

G-Capital Market

שלום רב,

בסקירה זו אנו מבקשים להביא לידיעתכם, בתמצית, עדכונים חדשים מעולם שוק ההון בישראל:

- **תיקון תקנות - תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים) (תיקון), התשע"ה-2014**
- **עמדת סגל משפטית מספר 103-35 - הצעה פרטית למשקיעים מתוככמים.**
- **הצעת חקיקה - הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך בעניין הצעות רכש, מיזוגים ועדכון דיווחים.**
- **הצעת חקיקה - פרסום כוונה למכור ניירות ערך למציעים שמספרם אינו עולה על 35 ותיקון הגדרת המונח "לקוח כשיר".**
- **פסק דין - ורדניקוב נ' אלוביץ ואח' (פס"ד בזק).**
- **פסד דין - קבוצת קדם חיזוק וחדוש מבנים בע"מ נגד הרשות לניירות ערך.**

תיקון תקנות - תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים) (תיקון), התשע"ה-2014

ביום 3 בנובמבר 2014 פורסם ברשומות תיקון לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל - 1970. התיקון כולל תיקונים שונים, שתמצית של חלק מהם מובאת להלן:

- **מועד תום חובת דיווח - לתקנות נוסף פרק ה'1, שעניינו סיום חובות הדיווח¹. בהתאם לפרק זה, חובת הדיווח תסתיים במספר מקרים²:**
 - **תאגיד שניירות הערך שלו נמחקו מהמסחר בבורסה, ואשר מספר המחזיקים מן הציבור³ בניירות הערך שלו אינו עולה על 35, יסיים את חובות הדיווח לאחר שביצע ספירה של מספר המחזיקים מן הציבור (כאשר יימנו בנפרד מי שרכש מניות וני"ע המירים למניות ומי שרכש ני"ע אחרים) ופרסם דיווח מידי הכולל, בין היתר, הצהרה של החברה לפיה גילתה כל פרט החשוב למשקיע הסביר בכל דיווח שהייתה מחויבת לתת על פי כל דין. תאגיד שעמד בתנאי זה יסיים את חובת הדיווח בחלוף שישים ימים ממועד הגשת הדוח המידי כאמור (אלא אם כן הוגשה בקשה לבית המשפט)⁴;**
 - **תאגיד שניירות הערך שלו נמחקו מהמסחר ומספר המחזיקים בניירות הערך שלו אינו עולה על 200, יסיים את חובות הדיווח בהתאם להחלטת בית המשפט (על התאגיד להגיש בקשה מתאימה, שבמסגרתה יצהיר התאגיד כי ניתן בדיווחיו גילוי לכל פרט חשוב למשקיע סביר שהיה על התאגיד לדווח על פי דין; וכן יש לקבל את אישור אסיפת המחזיקים ברוב של שלושה רבעים מהערך המיוצג בהצבעה);**

¹ עובר לתיקון, חברה שניירות הערך שלה נמחקו מהמסחר ומספר המחזיקים (מקרב הציבור) בניירות הערך שלה לא עלה על 10 או חברה שמספר המחזיקים (מקרב הציבור) בניירות הערך שלה לא עלה 35 והתקיימו מספר תנאים נוספים, הייתה פטורה מחובות הדיווח.

² יצוין כי בכל מקרה תקופת הדיווח האחרונה שבגינה יש להגיש דוחות עתיים (דוח תקופתי או דוח רבעוני) תהיה תקופת הדיווח האחרונה שהסתיימה עובר למועד סיום חובת הדיווח.

³ המחזיקים מן הציבור אינם כוללים את בעל השליטה, המנכ"ל, דירקטור או תאגיד בשליטתם או בשליטת התאגיד המדווח.

⁴ יצוין כי סיום חובות הדיווח לפי אפשרות זו לא תחול על תאגיד שכלל ניירות הערך שלו נרכשו במסגרת הצעת רכש מלאה או במסגרת הליך אחר דומה במהותו לפי דין. התיקון קובע כי תאגיד שמניותיו נרכשו בהצעת רכש מלאה (או בהליך דומה במהותו) יגיש דוחות עתיים ביחס לתקופת הדיווח העוקבת לתקופה האמורה בה"ש 2 לעיל.

- **תאגיד מדווח שהוגשה בעניינינו בקשה לבית המשפט לאישור הסדר מוצע ובית המשפט נתן החלטה למימוש כל פעילות ונכסי התאגיד האמור, והכל במסגרת הליכים המתנהלים בבית המשפט ובאישורו, והוגשה בקשה שמטרתה סיום חובת הדיווח של התאגיד הני"ל;**
- **תאגיד שהרשות הודיעה על סיום חובות הדיווח שלו, וזאת בתנאי שחלפו שנתיים לפחות ממועד מחיקת ניירות הערך של התאגיד ממסחר בבורסה והרשות סברה כי לאור מכלול הנסיבות בעניינו של התאגיד, אין עוד ענין לציבור בהמשך קיומו כתאגיד מדווח.**
- **סימני אזהרה - טרם התיקון, התאגידים אשר לגביהם חלה החובה בקשר עם "סימני אזהרה", אלו תאגידים אשר להם, במועד פרסום הדוח התקופתי, תעודות התחייבות שבמחזור. כעת, התיקון מרחיב את היריעה, וקובע ביחס לדוחות תקופתיים כי גם תאגידים שלהם התחייבות כלשהי בקשר עם תעודות התחייבות שהיו במחזור במועד הדוח על המצב הכספי מחויבים בבחינת "סימני אזהרה".**
- **צירוף דוחות חברה כלולה - עד לתיקון, התקנות הפנו למבחנים הקבועים בתקנות ניירות ערך (דוחות כספיים שנתיים), התש"ע-2010 לצורך בחינת חובת צירוף דוחות חברה כלולה לדוח ביניים. בהתאם לתיקון, מבחנים אלו "יובאו" לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים, תוך שינויים ותוספות, ועל חברה לכלול דוחות ביניים של חברה כלולה, במקרים הבאים:**
 - השקעת התאגיד בחברה הכלולה, בערכה המוחלט, היא עשרים אחוזים או יותר מסך כל הנכסים בדוח על המצב הכספי של התאגיד (מבחן שכבר היה קיים בתקנות דוחות כספיים כאמור);
 - החלק בסך כל הרווח או ההפסד בערכו המוחלט, של החברה הכלולה לאור ארבעת הרבעונים שסיומם ביום הדוח על המצב הכספיים ביניים (וזאת להבדיל מהמבחן (הקודם) לפיו הבחינה נעשתה ביחס לרווח במועד הדוח), הניתנים לייחוס לתאגיד בשל החזקתו בחברה הכלולה, הם עשרים אחוזים או יותר מסך כל הרווח או ההפסד, בערכו המוחלט, של התאגיד לאורך ארבעת הרבעונים שסיומם בדוח על המצב הכספיים ביניים, וכן התנאי האמור בתקנה 23(א)(2) לתקנות דוחות כספיים כאמור התקיים בשנת הדיווח הקודמת או שצפוי שיתקיים בשנת הדיווח השוטפת⁵;
 - החברה הכלולה היא בעלת חשיבות ניכרת לעסקי התאגיד או לפעילותו במתכונתם הקיימת או במתכונתם המתוכננת לעתיד;
 - החברה נעשתה חברה כלולה של התאגיד לאחר תאריך הדוח על המצב הכספי והתקיים התנאי לפיו החברה הנה בעלת חשיבות ניכרת לעסקי התאגיד כאמור לעיל.

⁵ לעניין זה, "החלק בסך כל הרווח או ההפסד, בערכו המוחלט, של החברה הכלולה לאורך ארבעת הרבעונים שסיומם ביום הדוח על המצב הכספיים ביניים, הניתנים לייחוס לתאגיד בשל החזקתו בחברה הכלולה" - חלק הרווח לפי שיעור ההחזקה הכולל בחברה הכלולה ובהתחשב בהפחתות הנכסים וההתחייבויות של החברה הכלולה, על בסיס ערכם בספרי התאגיד למועד רכישת החברה הכלולה, לרבות נכסים והתחייבויות של החברה הכלולה שהוכרו בדוחות התאגיד ולא הוכרו בספרי החברה הכלולה, ולפי מדיניות חשבונאית אחידה.

כמו כן, התיקון קובע כי על אף האמור, דוחות כספיים של חברה כלולה לא יצורפו בהתקיים אחד מאלה:

- דוחות החברה הכלולה הינם חסרי משמעות ביחס לדוחות התאגיד;
- לאחר תאריך הדוח על המצב הכספי, החברה חדלה מלהיות חברה כלולה של התאגיד.

■ **אומדנים חשבונאיים קריטיים** - התיקון ביטל את החובה לכלול בדוח הדירקטוריון את הפרטים ביחס לאומדנים החשבונאיים הקריטיים בהם עשה התאגיד שימוש (כפי שהיה נדרש עד היום בסעיף 7 לתוספת הראשונה לתקנות דוחות תקופתיים ומידיים).

■ **הערכת שווי מהותית** - עד התיקון, הגדרת הערכת שווי מהותית התייחסה לנכס, התחייבות, התקשרות, הון, פעילות, הכנסה או הוצאה של התאגיד או של חברה כלולה (ללא סייג), ולאחר התיקון, החברה הכלולה הרלבנטית היא זו שדוחותיה הכספיים צורפו לדוחות התאגיד (או חברה נערכת שדוחותיה הכספיים צורפו לדוחות התאגיד);

התיקון הינו בעל תחולה מיידית.

[לתיקון התקנות [לחצו כאן](#)]

עמדת סגל משפטית מספר 103-35: הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים

בחודש ספטמבר 2014 פרסמה רשות ניירות ערך עמדה משפטית, בנושא סוגיות הנוגעות לגיוס ממשקיעים מתוחכמים (משקיעים העונים על תנאים המפורטים בחוק ניירות ערך), ועיקריה להלן:

■ **אופן אימות עמידת משקיעים מתוחכמים מסוג "לקוח כשיר" ו-"תאגיד כשיר" בתנאי הכשירות הקבועים בחוק** - אחד החריגים לחובת פרסום תשקיף לצורך הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור הינה הצעה או מכירה ל"משקיעים מתוחכמים", הכוללים בעיקר את הגופים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, וביניהם גם **"תאגיד כשיר"** (תאגיד בעל הון עצמי העולה על 50 מיליון ש"ח, למעט תאגיד שהתאגד למטרת רכישת ניירות ערך בהצעה מסוימת) ו"**לקוח כשיר"** (שהינו יחיד הרוכש עבור עצמו והממלא אחר שניים מהתנאים המנויים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ביחס לשווי הנכסים הנזילים; המומחיות; ומספר העסקאות שביצע, כמפורט להלן).

התוספת הראשונה קובעת כי על התאגיד הכשיר והלקוח הכשיר להעניק, לפני כל ביצוע רכישה על ידם, את הסכמתם הכתובה כי מתקיימים בהם התנאים הרלבנטיים בהגדרה וכן כי הם מודעים ומסכימים למשמעות סיווגם כמשקיע מתוחכם. בעמדת סגל משפטית מחודש אפריל 2012 (עמדה מס' 103-27)⁶, הבהיר סגל הרשות כי מציע אינו פטור מבחינת עמידת גוף בתנאי התוספת הראשונה רק בשל קבלת ההסכמה כאמור, אלא עליו לנקוט את כל האמצעים הנאותים (אשר תלויים בסוג המשקיע) הדרושים כדי להשתכנע, ככל הניתן, כי הגוף נותן ההסכמה אכן עומד בתנאי התוספת הראשונה.

⁶ לעמדת הסגל 103-27 בעניין "התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך והתוספת הראשונה לחוק הייעוץ - שאלות ותשובות" - [לחצו כאן](#).

בעמדה דגן, מפורטות שיטות אשר שימוש בהן יקים חזקה להיותם של האמצעים שנקטו על ידי המשקיע אמצעים סבירים לאימות עמידת לקוח כשיר ותאגיד כשיר בתנאי הכשירות (ובלבד שלא קיים למציע או מי מטעמו מידע המקים יסוד סביר להניח כי הם אינם עומדים בתנאים אלו):

(1) **בקשר עם חלופת "הנכסים הנזילים"** (אשר לפיה לקוח כשיר הוא כזה אשר השווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק שבבעלותו עולה על 12 מיליון ש"ח) - קבלת אישור בכתב של רואה חשבון, עורך דין, או גורם חיצוני אחר שלמציע יש יסוד סביר לסמוך על אישורו, למועד שלא יקדם לשלושה חודשים ממועד המכירה של נירות ערך המוצעים, המאשר כי המשקיע עומד בהגדרה, תוך פירוט אותם אמצעים. לרשות המציע עומדת גם האפשרות לבצע את בחינת עמידת המשקיע בתנאי זה גם באופן עצמאי.

(2) **בקשר עם חלופת "המומחיות"** (אשר לפיה לקוח כשיר הוא בעל מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון או הועסק לפחות שנה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון) - הסבר מהמשקיע, הנתמך בראיות חיצוניות, המעידות על התקיימות מאפיינים של המשקיע שבגינם ניתן לראות בו כעונה על תנאי זה (כגון אישור העסקה על עבודה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון).

(3) **בקשר עם חלופת "מספר עסקאות"** (אשר לפיה לקוח כשיר הוא כזה שביצע לפחות 30 עסקאות במוצע בכל רבעון במשך ארבעת הרבעונים שקדמו להסכמתו, למעט עסקות שביצע מנהל תיקים בעבור לקוחותיו) - קבלת אישור חבר הבורסה שבאמצעותו בוצעו העסקאות, המאשר כי המשקיע עומד בדרישות, תדפיס פעולות בנק המצביע על ביצוע מספר הפעולות הנדרש, או קבלת אישור רואה חשבון, עורך דין או גורם חיצוני אחר, שלמציע יש יסוד סביר לסמוך על אישורו, המאשר וקובע כי אותו גורם נקט אמצעים סבירים (לבד מהצהרת המשקיע) לוודא שהמשקיע עומד בהגדרה.

(4) **בקשר עם אימות עמידת תאגיד כשיר בתנאים** - באופן זהה לעמידת לקוח כשיר בחלופת נכסים נזילים, כמפורט בסעיף (1) לעיל.

מועד אימות עמידת התאגיד או הלקוח הכשיר בתנאים המפורטים לעיל, יעשה במועד המכירה, כאשר במועד ההצעה ניתן להסתפק בהצהרתם בלבד. במקרה של מכירה נוספת לאותו תאגיד או לקוח כשיר, במהלך תקופה של שנה ממועד אימות העמידה בתנאים לגביהם, ניתן גם כן להסתפק בהצהרה כי הם עדיין עומדים בתנאים כאמור. בנוסף, יש לבצע אימות כאמור לעיל, גם במקרים הבאים: (1) ביצוע "מכרז מוסדי" המתקיים במסגרת הצעה לציבור בה מתקבלות גם התחייבויות מוקדמות ממשקיעים מתוככמים הרשאים להעמיד התחייבות; (2) ביצוע הצעה לא אחידה של ניירות ערך, אשר הניצעים במסגרתה הם משקיעים מתוככמים.

■ **אופן פרסום הצעת נירות ערך למשקיעים מתוככמים** - בהתאם לעמדת הרשות⁷, "פרסום בדבר הכוונה למכור ניירות ערך" ללא יותר מ-35 ניצעים בהתאם לחריג בחוק ניירות ערך לחובת פרסום תשקיף, הינו פרסום כללי, שמטרתו איתור קבוצת משקיעים פוטנציאליים מצומצמת אשר ניתן יהיה להציע לה ניירות ערך תחת מגבלות הדין. תנאי הכרחי הוא שלאחר ביצוע פרסום זה יתבצע

7 כפי שהובאה בתשובה של סגל רשות ניירות ערך לפנייה מקדמית מחודש יולי 2013. לקישור [לחצו כאן](#)

הליך נוסף, במסגרתו ייקבעו תנאי ההנפקה. לפיכך, פרסום כללי כאמור, לא יכלול מידע מפורט בנוגע לתנאי ניירות הערך ומחירים (שכן אז הוא יהיה מסוים דיו על מנת להיחשב כ"הצעה לציבור") ובנוסף, לא יכלול פניה לציבור להציע הצעות לרכוש את ניירות הערך במחיר ובתנאים כפי שיוגדרו על ידי המשקיעים הפוטנציאליים. בעמדה דגן מבהירה הרשות, כי האמור לעיל נכון הן ביחס להצעה פרטית רגילה והן ביחס להצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים. קרי, החרג מתיר פרסום כללי בדבר כוונה להציע למשקיעים מתוחכמים, אך הוא אינו מתיר לפרסם באופן פומבי מידע מלא ומקיף בקשר עם הצעה פרטית למשקיעים מתוחכמים, וזאת כדי למנוע חשיפה של הציבור למידע כאמור, באופן שיעקוף את הוראות החוק האוסרות הצעה לציבור.

■ **דוגמאות להליך פרסום והצעת ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים באמצעות אינטרנט** - העמדה מפרטת את הפעולות בהם יכול מציע לנקוט כאשר הוא מבקש לפנות באמצעות האינטרנט למשקיעים מתוחכמים, כאשר בשלב הראשון רשאי המציע לפרסם מידע מוגבל בקשר עם כוונתו לבצע הצעה ויציין בה באופן בולט כי בכוונתו לבצע הצעה למשקיעים מתוחכמים בלבד. היחסות לפרטי ההצעה תתאפשר למשקיעים מתוחכמים בלבד. בשלב זה, המציע לא נדרש לבחון או לאמת את עמידת הניצע בתנאי הכשירות הקבועים בתוספת הראשונה באופן עצמאי ויזום והוא רשאי לחשוף מידע בפני ניצע שיצהיר כי הוא עומד בתנאי הכשירות. משקיע שיצהיר שהוא לקוח כשיר, יצהיר גם באיזה שתיים מבין שלוש החלופות האפשריות הוא עומד. הנטל של נקיטת אמצעים סבירים יחול קודם למועד מכירת ניירות הערך וביצוע ההשקעה על ידי המשקיע.

[לעמדת הרשות [לחצו כאן](#)]

הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך בעניין הצעות רכש, מיזוגים ועדכון דיווחים

בחודש ספטמבר 2014 פרסמה רשות ניירות ערך הצעה לתיקון תקנות ניירות ערך בעניין הצעות רכש, מיזוגים ועדכון דיווחים. הצעה זו הינה בהמשך להצעה של רשות ניירות ערך משנת 2010, כאשר לאור חלוף הזמן מובאת בשנית להערות הציבור, תוך שינויים שונים לעומת ההצעה המקורית. עיקרי ההצעה להלן:

■ מוצע לקבוע כי בהצעת רכש מלאה, עצמית (על ידי החברה) או על ידי בעל השליטה וכן במיזוג ובהליך לפי סעיף 350 לחוק החברות, שתוצאתם הפיכת החברה לפרטית או חיסולה, חברת המטרה תפרסם דוח בו יובאו שינויים או חידושים מהותיים אשר אירעו מאז פרסום הדוח התקופתי או הרבעוני האחרון. בנוסף, קיימת חובת עדכון כללית ביחס לדוחות ומסמכים המפורסמים לציבור ומהווים בסיס להחלטות השקעה או הצבעה, לרבות מפרט הצעת רכש, דוח עסקה עם בעל שליטה, אסיפת בעלי מניות ודוח הצעה פרטית, כך שבמועד החלטה או ההצבעה יהיו בפני המשקיע כל הפרטים הרלוונטיים. חובת העדכון תחול לגבי שינויים מהותיים בין מועד פרסום הדו"ח לבין מועד קבלת החלטת ההשקעה או ההצבעה המבוססת עליו.

■ לפי תקנות הצעת רכש, החל מרגע פרסום ההצעה ועד למועד הקיבול האחרון, חל איסור על המציע (לרבות תאגיד בשליטתו או בעל השליטה בו) לבצע או להתחייב לבצע, עסקאות בניירות הערך נשוא ההצעה. לפי ההצעה, מוצע לקבוע כי יו"ר רשות ניירות ערך יוכל לתת פטור מן האיסור כאמור (אותו יוכל גם להתנות בתנאים מסוימים), אם שוכנע כי נכון לעשות כן בנסיבות העניין,

לרבות במקרים בהם הוכח להנחת דעתו כי ביצוע הפעולות חיוני לקיום התחייבויותיו של המציע.

מוצע להרחיב את תחולת תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000 כך שיחולו גם על הצעת רכש לאגרות חוב שאינן ניתנות להמרה. עם זאת, לא תתאפשר רכישה בכפייה של 5% מאגרות החוב הנותרות (ככל שבעליהן סירבו להצעת הרכש), אשר אפשרית בהצעת רכש בגין מניות.

מוצע לאפשר ביצוע הצעה לא אחידה המופנית למחזיקי ניירות ערך של התאגיד המציע (בדרך של תיקון תקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התש"ס-2007, שמאפשרות כיום ביצוע הצעה לא אחידה המופנית למחזיקי ניירות ערך של תאגיד אחר). תיקון זה יאפשר ביצוע הצעת רכש חליפין, במסגרתה ירכוש המציע ניירות ערך שהונפקו על ידו, בתמורה לניירות ערך שבכוונתו להנפיק.

מוצע להרחיב את תחולתן של תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000 ושל תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה) התש"ס-2000, כך שהן תחולנה על תאגיד מדווח, להבדיל מתחולתן הנוכחית על חברה רשומה בלבד, אשר אינה כוללת חברות שנמחקו ממסחר בבורסה בתל אביב או שלא רשמו את ניירות הערך שלהן.

בהתאם לחוק החברות, הצעת רכש מלאה (לרבות רכישה כפויה של 5% המניות הנותרות) תתקבל רק אם יותר ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה נענו לה. לפיכך, מוצע לתקן את תקנות הצעת רכש, כך שניצע יידרש לציין בהודעת הקיבול (ובהודעה בדבר הסכמה או התנגדות במקרה של הצעת רכש מיוחדת) האם יש לו עניין אישי בקבלת הצעת הרכש. בהתאם לכך מוצע לקבוע גם, כי על חבר הבורסה המשמש כרכז ההצעה בהצעת רכש, תוטל חובה להעביר את הודעות הקיבול שהתקבלו אצלו במסגרת הצעת רכש למציע על מנת שזה יוכל לבחון האם קיים עניין אישי לניצע.

[לתיקון המוצע לחצו כאן]

הצעה לתיקון סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך בקשר לפרסום כוונה למכור ניירות ערך למציעים שמספרם אינו עולה על 35 ולתיקון הגדרת המונח "לקוח כשיר"

בחודש ספטמבר 2014, פרסמה רשות ניירות ערך (להערות הציבור) לתיקונים כדלקמן:

תיקון סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך בעניין פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך למציעים שמספרם אינו עולה על 35 - סעיף 15א(א)(4) לחוק ניירות ערך מתיר פרסום בדבר הכוונה למכור ניירות ערך למציעים שמספרם אינו עולה על 35, שייבחרו בהליך שייקבע המפרסם, או למשקיעים מתוחכמים, וזאת ללא החובה בפרסום תשקיף. בהצעת התיקון הובהר כי במהלך השנים נוצרו בשוק פרשנויות שונות לסעיף וכי ישנם גורמים שעשו בסעיף שימוש המנוגד לתכליתו וללשונו והציעו ניירות ערך לציבור ללא תשקיף ותוך הפרה לכאורה של הוראות החוק. עוד הובהר כי ישנו צורך בתיקון הסעיף לנוכח הפעילות ההולכת וגדלה באתרי אינטרנט של מיזמים הפונים לציבור הרחב שעיקרם הצעה לציבור להשקיע בניירות ערך, ללא תשקיף וללא מנגנוני ההגנה שנקבעו בדיון, עניין המעלה חששות כבדים למעשי תרמית והונאה.

לאור האמור לעיל, מוצעים תיקונים לסעיף לפיהם :

(א) יוסדרו חריגים נקודתיים בלבד, כגון הצעה של מפרק, כונס נכסים או ממונה אחר, למכור ניירות ערך למספר מצומצם של משקיעים שמספרם אינו עולה על 35, שייבחרו בהליך שהודיע עליו המפרסם ובכפוף לכך שבהצעה תצוין מגבלת מספר המשקיעים כאמור ;

(ב) פרסום כללי של הצעת ניירות ערך יכול לפנות לכלל הציבור ובלבד שבפועל יימכרו ניירות ערך ללא יותר מ-35 משקיעים, או למשקיעים מתוחכמים, ובכפוף לכך שבפרסום יצוינו מגבלות אלו.

■ תיקון הגדרת המונח "לקוח כשיר" - מוצע לשנות את הגדרת "לקוח כשיר" (בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך ובתוספת הראשונה לחוק הייעוץ⁸) הכוללת שלושה מבחנים - מבחן נכסים נזילים, מבחן מומחיות ומבחן מספר העסקאות (להגדרה הנוכחית של "לקוח כשיר" ראה במסמך זה לעיל), כדלקמן :

1. מוצע כי יבוטלו מבחן המומחיות ומבחן מספר העסקאות.
2. מוצע כי מבחן הנכסים ישונה למבחן איתנות פיננסית (מתוך תפיסה שלקוח כזה אינו זקוק להגנת דיני ניירות ערך שכן יכול לרכוש יעוץ של מומחה בתחום ומשאביו הפיננסיים מאפשרים לו לספוג הפסדים במידה והשקעתו נכשלת), כך שלקוח יוכל להיחשב ככשיר אם יעמוד באחת משלוש החלופות הבאות :
 - (א) מבחן נכסים הנזילים - סכום הנכסים הנזילים יופחת מסף של 12 מיליון ש"ח ל-8 מיליון ש"ח.
 - (ב) מבחן ההכנסות - מוצע להוסיף מבחן אשר יבחן את גובה ההכנסות, ושיעמוד על סך של מיליון וחצי ש"ח ליחיד בכל אחת מהשנתיים האחרונות.
 - (ג) הוספת מבחן משולב - מוצע להוסיף חלופה של מבחן נכסים והכנסות משולב שיעמוד על סף של 5 מיליון שקלים בנכסים נזילים בתוספת הכנסה שנתית בגובה של 750 אלף שקלים, בכל אחת מהשנתיים האחרונות.

[לתיקון המוצע [לחצו כאן](#)]

פסק דין - ורדניקוב נ' אלוביץ ואח' (פס"ד בזק)

ביום 17 בספטמבר 2014 ניתן פסק דין על ידי בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו פסק דין בעניין **ורדניקוב נ' אלוביץ' ואח' ובעניין זקן חמו נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואח'**. פסק הדין הכריע בשתי בקשות לאישור תובענות כנגזרות שהוגשו כנגד "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ("החברה" או "בזק"). בשתי בקשות האישור, שהדיון בהן אוחד, הועלו טענות שונות כנגד בזק ונושאי המשרה בה. בין היתר נטען כי נושאי המשרה בבזק קיבלו החלטות והשיאו עצות שהביאו לשינוי מבנה ההון בחברה (על דרך של חלוקות ונטילת הלוואות), הגם ששינוי כאמור עמד בניגוד לעניינה של החברה ותכליתו "הבלעדית" היתה לשרת את צרכיה של רוכשת השליטה בחברה (שזה מקרוב באה).

⁸ חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

בפסק הדין נדחו שתי בקשות האישור במלואן. פסק הדין בעניין בזק מציע לקורא מספר תובנות מהותיות באשר לרכישת שליטה "ממונפת" ולשינוי מבנה הון של חברה נרכשת. להלן נפרט בתמצית מספר נקודות שעולות ממנו (מבלי להביא תקציר שלו):

- אין כל פסול ברכישת שליטה "ממונפת": בפסק הדין נקבע כי רכישת שליטה ממונפת (דהיינו, בסיוע מימון "זר" ולא רק מתוך מקורותיו של הרוכש) היא פרקטיקה עסקית לגיטימית ואף רצויה. זאת ועוד, מקום בו רוכש שליטה בחברה מבסס את תכניתו העסקית על דיבידנדים שתחלק החברה הנרכשת, אין בדבר כדי להקים לרוכש - ודאי לא אוטומטית - "עניין אישי" בהחלטות בדבר מבנה ההון של החברה (גם אם תמך בהחלטות והיה מעורב בהן מאד).
- רגישותה של רכישת שליטה "ממונפת" בישראל: הגם שאין כל פסול ברכישת שליטה ממונפת, מאפיינים ייחודיים של שוק ההון הישראלי מצריכים בחינה מדוקדקת יותר של טענות בדבר "עניינו האישי" של רוכש שליטה בחברה העוברת שינוי במבנה ההון שלה. בחינה מדוקדקת זו - "שיקול דעת עסקי מוגבר" - תידרש לא רק לנאותות ההליך בו שונה מבנה ההון, אלא גם לסבירותו של מבנה ההון החדש, לגילוי הנאות שניתן לשינוי מבנה ההון, לעמדת בעלי מניות המיעוט ולמאפיינים ייחודיים של החברה הרלבנטית.
- לגיטימיות השיקול בדבר טובתם של בעלי המניות בחברה ציבורית: נושאי משרה בחברה רשאים - ואף נדרשים - לשוות לנגדם את טובתם של בעלי המניות, ולא רק את טובת החברה לבדה (כפי שמציין בית המשפט בפסק דינו, "בכל חלוקה מוחסר הדיבידנד מקופת החברה (לכאורה, גריעה ב"טובת החברה)"). טובת בעלי המניות היא שיקול לגיטימי בעליל בפעולת הדירקטוריון (או בהמלצת הדירקטוריון לפעול) לשינוי במבנה ההון לשם חלוקה שיוויונית לבעלי המניות.
- היכרות עם מצבה ותוכניותיה של בעלת השליטה בחברה: מתוך פסק הדין עולה, כי רצוי לנושאי משרה בחברה ציבורית להכיר את דיווחיה הכספיים של בעלת השליטה בחברתם, כדי שהחלטות והצעות הכרוכות בשינוי מבנה ההון בחברה יבחנו אצלם בפרספקטיבה המתאימה. ככל שבעלת השליטה היא חברה ציבורית - אין קושי לעיין בדיווחיה לציבור; וככל שבעלת השליטה היא חברה פרטית - ממליץ בית המשפט על חשיפת מצבה ונתונייה בפני הדירקטורים באופן וולונטרי.
- דיון עיתי במדיניות חלוקה: אליבא דפסק הדין, דירקטוריון חברה נדרש לדון מעת לעת, באורח סדור, במדיניות הדיבידנד שלה, וזאת מקום בו למדיניות הדיבידנד השפעה ניכרת מאוד על עסקיה. חשיבותו של הדיון העיתי מתחדדת מקום בו מדיניות החלוקה נקבעה בידי דירקטוריון קודם או מקום בו חלו שינויים משמעותיים בסביבתה העסקית של החברה מני המועד בו גובשה המדיניות. בענין זה נעיר כי אפשר שאמירה זו של בית המשפט הנכבד כוחה יפה לא רק ביחס למדיניות דיבידנד, אלא ביחס לכל מדיניות המשפיעה באורח מהותי על עסקי חברה.

[לנוסח פסק הדין המלא [לחצו כאן](#)]

פסד דין בעניין קבוצת קדם חיזוק וחיידוש מבנים בע"מ נגד הרשות לניירות ערך

ביום 1 באוקטובר 2014 ניתן פסק דין על ידי בית המשפט המחוזי בירושלים (בשבתו כבית משפט לעניינים מנהליים), אשר דן בעתירתה של חברה יזמית פרטית העובדת בקידום פרויקטים לפי הוראות תמ"א 38 ("החברה") לעניין פטור מתשקיף מכוח חוק ניירות ערך. הרקע לפניית החברה הוא התנגדותה של הרשות לניירות ערך לבקשתה של החברה לקבלת פטור מתשקיף, לאחר שהחברה ביקשה לפנות למספר רב של מלווים פוטנציאליים ולהציע להם להתקשר בהסכמי הלוואה בשיעורי ריבית משתנים, בהתאם להיקף הלוואה, ובאמצעות התקשרות פרטנית עם כל מלווה בנפרד. הרשות הביעה את עמדתה כי הסכמי הלוואה הנם "תעודות המונפקות בסדרות" ולפיכך עומדים בגדרי המונח "ניירות ערך".

החברה טענה כי אין לראות בהסכמי הלוואה כ"ניירות ערך", שכן הסכמי הלוואה אינם "תעודות המונפקות בסדרות", כמפורט בהגדרת "ניירות ערך" בסעיף 1 לחוק, וזאת, בין היתר, מכיוון שקיימים הבדלים מהותיים בין הסכמי הלוואה השונים, הן לעניין היקף הביטחונות שיינתנו לכל מלווה, הן לעניין מועדי התשלום שייקבעו, והן לעניין התשואה שתינתן לכל מלווה - אשר כל אלה ייקבעו במסגרת משא ומתן פרטני בין החברה לבין כל מלווה. כמו כן, כל הסכם הלוואה עומד בפני עצמו וניתן לנקוט בהליכים מול החברה ללא תלות ביתר הסכמי הלוואה.

מנגד, רשות ניירות ערך טענה, בין היתר: (א) בעניין הגדרת "סדרה" טענה הרשות כי די בקיומן של מספר "תעודות" כמשמעותן בחוק, אשר מקנות זכויות כלכליות דומות, אשר נועדו למטרת השקעה דומה, ומאופיינות בסיכויים ובסיכונים דומים, אף אם קיימים ביניהן הבדלים מסוימים, כדי להצביע על "סדרה" ועל הגדרתן של הסכמי הלוואה כתעודות שוות מעמד ודרגה. ההבדלים עליהם הצביעה החברה בין הסכמי הלוואה השונים, אינם נוגעים למהות ההשקעה, ולפיכך אינם מחריגים את התעודות מהיותן "סדרה" אחת כאמור בהגדרת "ניירות ערך" (לעניין זה ראו עמדת סגל הרשות מיום 20 ביולי 2014⁹); (ב) לעניין תכלית החוק טענה הרשות כי, דיני ניירות ערך, כדינים קוגנטיים, נועדו להעמיד בפני ציבור המשקיעים את מלוא המידע הדרוש לו לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת. תכלית זו תקפה גם בכל הנוגע לפעילות שהחברה מבקשת לקדם, באשר מדובר בסוג הפעילויות המכוונות לציבור שדיני ניירות ערך נועדו לפקח עליהן, מתוך כוונה להקנות לציבור את ההגנה הנדרשת לו. כך גם הגדרת המונחים "ניירות ערך" ו"הצעה לציבור" בחוק, נעשתה באופן רחב, על מנת לבסס את ההגנה על ציבור המשקיעים וזאת לנוכח המגוון הרב של סוגי הפעילויות בעולם העסקי.

בית המשפט דחה את עמדת רשות ניירות ערך וקיבל את עתירתה של החברה, וזאת, בין היתר, מהטעמים הבאים:

- בית המשפט סבר כי האופן בו ניתנת לכל מלווה, במסגרת הסכמי הלוואה, האפשרות ליצור רמת סיכון שונה בהתאם לבחירתו והעדפתו, אשר משליכה גם על רמת התשואה והריבית המשתנים, אינה יוצרת תעודות "שוות מעמד ודרגה". גם אם ניתן היה לקבל את פרשנות רשות ניירות ערך כי המילים "שוות מעמד ודרגה" אינן מחייבות קיומה של זהות מוחלטת בין התעודות, אלא אך "מטרת השקעה דומה המתאפיינת בסיכונים וסיכויים דומים", הרי שבענייננו כל הסכם הלוואה יוצר רמת סיכון

⁹ לעמדת הסגל 103-34 בעניין "סדרת ניירות ערך" - [לחצו כאן](#).



וסיכוי שונה, בהתאם לבחירת המלווה והמשא ומתן עמו, כך שלא ניתן לומר כי מדובר בהבדלים שאינם נוגעים למהות ההשקעה.

- בית המשפט סבר כי החברה צודקת בטענתה בדבר קיומה של אפשרות מיקוח על תנאיו של הסכם ההלוואה המוצע לכל המשקיעים. החברה הדגישה את האופן בו נותרו תנאי ההסכם פתוחים למשא ומתן בין כל אחד מהמלווים לבין החברה מבחינת שיעורי הריבית, רמת הבטוחות ומועדי התשלום. נראה כי המונח "סדרה" מרמז על כך שתנאיו של "נייר ערך" אינם נתונים בדרך כלל למיקוח אמיתי, לפיכך קיומה של אפשרות מיקוח בנוגע לתנאים מהותיים בהסכם מהווה אינדיקציה נוספת להחרגת ההסכמים האמורים מגדרי המונח "סדרה".

- עוד קבע בית המשפט, כי אומנם אין חולק כי בענייננו, המדובר בהסכמי הלוואה שנועדו לשמש אמצעי לגיוס הון על ידי תאגיד, ואולם, כאמור, דיני ניירות ערך, המחייבים פרישת גילוי מידע לציבור המשקיעים על מנת לקדם את יכולתו של הציבור להגיע לכדי החלטות מושכלות, מניחים קיומה של "תעודה" הנושאת אופי מיוחד באופן היוצר קיומם של פערי מידע בין המשקיעים לבין החברה - אלא שמשא ומתן המאפשר שיג ושיח בדבר תנאי ההסכם, כמו גם בחירה נקודתית ברמת הסיכון הרצויה למשקיע, מוציאים אפוא את הסכמי הלוואה מהמתחם המחייב של דיני ניירות הערך.

[לנוסח פסק הדין המלא [לחצו כאן](#)]

שימת לבכם כי מסמך זה סוקר את ההוראות העיקריות הנובעות מהוראות הדין, הצעות החקיקה, ועמדות והודעות סגל רשות ניירות ערך כאמור, ועל דרך התמצית בלבד.

נשמח לעמוד לרשותכם בכל שאלה או הבהרה

מערכת G-Capital Market

עו"ד שרון ורקר-שגיא Sagy@Gornitzky.co.il

עו"ד יאיר שילוני Shiloni@Gornitzky.co.il

המידע הכלול במסמך זה הינו מידע כללי ותמציתי בלבד, אינו מחליף את הצורך בעיון מלא ומעמיק בנוסח המלא של ההנחיה/הפרסום/הוראת החוק הרלוונטיים, הוא אינו מהווה חוות דעת משפטית או יעוץ משפטי ואין להסתמך עליו. להירשם למייל זה או להסרה מרשימת התפוצה נא לפנות למשרדנו capitalmarket@Gornitzky.co.il

כל הזכויות בקשר עם מזכר זה שמורות למשרד גורניצקי ושות', עורכי דין.

סניף תל-אביב

שדרות רוטשילד 45, בית ציון, תל אביב, ישראל 65784, ת.ד. 29141
טלפון 03-7109191 | פקס 03-5606555 | office@gornitzky.co.il

סניף הרצליה

שדרות אבא אבן 1, הרצליה פיתוח, ישראל 46120
טלפון 09-9589594 | פקס 09-9589596 | herzlia@gornitzky.co.il