ההגינות משתנה בהתאם "למופע" הספציפי של הפעלת השליטה. את השאלה האם הופרה חובת ההגינות בעת הפעלת השליטה

¹ ע"א 7657/17 **ברדיצ'ב נ' פויכטונגר** (פורסם באתר הרשות השופטת, 18.6.2020).

² ת"א (מחוזי מר') 8746-10-09 **ברדיצ'ב נ' פויכטונגר** (פורסם בנבו, 2.7.2017).

³ ע"א 817/79 **קוסוי נ' בנק י.ל פויכטונגר בע"מ**, פ"ד לח(3) 253 (1983).

⁴ "בעל השליטה רשאי לשקול את טובתו האישית, אולם בד בבד אינו רשאי להתעלם מכוח השליטה שבידיו ולפעול באופן הפוגע בחברה, מתוך אדישות להשלכותיהן האפשריות של פעולותיו כלפיה... אכן, מקום בו בעל השליטה מפעיל את כוחו כבעל שליטה, באופן שאינו מביא בחשבון את טובתה של החברה ואף פועל בניגוד לטובתה, עולה הדבר כדי הפרת חובת ההגינות (ע"א 7735/14 **ורדניקוב נ' אלוביץ'**, פסקאות 61-62 לפסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016))."

יש לבחון בצורה שונה מהאופן בו תבחן שאלה זו לעניין **מכירת השליטה**. ככל שטובת החברה אינה עולה בהכרח בקנה אחד עם טובת בעל השליטה, כך תגבר הביקורת. לתפיסת בית המשפט, מהווה מכירת השליטה אירוע קלאסי בו טובתו של בעל השליטה עלולה להיות נפרדת ומובחנת מטובתה של החברה שכן לאחר השלמת מכירת השליטה בחברה, בעל השליטה חדל להיות בעל עניין ישיר בגורל החברה (בבחינת "אחריי המבול"). אי לכך, עמדת הרוב הינה כי **אחריות מי שמוכר שליטה בחברה תקום "אם ידע או עצם עיניו מלדעת על קיומן של נסיבות אשר אדם סביר שהיה יודע על קיומן היה צופה ברמת וודאות גבוהה כי כתוצאה מהמכירה" תגיע החברה למצב של חדלות פירעון או למצב של פגיעה אנושה בחברה**. על פי הדוקטרינה המוצעת, דרך הבחינה היא כדלקמן:

- בשלב הראשוני יש לבחון את מודעתו (או עצימת עיניו) של בעל השליטה לקיומם של דגלים אדומים שהיו אמורים לעורר חשד;
- בשלב השני, יש לבחון האם אדם סביר, אשר היה מודע לנסיבות אלו, היה צופה ברמת ודאות גבוהה כי אלו יביאו את החברה למצב של חדלות פירעון או לפגיעה אנושה בחברה.

מהן נסיבות המנבאות ברמת ודאות גבוהה כי כתוצאה ממכירת השליטה תגיע החברה לכדי חדלות פירעון?

כוונת זדון של הרוכש לרוקן את החברה מנכסיה; היות הרוכש על סף חדלות פירעון; מימון הרכישה באשראי ממקורות מפוקפקים או בתנאים מגבילים ביותר; מידע ביחס למעורבות קודמת של הרוכש בפעילות כלכלית לא תקינה ואף בפלילים ותשלום של פרמיית שליטה גבוהה במיוחד, הן נסיבות מעוררות חשד לכך שהמכירה תוביל בסופו של דבר להתמוטטות החברה. רשימה זו אינה סגורה ואינה ממצה. כמו כן, לא נדרש שיתקיימו כלל הנסיבות האמורות על מנת לקבוע כי אדם סביר היה צריך לצפות את התמוטטות החברה.

עוד נקבע כי בעל השליטה לא יוכל להסתתר מאחורי טענה של בערות מוחלטת ביחס לרוכש, וכי עליו לערוך בירור מסוים, ולו בסיסי, ביחס לעובדות הנוגעות לרוכש, אחרת תוטל עליו אחריות כאשר בדיקה בסיסית הייתה יכולה לשפוך אור על הנזקים שעלולים להיגרם לחברה. **בעניינו של פויכטונגר** קבע בית המשפט כי לאור העובדה שלבעל השליטה היה ידוע כי "הרוח החיה" מאחורי רוכשת השליטה (יגרמן) נאשם בעבירות כלכליות חמורות, יתכן והיה בכך כדי להביא אדם סביר לצפות שייגרם נזק לחברה כתוצאה מהמכירה. נראה כי אף בליבו של פויכטונגר עצמו התעורר החשש האמור, ומשכך הוא ביקש להבטיח כי יגרמן אינו עתיד להיות נושא משרה או בעל מניות בחברה. כמו כן, על רקע חשש זה, פויכטונגר ערך בדיקות נוספות בעניין החברה הרוכשת, אשר מעידות כי הוא לא היה אדיש לגורל החברה ולכוונות הרוכשים. לאור תוצאות בדיקות אלו ולנוכח האמון הכללי שניתן בקבוצה וביגרמן עצמו באותה העת בשוק ובבנקים, נראה כי חשש זה הופג במידה מספקת, וכי אדם סביר שהיה יודע על כלל הנסיבות האמורות **לא היה צופה ברמת ודאות גבוהה כי המכירה מסכנת את קיום החברה**. לפיכך פסק בית המשפט כי אין לראות בפויכטונגר כמי שהפר את חובת ההגיונות.

השופט אלרון בחר להצטרף לתוצאה אך אמר שלעמדתו יש לקבוע שבעל שליטה יחוב בגין מכירה חובלת אך ורק אם כבר במועד הרכישה החזיק הרוכש בכוונה זדונית לבזוז את נכסי החברה. הוא הדגיש שאין להטיל על בעל השליטה חובה לבצע בדיקת נאותות טרם מכירת

השליטה. לשיתנו, הטלת אחריות בדיעבד, עלולה ליצור הרתעת יתר ואפקט מצנן על פעילויות כדאיות בשוק השליטה. לפיכך, על בית המשפט להחיל ביקורת השיפוטית זהירה בעניין.

בשים לב לכלל האחריות הרחב שנקבע בידי בית המשפט ברמה העקרונית, ועל מנת להגביר את הוודאות בעת מכירה מומלץ לבצע בחינה מסוימת באשר לזהות הרוכש ותוכניותיו, על מנת להרים את הנטל שנקבע בפסק הדין. מוצע להיוועץ עימנו בעניין זה.

אחריות נושא משרה להתריע על אי-תקינות בהתנהלות החברה – בצד הדיון בחובות בעל השליטה נדונה גם חובתו של נושא משרה בחברה להתריע על אי-סדרים או אי-חוקיות בהתנהלות החברה. בנושא זה קבעה השופטת ברק-ארז כי יש להבחין בין קיומם של אי-סדרים מסוכנים ו/או אי-חוקיות לבין חילוקי דעות מהותיים בין גורמים בחברה. בעוד שקיומה של אי חוקיות/אי-סדרים מחייבת דיווח לגורמים שונים מחוץ לחברה, כגון לרשויות המדינה או לציבור בכללותו, אין הדבר נכון לגבי חילוקי דעות או הבדלי חזון, אף אם אלו מייצרים "דם רע" בשורות החברה, ובמקרה כזה מסירת דיווח אינו נדרש ואף עשוי להיות לא לגיטימי. בהקשר זה מחדדת ברק-ארז כי חובות הדיווח של נושאי המשרה הן בראש ובראשונה כלפי החברה ולא כלפי גורמים חיצוניים. למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

2. טלמור נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ⁵

פסק דין של בית המשפט המחוזי (המחלקה הכלכלית) אשר אישר הסדר פשרה שגובש במסגרת הליך גילוי מסמכים טרם הגשת בקשה לאישור תביעה נגזרת לפי סעיף 198א לחוק החברות.

בבסיס בקשת הגילוי עמד הסדר עתידי, עליו דיווחה חברת טבע בדוחות ספטמבר 2016, עם רשויות התביעה בארה"ב בשל טענה לתשלומי שוחד ששולמו בידי החברה לגורמים במדינות שונות. בתוך כך, ובטרם הושלם המו"מ עם רשויות התביעה, הוחלט בדירקטוריון החברה על הקמת "ועדת תביעות בלתי תלויה", אשר התבקשה לבחון את מכלול האפשרויות העומדות לרשות החברה, לרבות האפשרות לנקוט בהליכים משפטיים כנגד נושאי המשרה בה. הוועדה המליצה לדירקטוריון כי החברה תתקשר בהסדר פשרה בנושא עם נושאי המשרה והמבטחת.⁶

בפסק הדין, קובע השופט כבוב כי החלטת הדירקטוריון לאמץ את המלצות הוועדה המייעצת ולהתקשר בהסדר פשרה חלף הגשת תביעה חוסה תחת הגנת כלל שיקול הדעת העסקי, בהיותה החלטה מיודעת בתום לב ונקייה מניגוד עניינים. זאת לאור העובדה שהחלטת הדירקטוריון התקבלה בהתאם להמלצה של וועדה מייעצת, שענתה על דרישות של מקצועיות והיעדר עניין אישי. בצד קביעה זו מוסיף השופט כבוב כי מעצם כך שהחלטת הדירקטוריון חוסה תחת כלל שיקול הדעת העסקי, נובע כי הסדר הפשרה עצמו, מבחינת תוכנו ומהותו – נהנה ממעין "חזקת תקינות".

⁵ תני"ג (כלכלית) 41255-11-16 טלמור נ' טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ (פורסם בנבו, 6.4.2020).
⁶ יצוין כי משרדנו ייצג דירקטורים ונושאי משרה (כיום ובעבר) בטבע בפני ועדת התביעות.

פסק הדין מהווה התפתחות חשובה ביצירת ודאות בנוגע לאמת המידה לאורה יבחן בית המשפט החלטות דירקטוריון לאימוץ מסקנותיהן של ועדות בלתי תלויות. הוא קובע כי ככל שהקמת הוועדה הבלתי תלויה מסייעת לדירקטוריון לקבל החלטה באופן מיועד, בתום לב ובהעדר ניגוד עניינים, וכן אינה פוגמת בשיקול דעתו העצמאי, בית המשפט ייטה שלא להתערב בהחלטת הדירקטוריון בהתאם לכלל שיקול הדעת העסקי ותנאי החלתו בדין הישראלי.

למעבר להחלטה לחצו [כאן](#).

ועדת האכיפה המנהלית:

החלטת ועדת אכיפה מנהלית – הכללת פרט מטעה בדיווח המייד

בחודש פברואר 2020 החליטה ועדת האכיפה המנהלית להטיל אמצעי אכיפה על חברת אפולו פאואר ועל מנכ"ל החברה בגין הכללת פרט מטעה בדיווחי החברה.

הדיווח העומד במרכז החלטה זו התבצע ע"י החברה בדצמבר 2017 ובו הודיעה החברה על הצלחת ניסוי לכריית מטבעות וירטואליים, באמצעות ניצול עודפי אנרגיה המופקת על ידי מערכת סולארית שפיתחה החברה. החברה דיווחה כי הדבר צפוי לייצר הכנסה נוספת **משמעותית** למשתמשים במערכת. לדרישת רשות ניירות ערך, פירסמה החברה דוח משלים בו נכללו פרטים נוספים לגבי הניסוי ותוצאותיו. בין היתר, הזמן בו פעלה מערכת הכרייה (30 דקות); הערכת תוספת ההכנסה (כ-130 דולר בשנה למערכת); וכן הוספת הבהרה כי הכללת הרכיב המאפשר כריית מטבעות וירטואליים יוסיף עלות למערכת הסולארית. לטענת הרשות, בדוח הראשון שפורסם היו חסרים פרטים מהותיים ולפיכך החברה והמנכ"ל ביצעו הפרה של פרט מטעה. טענות הרשות למהותיות הפרטים התבססו הן על בדיקה איכותית של נוסח הדיווח והן על כך שבעקבות פרסום הדוח הראשון עלה מחיר המניה באופן מהותי ואחר כך ירד עם פרסום הדוח המשלים.

החלטת הוועדה קובעת כי בכך שבדיווח הראשון נאמר כי הכללת הרכיב תביא להכנסה צפויה **נוספת ומשמעותית למשתמשים**, מבלי כל פירוט נוסף, היה משום 'פרט מטעה' כמשמעות המונח בחוק ובפסיקה, תוך שימת הדגש על מילת התואר "משמעותית". הוועדה קובעת כי תוספת הכנסה צפויה של כ-130 דולר בשנה בניכוי עלות הרכיב אינה תוספת משמעותית. טענת החברה הייתה כי המערכת מיועדת לשימוש במדינות מתפתחות אשר בהן אנשים משתכרים כ-150 דולר בשנה, ולפיכך תוספת של 130 דולר הינה משמעותית.

ועדת האכיפה המנהלית קבעה כי המשקיע הסביר לא יכול היה לדעת זאת בהעדר התייחסות לכך בדוח. היה ניתן להתנסח במילים "הכנסה נוספת", מבלי להוסיף את המילה "משמעותית", המהווה בנסיבות אלו פרט מטעה.

ועדת האכיפה המנהלית בחנה את הדיווח המקורי מנקודת מבט נוספת, בהתאם לתיאורית המכלול שמקורה בפסיקה האמריקאית.⁷ לפי תיאוריה זו יש לבחון את התמונה השלמה המתקבלת ממצרף

⁷ על אף שהרשות ציינה בהחלטתה כי 'תאוריית המכלול' טרם אומצה במחוזותינו, ברע"פ 11476/04 מדינת ישראל נ' חברת השקעות דיסקונט בע"מ (פורסם בנבו 21.2.2010) קבע בית המשפט העליון כי "מידע מהותי עלול להיחשב ככזה גם אם הוא נראה שולי וטריוויאלי כשהוא עומד לעצמו, ובלבד שבהצטרפו למסכת נתונים כוללת, חשיבותו

החלקים המרכיבים את התמונה שלמה, מבלי להתעמק בכל פרט ופרט בנפרד. במקרה שלפנינו, עולה מן הדו"ח שפרסמה החברה כמכלול, מסר אופטימי **מופוז**, וזאת גם במנותק מהמסקנה המתקבלת מבחינת כל חלק בו כשלעצמו. העובדה כי מפסיפס העובדות מצטיירת תמונת מצב חיובית באופן מוגזם, עלולה להעיד כשלעצמה על קיומו של פרט מטעה.

עניין נוסף שזכה לדיון היה מסלול השינויים שעבר הדו"ח עד לפרסומו, אשר הסתכם בכ-17 טיוטות. הדבר מעיד, לדעת הרשות, על מודעות החברה והמנכ"ל לפרטים המהותיים לגביהם קיימת חובת גילוי מכוח עקרון הגילוי הנאות. לפיכך, למרות שהמסקנה המסתברת הינה כי החלטות הכללת המידע בדו"ח התקבלו לאחר תהליך בחינה מעמיק, כפי שמשקף מן הטיטות, הרי שבחינה זו הייתה רשלנית והובילה להכללת פרט שגוי שיצר מצג חיובי מופוז בדו"ח הסופי.

בבחינת המהותיות הוועדה אינה בוחנת את התנהגות מחיר המניה וקובעת כי הוא מהווה רק אינדיקציה להשפעת ההפרה הנטענת על המשקיע הסביר.

בשל האמור לעיל, הוטל על החברה עיצום כספי בסך של 100,000 ₪ בפועל, וסכום זהה על תנאי. בנוסף, על המנכ"ל הוטל עיצום כספי בסך של 50,000 ₪ בפועל, וסכום זהה על תנאי. כמו כן, מניעת כהונה על תנאי כנושא משרה בכיר בגוף מפוקח למשך 3 חודשים.

למעבר להחלטה המלאה לחצו [כאן](#).

אכיפה פנימית:

דוח הבדק החיצוני בעניין התנהלות נושאי המשרה הבכירים בכלל ביטוח

בחודש מאי 2020 החליטה ועדת הביקורת בכלל חברה לביטוח בע"מ ("כלל ביטוח") על מינוי השופט (בדימוס) פרופ' יורם דנציגר, כבודק חיצוני מטעמה, במטרה לבחון את מכלול הנסיבות אשר הובילו להתכתבות פומבית וחריפה בין יו"ר הדירקטוריון למנכ"ל החברה, כמו גם להתערבות הממונה על שוק ההון ("הממונה"), שעניינה העיקרי המשך כהונת המנכ"ל.

יובהר כי דוח הבדיקה נערך ביוזמת ועדת הביקורת של כלל ביטוח. ממצאי הבדיקה והמסקנות שנקבעו בו הן בבחינת בקרה עצמית שהפעילה החברה. לפיכך, מסקנות הדוח הינן בגדר המלצה בלבד. בנוסף הבדק מציין כי מסקנותיו מתייחסות לנסיבות המיוחדות של החברה שהינה חברה תחת פיקוח הממונה על שוק ההון וחברה ללא גרעין שליטה.

רקע ועובדות:

חברת האם של כלל ביטוח – כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל החזקות"), החלה להיות חברה ללא גרעין שליטה, בדצמבר 2019, בעקבות מכירת מניות השליטה של אי.די.בי. פיתוח, שהייתה בעלת השליטה בחברה. עקב כך, נוצרה בחברה מציאות חדשה, במסגרתה החלו בעלי מניות שונים בחברה, להנות מהשפעה גוברת על מהלך עסקיה וניהולה הפנימי. כך לדוגמה, מציין הדוח כי שלושה מחזיקים עיקריים במניות החברה, אשר החזקותיהם נעו בין 4.99% ל-8% מן ההון המונפק, החלו לגלות מעורבות יתירה בזהות הדירקטורים, בביצועי החברה ובתוכן של החלטות שונות אשר

עשויה להפוך מהותית". לפיכך, נדמה כי גם בשיטת המשפט הישראלית מקובל לבחון את המידע גם בהקשרו הכולל ולא רק כפיסות מידע בעלות משמעות נפרדת העומדת להן בפני עצמן בלבד.

התקבלו במוסדות החברה. כפי שמלמד הדוח, גורמים אלו הביעו חוסר שביעות רצון מתוכנן של מספר החלטות אשר התקבלו במוסדות החברה וכן מתפקודו של מנכ"ל החברה.

ביום 3.5.2020, עם תום משבר הקורונה וחזרת כלל החזקות והחברה (להלן: "החברות") לשגרת עבודה, זומן מנכ"ל החברה, לפגישה עם יו"ר הדירקטוריון. בפגישה זו הציג יו"ר הדירקטוריון כי על רקע ביצועי החברה, נכון שיגיעו להסכמה על סיום כהונת המנכ"ל ביוזמתו. על פי ממצאי הדו"ח, לפגישה זו לא קדמה החלטה סדורה במוסדות החברה, אלא אך ורק שיח אישי ובלתי רשמי בין יו"ר הדירקטוריון לבין חלק מחברי הדירקטוריון. עם תום פגישה זו, החל יו"ר הדירקטוריון לפעול לכינוס דירקטוריון החברה ובמקביל החל בעדכון חלק מהדירקטורים (בשתי החברות) באשר לפגישתו עם המנכ"ל ותוכנה. בחלוף שלושה ימים, ביום 6 למאי 2020 שלח מנכ"ל החברה מכתב לחברי דירקטוריון בשתי החברות, עם העתק לממונה (אשר חלקים ממנו פורסמו בכלי תקשורת שונים). במכתבו, כתב המנכ"ל כי הופתע מטענות יו"ר הדירקטוריון, תוך העלאת הטענה כי יו"ר הדירקטוריון פעל על מנת לרצות חלק מבעלי המניות העיקריים בחברה ובכך להבטיח את חידוש כהונתו. יו"ר הדירקטוריון הגיב במכתבים משלו, ובעקבות זאת החליטה ועדת הביקורת על מינוי הבודק. להלן מסקנותיו העיקריות של דוח הבדיקה ולצידם התייחסותנו. נציין כי הדוח נכתב בנסיבות פרטניות ומתייחס לחברה שהיא גוף מוסדי וללא גרעין שליטה, וכי חלק מהנסיבות שבבסיס הדוח לא פורסמו (שכן חלק מהדוח הושחר). לפיכך אנו סבורים כי היכולת להסיק מהדוח מסקנות רוחביות היא מוגבלת. אף על פי כן נביא להלן את עיקרי הממצאים:

סמכויות יו"ר הדירקטוריון:

הדוח קובע כי יו"ר הדירקטוריון אינו יכול להפעיל סמכויות ליבה של הדירקטוריון, כגון מינוי או פיטורי מנכ"ל, מבלי שיתוף יתר חברי הדירקטוריון וממליץ על יצירתו של נוהל פנימי סדור בו יוגדרו באופן מפורט תפקידו וסמכויותיו של יו"ר הדירקטוריון (שאינן סמכויות פרוצדורליות נהוגות כגון קביעת סדר יום וכיו"ב), וכן על אישורו בידי דירקטוריון החברה.

הליך מינוי נושאי משרה בכירה:

הדוח ממליץ להקים ועדת איתור למינוי מנכ"ל וכפופי מנכ"ל לרבות חריגים לכך. נציין כי אנו סבורים כי לוועדת איתור גם חסרונות לא מבוטלים, וככלל אנו סבורים כי לא נדרשת וועדה שכזו למינוי כפופי מנכ"ל.

קיום קשר בין בעלי המניות לבין חברי הדירקטוריון בחברה ללא גרעין שליטה:

- אין כל פסול בשקילת רצונם של בעלי המניות. הן דירקטורים מן המניין והן יו"ר הדירקטוריון, רשאים לשקול רצון זה כשיקול מרכזי בהחלטותיהם, ובלבד שאין מדובר בשיקול הדומיננטי.
- מוצע לקבוע כללים לגבי התנהלות המגעים בין נושאי משרה בחברה לבין בעלי מניות-ראוי שהשיח בין בעלי המניות לחברי הדירקטוריון יהיה, ככל הניתן, שיח מרובה משתתפים, תוך שימוש באמצעים טכנולוגיים שונים. באשר לפגישות שאינן מרובות משתתפים, ממליץ הדוח כי אלו יתקיימו רק בין המנכ"ל ו/או יו"ר הדירקטוריון לבין בעלי המניות.

- ככל שהחברה רואה לנכון לאפשר פגישות פרטניות בין בעלי מניות לחברי דירקטוריון, הומלץ להסדיר את הליך אישור הפגישות; האופן בו שיחות אלו צריכות להתקיים וכיצד יתועדו ובאילו מקרים.
 - נציין כי קיימת פרקטיקה מקובלת בשוק ההון במסגרתה מקיימות הנהלות של חברות ציבוריות פגישות עם גורמים מוסדיים משמעותיים המשקיעים בחברה, או כאלה המבקשים להשקיע בה, על מנת לשקף את חזון החברה באופן "בלתי אמצעי" ובהזדמנות זו לשמוע איך המשקיעים רואים את החברה, ואיזו ביקורת יש להם על תפקודה, כאשר המידע המועבר למשקיעים מבוסס על מידע פומבי שפרסמה החברה בדיווחיה. אנו סבורים כי פרקטיקה זו הנו לטובת החברות המקיימות אותה ומטייבת את שוק ההון ואת אופן המשקיעים בו.
- אנו סבורים כי רצוי להתייחס במסגרת נהלי החברה, גם לאופיין של פגישות המתקיימות עם משקיעים כאמור, זהות הגורמים אשר ישתתפו מטעם החברה במפגשים שכאלו, אופי המידע המועבר, ותיעוד המפגשים.

אישור עסקאות והתקשרות שוטפת עם צדדים קשורים בחברה ללא גרעין שליטה:

הדוח ממליץ כי בעת הפיכת חברה לחברה ללא גרעין שליטה תפעל החברה לעדכון נהליה לעניין התקשרות ועסקאות עם צדדים קשורים.

לקריאת הדוח המלא לחצו [כאן](#).

רשות ניירות ערך:

1. דוח ריכוז ממצאים בנושא תגמולים לבעלי שליטה, לקרוביהם ולמנכ"ל החברה

הדוח מפרט סוגיות מרכזיות שעלו במסגרת ביקורת שערכה הרשות בנושא שבנדון בארבעה תאגידים מדווחים, במסגרתה נבחנו הליך אישורם של תגמולים כאמור בהתאם להוראות הדין, התאמתם להסכמי ההתקשרות וההעסקה וכן הגילוי שניתן אודותיהם.

אחד העניינים העולים מהדוח הוא בנושא מתן שירותים לבעלי שליטה – בשנת 2017 התקשרה אחת מחברות המדגם בהסכם עם בעלי השליטה בה, לפיו החברה תספק לפעילותם הפרטית ולפעילות חברות פרטיות בשליטתם שירותי מזכירות ומשרד, שליחויות, הנהלת חשבונות, שירותים כלכליים וכן שירותים משפטיים. החברה אישרה את העסקה כעסקה לא חריגה עם בעל השליטה. עסקה חריגה מוגדרת בחוק החברות כעסקה שאיננה בתנאי שוק, או שאינה במהלך עסקים רגיל או שמשפיעה באופן מהותי על תוצאות החברה, נכסיה או התחייבויותיה. הרשות הביעה דעתה כי הסכם כזה איננו במהלך העסקים הרגיל של החברה שכן השירותים האמורים אינם מהווים חלק מהשירותים המסופקים על ידי החברה ללקוחותיה כחלק מליבת העסקים של החברה וזאת על אף שהחברה העניקה שירותים דומים לחברות בנות ונכדות של החברה, וכן לצדדים שלישיים בלתי קשורים לקבוצה שהינם שותפים עסקיים של החברה

בפרויקטים אשר מבצעת החברה. מטעם זה סברה הרשות כי המדובר בעסקה חריגה אשר הייתה כפופה לאישור האסיפה הכללית ברוב מיוחד.

החברה לא קיבלה את עמדת הרשות. לאור האמור היא נדרשה לפרסם במסגרת הדוח התקופתי לשנת 2019 את עמדת הרשות בעניין.

נציין כי במידה מסוימת עמדה זו מצמצמת את הפרשנות שניתנה למונח מהלך עסקים רגיל בהחלטות קודמות של הרשות⁸, לפיהן מהלך עסקים רגיל כלל לא רק התקשרות בליבת הפעילות של החברה או התקשרות שהחברה מבצעת באופן תדיר ושיטתי מול צדדי ג', אלא גם עסקאות אשר קיימות בעניין אינדיקציות שיש בהן להפיג את החשש שמא העסקה מתבצעת לכבודו של בעל השליטה.

נציין כי עמדת הרשות ניתנה בהקשר של מתן שירותי ניהול ולא ברור האם מדובר בעמדה רוחבית לגבי פרשנות המונח 'מהלך עסקים רגיל' בכל סוגי העסקאות. לאור חוסר הוודאות מוצע למען הזהירות לבחון מחדש התקשרויות קיימות שלבעל השליטה עניין אישי בהן ושלא אושרו בידי האסיפה וניתן להיוועץ עימנו בעניין.

לקריאת הדוח לחצו [כאן](#).

2. דוח ממצאים בנושא שמאיות מקרקעין של נכסי נדל"ן מניב הממוקמים בארה"ב

סגל הרשות בחן את סבירות ההנחות העיקריות שנלקחו בחשבון במסגרת שתי שמאיות מקרקעין של נכסי נדל"ן הממוקמים בארה"ב, אשר שימשו לקביעת הערך של אותם נכסים בדוחות הכספיים של התאגידים. בין היתר עלו הנושאים הבאים: היעדר ביסוס נאות לגובה דמי השכירות ואי התחשבות באינדיקציות לירידת דמי השכירות; ביסוס לא נאות של שיעור ההיוון בו נעשה שימוש במסגרת הערכת השווי; מדידת התחייבות חכירה באופן שאינו תואם את כללי החשבונאות המקובלים.

לקריאת הדוח לחצו [כאן](#).

3. מהן החלופות העומדות בפני חברה המבקשת לאשר לנושאי המשרה בה הסדר ביטוחי?

לעמדת הרשות ישנם שני מסלולים חלופיים לאישור תנאי ביטוח לנושא משרה:

א. אישור תנאי הביטוח בהתאם לתקנה 1ב(א)(5) לתקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין), התש"ס-2000 ("תקנות ההקלות"), אשר חלה על בעל שליטה (ומכוח תקנה 1א1 גם על מנכ"ל, בשינויים המחויבים). מסלול אישור זה רלוונטי מקום בו ההסדר הביטוחי אושר ברוב רגיל באסיפה או כאשר הוא לא הוסדר במדיניות התגמול.

ב. אישור תנאי הביטוח בהתאם לתקנה 1ב1 לתקנות ההקלות, אשר חלה על כלל נושאי המשרה לרבות בעל השליטה. שימוש במסלול זה מותנה בכך שהסדר הביטוח המפורט נכלל במדיניות התגמול הקיימת בחברה על פי דין. **על הסדר הביטוח אשר נכלל במסגרת מדיניות התגמול כאמור לכלול התייחסות לגבולות האחירות בהתאם לפוליסת הביטוח.**

⁸ ראו מוטי ימין ואמיר וסרמן, **תאגידיים וניירות ערך**, עמ' 653 – 654 (2006).

הודגש כי על פי תנאי התקנה, שימוש במסלול זה מותנה בכך שההתקשרות בפוליסת הביטוח היא בתנאי שוק ואינה עשויה להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכושה או התחייבויותיה.

עד לתיקון המפורט להלן עמדת סגל הרשות קבעה כי לצורך שימוש בהקלה המפורטת בסעיף ב., על מדיניות התגמול לכלול התייחסות למאפיינים הבאים: עלות הפרמיה; מסגרת לשינוי במשך שלוש השנים; גבולות אחריות; וגובה השתתפות עצמית.

הרשות מעדכנת כי בשל תמורות חיצוניות שחלו במרוצת השנים בשוק הביטוח, ועל רקע פניות שהועברו לרשות בנושא, סגל הרשות מצא לנכון לעדכן את עמדתו כך **שדי בכך שהפירוט שיינתן במדיניות התגמול יכול התייחסות להיקף הכיסוי הביטוחי, כל עוד עלות הפרמיה וגובה ההשתתפות העצמית יהיו בהתאם לתנאי השוק במועד עריכת הפוליסה והעלות אינה מהותית לחברה**. זאת, מתוך הבנה כי הפרמיה וגובה ההשתתפות עצמית, נגזרים על-פי רוב מהמקובל בשוק כפי שנדרש ממילא כחלק מתנאי ההקלה, וכשלעצמם הם אינם מעוררים חשש משמעותי מפני ניגוד עניינים בין החברה לבין נושאי המשרה – ובפרט בשים לב לכך שהאינטרס לרכישת הכיסוי הביטוחי אינו רק של נושאי המשרה אלא גם של החברה, הן על מנת לשמר נושאי משרה והן בשל העובדה שלפחות בתביעות נגזרות תשלומי הביטוח משולמים לעיתים קרובות לקופת החברה עצמה.

לעיון בעמדה לחצו [כאן](#).

4. שאלות ותשובות במגוון נושאים שהתפרסמו ביולי 2020

במסגרת מדיניות הרשות לרכז פרסום שאלות ותשובות אחת לתקופה פורסמו בתחילת יולי 2020 עשרות שאלות ותשובות בנושאים שונים, בין היתר:

- **האם לצורך אישור תנאי כהונה והעסקה של נושא משרה, אשר לבעל השליטה בחברה יש בהם עניין אישי (כלומר – שאינם תנאים שניתנים לבעל השליטה), ניתן ונדרש כי ועדת ביקורת תבחן את חריגות העסקה?**
תשובה - כן, לא כל עסקה כאמורה דורשת אישור מיוחדת, רק עסקה חריגה. בנוסף – אם תנאי הכהונה והעסקה כוללים הקצאה פרטית לאותו נושא משרה, סגל הרשות לא יראה באישור תנאי כהונה והעסקה כאמור כעסקה שבמהותה היא הקצאה פרטית שלבעל השליטה בחברה יש בה עניין אישי, אשר בהתאם לשו"ת 101א.15 נדרשת לאישור לפי סעיף 275, בין אם חריגה היא ובין אם לאו, ללא אפשרות לאשרה באמצעות תקנות ההקלות. זאת מכיוון שבנסיבות אלו מהות העסקה בכללותה הוא אישור תנאי כהונה והעסקה של נושא המשרה, ולא הקצאה פרטית.
- **האם ניתן להאריך התקשרות עם מנכ"ל לפי תקנה 21ב(ב) לתקנות החברות (הקלות בעסקאות בעלי עניין), התש"ס-2000 (התקשרות בתנאים דומים) יותר מפעם אחת?**
תשובה - לא.
- **חברה מציעה ניירות ערך לניצעים במחיר נמוך יותר ממחיר ניירות הערך בבורסה. האם ההצעה היא בתנאי שוק, כמשמעותם בסעיף 270(5) לחוק החברות?**

תשובה – קיימת חזקה ניתנת לסתירה כי תמורה בשיעור נכיון משמעותי מאד לעומת מחיר נייע בבורסה עשויה להצביע על כך שההצעה אינה בתנאי שוק.

- **כאשר מתבצעות מספר הקצאות פרטיות במהלך 12 חודשים והקצאה חדשה מביאה לכך שסך ההקצאות עולות כדי הצעה מהותית המחייבת אישור אסיפה כללית, האם צריך להביא את כל ניירות הערך שהוצעו בהקצאות הפרטיות לאישור או רק את ניירות הערך המוצעים בהקצאה החדשה?**
- תשובה** – יש לאשר רק את הקצאת ניירות הערך המוצעים בהקצאה החדשה אולם יש לתת גילוי על הכל.

להלן הפניות לכלל השאלות והתשובות החדשות שפורסמו באתר הרשות:

- [תשקיפים וחיתום.](#)
- [רישום כפול.](#)
- [נושאי משרה וממשל תאגידי.](#)
- [דיווחים מיידיים ומערכת מגנא.](#)
- [בעלי שליטה, בעלי עניין ובעלי מניות.](#)
- [הצעות פרטיות.](#)

5. **פניות מקדמיות בנושאים משפטיים שהתפרסמו ביולי 2020**

בחודש יולי התפרסמו פניות מקדמיות במספר נושאים, וביניהן התייחסות לשאלה:

כיצד יש לפרש את המונח 'זיקה' בחברה ללא גרעין שליטה

הרשות נשאלה האם בין היתר לאור העובדה שבחברה ללא גרעין שליטה אסורה הזיקה לגורמים רבים ולא רק לבעל שליטה (יו"ר, מנכ"ל, נושא המשרה הבכיר בתחום הכספים ובעל מניות מהותי – שהינם על פי רוב גופים מוסדיים שזהותם משתנה תדיר) ("הגורמים הנוספים") ניתן לפרש את תחולת איסור הזיקה כמצומצמת יותר ולפיקד לא תחול על זיקה לתאגידים בשליטת הגורמים הנוספים. תשובת הרשות היתה כי גם בתאגיד ללא גרעין שליטה האיסור חל הן על זיקה לגורמים הנוספים והן על זיקה לתאגידים בשליטתם או בשליטת החברה ("תאגיד אחר").

הרשות מציינת כי סעיף 240(ב) לחוק החברות אוסר על קיומם של קשרים מסוימים בין הדירקטורים החיצוניים לבין החברה ובעל השליטה בחברה. ביחס לחברות ללא בעל שליטה, בחר המחוקק להרחיב את רשימת הגורמים שאסורה הזיקה של דירקטור חיצוני להם, כך שיכללו גם את הגורמים הנוספים. האיסור בסעיף זה על קיומם של קשרים מסוימים בין דירקטורים חיצוניים לבעל השליטה, או לגורמים הנוספים - בחברה ללא בעל שליטה, לפי העניין, מבוסס על ההנחה שקשרים אלה פוגמים באי התלות הנדרשת למילוי תפקידם של הדירקטורים החיצוניים. לעמדת הסגל, פרשנות תכליתית של הסעיף מחייבת להחילו באופן אחיד ביחס לחברות ללא שליטה ולחברות עם בעל שליטה. קרי, כי יש לראות באותם קשרים האסורים בין דירקטור חיצוני לבין בעל שליטה, בחברה בה קיים בעל שליטה, בגדר קשרים אסורים גם בין דירקטור חיצוני לבין הגורמים הנוספים, בחברה ללא בעל שליטה.

לעיון בפניה המקדמית לחצו [כאן](#)

פניות מקדמיות משפטיות חדשות נוספות פורסמו תחת הקטגוריות הבאות:

- [בעלי שליטה ובעלי עניין](#)
- [דוחות תקופתיים ומידיים ומערכת מגנא](#)
- [תשקיפים, הצעה לציבור](#)

6. **כללים חדשים לעניין קבלת טובות הנאה בעבור עבודות אנליזה**

לאחרונה התפרסמו כללים חדשים בדבר קבלת טובות הנאה בעבור עבודת ניתוח⁹. כללים אלה מאפשרים לחברה לשלם בעבור עבודות אנליזה שהיא מקבלת במקרים הבאים: בהנפקה ראשונה לציבור; עבודות אנליזה של תאגיד מסקר הקשור לחתם. הכללים מפרטים מהן ההוראות בהן צריכות לעמוד עבודות האנליזה (תקופת סיקור מינימלית, חובות גילוי ועוד). כללים אלו מחליפים כללים שהתפרסמו בשנת 2014 אשר אפשרו קבלת תגמול על עבודות אנליזה רק במסגרת תכנית ביוזמת הבורסה לסיקור חברות ציבוריות (תוכנית אשר מיועדת לחברות תעשייתיות, חברות בתחום מדעי החיים ולחברות הי-טק)

לעיון בכללים לחצו [כאן](#).

לעיון בהערות הציבור לטיוטת הכללים שהתפרסמה ביום 4 בנובמבר 2019, והתייחסות הרשות אליהן לחצו [כאן](#).

7. **שאלות ותשובות בקשר לתקופת משבר הקורונה - צירוף הערכות שווי שנועדו לצורך בחינת**

ירידת ערך של יחידה מניבת מזומנים

על פי עמדת הרשות בקשר עם דוחות רבעון ראשון 2020, בשל משבר הקורונה ניתן היה שלא לצרף לדוחות הכספיים האמורים הערכת שווי ששימשה לבחינת ירידת ערך של יחידה מניבת מזומנים, למרות שסווגה כמהותית מאד, אם התקיימו שני אלה:

(1) הסכום בר ההשבה של היחידה גבוה ב-25% לפחות מערכה בדוחות הכספיים.

(2) ניתן לגביה הגילוי שנדרש בקשר עם הערכת שווי מהותית.

עמדה זו היוותה הקלה ביחס לעמדה קודמת¹⁰. הרשות מעדכנת כעת כי הקלה זו תחול גם בקשר עם דוחות רבעון שני 2020.

למעבר לשאלות ולתשובות הרשות לחצו [כאן](#).

⁹ כללים בדבר הסדרת העיסוק ביינוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (קבלת טובות הנאה בעבור עבודת ניתוח), התש"ף-2020.

¹⁰ במסגרת התנאים המצטברים הנדרשים על מנת שלא לצרף את הערכת השווי הנם: 1. לא היו סממנים לירידת ערך (תנאי שלא נדרש בהקלה); 2. הסכום בר ההשבה גבוה פי שניים לפחות מערכה בדוחות הכספיים. 3. ניתן לגביה הגילוי הנדרש בקשר עם הערכת שווי מהותית.

בורסה:**1. פתיחתם של ערוצי מימון ומסחר חדשים לחברות ושותפויות במסגרת פלטפורמת מסחר למשקיעים כשירים**

ביום 23 ביוני 2020 אישרה רשות ניירות ערך לבורסה לניירות ערך בתל אביב לפתוח ערוצי מימון חדשים המאפשרים גיוס הון וחוב ממשקיעים כשירים, על ידי חברות ושותפויות, ששיקר עיסוקן בתחומים הבאים: קרנות נדל"ן המשקיעות בנדל"ן בארץ ובחול"ל (הוראת שעה לשנתיים), חברות שיעיסוקן מו"פ וקרנות הון סיכון ומכשירי גיוס הון נוספים לתחומים האמורים.

חברות ושותפויות בתחומים אלה יוכלו לגייס הון או חוב באמצעות שימוש במערכת המסחר "רצף מוסדיים" בבורסה. עד היום ניתן היה לגייס ולסחור במערכת זו באגרות חוב ובניירות ערך מסחריים בלבד.

התיקון מחייב הסדרה של מערכת המחשב של הבורסה ותבוא הודעה על מועד כניסתו לתוקף לצפייה בתיקון לתקנון הבורסה לחצו [כאן](#).

2. גריעת חברות ממדדי התל-בונד

במסגרת הפקת לקחים ממשבר הקורונה הבורסה מבקשת לשנות את הכללים לגריעה מהמדד של סדרות אגרות חוב וזאת לאור ממצאה לפיהם הכללים הקיימים מביאים לגריעה בשלב מאוחר מדי וכתוצאה מכך לפגיעה בציבור המשקיעים. לפי ההצעה:

- א. אם סדרה מדורגת על ידי שתי חברות דירוג, כאשר אחד מהדירוגים יורד מתחת לדרגת השקעה (BBB), הסדרה תגרע מהמדד (כיום – לפי הגבוה).
- ב. סדרה תגרע אם נשארו פחות מ- 12 חודשים לפירעון הסופי (כיום – 6 חודשים).
- ג. סדרה תגרע אם התשואה לפדיון שלה תחרוג ב-2 סטיות תקן מהממוצע של התשואות לפדיון של אג"ח בעלות מאפיינים זהים מבחינת סוג הריבית וסוג הצמד (כיום אין הוראה דומה)¹¹.

למעבר לטייטה לחצו [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



¹¹ הערות לטייטה ניתן היה להעביר עד ליום 12.7.2020.

irisc@agmon-law.co.il, www.agmon-law.co.il, יועצת, תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון.



יערה שחורי בן הרוש, עו"ד, תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון,

