

# פסק דין תקדימי וחשוב המבהיר את תחולת הגדרת עניין אישי של בעל השליטה, עמדות רשות בנושא Over Ruling ועוד

עדכון לקוחות – מחלקות שוק ההון וליטיגציה

ינואר 2025

## לקוחות יקרים,

במזכר שלפניכם מספר עדכונים שפורסמו לאחרונה:

### ❖ פסיקה חדשה בנושא עניין אישי של בעל שליטה - ראו סעיף 1

- פסק דין חשוב בבקשה לדיון חוזר שהגישו מחלקות שוק ההון וליטיגציה במשרדנו בשם החברות אקויטל ויואל בעקבות החלטת בית המשפט המחוזי לאשר תביעה נגזרת בגין מיזוג בין החברות שבוצע בהתאם לדרישות חוק הריכוזיות. במרכז הדיון עמדה השאלה האם פעולותיו של בעל השליטה נועדו לשמר את שליטתו בחברה על חשבון טובת החברה. בית המשפט קבע כי בעל השליטה פעל במסגרת זכויותיו הלגיטימיות, וכי שימור אחזקותיו אינו מהווה "עניין אישי" המנוגד לאינטרס החברה.

### ❖ הצעה לציבור - ראו סעיף 2

- לאחרונה פרסמה רשות ניירות ערך עמדת סגל בנושא הצעה ותיווך של הסדרי השקעה משותפת. לעמדה זו עשויה להיות משמעות מרחיקת לכת בנושא הצעה לציבור הן בשאלה מתי מתווך נדרש לרישיון ייעוץ/שיווק השקעות והן בשאלה האם כאשר מספר מיזמים משקיעים במספר פרויקטים, ובפרויקט מסוים משקיעים מספר מיזמים, יש לספור יחד את הניצעים בכלל המיזמים. מעמדת הרשות ניתן להסיק שהתשובה חיובית.
- עמדת רשות נוספת אליה נתייחס במזכר זה נוגעת לשאלה מתי גיוס משקיעים לרכישה משותפת של נכסי נדל"ן והפעלתם באמצעות חברת ניהול מהווה הצעה לציבור של ניירות ערך.



סידני, אוסטרליה  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

באר שבע  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

תל אביב  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

ירושלים  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

### ❖ דיווחים מידיים - ראו סעיף 3

- הנחיות רשות ניירות ערך בדבר חובות הגילוי החלות על תאגידים בעת אישור תגמול לנושא משרה או מדיניות תגמול על אף התנגדות האסיפה הכללית (Over Ruling).
- הבהרה כי תאגיד מדווח אינו נדרש להגיש דיווח מידי בדבר פתיחת חקירה פלילית או הליך בירור מנהלי נגד דירקטור המכהן בו, כאשר החקירה מתייחסת לכהונתו בתאגיד אחר. הדיווח יידרש רק בשלב מאוחר יותר – בעת קבלת החלטה על שימוע לפני הגשת כתב אישום או הגשת כתב טענות בהליך אכיפה מנהלי.

### ❖ תיקונים לתקנון הבורסה והנחיותיו - ראו סעיף 4

- הנחיה חדשה של הבורסה לניירות ערך בתל אביב בדבר אופן דיווח על חלוקת דיבידנד, אשר תיכנס לתוקף בפברואר 2025.
- תוכנית חדשה של הבורסה בנושא עשיית שוק.

## 1. פסיקה חדשה בנושא עניין אישי של בעל שליטה

### 1.1 ת"א 36962-05-23 חיים צוף נ' דניאל כהן

במסגרת פסק דין שניתן בבקשה לדיון חוזר שהגישו מחלקות שוק ההון וליטיגציה במשרדנו בשם החברות אקויטל ויואל, בעקבות החלטת בית המשפט המחוזי לאשר תביעה נגזרת בשמה של אקויטל.<sup>1</sup> פסק הדין קובע עקרונות משמעותיים באשר לזכויותיו של בעל שליטה לשמר את שליטתו בחברה ולהכווין את פעולותיה. פסק הדין כולל סוגיות רבות וכולל אמירות חשובות על האיזון בין זכויות בעלי השליטה לבין שמירת האינטרסים של החברה ובעלי מניותיה – נתמקד רק בעיקר הדברים.

#### רקע

הוראות חוק הריכוזיות חייבו חברות עם מבנה פירמידאלי לצמצם את שכבות השליטה למקסימום של שתי חברות ציבוריות. בעקבות דרישה זו, בחנה אקויטל, שהחזיקה בחברת הבת יואל, מספר חלופות, והחליטה על מיזוג עם יואל. באותה עת, בעל השליטה באקויטל, מר חיים צוף, החזיק באמצעות תאגיד בשליטתו (י.ח.ק) למעלה מ-45% מזכויות ההצבעה באקויטל והוא הודיע לאקויטל כי לא יתמוך בעסקת מיזוג שתוביל לכך ששיעור אחזקות י.ח.ק בחברה ייפחת מ-45%. בהמשך הדרך תניה זו נזנחה ובסופו של דבר יצאה אל הפועל עסקה בתמהיל מניות ומזומן שהוביל לדילולה של י.ח.ק אל מתחת 45%.

<sup>1</sup> יצוין כי מחלקת תאגידים, שוק ההון וניירות ערך במשרדנו ייצגה את חברת אקויטל גם במסגרת המיזוג.



בגין עסקת המיזוג שבין אקויטל ויואל הוגשה בקשה לאישור תביעה נגזרת. בבקשה נטען שהעסקה נעשתה תוך העדפת האינטרסים של בעל השליטה, וכי זו לא אושרה כדין תוך שנושאי המשרה התפרקו משיקול דעתם.

בית המשפט המחוזי (כב' השופט מ' אלטוביה) קיבל את בקשת האישור תוך שקבע מבחן חדש לבחינת קיומו של עניין אישי – "במקרה של ספק, אין ספק". עוד קבע כי הפעולות השונות שבעל השליטה ביצע טרם עסקת המיזוג, דוגמת הצבת תניית ה-45%, מלמדות על האינטרס המהותי שהיה לו בשימור כוחו כבעל השליטה (למרות שבסופו של יום דוללה י.ח.ק מ-70% ל-36%). מחלקות שוק ההון וליטיגציה במשרדנו ייצגו את אקויטל ויואל והגיש בשמן בקשה לדיון חוזר – הליך חריג המוסדר בחוק בתי המשפט, ולפיו ניתן להגיש בקשה לדיון חוזר על החלטה לאישור תביעה נגזרת, כשהדיון החוזר ייערך לפני מותב של שלושה בערכאה שנתנה את החלטת האישור.

#### עיקרי ההחלטה

בית המשפט קבע כי אין לבעל השליטה עניין אישי בעצם קביעת מנגנון הציות לחוק הריכוזיות. בתוך כך נקבע כי בראי הוראותיו הכופות של חוק הריכוזיות יש לאמץ גישה פרשנית מצמצמת למונח עניין אישי: "הטעם לכך הוא שאימוץ גישה מרחיבה יביא לתוצאה לפיה בעל השליטה יהיה נגוע בעניין אישי ביחס לכל חלופת ציות...".

אשר לחלופת הציות הקונקרטית – עסקת המיזוג – נקבע כי "השליטה נובעת מאחזקת מניות החברה ומכאן שאף האינטרס לשמור עליה הוא אינטרס של בעל המניות הנובע מעצם ההחזקה במניות". מכאן הסיק מותב בית המשפט כי אפילו אם נסיבות המקרה עולות כדי עניין אישי, הרי שמכוח ההגדרה הממעטת בחוק החברות הוא מוצא מגדרי העניין האישי (בלשון החוק: "למעט ענין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה").

זאת ועוד. נקבע שיש קושי לומר שרצונו של בעל השליטה לשמור על היקף אחזקותיו מקים זיקה עודפת משמעותית הפוגעת ביכולתו לראות את טובת החברה – תוך שהודגש כי כשמדובר בבעל שליטה יש להצביע על זיקה עודפת בעוצמה גבוהה. בית המשפט הבהיר שקביעה כי רצונו של בעל שליטה שלא להיות מדולל מהווה עניין אישי אינה סבירה והיא טומנת בחובה השלכות רוחב. זאת כיוון שמשמעותה היא כי כל עסקה משמעותית של החברה שאינה ממומנת במזומן אלא במניות תדרוש לכאורה אישור של האסיפה הכללית לרבות תמיכת בעלי מניות המיעוט, ולכן אם תתקבל גישה זו, תעבור השליטה המעשית בניהול החברה לידי המיעוט, תוצאה שאינה סבירה.

עוד הצביע בית המשפט על כך שהחלטות בעניין מבנה ההון של החברה (החלטות הנוגעות לאופן מימון של עסקאות) אינן יוצרות חשש אינהרנטי לחלוקה לא שוויונית של משאבי החברה – ובענייננו כל בעלי המניות דוללו באופן שווה.



**סידני, אוסטרליה**  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

**באר שבע**  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

**תל אביב**  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

**ירושלים**  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

מעבר לכך, בית המשפט הבהיר כי מנגנון האישור המשולש לא מייתר את הצורך ברוב כללי, כך שאין בכוחו לכפות על הרוב עסקאות שאין הוא מעוניין בהן: "אין מנגנון האישור הקבוע בסעיף 275 לחוק, נועד לאפשר לבעלי המניות המיעוט לכפות על בעל השליטה בחברה עסקה שיש בה להפקיע את שליטתו...". בהמשך לכך הסיק בית המשפט כי מאחר שבעל השליטה רשאי שלא לתמוך במתווה עסקה מסוים, אזי ברור שאין תוחלת בקידום אותו מתווה על-ידי הדירקטוריון ומכאן ש"התחשבות בתנאי שהציב בעל השליטה בחברה אין משמעו השתמטות הדירקטוריון מחובתו לשקול את טובת החברה אלא הכרתו בכך שהחלופות העומדות בפני החברה מוגבלות".

**בסופו של דבר, הבקשות לדיון חוזר התקבלו תוך חיוב המשיב בהוצאות.**

[דצמבר 2024] [קישור לפסק הדין](#)

## 2. הצעות לציבור

### 2.1 עמדות סגל הרשות בדבר הצעה ותיווך של הסדרי השקעה משותפת

עמדת סגל הרשות עוסקת במגבלות החלות על הצעה ותיווך של מוצרי השקעה לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות וחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות<sup>2</sup>.

חוק השקעות משותפות חל על הסדרים שמטרתם השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת, למעט הסדרים שמספר המשתתפים בהם אינו עולה על חמישים ושנעשו ללא פנייה לציבור. חוק הייעוץ מסדיר את פעילות תיווך ההשקעות לציבור הרחב ומחיל חובות רישיון וחובות נוספות על העוסקים בתחום.

העמדה מתמקדת בשלושה נושאים עיקריים: מגבלת הפנייה לציבור לפי חוק השקעות משותפות, היקף תחולת חובת רישיון ייעוץ/שיווק השקעות, ושירותי ייעוץ/שיווק השקעות על קרנות זרות.

(א) מגבלת פנייה לציבור

❖ **פניה למשקיעים שאינם כשירים** – הרשות מבהירה כי המונח "פנייה לציבור" צריך להתפרש

באופן רחב ולכלול מגוון סוגי פניות למשקיעים פוטנציאליים, כולל שיחות טלפון, מיילים, פרסומים

שונים ופניות ברשתות החברתיות.

<sup>2</sup> חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות") וחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות, ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הייעוץ"). העמדה באה בהמשך לעמדות קודמות שפורסמו לגבי תחולת החוקים ובהן חוזר לבעלי רישיון בדבר פעילות שיווק השקעות וניהול תיקים ביחס לקרנות חוץ ועמדת סגל הרשות בדבר היחס בין תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות וחוק ניירות ערך.



**סידני, אוסטרליה**  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

**באר שבע**  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

**תל אביב**  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

**ירושלים**  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

❖ המונח "פניה" כולל כל פניה שהיא ללא קשר לתוצאת הפניה ולשאלה אם היא מיועדת להוביל או תוביל בסופו של יום להשקעה מצד הציבור.

❖ פניה למשקיעים שאינם כשירים מוגבלת ל-35 משקיעים במשך תקופה של 12 חודשים, בנוסף לכך, חלה מגבלה כוללת, שאינה תחומה בזמן, של גיוס לא יותר מ-50 משקיעים שאינם כשירים למיזם שהינו השקעה משותפת בנאמנות.

❖ האיסור על פנייה לציבור חל במצטבר על כלל הגורמים הפונים למשקיעים – ככל שהגורמים המציעים השקעה בהסדר אינם רק ההסדר ומנהליו, אזי מגבלת הפניה לציבור חלה, באופן מצרפי ומצטבר, על כל גורם נוסף הפועל עימם ומציע השקעה בו. מצב דברים אחר היה מוביל לחציית מספר המשקיעים הכולל שהחוק מתיר פנייה אליהם. בעניין זה מוטלת אחריות על הסדר ההשקעה המשותפת, מנהליו, אורגנים שלו, וכל גורם הפועל עימם העוסק בתיווך של ההסדר, לקבוע את המנגנונים המתאימים ולוודא כי לא ייחצה מספר המשקיעים המותר הכולל, להם מוצעת ההשקעה וכי לא תיעשה פנייה לציבור.

❖ המגבלה על מספר המשקיעים חלה גם כאשר ההשקעה נעשית באמצעות מספר מכשירי השקעה – לא ניתן להפריד באופן מלאכותי השקעה לישויות שונות על מנת לצאת מתחולת החוק. על כן, מניין המשקיעים המותר במקרים של פיצול לישויות משפטיות שונות הנו במצטבר לכלל הישויות המשפטיות הרלבנטיות ולא ניתן לעקוף אותה באמצעות פיצול מלאכותי להשקעות שונות. בהקשר זה הובהר, כי המגבלה על פנייה לציבור חלה ביחס לכל הסדר השקעה משותפת, גם אם הגיוס אליו נעשה תחת מוצר בו "נארזו" השקעות נוספות.

לשם המחשה: גורם מבקש לגייס כספים לחמישה הסדרי השקעה משותפת שונים ובהתאם לכך הוא מוגבל בפנייה למשקיעים שאינם כשירים שמספרם לא יעלה על 35 משקיעים במשך 12 חודשים, ובמספר משקיעים כולל בהסדר שלא יעלה על 50. ואולם, אם בהסדרים השונים לכאורה נכללת אותה השקעה, אשר גיוס הכספים מופנה בסופו של יום גם אליה, מגבלת מספר המשקיעים צריכה להימנות בהתאם. כך למשל, אם כל אחד מחמשת ההסדרים האמורים מורכב משלוש השקעות, ואחת מהן נמצאת בכל אחד מחמשת ההסדרים, אזי למעשה עלולים להשקיע בה 250 משקיעים באופן מצרפי. המשמעות היא כי מספר המשקיעים, הן בשלב הפנייה הן בשלב ההשקעה, צריך להימנות יחד עבור כל חמשת הסדרי ההשקעה

(ב) היקף תחולת חובת רישיון ייעוץ ושיווק השקעות

❖ הרשות קובעת כי קיימת חובת רישיון ביחס לכל מי שנוטל חלק משמעותי בהליך של ייעוץ או שיווק השקעות - לאור הוראות סעיף 3א לחוק הייעוץ ניתן להפנות אדם לקבל שירותים אצל בעל רישיון, ואולם ככל שאין מדובר בהפניה או בהצעה למתן השירותים גרידא, אלא בנטילת חלק



סידני, אוסטרליה  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

באר שבע  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

תל אביב  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

ירושלים  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

בתהליך ייעוץ או שיווק ההשקעות עצמו, לרבות מתן מידע על נכסי ההשקעה לגביהם יינתנו השירותים לפי החוק, עשוי הגורם המפנה להיחשב חלק ממערך מתן השירותים, ולפיכך עליו להחזיק ברישיון לפי חוק הייעוץ.

❖ **הרשות קובעת כי כאשר מתקיימים כל המאפיינים הבאים יראו בפעולה ייעוץ/שיווק:**

-הגורם המפנה מקבל תמורה כספית מחברה בעלת רישיון שיווק/ייעוץ השקעות לפי חוק הייעוץ בשל הפניית הלקוח;

-בתהליך גיוס הלקוחות הגורם המפנה עוסק ביצירת עניין ובשכנוע הלקוחות להשקיע בנכסים הפיננסיים שלגביהם יינתנו שירותי ייעוץ ההשקעות או שיווק ההשקעות.

❖ **הוראות אלו עשויות לחול גם על הסדר להשקעה משותפת בנכסים**

גם נכסים אחרים יכולים לעלות כדי "נכס פיננסי" כהגדרתו בחוק הייעוץ אם הם מוצרים המאפשרים השקעה שתשואתה נגזרת משינויים במחיר נכס בסיס, כאשר נכס הבסיס יכול להיות מדד ניירות ערך, ניירות ערך, יחידות או מניות של קרנות חוץ, מטבע, מחיר סחורה ועוד. מוצרים אלה אף עשויים לענות להגדרת "מוצר מובנה" מאחר שהתשואה על ההשקעה בהם נקבעת במקרים רבים על פי נוסחה המבוססת על שינוי בנכס הבסיס.

לכן על מתווכים לוודא שפעולות שהם מבצעים בנכסים כאמור לא יעלו כדי הצעה של הסדר השקעה משותפת לציבור או שתביא את מספר המחזיקים בהסדר השקעה משותפת בנכסים אלו ללמעלה מ- 50 ללא תשקיף.

(ג) הנחיות לגבי פעילות שיווק והשקעות בקרנות זרות

❖ העמדה מבחינה בין קרנות זרות מפוקחות - המפוקחות במדינת מוצאן וניתנות להצעה לציבור הרחב באיחוד האירופי או בארה"ב - לבין קרנות אחרות. הציבור הרחב בישראל יכול לרכוש קרנות מפוקחות אלה גם ללא מתווך, למשל במערכות המסחר של חברי הבורסה. עם זאת, בעל רישיון נדרש לשקף ללקוחות את הפערים בין קרן זרה שקיבלה היתר לבין קרן זרה מפוקחת ללא היתר.

❖ בעל רישיון הקשור בהסכם מסחרי עם מנהל קרן זרה רשאי לשווק רק למשקיעים כשירים (העומדים בדרישות הקבועות בחוק הייעוץ ובחוק השקעות משותפות במצטבר), אלא אם מדובר בקרן שקיבלה היתר לפי תיקון 23 לחוק. לעומת זאת, בעל רישיון עצמאי שאינו קשור בהסכם מסחרי רשאי לתת שירותים גם ללקוחות שאינם כשירים, כל עוד מדובר בקרן מפוקחת.

[נובמבר 2024] קישור לעמדת רשות



**סידני, אוסטרליה**  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

**באר שבע**  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

**תל אביב**  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

**ירושלים**  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

## **2.2 פניה מקדמית: האם הצעה להשקעה בשותפות לצורך רכישת נכסי מקרקעין המשמשים לאירוח או**

### **להשכרה לטווח קצר, מהווה הצעה של ניירות ערך לציבור**

#### רקע

מדובר בפנייה מקדמית של חברה שביקשה להקים מיזם עסקי לגיוס משקיעים לצורך השקעה משותפת בנכסי נדל"ן המשמשים לאירוח או להשכרה לטווח קצר. על פי המתווה המוצע, החברה תפעל לאיתור נכסי מטרה בשווי של 5-15 מיליון ש"ח ותפרסם באופן פומבי הזמנה להצטרף לקבוצת רוכשים של 10-20 משתתפים. הובהר כי לא תהיה כל התקשרות חוזית בין בעל הנכס לחברה. הפרסום יכלול מידע בסיסי בלבד אודות מיקום גיאוגרפי כללי, השימוש הנוכחי בנכס וסכום ההשקעה המשוער לכל רוכש ולא יכלול כל התייחסות להבטחת תשואה, תשואה צפויה או טווח תשואה ממוצעת מרכישות קודמות. בנוסף, לא ייתן מידע על עלויות נכסים דומים או על ניסיון של גורמים כלשהם ברכישת נכסים דומים. רוכשים פוטנציאליים יוזמנו לפגישה אישית בה יקבלו מידע מפורט על הנכס, לרבות אומדן הכנסות והוצאות צפויות. הרכישה עצמה תתבצע במישרין מול בעל הנכס, כאשר כל הרוכשים יירשמו כבעלים משותפים בנכס בחלק יחסי לא מוגדר.

ניהול הנכס יתבצע על ידי חברת ניהול הקשורה לחברה, אך החלטות מהותיות יתקבלו על ידי הרוכשים. החלטות אלו כוללות, בין היתר, מכירת הנכס, שינוי ייעוד, החכרה, שיפוץ מהותי, שדרוג, החלפת חברת הניהול ושינוי סמכויותיה. כל קבוצת רוכשים תרכוש נכס אחד, והחברה מתכוונת לפעול לגיבוש מספר קבוצות רוכשים ביחס לנכסים שונים.

#### עמדת החברה

החברה טוענת כי המתווה המוצע אינו עולה כדי הצעה של ניירות ערך לציבור. לשיטתה, אין מדובר בתעודה המונפקת בסדרה שכן נחתם הסכם רכישה אחד בלבד, ואין תאגיד שמבצע הנפקה או נותן זכויות חברות והשתתפות בתאגיד. החברה מדגישה כי הרוכשים אינם פאסיביים אלא משתתפים פעילים בניהול הנכס ובקבלת החלטות מהותיות, וכי מדובר ברכישת זכות ישירה במקרקעין. בנוסף, החברה טוענת כי העסקה מפוקחת על ידי דיני המקרקעין, אין שוק משני במובן של סחירות בניירות ערך, והיקף ההשקעה מוגבל וידוע מראש.

#### עמדת רשות ניירות ערך והניתוח המשפטי

רשות ניירות ערך דוחה את עמדת החברה וקובעת כי המתווה המוצע עולה כדי הצעה לציבור של ניירות ערך וזאת מהנימוקים הבאים:

❖ הרכישה המשותפת של הנכס למטרת הפקת תועלת כלכלית באמצעות ניהול משותף יוצרת "קשרי שותפות" כהגדרתם בפקודת השותפויות. זאת כיוון שמתקיימים התנאים הבסיסיים לקיום שותפות: עסק של שני אנשים או יותר עם מניע משותף להפקת רווחים, שכן הפעילות המתוכננת



**סידני, אוסטרליה**  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

**באר שבע**  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

**תל אביב**  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

**ירושלים**  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

של שירותי אירוח ולינה מהווה פעילות מסחרית המיועדת להנבט רווחים. לעמדת הרשות, מערכת היחסים החוזית יוצרת פעילות עסקית דינמית משותפת, המתאפיינת בהסכם בכתב, זכויות שוות בין הרוכשים, ומשך חיים בלתי מוגבל של המיזם.

❖ הסכמי השיתוף מהווים "ניירות ערך" כהגדרתם בחוק, שכן מגלמים זכויות חברות והשתתפות בשותפות, מונפקים בסדרה נוכח התקשרותם בהסכם של למעלה משני רוכשים (לעניין זה אין בעובדה שטכנית כל רוכש חותם על מסמך נפרד), ומקנים זכויות אחידות לכלל המשתתפים. לפי עמדת הרשות, המהות הכלכלית של המיזם היא השקעה פיננסית סבילה שכן בארגון הרכישה והפעלת העסק מתבצע בפועל על ידי החברה וחברת הניהול, בהתאמה.

❖ יש לראות את הסכם הרכישה והסכם הניהול במשולב, וככאלה הם מהווים מכלול אחד שנעשה בידי התאגיד מולו נחתם הסכם הניהול.

לפיכך, המתווה המוצע כפוף לדיני ניירות ערך וחובות הגילוי הנדרשות בעת גיוס הון מהציבור.

[אוקטובר 2024] למענה לפנייה מקדמית [לחצו כאן](#)

### 3. דיווחים מידיים

#### 3.1 עמדת סגל משפטית של רשות ניירות ערך מספר 101-28 – גילוי בדבר אישור תגמול לנושא משרה

##### או מדיניות תגמול על אף התנגדות האסיפה הכללית (Over Ruling) –

לאחרונה פרסם סגל רשות ניירות ערך עמדה משפטית חשובה המבהירה את חובות הגילוי החלות על תאגידים בעת ביצוע "אובר-רולינג" בנושאי תגמול. "אובר-רולינג" הינו מצב בו ועדת התגמול והדירקטוריון מחליטים לאשר החלטת תגמול למרות התנגדות האסיפה הכללית. המסגרת החוקית מאפשרת ביצוע אובר-רולינג בשלושה מקרים בלבד:

- בעת קביעת מדיניות תגמול לנושאי משרה,
  - בהתקשרות עם מנכ"ל לגבי תנאי כהונתו והעסקתו,
  - בהתקשרות עם נושא משרה (שאינו דירקטור או מנכ"ל) בתנאים החורגים ממדיניות התגמול.
- ❖ לעמדת סגל הרשות בהחלטה לביצוע אובר-רולינג יש ליתן דגש על עצם ההחלטה להתגבר על התנגדות האסיפה הכללית ולא להסתפק רק בנימוקים ביחס לתגמול לגופו.
- ❖ בהתאם לעמדת הרשות, כל החלטה על ביצוע אובר-רולינג מחייבת דיווח מיידי מפורט לציבור, הן בשל היותו אירוע או עניין מהותי והן לאור חובת עדכון המידע מכח תקנה 2א37(א) לתקנות הדוחות.
- ❖ המידע שצריך להיכלל בדיווח בדבר ביצוע אובר-רולינג:



סידני, אוסטרליה  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

באר שבע  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

תל אביב  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

ירושלים  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948



הסבר מדוע מדובר ב"מקרה מיוחד" – מקום שהחוק קובע כי ביצוע אובר-רולינג יעשה רק "במקרים מיוחדים", על הדיווח בדבר ביצוע אובר-רולינג לכלול **פירוט בדבר הנסיבות לאורן אישור תנאי הכהונה לנושא המשרה בדרך של אובר-רולינג מהווה באותו עניין "מקרה מיוחד" כנדרש בחוק**. דוגמאות לנסיבות כאלה:

- נסיבות מיוחדות הקשורות לנושא המשרה, לרבות מידת תרומתו להישגי החברה (לדוגמה הצלחת מנכ"ל בביצוע תוכנית הבראה, פיתוח תחומים חדשים מהותיים וכד');;
  - נסיבות מיוחדות הקשורות לחברה או בעלות השפעה על עסקיה;
  - נסיבות מיוחדות המקנות לדירקטוריון יתרון יחסי על פני האסיפה בבחינת טובת החברה;
  - כל נסיבה רלוונטית באישור ההחלטה, לאורה החליטו ועדת תגמול והדירקטוריון לבצע אובר-רולינג.
- התייחסות להתנגדות בעלי המניות באסיפה הכללית – יש לכלול גילוי כדלקמן:**
- האם החברה מודעת לשיקולי בעלי המניות בחברה שלא לאשר את ההחלטה שהובאה לאסיפה הכללית, ובכלל זה האם קיבלה פניות מקרב בעלי מניות בנדון.
  - האם התקיים שיח (לרבות משא ומתן בין החברה לבין בעלי המניות בחברה ו/או מי מטעמם) לרבות חברות ייעוץ למשקיעים ביחס לתנאי הכהונה שהובאו לאישור האסיפה, טרם פרסום זימון האסיפה או לאחריו. בהקשר זה יש להתייחס לעצם קיומו של שיח, סוג המשקיעים עימם הוא התקיים, האם השיח גרם לשינוי התנאים המקוריים שביקשה החברה להביא לאישור האסיפה.
  - פירוט הסיבות העיקריות שנמסרו לחברה על ידי בעלי המניות או חברות הייעוץ להתנגדותם באסיפה כאמור, ככל שנמסרו כאמור (ובכלל זה באמצעות הודעות עמדה ככל שנמסרו).
  - התייחסות החברה לפניות שקיבלה החברה מבעלי מניות או מי מטעמם, לאחר פרסום זימון האסיפה, שכללו הסתייגות מההחלטה שהובאה בפני האסיפה הכללית. ציון האם התייחסויות אלו הובאו לידיעת ועדת התגמול ודירקטוריון החברה טרם קיום ההצבעה.
  - שיעור ההתנגדות באסיפה הכללית.
- נימוקי ועדת התגמול והדירקטוריון – יש לכלול גילוי בדבר:**
- נימוקי ועדת התגמול והדירקטוריון במסגרת הדיון מחדש שנערך לאישור ההחלטה, לרבות התייחסות לרכיבי התגמול השונים. באובר-רולינג בקשר לתנאי כהונה של מנכ"ל - התייחסות להיותם של התנאים כאמור במסגרת מדיניות התגמול או בסטייה ממנה ומידת הסטייה, וכן ציון ככל שמדיניות התגמול עצמה אושרה באמצעות ביצוע אובר-רולינג.
  - התייחסות ועדת התגמול והדירקטוריון להתנגדות האסיפה הכללית ובכלל זה לסיבות העיקריות של בעלי המניות להתנגדות, ככל שמידע זה ידוע לחברה; התייחסות ועדת התגמול והדירקטוריון למידע



**סידני, אוסטרליה**  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

**באר שבע**  
גב ים, רחוב האנרגיה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

**תל אביב**  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

**ירושלים**  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

כאמור במסגרת הדיון לביצוע האובר-רולינג והטעמים המצדיקים התגברות על החלטת האסיפה הכללית. בכלל זה התייחסות למשקל שניתן למידת ההתנגדות באסיפה הכללית או למאפיינים כלשהם של בעלי המניות המתנגדים על ידי ועדת התגמול והדירקטוריון בעת ההחלטה לביצוע האובר-רולינג.

- נתונים השוואתיים – מקום בו לצורך ביסוס החלטתם לבצע אובר-רולינג ביצעו ועדת התגמול והדירקטוריון בחינות נוספות של נתונים השוואתיים או אחרים לצורך ביסוס החלטתם, על הדיווח אודות ביצוע האובר-רולינג לכלול גילוי בדבר: מספר ומאפייני החברות שנלקחו בהשוואה; שווי השוק שלהן; הענף אליו הן שייכות; טווח נתוני התגמול שנבחנו בחברות אלו והתייחסות לתגמול המוענק לנושא המשרה במסגרת הטווח, תוך התייחסות לרכיבי התגמול.
  - גילוי אודות הבדלים בין הנתונים שנבחנו לצורך אישור ההחלטה לראשונה כפי שהובאה בפני האסיפה הכללית, לבין הבחינה שבוצעה לצורך אישורה באמצעות ביצוע אובר-רולינג, ככל שהיו.
  - זהות הדירקטורים שהשתתפו בקבלת ההחלטה לביצוע אובר-רולינג - בכלל זה גילוי אודות וזהות הדירקטורים שהשתתפו בישיבות ועדת התגמול והדירקטוריון בהן התקבלו ההחלטות לביצוע אובר-רולינג וכן גילוי האם מי מבין הדירקטורים שהשתתפו בדיון התנגד להחלטה.
  - מקרים קודמים – ציון האם התקבלו החלטות לביצוע אובר-רולינג במהלך שלוש השנים האחרונות ועיקריהן.
- בנוסף לאמור לעיל, על הדיווח בדבר ביצוע האובר-רולינג לכלול כל פרט מהותי נוסף הנדרש לציבור המשקיעים לצורך הבנת הסיבות והנימוקים לקבלת ההחלטה לביצוע אובר-רולינג.

[דצמבר 2024] [קישור לעמדת הסגל](#)

### **3.2 עמדת רשות ניירות ערך- שו"ת 104.32- חובת דיווח מיידית בגין חקירה פלילית או הליך בירור מנהלי**

#### **נגד דירקטור בתאגיד אחר**

בהמשך לעמדה משפטית מספר 19-104: דיווח בדבר חקירה פלילית או הליך בירור מנהלי של רשות ניירות ערך<sup>3</sup> כפי שסוקרה במזכר הלקוחות הקודם, עלתה השאלה- האם כאשר דירקטור בתאגיד מדווח מכהן כדירקטור בתאגיד מדווח נוסף ("התאגיד האחר"), ורשות ניירות ערך פתחה בחקירה פלילית או בהליך בירור מנהלי בעניינו של התאגיד האחר, שאינו קשור לתאגיד המדווח, ובמסגרת זו גם בעניינו של אותו הדירקטור. האם מוטלת חובת דיווח על כך בתאגיד?

<sup>3</sup> [קישור לעמדת הרשות 19-104](#)



לעמדת סגל הרשות בנסיבות המתוארות, התאגיד לא נדרש להגיש דיווח מיידי בדבר פתיחת ההליך בעניינם של התאגיד האחר והדירקטור. בשים לב לכך שפתיחת ההליך בעניינו של הדירקטור מקורה בכהונתו כדירקטור בתאגיד האחר, אזי התאגיד רשאי לדווח לראשונה דיווח מיידי בדבר ההליך במועדים אלה: לעניין חקירה פלילית – במועד שבו מתקבלת החלטה לשקול העמדה לדין של הדירקטור בכפוף לשימוע, ככל שתתקבל, ולעניין הליך בירור מנהלי – במועד הגשת כתב טענות בידי הרשות נגד הדירקטור, ככל שיוגש.

[נובמבר 2024] [קישור לשו"ת](#)

#### 4. תיקונים לתקנון הבורסה והנחיותיו

##### 4.1 הבורסה לניירות ערך - חובת דיווח בדבר דיבידנד למניה חלף סכום דיבידנד כללי

הבורסה לניירות ערך בתל אביב מודיעה על תיקון בהנחיות שייכנס לתוקף ב-1.2.2025, לפיו, הודעת חברה על חלוקת דיבידנד תכלול את סכום הדיבידנד הסופי למניה וזאת בשונה מהאפשרות הנוספת שהייתה קיימת עד כה, לפיה ניתן היה לדווח על סכום הדיבידנד הכללי ממנו יחושב סכום הדיבידנד למניה לפי מספר המניות במועד הקובע (לפרטים מזכרנו מיוני 2024).<sup>4</sup> לאור אי הוודאות שקיימת לגבי מספר המניות שיהיו לחברה במועד הקובע בחברה שיש לה ניירות ערך המירים (היום שנקבע ע"י החברה לזכאות לדיבידנד) קובעת הבורסה כי החברה רשאית לעדכן את סכום הדיבידנד הסופי למניה ובלבד שתפרסם דיווח מיידי עד שני (2) ימי מסחר לפני היום הקובע. לאור אי הוודאות הנובעת מכמות המניות במועד הקובע, מוצע להתייעץ עם משרדנו לעניין נוסח ההחלטה על חלוקת דיבידנד.

[נובמבר 2024] לנוסח התיקון בתקנון הבורסה לחץ [באן](#)

##### 4.2 תוכנית חדשה של הבורסה בנושא עשיית שוק

הבורסה פרסמה תוכנית חדשה המעודדת עשיית שוק במימון הבורסה. אחת מהמשמעויות של התוכנית החדשה הינה כי ההקלות לעניין רישום למסחר ומעבר לרשימת מניות דלות סחירות, בשל מינוי עושה שוק הקבועות בהנחיות הבורסה, יחולו, החל ממועד כניסת התוכנית החדשה לתוקף – 4.5.2025, רק אם עושה השוק מונה על ידי הבורסה בהתאם להוראות התוכנית החדשה. על מנת להכלל בתוכנית החדשה יש לפנות לבורסה עד לתאריך שהבורסה תפרסם (אמצע ינואר 2025 ככל הנראה) ולבקש להיכלל בתוכנית.

<sup>4</sup> למזכר המלא לחצו כאן



כמו כן במסגרת תיקון זה בתקנון הבורסה והנחיותיה הונמכו הספים לעניין כניסה לרשימת ניירות הערך דלי הסחירות. נשמח לסייע בעניין הרישום לתוכנית.

[דצמבר 2024] לנוסח התיקון בתקנון הבורסה לחץ [באן](#);

[קישור לרישום לתוכנית](#)

\* מזכר לקוחות זה אינו מהווה יעוץ משפטי ומוגש כשירות ללקוחותינו.



**סידני, אוסטרליה**  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

**באר שבע**  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

**תל אביב**  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

**ירושלים**  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948

משרד אגמון עם טולצ'ינסקי ישמח לעמוד לשירותכם ולסייע ולייעץ בכל שאלה שמתעוררת.



עו"ד איריס ציבולסקי-חביליון, יועצת  
מחלקת תאגידים, ניירות ערך ושוק ההון  
[Irisc@agmon-law.co.il](mailto:Irisc@agmon-law.co.il)



עו"ד אורי שורק, שותף  
מחלקת ליטיגציה  
[Uri@agmon-law.co.il](mailto:Uri@agmon-law.co.il)



עו"ד שיראל גוטמן עמירה, שותפה  
ראש מחלקת תאגידים, ניירות ערך  
ושוק ההון  
[Shirel@agmon-law.co.il](mailto:Shirel@agmon-law.co.il)



עו"ד רם שחורי, שותף  
מחלקת ליטיגציה  
[Ram@agmon-law.co.il](mailto:Ram@agmon-law.co.il)



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



**סידני, אוסטרליה**  
50 Carrington St, NWS 2000  
T. +61-2-90606206

**באר שבע**  
גב ים, רחוב האנגריה 77  
ט. 03-6071450  
פ. 08-6155780

**תל אביב**  
מגדל אלקטרה, יגאל אלון 98  
ט. 03-6078607  
פ. 03-6078666

**ירושלים**  
הגן הטכנולוגי מלחה, בניין 1  
ט. 02-5607607  
פ. 02-5639948