



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1

לפני כבוד השופטת רות רוני

### המבקשת:

ק.ר.נ.א. בע"מ  
ע"י ב"כ עוה"ד שאשא וצמח

נגד

### המשיבים:

1. סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ
2. שמואל סלבין
3. אלי בן חמו
4. יהושע כסלו
5. ד"ר נתי נוישטיין
6. יהודית טיטלמן זידנברג
7. דוד בועז
8. גלית אחיעזרא סקרבין
9. יצחק סלע
- ע"י ב"כ עוה"ד צברי ומדר
10. סלע קפיטל נדל"ן בע"מ
- ע"י ב"כ עוה"ד פפר ובר

2

## החלטה

3

4

### הצדדים

- 5 1. המשיבה 10 (להלן: "הקרן" או "החברה") היא קרן השקעות במקרקעין המחזיקה
- 6 ומנהלת נדל"ן מניב. מניותיה של הקרן רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל
- 7 אביב (להלן: "הבורסה"). המשיבה 1, סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ (להלן: "חברת
- 8 הניהול"), משמשת כחברת הניהול של הקרן מאז הקמתה.
- 9
- 10 המשיבים 2-8 הם דירקטורים שכיהנו בקרן בתקופה הרלוונטית לתובענה. המשיב 9
- 11 (להלן: "מר סלע"), כיהן עד ליום 31.7.2010 כמנכ"ל הקרן. מר סלע הוא גם דירקטור
- 12 ובעל מניות בחברת הניהול. המשיב 2 (להלן: "מר סלבין"), הוא דירקטור ובעל מניות
- 13 בחברת הניהול, והמשיב 3 (להלן: "מר בן חמו") אף הוא דירקטור ובעל מניות בחברת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 הניהול, והוא אף שימש בה כמנכ"ל. המשיבים 2-3 ו-9 מחזיקים יחד מעל 50%  
2 מהמניות בחברת הניהול.  
3  
4 המבקשת היא בעלת מניות בקרן, והיא הגישה בקשה לאישור תביעה נגזרת בשמה של  
5 הקרן נגד המשיבים 1-9.  
6  
7 2. לאחר שהמשיבים השיבו לבקשת האישור והמבקשת הגיבה לתשובתם, הודיעו  
8 הצדדים לבית המשפט כי הם מוותרים על זכותם לחקור את המצהירים בחקירות  
9 נגדיות, וכי הם מבקשים כי בית המשפט יקבע מועדים לסיכומים בכתב. החלטה זו  
10 ניתנת לכן בהתאם לבקשה ולתגובות על נספחיהן, ובהתאם לסיכומי הצדדים.  
11

### רקע עובדתי

#### הרקע להקמת הקרן

- 12  
13  
14 3. חברת הניהול הוקמה מכוח הסכם מייסדים מחודש דצמבר 2006 שנחתם בין  
15 המשיבים 2-3 ו-9 ואדם נוסף בשם יורם קראוס (שמניותיו נרכשו על-ידי חברת הניהול  
16 בחודש אוגוסט 2009, ולפיכך אין הוא רלוונטי לענייננו - ראו נספח 16 לתגובת הקרן).  
17 ביוני 2007 איגדה חברת הניהול את הקרן כחברה פרטית.  
18  
19 במרץ 2008 הפכה הקרן לחברה ציבורית בעקבות הצעה לציבור של מניותיה ורישומן  
20 בבורסה. הקרן היא קרן להשקעות במקרקעין בהתאם להוראות חלק ד' פרק שני 1  
21 לפקודת מס הכנס [נוסח חדש] התשכ"א-1961 (להלן: "פקודת מס הכנסה"). קרן כזו  
22 היא קרן המחזיקה ומנהלת נדל"ן מניב (בנייני משרדים, מרכזי מסחר, מבני תעשייה,  
23 דירות מגורים להשכרה ועוד) למטרות רווח. היום כ- 40% מבעלי מניותיה של הקרן  
24 הם גופים מוסדיים וכ- 60% הם בעלי מניות מהציבור.  
25  
26 4. הרקע להקמתה של הקרן הוא תיקון פקודת מס הכנסה מס' 147 התשס"ה-. 2005.  
27 במסגרת התיקון נוסף לפקודה פרק שני 1 לחלק ד' המסדיר את פעילותה של "קרן  
28 השקעות במקרקעין" (סעיפים 2א64 – 11א64). המינוח לסוג זה של קרנות הנפוצות  
29 בארצות הברית הוא Real Estate Investment Trust, ובהתאם לראשי התיבות הן



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 מכונות: "קרנות ריט". תיקון 147 הציב את התשתית להקמת קרנות ריט בישראל  
2 וקבע הוראות שונות להגדרתן ולפעילותן, כולל הטבות מס מסוימות מהן נהנים  
3 הקרנות ובעלי מניותיהן.  
4

5 בסעיף 3א64 לפקודת מס הכנסה הוגבלה החזקת מניות בקרן ריט כך שלא ייווצר בה  
6 גרעין שליטה. הסעיף קובע כי:

7 "קרן להשקעות במקרקעין, היא חברה שהתקיימו בה כל

8 אלה:...

9 ההחזקה, במישרין או בעקיפין, ב-50% או יותר מאמצעי

10 השליטה בה, היא בידי יותר מחמישה בעלי מניות"

11

12

### הסכם הניהול המקורי

13 5. ביום 20.6.2007, בד בבד עם התאגדותה של הקרן (שהיתה אז עדיין חברה פרטית),

14 היא התקשרה עם חברת הניהול בהסכם ניהול (להלן: "הסכם הניהול המקורי", נספח

15 3 לתגובת הקרן). בהתאם להסכם זה התחייבה חברת הניהול לספק לקרן שירותים

16 שונים כגון: איתור השקעות עבור החברה, בדיקת כדאיותן, ניהול משא ומתן

17 להתקשרות בהסכמים בקשר עם השקעות אלה; מתן ייעוץ כלכלי ופיננסי לביצוע

18 השקעות על-ידי החברה; ייעוץ בקשר עם התקשרות בהסכמים בנוגע להשקעות של

19 החברה; לווי ההתקשרות בהסכמים למכירה או מימוש בכל דרך אחרת של השקעות

20 החברה; ייעוץ וסיוע בגיוס הון לחברה; והעמדת שירותי מנכ"ל במשרה מלאה לחברה

21 (ס' 5.1).

22

23 לחברת הניהול היתה – מכוח הסכם הניהול המקורי - זכות בלעדית להציע מועמדים

24 למי שיכהן כמנכ"ל הקרן (ה"ש 13 בס' 7.23.1.2 לתשקיף ההנפקה, נספח 7 לבקשת

25 האישור). דירקטוריון הקרן היה רשאי למנות מועמדים אלה או לפטרם (תקנה

26 20.3.12 לתקנון החברה, נספח 9 לתגובת הקרן). המנכ"ל הראשון שהעמידה חברת

27 הניהול לקרן היה מר סלע. כפי שצוין לעיל, כיהן מר סלע בתפקיד זה עד להתפטרותו

28 בחודש יולי 2010. לאחר מכן הוסיף מר סלע לכהן כדירקטור בחברת הניהול ולהחזיק



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 מניות בחברת הניהול ובקרן. בחודש אוקטובר 2010 מונה מר גדי אליקס שהוא עובד  
2 שכיר של חברת הניהול למנכ"ל הקרן.

3

4 עוד נקבע בהסכם הניהול המקורי (ס' 5.3) כך: 6.

5 **"החברה לניהול תיחשב כנושא משרה של החברה [היא**

6 **הקרן, ר.ר.] לכל דבר ועניין, ויחולו עליה הוראות הפרקים**

7 **השני והשלישי לחלק השישי לחוק החברות או כל הוראות**

8 **דומות אשר תובאנה במקומן".**

9

10 חברת הניהול התחייבה שלא לעסוק בכל פעילות אחרת מלבד מתן השירותים לקרן

11 (ס' 14). בסעיף 6 להסכם הניהול המקורי נקבע כי תקופת הסכם הניהול תהיה למשך

12 שבע שנים החל ממרץ 2008, כאשר לקרן ניתנה אופציה להאריך את ההסכם לשבע

13 שנים נוספות באותם התנאים, אופציה **"אשר מימושה יהיה כפוף לקבלת כל**

14 **האישורים הדרושים על-פי כל דין"** (ראו נספח 3 לתגובת הקרן, התיקון מיום

15 29.1.2008).

16

17 תשקיף הקרן

18 7. לקראת הנפקתה בבורסה במרץ 2008 פרסמה הקרן תשקיף. בתשקיף ציינה הקרן כי

19 כל עוד הסכם הניהול המקורי הוא תקף, חברת הניהול, שכזכור סיפקה לקרן שירותים

20 מכוח הסכם הניהול המקורי, היא **בעלת שליטה** בקרן. כן צוין כי ה"ה סלבין, בן חמו

21 וסלע, שיש ביניהם שיתוף פעולה, הם בעלי שליטה בקרן.

22

23 כך נכתב בסעיף 4.5.1 לתשקיף (שצורף כנספח 13 לתגובת הקרן):

24 **"חברת הניהול הינה בעלת שליטה בחברה, כל עוד הסכם**

25 **הניהול הינו בתוקף וזאת חרף העובדה כי למיטב ידיעת**

26 **החברה, אין אדם המחזיק למעלה מ-50% מזכויות ההצבעה**

27 **באסיפה הכללית של החברה או מהזכות למנות דירקטורים**

28 **לדירקטוריון החברה או מהזכות למנות את מנהלה הכללי של**

29 **החברה. לאור העובדה כי שלושה מבעלי המניות בחברת**



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 הניהול, ה"ה שמואל סלבין, אלי בן חמו ויצחק סלע,  
2 המחזיקים בסה"כ בלמעלה מ- 50% מהון המניות המונפק  
3 של חברת הניהול פועלים בשיתוף פעולה בקשר עם חברת  
4 הניהול, מהווים ה"ה שמואל סלבין, אלי בן חמו ויצחק סלע,  
5 בעלי שליטה בחברה וזאת כל עוד הסכם הניהול הינו  
6 בתוקף..."

7  
8 בהערת שוליים לפסקה זו בתשקיף הוסף כי "האמור הינו לצורך הוראות חוק ניירות  
9 ערך ותקנותיו. יובהר כי אין באמור כדי לקבוע כי חברת הניהול, או כל אדם אחר,  
10 הינם בעלי שליטה בחברה לצורך הוראות פקודת מס הכנסה."

### תיקון 16 לחוק החברות והשלכותיו

11  
12  
13 8. ביום 7.3.2011 התפרסם תיקון 16 לחוק החברות תשנ"ט-1999 (להלן: "חוק  
14 החברות") במסגרתו שונתה (בסעיף 275(א1)) הפרוצדורה לאישור עסקאות של חברה  
15 עם בעל-השליטה בה. בהתאם לתיקון, התקשרות של חברה עם בעל-שליטה בה  
16 לקבלת שירותים בידי החברה (המוגדרת בסעיף 270(4) לחוק החברות) לתקופה העולה  
17 על שלוש שנים, טעונה אישור של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית של  
18 החברה ברוב של בעלי-המניות בחברה שאינם בעלי ענין אישי באישור העסקה  
19 ("אישור משולש"). אישור כזה צריך להתקבל אחת לשלוש שנים. במסגרת תיקון 16  
20 נוספה לחוק גם הוראת ס' 275(א1)(3) בה נקבע כי הוראות אלה (קרי אישור העסקה  
21 אחת לשלוש שנים) "יחולו על עסקה של חברה שהפכה לחברה ציבורית, ביחס  
22 לתקופה שלאחר הפיכתה לחברה ציבורית".

23  
24 עוד נקבע כי הוראות תיקון 16 יחולו 60 יום מיום פרסומו (ס' 49(א) לתיקון) (להלן:  
25 "יום התחילה"). בהתייחס לאישור עסקה לפי סעיף 275(א1) (קרי אישור עסקה של  
26 חברה שהפכה לציבורית ביחס לתקופה שלאחר שהיא הפכה ציבורית), נקבע כי הוא  
27 "יינתן עד תום שישה חודשים מיום התחילה, באסיפה הכללית הראשונה לאחר יום  
28 התחילה או עד תום שלוש שנים ממועד האישור הקודם, לפי המאוחר" (ס' 49(ז)  
29 לתיקון). כלומר, כאשר חברה התקשרה בהסכם עם בעל-השליטה בה עוד לפני שהיא



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 הפכה לחברה ציבורית, על החברה לאשר הסכם כזה במנגנון ה"אישור המשולש",  
2 וזאת תוך פרק הזמן שנקבע בתיקון 16. מכוח ההוראות הללו - אם ייקבע שהיה מקום  
3 לאשר את הסכם הניהול המקורי מכוח ההוראות הנ"ל באישורים הנדרשים על-פי  
4 סעיף 275(א1) לחוק החברות, המועד האחרון לאישור האסיפה הכללית של בעלי  
5 המניות ביחס להסכם זה היה יום 7.11.2011 (8 חודשים מפרסום תיקון 16 לחוק  
6 החברות).  
7

### שינוי סטטוס השליטה בקרן

8  
9 בדו"ח השנתי של הקרן לשנת 2010 שהתפרסם ביום 30.3.2011, התייחסה הקרן לעניין  
10 השליטה בקרן ולשיתוף הפעולה בין המשיבים 2-3 ו-9. בהתאם לאומר בדו"ח, הקרן  
11 חדלה לראות את המשיבים 2-3 ו-9 כבעלי-שליטה בה שכן הם חדלו לשתף פעולה  
12 ביניהם. כך נאמר בדו"ח (בעמ' 7 לו):

13 **"בתשקיף המדף של החברה מיום 22 באוקטובר 2009 נאמר**  
14 **כי חברת הניהול הינה בעלת-השליטה בחברה, כל עוד הסכם**  
15 **הניהול (כאמור בסעיף 19.1 לחלק תיאור עסקי התאגיד לדוח**  
16 **תקופתי זה) הינו בתוקף. כן נאמר בתשקיף האמור כי לאור**  
17 **העובדה כי שלושה מבעלי המניות בחברת הניהול, ה"ה**  
18 **שמואל סלבין, אלי בן חמו ויצחק סלע, פועלים בשיתוף**  
19 **פעולה בקשר עם חברת הניהול, הם מהווים בעלי השליטה**  
20 **בחברה, כל עוד הסכם הניהול הינו בתוקף.**  
21 **למיטב ידיעת החברה, נכון למועד הדו"ח ה"ה שמואל סלבין,**  
22 **אלי בן חמו ויצחק סלע אינם פועלים בשיתוף פעולה בקשר**  
23 **עם חברת הניהול"** [ההדגשה במקור, ר.ר].

24  
25 מכאן שממועד זה ואילך, הקרן לא ראתה עוד את המשיבים 2-3 ו-9 כבעלי שליטה בה.  
26

27 10. ביום 14.7.2011 דנה ועדת הביקורת של הקרן באפשרות לתקן את הרישום בנושא  
28 השליטה בקרן באופן שייקבע כי אין בקרן בעל-שליטה. מלכתחילה נכח בישיבה זו גם  
29 מר בן חמו (שכאמור משמש כדירקטור בקרן והוא מבעלי המניות בחברת הניהול).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 לאחר שהנושא הוצג על-ידי מר בן חמו, הוא עזב את הישיבה. ועדת הביקורת החליטה  
2 אז שהקרן תפנה לרשות לניירות-ערך (להלן: "הרשות") בבקשה לתיקון הרישום  
3 המופיע בתשקיף ובדוחות הקרן לפיו חברת הניהול והמשיבים 2-3 ו-9 הם בעלי שליטה  
4 בה. ההחלטה בדבר העדר שליטה בקרן התקבלה פה אחד על-ידי ועדת הביקורת  
5 שחבריה הם המשיבים 5-7 (נספח 5 לתגובת המשיבים 9-1). ביום 21.7.2011 התקבלה  
6 החלטה זהה על-ידי דירקטוריון הקרן (נספח 6 לתגובת המשיבים 9-1). בזמן קבלת  
7 ההחלטה יצאו המשיבים 2-3 משיבת הדירקטוריון ולא השתתפו בהצבעה.  
8  
9 הקרן אכן פנתה לרשות כפי שהוחלט ביום 14.7.2011 בנוגע לשינוי סטטוס השליטה  
10 של חברת הניהול ושל המשיבים 2-3 ו-9 בה. מפרוטוקול הדיון בוועדת הביקורת מיום  
11 27.9.2011 (נספח 7 לתגובת המשיבים 9-1) עולה כי בעקבות הפנייה לרשות ובעקבות  
12 חוות-דעת של יועציה המשפטיים של הקרן מיום 29.6.2011 שהוגשה לרשות (נספח 16  
13 לתגובת הקרן), דרשה הרשות כי מנגנון מינוי מנכ"ל הקרן ישתנה. הרשות דרשה כי  
14 מהמצב בו חברת הניהול היא המציעה הבלעדית של המועמדים למשרת המנכ"ל  
15 והדירקטוריון רשאי למנותם או לפטרם, ישונה המנגנון כך שחברת הניהול תוכל  
16 להציע לדירקטוריון 4 מועמדים שונים בלבד למשרת המנכ"ל. אולם אם כל המועמדים  
17 יידחו על-ידי הדירקטוריון, יוכל הדירקטוריון לבחור במועמד משלו, אשר יועסק על-  
18 ידי חברת הניהול בהתאם להסכם הניהול. בעקבות המלצת ועדת הביקורת, אימץ  
19 דירקטוריון הקרן שינוי זה במנגנון מינוי המנכ"ל בהסכם הניהול המקורי בישיבתו  
20 מיום 27.9.2011 (נספח 8 לתגובת המשיבים 9-1) (להלן: "התיקון להסכם הניהול").  
21  
22 מלבד חוות-הדעת שהוגשה לרשות (נספח 16 הנ"ל לתגובת הקרן), לא הוצגו מסמכים .11  
23 כתובים לגבי הדיאלוג של יועציה המשפטיים של הקרן עם נציגי הרשות. יחד עם זאת,  
24 המשיבים הציגו במסגרת תגובתם מיום 13.9.2016 לבקשה לגילוי מסמכים תרשומת  
25 של שיחה שקיימו יועציה המשפטיים של הקרן עם נציגי הרשות שנערכה ב"זמן אמתי"  
26 (8.8.2011) בנוגע לסוגיית השליטה:  
27 "להלן תרשומת השיחה שהתנהלה זה עתה עם שלומי ווינר  
28 וצפנת מזר מרשות ני"ע ביחס לסוגיית השליטה בחברה:



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 סגל הרשות עודכן כי בכפוף לקבלת עמדת החברה, כפי  
2 שמופיע במזכר מטעמנו, הסכם הניהול יתוקן באופן שמנגנון  
3 מינוי מנכ"ל יעודכן בהתאם למנגנון בריט 1, על-פיו חברת  
4 הניהול תציע לדירקטוריון 4 מועמדים לכהונת מנכ"ל  
5 בחברה, וככל שארבעתם לא יהיו מקובלים על הדירקטוריון,  
6 הדירקטוריון יציע מועמדים מטעמו.  
7 הרשות הסכימה לקבל את עמדת החברה, כפי שמופיעה  
8 במזכר מטעמנו, על-פיה אין לראות בחברת הניהול כבעלת-  
9 השליטה בחברה אלא כנושאת משרה בה, ומכאן כי כל  
10 עסקה בין החברה לחברת הניהול תאושר לפי סעיף 270(1)  
11 ו- 272 לחוק החברות."

12  
13 לאור האמור לעיל, הודיעה הקרן לראשונה במסגרת תשקיף המדף שהיא פרסמה ביום  
14 26.2.2012 (בהערת שוליים (עמ' ד-7), נספח 10 לתגובת הקרן), כי החל מחודש  
15 ספטמבר 2011 היא אינה רואה עוד את חברת הניהול כבעלת-השליטה בה. כך נכתב  
16 שם:

17 "עד לאחרונה ראתה החברה בחברת הניהול, וכן בשלושה  
18 מבעלי המניות בחברת הניהול, ה"ה שמואל סלבין, אלי בן  
19 חמו ויצחק סלע, המחזיקים בסה"כ בלמעלה מ- 50% מהון  
20 המניות המונפק של חברת הניהול ואשר נחשבו כמי  
21 שפועלים בשיתוף פעולה בקשר עם חברת הניהול, כבעלי  
22 שליטה בחברה, וזאת כל עוד הסכם הניהול הינו בתוקף. החל  
23 מחודש ספטמבר 2011 אין החברה רואה את חברת הניהול  
24 ו/או את מי מבין ה"ה שמואל סלבין, אלי בן חמו ויצחק סלע  
25 כבעלי השליטה בחברה..."

26  
27 אישור מדיניות התגמול בקרן בשנת 2013

28 12. בעקבות כניסתו לתוקף של תיקון 20 לחוק החברות (העוסק בקביעת מדיניות תגמול  
29 בחברות ציבוריות) ובהתאם להוראותיו, גובשה מדיניות התגמול של הקרן על-ידי





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 ועדת התגמול ואושרה על-ידי דירקטוריון הקרן. בטרם האישור, קיבלה ועדת התגמול  
2 של הקרן חוות-דעת חיצונית של פירמת רואי החשבון פאהן קנה ושות' (חוות-דעת  
3 שהוצגה בהמשך גם לאסיפה הכללית), ממנה עולה כי בהשוואה לתשע חברות בעלות  
4 אופי דומה, דמי-הניהול ששולמו על-ידי הקרן לחברת הניהול הם באחוזון ה-50%.  
5 ביום 15.12.2013 אישרה האסיפה הכללית של הקרן את מדיניות התגמול, כאשר  
6 אישורה כלל את נושא תגמול חברת הניהול ותגמול הדירקטורים בקרן. מדיניות  
7 התגמול אושרה ברוב של 90.5% מבעלי המניות שנכחו באסיפה הכללית (נספח 12  
8 לתגובת הקרן).  
9

### 10 הסכם הניהול החדש

11 13. בהתאם לאופציה שניתנה בהסכם הניהול המקורי, אישר דירקטוריון הקרן בחודש  
12 יולי 2014 את הארכת הסכם הניהול בין הקרן לבין חברת הניהול לשבע שנים נוספות  
13 לתקופה שתחל ביום 18.3.2015 תוך שינוי חלק מתנאיו (להלן: "**הסכם הניהול**  
14 **החדש**", נספח 4 לתגובת הקרן). הקרן דיווחה על כך בדיווח מיידי מיום 29.7.2014  
15 (נספח 5 לתגובת הקרן) כחלק מהחלטות שהתקבלו בישיבת הדירקטוריון באותו היום  
16 "**שאינן דורשות אישור האסיפה הכללית במועד קבלתן**". זאת לאור עמדתה של הקרן  
17 במועד זה כי חברת הניהול אינה בעלת-שליטה בקרן.  
18

19 בהתאם לאותו דיווח "**ועדת התגמול של החברה קיימה עם חברת הניהול משא-ומתן**  
20 **ממושך, באופן עצמאי ובלתי-תלוי, לגיבושו של הסכם ניהול מעודכן עבור**  
21 **החברה...**". בדיווח המיידי פורטו השינויים שנוספו בהסכם הניהול החדש לעומת  
22 הסכם הניהול המקורי ובכלל זה הוספת שירותי ניהול והפחתת שיעור דמי-הניהול:

23 "**ועדת התגמול והדירקטוריון החליטו לממש את האופציה**  
24 **להארכת הסכם הניהול המקורי בכפוף למספר שינויים אשר**  
25 **העיקריים שבהם כוללים: הוספת שירותי ניהול לעומת**  
26 **השירותים שנקבעו בהסכם הניהול המקורי (כמפורט בסעיף**  
27 **1.8 להלן); הפחתת שיעור דמי-הניהול שישולמו כאשר שווי**  
28 **סך נכסי החברה יעלה על 1.5 מיליארד ₪ (כמפורט בסעיף 3**  
29 **להלן); התאמות עקב חלוקת מניות הטבה ו/או בגין חלוקת**



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

### דיבידנד ביחס לאופציות שיוקצו לחברת הניהול (כמפורט בסעיף 4 להלן).

בדיווח צוין כי גם בהתאם להסכם הניהול החדש תיחשב חברת הניהול כ"נושא  
משרה" בחברה, ויחולו עליה הוראות הפרק השני והשלישי לחלק השישי לחוק  
החברות – חובות זהירות וחובת אמונים של נושאי משרה.

עוד צוינו בדיווח המידי "נימוקי ועדת התגמול ודירקטוריון החברה בדבר  
ההתקשרות בהסכם הניהול החדש". בהקשר זה נקבע, בין השאר, כי "לאחר בחינת  
מכלול תנאי התגמול המוצעים לחברת הניהול, להערכת ועדת התגמול והדירקטוריון,  
תנאי התגמול המוצעים הינם סבירים וראויים ויוצרים יחס הולם בין מרכיבי השכר  
הקבוע לרכיבי השכר המשתנים המרכיבים את סך הגמול של חברת הניהול. חברת  
הניהול עומדת בתנאי הסף ובכישורים הנדרשים ממנה כנושאת משרה על-פי  
מדיניות התגמול של החברה. כמו כן, הוראות הסכם הניהול החדש עלולות בקנה אחד  
עם מדיניות התגמול של החברה."

### פניית רשות-ניירות ערך לחברה

14. ביום 23.10.2014 שלחה הרשות לחברה מכתב בנושא "התקשרות החברה בהסכם  
למתן שירותי ניהול", וזאת בעקבות ההחלטה של דירקטוריון הקרן להאריך את  
הסכם הניהול בשבע שנים נוספות בתנאים שנקבעו בהסכם הניהול החדש. באותו  
מכתב ביקשה הרשות הבהרות ביחס להתקשרות עם חברת הניהול (נספח 25 לתגובת  
הקרן):

"נא פרטו כיצד הניחו ועדת התגמול והדירקטוריון את דעתם  
בעניין נאותות התמורה לחברת הניהול ביחס להיקף  
השירותים הניתן במסגרת הסכם הניהול החדש.  
ככל שנבחנו חלופות לחברת הניהול הקיימת, נא פרטו את  
החלופות והקריטריונים שנבחנו אשר הובילו לבחירה  
בחברת הניהול..."



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 יחד עם זאת, הרשות לא העלתה במכתבה טענה ביחס לאופן אישור הסכם הניהול על-  
2 ידי הקרן, ולא טענה כי נדרש אישור של האסיפה הכללית להסכם הניהול החדש.

3  
4 ביום 2.11.2014 השיבה הקרן לפניית הרשות ופירטה מדוע הוחלט על חתימת הסכם  
5 הניהול החדש לתקופה של 7 שנים. היא אף פירטה מה היו השיקולים שנשקלו, וכיצד  
6 נבחנה נאותות דמי-הניהול שנקבעו בהסכם על-ידי ועדת התגמול ודירקטוריון הקרן,  
7 ובכלל זה השוואת דמי-הניהול לחברות אחרות בעלות מאפיינים דומים. באותו מכתב  
8 צוין כי "לאור כל האמור, ולאור השיפור שהושג בתנאי ההסכם שמפורט לעיל, לא  
9 נבחנו חלופות נוספות למינויה של חברת ניהול אחרת לחברה, חלף חברת הניהול"  
10 (תגובת המשיבים מיום 13.9.2016 לבקשה לגילוי מסמכים)

11  
12 ביום 11.5.2015 הודיעה הקרן בדיווח מיידי כי ביום 11.5.2015 התקבלה אצלה הודעה  
13 מחברת הניהול לפיה החל מהרבעון השלישי לשנת 2015 ועד סוף שנת 2015 היא  
14 מוותרת "באופן חד-צדדי ובלתי חוזר" על חלק מדמי-הניהול המגיעים לה על-פי  
15 הסכם הניהול החדש. באותה הודעה נמסר כי הוויתור על דמי-הניהול "נעשה בהמשך  
16 לגיוס הון שביצעה החברה ביום 29 באפריל, 2015... וכי הוא נועד, בין היתר, להשיא  
17 את רווחי החברה לבעלי מניותיה וכן לחזק את קשרי החברה עם המשקיעים בה"  
18 (נספח 6 לתגובת הקרן).

19  
20 הסכם העסקה של מנכ"ל החברה

21 15. ביום 28.5.2015 הודיעה הקרן בדיווח מיידי כי בהתאם לעמדת הרשות, היא מביאה  
22 את הסכם העסקה של מנכ"ל החברה (ששכרו שולם לו על-ידי חברת הניהול) לאישור  
23 האסיפה הכללית. כך הודיעה הקרן בנספח 20 לבקשת האישור:

24 "במסגרת דיונים אשר קיימו החברה ויועציה המשפטיים  
25 עם נציגי רשות ניירות ערך ('הרשות') בקשר עם חידוש  
26 הסכם הניהול, עלתה סוגיית אופן אישור תנאי כהונתו  
27 והעסקתו של מנכ"ל החברה כחלק משירותי הניהול  
28 המוענקים לחברה על-ידי חברת הניהול. לעמדת הרשות, על  
29 אף שמנכ"ל החברה מועסק על-ידי חברת הניהול והחברה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 אינה מתקשרת עמו במישרין, לאור תיקון 20 לחוק החברות,  
 2 יש לאשר את תנאי כהונתו והעסקתו באופן נפרד מהסכם  
 3 הניהול החדש, בהתאם למנגנון האישור המפורט בסעיף  
 4 272(1ג)(1) האמור לחוק, קרי על-ידי ועדת התגמול,  
 5 דירקטוריון החברה וכן על -די האסיפה הכללית של בעלי  
 6 מניות החברה ברוב מיוחד.  
 7 חברת הניהול והחברה ניאותו לנהוג בהתאם לעמדת הרשות  
 8 והודיעו כי יפעלו לאישור תנאי העסקתו של מנכ"ל החברה,  
 9 בהתאם למנגנוני האישור המפורטים בסעיף 272(1ג) לחוק  
 10 החברות."

11  
 12 באסיפה הכללית שהתקיימה ביום 25.6.2015 לא אושרו תנאי העסקתו של מנכ"ל  
 13 החברה, לאחר שהוצגה עמדה של חברת הייעוץ אנטרופי שהתנגדה לכך (עמדה שלא  
 14 הוצגה בפני בית-המשפט). בעקבות כך, ביום 2.8.2015 אישר דירקטוריון החברה את  
 15 תנאי כהונתו והעסקתו של מנכ"ל החברה חרף התנגדות האסיפה הכללית, וזאת  
 16 בהתאם לסמכותו של הדירקטוריון לפי סעיפים 272(ג)(3) ו- 272(1ג)(1), תוך שהוא  
 17 מנמק את החלטתו (נספח 21 לבקשת האישור).  
 18

### טענות הצדדים

#### טענות המבקשת

19  
 20  
 21 16. כפי שיפורט, טענות המבקשת נוגעות הן להסכם הניהול המקורי והן להסכם הניהול  
 22 החדש.

23  
 24 באשר להסכם הניהול המקורי, טענה המבקשת כי במועד חתימתו (כאשר הקרן היתה  
 25 עדיין חברה פרטית), עמדה חברת הניהול בשני צדי המתרס של ההסכם – בהיותה מי  
 26 שהיתה באותה עת בעלת-השליטה בקרן. תיקון 16 חל על עסקאות קיימות בחברה  
 27 שהיא התקשרה בהן עם בעל-שליטה, ושמשכיכות לחייב אותה. מכוח התיקון על  
 28 החברה להביא עסקאות כאלה לאישור האסיפה הכללית מדי 3 שנים. לכן, היה על  
 29 הקרן להביא את הסכם הניהול המקורי לאישור האסיפה הכללית. המבקשת טענה כי



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 חובה זו חלה לאור העובדה שחברת הניהול שלטה בקרן במועד ההתקשרות בהסכם  
2 הניהול המקורי (שהוא המועד הרלוונטי לבחינת השליטה), ולענין זה אין רלוונטיות  
3 לשאלה אם בהמשך אבדה השליטה של חברת הניהול בקרן.  
4
- 5 באשר להסכם הניהול המקורי והחדש, נטען כי חברת הניהול היתה ונתרה בעלת- 17  
6 השליטה בקרן, וכי המשיבים כולם, כולל דירקטוריון הקרן, מנהלים את הקרן לטובת  
7 חברת הניהול. לכן, היה מקום לאשר הן את הסכם הניהול המקורי (בתום 3 שנים  
8 מהפיכת החברה לציבורית) והן את הסכם הניהול החדש באישור המשולש. לטענת  
9 המבקשת אין מחלוקת כי לחברת הניהול ולמשיבים 2-3 ו- 9 הייתה שליטה איכותית  
10 בקרן עד ספטמבר 2011, כפי שנכתב במפורש בתשקיף הקרן. בנסיבות אלה, הנטל  
11 להוכחת הטענה כי השליטה "התפוגגה" בספטמבר 2011 מוטל על המשיבים.  
12 המבקשת טענה כי המשיבים לא הרימו את הנטל, וכי טעמי הקרן ביחס ל"התפוגגות"  
13 השליטה של חברת הניהול בספטמבר 2011 אינם משכנעים.  
14
- 15 כך, לגישת המבקשת, המגבלה שהוטלה במסגרת התיקון בהסכם הניהול על כוחה של  
16 חברת הניהול למנות את מנכ"ל החברה, היא מגבלה קלושה ותיאורטית שאינה משנה  
17 את שליטתה האיכותית של חברת הניהול בקרן. יתר על כן, העסקת מנכ"ל הקרן על-  
18 ידי חברת הניהול, כפיפותו להוראותיה והצעת המועמדים למשרה על-ידי חברת  
19 הניהול מדגישות את שליטתה של חברת הניהול בקרן. יו"ר הדירקטוריון אף הוא  
20 מועסק על-ידי חברת הניהול. עובדות אלה כשלעצמן יוצרות לחברת הניהול עמדת  
21 שליטה, במיוחד כאשר הקרן נעדרת פעילות של ממש שאינה במסגרת חברת הניהול.  
22
- 23 עוד נטען כי התיקון להסכם הניהול מספטמבר 2011, במסגרתו צומצם כוחה של חברת  
24 הניהול ביחס למינוי מנכ"ל, היה כשלעצמו עסקה עם בעל-שליטה. לכן, כתנאי לתוקפו,  
25 היה על הקרן להביא את התיקון הזה לאישור האסיפה הכללית, ואין לו תוקף משלא  
26 התקבל אישור כזה.  
27
- 28 עוד הוסיפה המבקשת וטענה כי עמדת המשיבים בדבר "התפוגגות" השליטה של 18  
29 חברת הניהול בקרן בספטמבר 2011, נועדה למנוע את הצורך באישור הסכם הניהול



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 על-ידי האסיפה הכללית. התנהלות המשיבים לאחר שתיקון 16 לחוק החברות נכנס  
2 לתוקף, ובפרט שינוי הסטטוס של חברת הניהול והמשיבים 2-3 ו-9 לכאלה שאינם  
3 בעלי שליטה - תוך השקעת משאבים לצורך כך, נועדה כולה לטובת חברת הניהול,  
4 והיא מנוגדת לטובת הקרן ובעלי מניותיה. גם עובדה זו מעידה על שליטתה של חברת  
5 הניהול בקרן.

6  
7 לגישה של המבקשת, המשא-ומתן המהיר וה"דל" שנוהל עם חברת הניהול לצורך  
8 חתימת הסכם הניהול החדש ביולי 2014, מעיד על כך שהקרן לא שקלה כלל חלופות  
9 אחרות להתקשרות עם חברת הניהול. גם עובדה זו מעידה על כך שחברת הניהול היא  
10 בעלת-השליטה בקרן. לטענת המבקשת, ועדת התגמול והדירקטוריון בקרן שימשו רק  
11 כחותמת גומי להסכם הניהול החדש שנוסח על-ידי חברת הניהול.

12  
13 המבקשת הפנתה לכך שהדירקטוריון אישר באוגוסט 2015 את הסכם העסקת המנכ"ל  
14 ושינוי מדיניות התגמול בניגוד להחלטת האסיפה הכללית שדחתה את ההסכם.  
15 לטענתה של המבקשת, העובדה שהדירקטוריון בחר להתגבר על החלטת האסיפה  
16 הכללית בעניין, מעידה אף היא על כך שחברת הניהול היא בעלת-השליטה בפועל בקרן.

17  
18 המבקשת הוסיפה כי המשיבים 2-3 השתתפו שלא כדין בכל ישיבות ועדת התגמול  
19 ובישיבות ועדת הביקורת, כעולה מהפרוטוקולים של ועדות אלו. באופן זה הם פיקחו  
20 על הפעילות במוקדי קבלת ההחלטות בקרן, כאשר הדירקטורים האחרים בקרן היו  
21 רק "חותמת גומי" להחלטות חברת הניהול.

22  
23 לטענת המבקשת, נדרש אישור של האסיפה הכללית להסכם הניהול החדש ביולי 2014,  
24 גם משום שכללי ממשל תאגידי מחייבים כי הסכם כה מהותי יובא לבחינה ואישור  
25 של האסיפה. ההחלטה שלא להביא את הסכם הניהול החדש לאישור האסיפה  
26 הכללית, מעידה כשלעצמה על שליטת חברת הניהול בקרן. לעניין זה מפנה המבקשת  
27 גם לעמדתה של חברת הייעוץ אנטרופי שהיתה סבורה כי יש מקום להביא את הסכם  
28 הניהול החדש לאישור האסיפה הכללית.

29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 לכן, מאחר שחברת הניהול היא בעלת-השליטה בקרן, אין תוקף להסכם הניהול החדש  
2 שלא הובא בכוונת מכוון לאישור האסיפה הכללית של בעלי מניות הקרן, וזאת בניגוד  
3 למתחייב מתיקון 16 לחוק החברות. דמי-הניהול ששולמו מכוח הסכם זה לחברת  
4 הניהול (סכומים של עשרות מיליוני שקלים), שולמו לה לכן שלא כדין. המבקשת  
5 הוסיפה וטענה כי קיימת גם התחייבות תשקיפית להביא את הארכת הסכם הניהול  
6 לאישור האסיפה הכללית, וכי התחייבות זו הופרה אף היא על-ידי המשיבים.  
7  
8 המבקשת העלתה טענות גם ביחס לסבירות דמי-הניהול ששולמו על-ידי הקרן לחברת 20  
9 הניהול במסגרת הסכמי הניהול. לעניין זה הפנתה המבקשת לעמדתה של חברת  
10 אנטרופי שניתנה בנוגע להסכם העסקה של מנכ"ל הקרן לקראת האסיפה הכללית  
11 שהתקיימה ביום 25.6.2015. עמדתה של אנטרופי היתה כי נטל העלויות בקרן הוא  
12 גבוה ביחס לקבוצת השוואה שנבחנה על-ידיה. המבקשת הדגישה כי עמדת אנטרופי  
13 תואמת את חוות דעתו של המומחה מטעמה, לפיה דמי-הניהול בהסכם הניהול החדש  
14 הם מופרזים ומוגזמים.  
15  
16 באשר למשיבים 4-8 שהם דירקטורים בקרן, חלקם חברים בוועדת הביקורת וועדת  
17 התגמול, נטען כי הם שיתפו פעולה עם בעלי השליטה, המשיבים 1-3 ו-9, בכל  
18 המהלכים שנועדו לטובתם על חשבון הקרן ובעלי מניותיה. לכן יש מקום לאישור  
19 התביעה הנגזרת גם ביחס אליהם.  
20  
21 לגישת המבקשת, יש לדחות את טענות המשיבים ביחס לחוסר תום ליבה, העדר פניה  
22 מוקדמת ושיהוי בהגשת בקשת האישור, ולקבל את בקשת האישור כמבוקש בה.  
23  
24 טענות המשיבים  
25 21. להלן נפרט את טענותיהם של כל המשיבים 1-10.  
26  
27 ביחס להסכם הניהול המקורי טענו המשיבים כי כדי לבחון האם נדרש אישור משולש  
28 של עסקה מכוח הוראת תיקון 16 לחוק החברות, יש לבחון את השאלה מיהו בעל-  
29 השליטה בחברה במועד האישור. המשיבים חולקים על עמדת המבקשת לפיה יש



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 לבחון מי היה בעל-השליטה במועד ההתקשרות בעסקה. מסקנה זו עולה לטענתם  
2 מלשון תיקון 16 ומהעובדה שפרשנות המבקשת מהווה החלה רטרופקטיבית של  
3 החוק. לכן לא היה צורך באישור הסכם הניהול המקורי לאחר שחברת הניהול חדלה  
4 להיות בעלת שליטה בקרן.  
5
- 6 22. בהתייחס להסכם הניהול המקורי ולהסכם הניהול החדש, ציינו המשיבים קודם כל  
7 כי בניגוד לעמדת המבקשת, הנטל להוכיח כי חברת הניהול היא בעלת-השליטה בקרן  
8 מוטל על המבקשת, אשר העלתה טענה זו, ולא עליהם. לגישתם, המבקשת לא עמדה  
9 בנטל הזה.  
10
- 11 לטענת המשיבים, המבקשת לא התייחסה למבנה פעילותן של קרנות ריט בכלל ושל  
12 הקרן דנן בפרט. היא התעלמה מכך שבישראל יש חמש קרנות ריט שיש ביניהן דמיון  
13 רב בכל הנוגע לסוגיית השליטה. לפי דיווחיהן של כל הקרנות לא קיים בהן בעל-  
14 שליטה. כל קרנות הריט בישראל מתנהלות באמצעות חברות ניהול, ובכולן יש דמיון  
15 בתנאי השכר של חברת הניהול וגובהו של השכר. כמו כן, מבנה הסכם הניהול ואורך  
16 תקופת ההתקשרות של הקרן עם חברת הניהול והאופציה להארכתו, הם זהים בכל  
17 קרנות הריט בישראל. זאת בשל הצורך להבטיח כי היזמים יזכו ליהנות מפרי  
18 השקעתם. עיקרון זה מקובל גם על הרשות, כפי שעולה מעמדות ה"פרה רולינג"  
19 בנושא.  
20
- 21 המבקשת התעלמה מכך שסבירותם של דמי-הניהול המשולמים לחברת הניהול אכן  
22 נבחנה בזמן אמת על-ידי הדירקטוריון, שקיבל לצורך כך סקר השוואתי מפירמת רואי  
23 החשבון פאהן קנה ושות'. מדיניות התגמול של הקרן ובכלל זה דמי-הניהול  
24 המשולמים לחברת הניהול, אף אושרו בפועל על-ידי ועדת התגמול, דירקטוריון הקרן  
25 והאסיפה הכללית בחודשים אוקטובר-דצמבר 2013.  
26
- 27 המשיבים כופרים בטענת המבקשת בדבר קיומה של התחייבות תשקיפית להביא את  
28 הארכת הסכם הניהול לאישור האסיפה הכללית.  
29





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

23. המשיבים התייחסו לעמדת חברת אנטרופי שהתנגדה בשנת 2015 לתנאי העסקתם של יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל הקרן. לגישת המשיבים, טענת המבקשת בהקשר זה מהווה הרחבת חזית אסורה, שלא ניתנה להם הזדמנות נאותה להשיב עליה. מעבר לכך צוין כי הטענה אינה נוגעת לשליטה בקרן, אלא היא נועדה לחזק את גישת המבקשת לפיה דמי-הניהול ששולמו לחברת הניהול היו בלתי-סבירים. לגופו של ענין נטען כי אנטרופי אישרה את מדיניות התגמול של הקרן ואת מנגנון דמי-הניהול של חברת הניהול בשנת 2013 ובשנת 2017. כן נטען שעמדת אנטרופי ניתנה ללא קשר לתיקון 16 לחוק החברות, וכי אנטרופי עצמה לא טענה לקיומה של שליטה של חברת הניהול בקרן.
- 9
- 10 המשיבים מציינים כי העובדה שבתשקיף הקרן הוגדרו חברת הניהול והמשיבים 2-3 ו-9 כבעלי שליטה בה נבעה מהנחיית הרשות, שניתנה חרף העובדה שרכישת שליטה בקרן ריט אינה אפשרית. המשיבים הוסיפו כי לאחר פרסום התשקיף, משחלפו מספר שנים ולאור שינוי נסיבות פנימיות וחיצוניות בקרן, נבחנה שוב סוגיית השליטה בקרן. לאחר שהתקבלה הסכמת הרשות לשינוי רישום סטטוס השליטה, שונה הרישום בספטמבר 2011.
- 16
- 17 המשיבים הוסיפו כי המשיבים 1-3 ו-9 מחזיקים יחד ולחוד בהחזקה מזערית במניות הקרן, ואין להם "אמצעי שליטה" בה. המשיבים 2-3 הם רק שניים מתוך שבעה דירקטורים בקרן. למשיבים אלה אין יכולת למנות דירקטורים (המתמנים על ידי האסיפה הכללית), והם אף אינם יכולים לקבוע מי יהיה מנכ"ל הקרן. הדברים הללו יפים ביתר שאת לאחר התיקון להסכם הניהול, בו צומצם כוחה של חברת הניהול בהצעת מועמדים לתפקיד מנכ"ל הקרן. לכן על-פי ה"מבחן הכמותי" חברת הניהול אינה שולטת בקרן, ואף עומדת לה "חזקת היעדר שליטה".
- 24
- 25 בכל הנוגע למר סלע, טענו המשיבים כי הוא כיהן כמנכ"ל הקרן עד יום 31.7.2010. במועד זה הוא התפטר מתפקידו, ולא היה מעורב בעסקי הקרן. לאחר התפטרותו הודיעה הקרן במרץ 2011 כי המשיבים 2-3 ו-9 אינם משתפים פעולה ביניהם.
- 28



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

24. המשיבים הדגישו כי שירותי הניהול שמעניקה חברת הניהול לקרן, נועדו לקידום  
וליישום החלטות המתקבלות בדירקטוריון הקרן כאשר חברת הניהול פועלת בהתאם  
להנחיותיו. ההחלטות העסקיות המרכזיות של הקרן מתקבלות על-ידי דירקטוריון  
הקרן ולא על-ידי חברת הניהול. חברת הניהול אינה בעלת יכולת לכוון את פעילותה  
של הקרן, ושירותי הניהול שהיא מעניקה דומים לשירותי הניהול של כל חברת ניהול  
או מנכ"ל בחברת נדל"ן מניב. למעשה – כך טענו המשיבים - עולה מעמדת המבקשת  
כי עצם הפעילות של קרן ריט באמצעות חברת ניהול, ללא קשר לשיעור אחזקותיה של  
חברת הניהול בקרן ולאופן פעילותה, מגבשת שליטה של חברת הניהול בקרן.  
המשיבים סבורים כי עמדה זו אינה יכולה להתקבל, ודאי לא במקרה דנן בו התנהל  
דירקטוריון הקרן באופן עצמאי, תוך שהוא שם לנגד עיניו את האינטרסים של הקרן.  
11  
באשר לטענת המבקשת שנגעה להשתתפותם של המשיבים 2-3 שלא כדין בישיבות  
ועדת התגמול וועדת הביקורת, השיבו המשיבים כי השתתפותם של המשיבים הללו  
בישיבות היתה לגיטימית, והיא נועדה לתת מענה לשאלות הדירקטורים בנוגע  
להתנהלות חברת הניהול.  
16  
25. המשיבים הוסיפו כי המבקשת לא הצביעה על קיומה של עילת תביעה ולו לכאורה  
כנגד המשיבים 2-9. כך, המבקשת לא פירטה כל טענה מהותית או עובדתית כנגדם,  
והסתפקה באמירות כלליות. המבקשת לא הוכיחה כי הדירקטורים הללו פעלו בחוסר  
תום-לב או משיקולים זרים, או כי עמדתם הייתה בלתי סבירה בעליל. לכן, בהתאם  
לכלל-שיקול הדעת העסקי, יש להימנע מהתערבות בהחלטותיהם של משיבים אלה –  
ההחלטה לאשר את הסכם הניהול החדש או ההחלטה לפיה אין לקרן בעל-שליטה.  
23  
26. המשיבים התייחסו ל"דוגמאות" אותן הציגה המבקשת המעידות כביכול על שליטת  
חברת הניהול בקרן. לגישתם בשנת 2011 הם לא התחמקו מיישום תיקון 16 לחוק  
החברות, אלא פעלו לפי מצב הדברים העובדתי והמשפטי ממנו נבע באותה עת כי אין  
שליטה בקרן.  
28



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 עוד טענו המשיבים כי אישור הסכם הניהול החדש ביולי 2014 ללא אישור האסיפה  
2 הכללית נעשה שלוש שנים לאחר שהוכרעה סוגיית השליטה בקרן, וכאשר לא היה  
3 בקרן בעל-שליטה. לכן לא נדרש באותה עת אישור האסיפה הכללית להסכם הניהול  
4 החדש. כן צוין כי הסכם הניהול אינו ההתקשרות המהותית של הקרן.  
5  
6 המשיבים הוסיפו כי הסכם הניהול החדש נדון פעמים רבות בוועדת התגמול אשר  
7 בחנה חלופות לו. הקרן ניהלה עם חברת הניהול משא-ומתן ממושך ובלתי-תלוי,  
8 במסגרתו אף שופרו תנאי ההסכם מבחינת הקרן. הסכם הניהול החדש תואם את  
9 מדיניות התגמול של הקרן, והוא אושר בדירקטוריון פה אחד ובאופן מנומק.  
10  
11 בהתייחס לאישור ההסכם להעסקת המנכ"ל על-ידי הדירקטוריון באוגוסט 2015 חרף .27  
12 התנגדות האסיפה הכללית, טענו המשיבים כי הדבר אינו נוגע כלל לסוגיית השליטה  
13 של חברת הניהול או המשיבים 2-3 ו-9 בקרן. אישור הסכם העסקת המנכ"ל על-ידי  
14 הדירקטוריון לאחר התנגדות האסיפה הכללית נעשה כדין, לטובת הקרן, ומאחר  
15 שהתנגדות האסיפה הכללית נבעה מטעמים לא עניינים.  
16  
17 בכל הנוגע לגובה דמי-הניהול, הדגישו המשיבים כי הם ערכו בדיקה נוספת מעבר לזו  
18 שנערכה בשנת 2013, אודות סבירות דמי-הניהול, וזאת - במסגרת חוות-דעת המומחה  
19 שהוגשה מטעמם. מחוות-דעת זו עולה כי דמי-הניהול ששולמו לחברת הניהול הם  
20 בשיעור ראוי וסביר ביחס לקרנות ריט אחרות וחברות נדל"ן מניב אחרות.  
21  
22 לטענת המשיבים גם אם עמדת המבקשת תתקבל וייקבע כי הסכם הניהול החדש הוא .28  
23 בטל, הרי הצדדים יחויבו בהשבה הדדית. כך, חברת הניהול תשיב את דמי-הניהול,  
24 ומנגד יהיה על הקרן להשיב את שווי השירותים שהיא קיבלה המגולמים בדמי-הניהול  
25 ששולמו. לכן לתביעה הנגזרת – גם אם טענות המבקשת יתקבלו - לא תהיה כל תועלת  
26 מבחינת הקרן.  
27  
28 המשיבים טוענים כי המבקשת פועלת שלא בתום-לב, שכן היא רכשה את מניותיה  
29 בקרן רק לאחר התרחשות כל האירועים הנתענים בבקשה, ולמרות שכל האירועים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 הללו היו ידועים לה. כמו כן, המבקשת לא פנתה לקרן בטרם הגשת הבקשה, והיא אף  
2 הגישה את הבקשה בשיהוי ניכר.

3

### 4 סיכומי תשובה מטעם המבקשת

5 29. בסיכומי התשובה מטעמה, טענה המבקשת כי חלק מטענות המשיבים מהוות הרחבת  
6 חזית אסורה, שעל בית-המשפט להתעלם מהן. בכלל זה התייחסה המבקשת לטענה  
7 הנוגעת לקרנות ריט אחרות ולמתרחש בהן; למשיכות הכספים של חברת הניהול  
8 בתקופה שלאחר הגשת בקשת האישור; לציטוט החלקי של ההתכתבות עם חברת  
9 אנטרופי מחודש מרץ 2017; ולטענה בדבר המהפכה שעובר שוק קרנות הריט ולנוק  
10 שעלול להיגרם לשוק מההליך דנן.

11

12 עוד טענה המבקשת כי ישנם הבדלים בין קרנות הריט השונות, וכי אין לקבל את גישת  
13 המבקשת לפיה מדובר בגופים זהים שבכולם אין בעל-שליטה. כך או כך, ההליך  
14 הנוכחי אינו עוסק בקרנות ריט אחרות, ואין בפני בית המשפט תשתית עובדתית כדי  
15 להשוות ביניהן.

16

17 המבקשת התייחסה לתרשומת השיחה שנערכה בין יועציה המשפטיים של הקרן לבין  
18 נציגי הרשות מיום 8.8.2011. לטענתה מדובר במייל פנימי בלבד חסר מעמד רשמי.  
19 המבקשת הוסיפה וציינה כי עמדת ה"פרה רולינג" של הרשות בעניין קרנות ריט  
20 אחרות שהוצגה על-ידי המשיבים, עוסקת בנסיבות שונות שאינן רלוונטיות לענייננו.  
21 בכל הנוגע לטענת המשיבים לפיה לניהול התביעה לא תהיה כל משמעות שכן ממילא  
22 תהיה חברת הניהול זכאית לשכר ראוי כפי שזה שולם לה - טוענת המבקשת כי יהיה  
23 צורך להוכיח מהו שכר ראוי ואף להפחיתו בשל אי הבאת הסכם הניהול לאישור  
24 האסיפה הכללית.

25

26 לגישת המבקשת, כלל שיקול-הדעת העסקי אינו רלוונטי לענייננו, משום שעל-פי סי'  
27 280 לחוק החברות אין כל תוקף לעסקה עם בעל שליטה שלא התקבלה על-פי הכללים  
28 לאישור עסקאות מסוג זה. לגישת המבקשת יש לדחות גם את טענת ההסתמכות על  
29 חוות-דעת משפטית שהעלו המשיבים.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28

### דיון

.30

במרכזה של בקשה זו לאישור הגשת תביעה נגזרת עומדות שתי סוגיות עיקריות. הראשונה נוגעת לאישור הסכם הניהול המקורי. המחלוקת בין הצדדים נוגעת בעיקרה לפרשנות הוראות חוק החברות ביחס למועד הרלוונטי לבחינת קיומה של שליטה לפי תיקון 16. האם – כטענת המבקשת – קובע סעיף 275(א1)(3) (שנוסף במסגרת תיקון 16) כי יש לאשר מדי 3 שנים עסקה נמשכת **שבעת חתימתה** הייתה עסקה עם בעל-שליטה; או (כטענת המשיבים) יש לאשר רק עסקה **שבמועד בו נדרש אישורה** הייתה עסקה עם בעל-השליטה בחברה.

הסוגיה המרכזית השנייה נוגעת לשליטה בקרן, ולצורך הכרעה בה יהיה מקום לבחון את השאלה האם חברת הניהול היא בעלת-שליטה בקרן, או שמא - כגישת המשיבים – היא אינה בעלת-שליטה בה (שאלה שתשליך על החובה להביא את הסכם הניהול המקורי והחדש לאישור האסיפה הכללית). כפי שנראה, הדיון בשאלה זו מחייב בחינה של שאלת השליטה הכמותית של חברת הניהול בקרן, ולאחר מכן בחינה של השאלה המורכבת יותר – האם חברת הניהול שולטת בקרן ב"שליטה איכותית".

שתי הסוגיות הללו יידונו בפירוט להלן.

### הסכם הניהול המקורי - המועד לבחינת השליטה בהתאם לתיקון 16

.31 לגישת המבקשת, נועד תיקון 16 לחוק החברות להביא לביטול התופעה הנפסדת של עסקאות היסטוריות מתמשכות בין בעלי שליטה לבין חברות שהיו בשליטתם, עסקאות שמכוחן נמשכים כספים כמשכורות או דמי-ניהול על-ידי בעל-השליטה ללא אישור האסיפה הכללית. המבקשת טענה כי המועד הרלוונטי לבחינת השליטה לצורך סיווגה של העסקה כעסקה עם בעל-שליטה, צריך להיות המועד בו הצדדים התקשרו בעסקה – שכן במועד זה עמד בעל-השליטה בשני צדי המשא-ומתן, ויכול היה להשפיע על תנאי ההסכם באופן המיטיב עמו.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 במקרה דנן – ביוני 2007, כאשר נחתם הסכם הניהול המקורי, עמדה חברת הניהול  
2 בשני צדי המתרס של ההסכם, שכן באותו מועד שלטה חברת הניהול בקרן שהתקשרה  
3 אתה בהסכם. לכן אין רלוונטיות לטענת המשיבים כי חברת הניהול והמשיבים 2-3 ו-  
4 9 חדלו בספטמבר 2011 להיות בעלי שליטה בקרן. גם אם זה אכן המצב, עדיין היה  
5 צורך לאשר את הסכם הניהול המקורי ב"אישור משולש" הכולל את אישור האסיפה  
6 הכללית.

7

8 המשיבים טענו מנגד כי המבקשת לא הציגה כל אסמכתא משפטית לטענתה. לגישתם, 23  
9 הפרשנות לה טוענת המבקשת להוראות תיקון 16, מהווה החלה רטרואקטיבית של  
10 החוק. זאת למרות שתיקון 16 לחוק החברות קבע במפורש מועד תחילה, תחולה  
11 והוראות מעבר. המחוקק התכוון אם כן להתערב רק בעסקאות קיימות או עתידיות  
12 בין חברה לבין בעל-שליטה בה, וזאת - החל מיום תחילתו של תיקון 16 לחוק החברות.  
13 לפרשנות המבקשת ישנן לכן השלכות מרחיקות לכת, הפוגעות ביכולתו של הפרט  
14 להסתמך על הדין הקיים. המשיבים הדגישו כי קיימת חזקה פרשנית כי תחילת תוקפה  
15 של חקיקה ראשית יהיה לעתיד ולא למפרע, הן ביחס לתחולה רטרואקטיבית והן  
16 ביחס לתחולה רטרואקטיבית. המשיבים מדגישים כי כאשר תיקון 16 נכנס לתוקף,  
17 העסקה בין הקרן לבין חברת הניהול לא היתה עוד "עסקה עם בעל-שליטה" שכן חברת  
18 הניהול לא שלטה באותו מועד בקרן.

19

20 המשיבים מוסיפים כי גם מלשונו של סעיף 270(4) לחוק החברות כפי שהוא תוקן  
21 במסגרת תיקון 16, בעל-השליטה בו מדובר הוא מי שהוא בעל-שליטה בחברה בהווה  
22 ולא בעבר. לטענת המשיבים פרשנותה של המבקשת תביא לאבסורד, שכן יהיה צורך  
23 לאשר עסקאות כעסקאות בעל עניין גם אם לצד השני כבר אין כל מניות בחברה. מן  
24 הצד השני, לא יהיה צורך לאשר חידוש עסקאות עם בעל-שליטה, באותם מקרים בהם  
25 העסקה המקורית שלו עם החברה נעשתה בטרם הוא היה בעל-שליטה.

26

27

28 סעיף 270(4) לחוק החברות מגדיר אילו עסקאות הן כאלה הטעונות "אישור משולש": 24

דיון



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 "עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל-השליטה בה או  
2 עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל-  
3 השליטה יש בה ענין אישי, לרבות הצעה פרטית שלבעל-  
4 השליטה יש בה ענין אישי; וכן התקשרות של חברה ציבורית  
5 עם בעל-השליטה בה או עם קרובו, במישרין או בעקיפין,  
6 לרבות באמצעות חברה שבשליטתו, לעניין קבלת שירותים  
7 בידי החברה וכן אם הוא גם נושא משרה בה - באשר לתנאי  
8 כהונתו והעסקתו, ואם הוא עובד החברה ואינו נושא משרה  
9 בה - באשר להעסקתו בחברה." [ההדגשה הוספה, ר.ר.]

10  
11 סעיף 275 לחוק החברות קובע את מנגנון ה"אישור המשולש" הנדרש ביחס לעסקאות  
12 שסעיף 270(4) הנ"ל חל עליהן:

13 (א) עסקה שמתקיים בה האמור בסעיף 270(4) טעונה  
14 אישורם של אלה בסדר הזה:  
15 (1) ועדת הביקורת, ובעסקה באשר לתנאי כהונה והעסקה –  
16 ועדת התגמול;  
17 (2) הדירקטוריון;  
18 (3) האסיפה הכללית, ובלבד שיתקיים אחד מאלה:  
19 (א) במנין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו רוב מכלל  
20 קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי באישור העסקה,  
21 המשתתפים בהצבעה; במנין כלל הקולות של בעלי המניות  
22 האמורים לא יובאו בחשבון קולות הנמנעים;  
23 (ב) סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים  
24 בפסקת משנה (א) לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל  
25 זכויות ההצבעה בחברה.

26  
27 סעיף 275(א1) מוסיף וקובע כי -



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 (1) עסקה כאמור בסעיף קטן (א) לתקופה העולה על שלוש  
2 שנים, טעונה אישור כאמור באותו סעיף קטן, אחת  
3 לשלוש שנים;  
4 (2) על אף האמור בפסקה (1), עסקה כאמור בסעיף 270(4)  
5 רישה, בלבד, יכול שתאושר לתקופה העולה על שלוש  
6 שנים, ובלבד שוועדת הביקורת אישרה כי התקשרות  
7 לתקופה כאמור סבירה בנסיבות העניין;  
8 (3) הוראות פסקאות (1) ו-(2) [קרי החובה להביא מדי שלוש  
9 שנים לאישור עסקה שסעיף 270(4) חל עליה, ר.ר.]. יחולו  
10 על עסקה של חברה שהפכה לחברה ציבורית, ביחס  
11 לתקופה שלאחר הפיכתה לחברה ציבורית."  
12

13 25. אין מחלוקת בין הצדדים כי במועד החתימה על הסכם הניהול המקורי (יוני 2007)  
14 הייתה חברת הניהול בעלת-שליטה בקרן שהוקמה כחברה פרטית באותו החודש ממש.  
15 במזכר של יועציה המשפטיים של הקרן מיום 29.6.2011 אף נכתב כי "החברה [הקרן,  
16 ר.ר.] נוסדה על-ידי... חברת הניהול". כלומר, בעת החתימה על הסכם הניהול  
17 המקורי, אכן עמדה חברת הניהול בשני צדי המשא-ומתן לקראת ההתקשרות בו, כמי  
18 שהיתה צד להסכם בו התקשרה הקרן שנשלטה על-ידיה.

19  
20 השאלה שבמחלוקת היא האם כאשר מדובר בחברה שהפכה לחברה ציבורית, נדרש  
21 האישור מכוח סעיף 275(א)(3), גם אם בתום 3 שנים לאחר שהחברה הפכה לציבורית,  
22 חדל אותו גורם איתו התקשרה החברה בהסכם – מלהיות בעל-השליטה בחברה.

### הפרשנות המילולית

23  
24  
25 26. פרשנות של דבר חקיקה מתחילה כידוע תמיד בלשון החוק ובפרשנויות שלשון זו יכולה  
26 לשאת. יפים לעניין זה דבריו של פרופ' אהרן ברק בספרו פרשנות במשפט כרך שני –  
27 פרשנות החקיקה 97 (1993):

28 "כלל הלשון קובע, כי יש ליתן למילותיו של דבר החקיקה  
29 אותה משמעות שהן יכולות לשאת מבחינה לשונית. מכאן,





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 שאין ליתן ללשון החוק משמעות שהיא אינה יכולה לסבול.  
2 נמצא, כי נקודת המוצא לכל בחינה פרשנית היא לשון החוק.  
3 היא קובעת את המסגרת אשר בתוכה תפעל התכלית  
4 החקיקתית. המשמעות הלשונית של החוק קובעת את  
5 גבולות הפרשנות."  
6 ראו גם: ע"א 554/83 "אתא" חברה לטכסטיל בע"מ נ' עיזבון  
7 זולוטוב, פ"ד מא(1) 282, 304 (1987); ע"א 8569/06 מנהל  
8 מיסוי מקרקעין חיפה נ' אלברט אברהם פוליטי, סב (4) 280  
9 (2008), פס' 26 לחוות דעתה של השופטת (כתוארה אז) מ'  
10 נאור).

11  
12 המשיבים טוענים כי הביטוי "התקשרות של חברה ציבורית עם בעל-השליטה בה"  
13 המופיע בסעיף 270(4) לחוק החברות, מעלה כי על-פי לשון החוק אין מדובר בבעל-  
14 שליטה בעבר אלא רק בבעל-שליטה בהווה. אינני מקבלת טענה זו. הביטוי  
15 "התקשרות... עם בעל-שליטה" יכול לשאת הן את הפרשנות לה טוענת המבקשת והן  
16 את זו לה טוענים המשיבים. הביטוי הזה יכול להתייחס הן להתקשרות עם בעל-  
17 שליטה (שהיה בעל-שליטה בעת ההתקשרות) והן התקשרות עם מי שהוא בעל-שליטה  
18 במועד האישור. הפרשנות הלשונית של הסעיף אינה שוללת אם כן אפשרות כי מדובר  
19 בעסקאות אשר בזמן חתימתן (ולא בזמן אישורן בתום 3 שנים) נעשו עם בעל-השליטה.

20  
21 הפרשנות התכליתית  
22 27. מאחר שהפרשנות הלשונית אינה מביאה למסקנה חד משמעית, יש לבחון את השאלה  
23 הפרשנית לאור התכליות העומדות בבסיס סעיף 275(א)(3), כדי לקבוע איזו  
24 מהפרשנויות הלשוניות האפשריות של החוק תואמת לתכליות אלה.

25  
26 הדרישה שבסעיף 275 ל"אישור משולש" (של ועדת הביקורת, הדירקטוריון ורוב בלתי  
27 תלוי באסיפה הכללית), נועדה לצמצם את "בעיית הנציג" הקיימת בין היתר  
28 בעסקאות של חברה עם בעל-השליטה בה. כאשר חברה ציבורית עורכת עסקה עם  
29 בעל-שליטה בה, מצוי בעל-השליטה בשני עברי המתרס של המשא-ומתן באופן



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 המאפשר לו לנצל את שליטתו בחברה כדי שתנאי העסקה ייטיבו עמו, ולאז דווקא  
2 ייטיבו עם החברה (ר' ערן רוזמן בעלי מניות בחברה - שיתוף פעולה עסקי בראי חוק  
3 החברות (1999)). סעיף 275 נועד כדי לרסן את כוחם של בעלי השליטה בחברות  
4 הציבוריות בעסקאות אלה, באמצעות החובה להביא את העסקה לאישורים של  
5 גורמים אובייקטיביים נוספים.

6  
7 ככלל, נמנעים דיני החוזים מהתערבות בתוכן של עסקאות, מתוך הנחה שבעסקה  
8 רצונית הנערכת בין צדדים שווים, יפעלו שני הצדדים למקסום טובתם מהעסקה, וכי  
9 משום כך אין מקום או הצדקה להתערב בתנאיה. אולם כאשר מתעוררת "בעיית נציג"  
10 קרי כאשר צד אחד ניצב בשני עברי המשא ומתן, מתעורר חשש לניגוד עניינים שיביא  
11 את הנציג להעדיף את האינטרס האישי שלו על פני זה של שולחו. במקרה של בעל-  
12 שליטה, החשש הוא כי הוא יעדיף את האינטרס האישי שלו על פני זה של החברה. לכן  
13 ישנם בנסיבות כאלה הצדקה לקבוע כללים קוגנטיים שיתמודדו עם הכשל הזה וימנעו  
14 את החשש.

15  
16 חוק החברות בחר בהקשר זה שלא למנוע עסקאות בניגוד עניינים מכול וכל, אלא .28  
17 לאפשר אותן תוך העברת הכוח להחליט בדבר היות העסקה ה'נגועה' טובה לחברה  
18 לידי בעלי מניות המיעוט להם אין עניין אישי באישור העסקה (ר' החלטתי בה"פ  
19 (כלכלית) 44660-12-11 איי אי אל ישראל אקוויטי בע"מ נ' תדביק בע"מ פס' 30-33  
20 (10.1.2012), להלן: "ענין תדביק"). המחוקק הניח כי בניגוד לרוב, שאינו יכול לקבל  
21 הכרעה אובייקטיבית ביחס לעסקה שיש לו בה ענין אישי, מצוי המיעוט במצב  
22 שה"ענין" היחיד שלו הוא טובת החברה. לכן, ההערכה שלו היא אובייקטיבית ועדיפה  
23 על-פני זו של הרוב. העברת כוח ההכרעה למיעוט מעקרת את המצב של ניגוד עניינים,  
24 והופכת את המשא-ומתן בין הרוב לבין המיעוט, למשא-ומתן בין שני צדדים הדואגים  
25 כל אחד לאינטרס שלו: בעל השליטה דואג לאינטרס שלו עצמו, בעוד בעלי מניות  
26 המיעוט דואגים לאינטרס של החברה. לכן, העסקה שתקשר ביניהם אמורה להיות  
27 עסקה שלא קיימת בה עוד "בעיית נציג", וככלל אין לכן מקום להתערב בה (ר' ענין  
28 תדביק, פס' 35).

29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 סעיף 275(א1) לחוק החברות מהווה חריגה נוספת מדיני החוזים הרגילים. הסעיף  
2 קובע כאמור כי כאשר מדובר בעסקה מתמשכת עם בעל-שליטה, הרי גם אם החוזה  
3 קובע אחרת וגם אם העסקה קיבלה את כל האישורים הנדרשים על-פי סעיף 275(א)  
4 לחוק החברות במועד בו היא נחתמה, יש לשוב ולבחון אותה מדי שלוש שנים. סעיף  
5 זה נועד למנוע מצב בו בעל-השליטה המצוי בשני צדי המשא-ומתן, ינצל את כוחו כדי  
6 לחייב את החברה בהסכם ארוך טווח המוטה לטובתו. ההנחה היא שיש מקום לשוב  
7 ולבחון את ההסכם ואת השאלה האם מדובר בהסכם שהוא לטובת החברה מדי כמה  
8 שנים, כדי לוודא כי הוא עולה בקנה אחד עם טובת החברה גם נוכח שינוי הזמנים  
9 והנסיבות.
- 10
- 11 העמדה העומדת בבסיסו של סעיף 275 לחוק החברות בכלל וסעיף קטן 1א בפרט,  
12 מניחה אם כן כי המועד בו קיים חשש לניגוד עניינים בקביעת תנאי של הסכם ארוך  
13 טווח, הוא מועד ההתקשרות בהסכם. במועד זה מתעורר החשש כי בעל-השליטה ינצל  
14 את כוחו והשפעתו לטובתו שלו וכנגד טובת החברה. התערבות המחוקק נדרשת כדי  
15 למנוע ממנו אפשרות לעשות זאת, ולחייב את החברה במועד זה בהסכם שתנאיו אינם  
16 אופטימליים מבחינתה. הדגש הוא על המועד בו מתקיים החשש לניגוד עניינים  
17 שישליך על תנאי ההסכם, ומועד זה הוא המועד בו נחתם ההסכם ונקבעו תנאיו.
- 18
- 19 נדגים את החשיבות של בחינת קיומה של שליטה לפי סעיף 275(א1) לחוק החברות .29  
20 במועד בו נחתם ההסכם ארוך הטווח ולא במועד בו נדרשת בחינתו ואישורו מחדש:  
21
- 22 הדוגמא הראשונה היא מצב בו בעל-שליטה מתקשר עם החברה שבשליטתו בהסכם  
23 מכוחו הוא יספק שירותים לחברה לפרק זמן של 20 שנה ללא אפשרות "יציאה". נניח  
24 ששנה לאחר מכן מוכר בעל-השליטה את מניותיו וחדל לשלוט בחברה. למרות זאת,  
25 החברה "כלואה" עדיין בהסכם ארוך טווח עם בעל-השליטה הקודם, הגם שזה חדל  
26 כבר לשלוט בה. ישנו חשש כי תנאי ההסכם אינם מיטיבים עם החברה, שכן ההסכם  
27 נחתם כאשר בעל-השליטה היה מצוי בשני צדי המשא-ומתן. במועד זה יש חשש כי  
28 בעל השליטה דאג לעצב הסכם באופן שאינו לטובת החברה אלא לטובתו.  
29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 נקודת הזמן הרלוונטית לסיווגה של העסקה כעסקת בעל-שליטה היא המועד בו  
2 החזיק בעל-השליטה בכוחו העודף כבעל-שליטה והתקשר בהסכם, ולא דווקא המועד  
3 בו צריך ההסכם להיבחן פעם נוספת ולהיות מאושר מחדש על-ידי החברה. למעשה,  
4 הקושי בעמדת המשיבים עולה במלואו מדוגמא זו, שכן לגישתם דווקא הסכם כזה  
5 שהחברה אינה יכולה להשתחרר ממנו ושתנאיו עוצבו תוך חשש מניגוד עניינים של  
6 בעל-השליטה, אינו דורש אישור מחדש מדי שלוש שנים.  
7
- 8 הדוגמא השנייה וההפוכה נוגעת לאדם המתקשר בהסכם ארוך טווח למתן שירותים .30  
9 עם חברה ציבורית בה הוא אינו בעל-שליטה. לאחר זמן מה הוא רוכש שליטה בחברה  
10 זו. במקרה זה אין חשש כי ההסכם על תנאיו הוא כזה שאינו מיטיב עם החברה. זאת  
11 משום שבמועד ההתקשרות בו לא היתה למי שיהפוך בעתיד לבעל-השליטה בחברה,  
12 יכולת להשפיע על האורגנים של החברה שאיתם הוא ניהל את המשא ומתן. לכן,  
13 מדובר בהסכם רגיל בין שני צדדים שהאינטרסים שלהם מנוגדים (החברה מצד אחד  
14 ומי שהתקשר איתה שלא היה בעל-שליטה בה מהצד האחר). אין מקום בנסיבות אלה  
15 לחשוש כי ההסכם אינו מייצג את האינטרסים של החברה.  
16
- 17 לכן, בנסיבות כאלה אין הצדקה לאפשר לחברה לבחון מחדש את ההסכם מדי שלוש  
18 שנים – כפי שאין הצדקה לעשות זאת ביחס לכל הסכם שהחברה התקשרה בו עם מי  
19 שאינו בעל-השליטה בה. זאת משום שגם אם מדובר בהסכם שתנאיו אינם טובים  
20 לחברה, הדבר אינו נובע מ"בעיית נציג". במילים אחרות, כאשר מדובר בעסקה שאינה  
21 "חשודה" בניגוד עניינים – חיוב באישור משולש מדי שלוש שנים מהווה פגיעה בחופש  
22 החוזים של הצדדים לעצב את תנאי החוזה כרצונם (ר' גבריאלה שלו **דיני חוזים** –  
23 **החלק הכללי 18-19** (תשס"ה)).  
24
- 25 האם מדובר בהחלה רטרוספקטיבית אסורה של החוק?  
26 המשיבים טענו כי החלת תיקון 16 לחוק החברות על עסקאות עם מי שהיה במועד  
27 ההתקשרות בעל-השליטה וחדל להיות כזה לאחר מכן, היא החלה רטרוספקטיבית  
28 אסורה של החוק. אני סבורה כי אין לקבל טענה זו.  
29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 ראשית יצוין כי ס' 49 לתיקון 16 לחוק החברות קובע הוראות מעבר. כעולה ממנו אין  
2 ספק כי סעיף 275(א1) נועד לחול על עסקאות קיימות אשר נחתמו בעבר, שכן הוא  
3 קובע מפורשות את המועד בו צריך לאשר עסקאות עבר אלה:

4 " (א) תחילתו של חוק זה 60 ימים מיום פרסומו (בסעיף זה  
5 – יום התחילה).  
6 ...

7 על אף הוראות סעיף 275(א1) לחוק העיקרי, כנוסחו בסעיף  
8 34(2) לחוק זה, אישור לעסקה לפי אותו סעיף יינתן עד תום  
9 שישה חודשים מיום התחילה, באסיפה הכללית הראשונה  
10 לאחר יום התחילה או עד תום שלוש שנים ממועד האישור  
11 הקודם, לפי המאוחר. "

12  
13 ההלכה הפסוקה שהתייחסה לשאלת האפשרות של המחוקק לקבוע כי דבר חקיקה  
14 חל למפרע, קבעה אמנם כי קיימת חזקה פרשנית כי דבר חקיקה חל מכאן ואילך, אך  
15 זאת רק "בהיעדר הוראה מפורשת של המחוקק" (ר' ע"א 1013/15 מדינת ישראל  
16 משרד הפנים נ' רחמים מלול (1.11.2016) פס' 10). במקרה דנן, ישנה הוראה מפורשת  
17 של המחוקק לפיה החוק חל למפרע על עסקאות קיימות שנחתמו בעבר וממשיכות  
18 לחייב את החברה. לכן אינני מקבלת את הטענה הנוגעת לתחולת החוק למפרע באופן  
19 אסור.

20  
21 שנית, גם המשיבים מסכימים כי תיקון 16 חל על עסקאות קיימות שנערכו בעבר עם .32  
22 בעל-שליטה כאשר מדובר בבעל-שליטה שלא חדל לשלוט בחברה. לגישתם, התיקון  
23 חל גם על עסקאות עבר עם מי שלא היה בעל-שליטה במועד ההתקשרות בהסכם, והפך  
24 לבעל-שליטה בהמשך (פס' 68 לסיכומי הקרן, פס' 70 לסיכומי המשיבים 9-1). טענתם  
25 היא רק כי התיקון אינו חל על עסקאות קיימות שנערכו בעבר עם בעל-שליטה שחדל  
26 לשלוט בחברה. ההבחנה שהמשיבים מנסים ליצור אינה אם כן הבחנה בין תחולה  
27 למפרע לתחולה מכאן ואילך. במילים אחרות, אם תיקון 16 חל לתפיסת המשיבים על  
28 עסקאות קיימות שנחתמו בעבר, לא ברור מדוע רק סוג אחד של עסקאות אלו הוא  
29 החלה רטרופקטיבית של החוק.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1  
2 ההבחנה בין עסקאות עבר בהן בעל-השליטה חדל להיות בעל-שליטה לבין עסקאות  
3 עבר בהן הוא הוסיף להיות בעל-שליטה, אינה יכולה להתבסס על טענה להחלה למפרע  
4 של החוק. זאת משום שעבור החברה הציבורית אין הבדל בין שני סוגי עסקאות אלו  
5 ("חשודות" באותה מידה). גם עבור בעל-השליטה שהמשיבים מבקשים להגן על  
6 "הסתמכותו" על החוק טרם תיקון 16, אין הבדל בין המקרה בו הוא המשיך להיות  
7 בעל-שליטה לבין המקרה בו הוא חדל להיות כזה. ההסתמכות, ככל שהיתה כזו, נוצרה  
8 בעת החתימה על ההסכם ארוך הטווח ולא במועד בו היה על החברה לאשרו מחדש  
9 לאחר 3 שנים.

10  
11 סיכומה של נקודה זו - לאור התכלית העומדת בבסיס סעיף 275(א) לחוק החברות  
12 (ריסון כוחם של בעלי שליטה בהתייחס להסכם בו התקשרה החברה כאשר הם  
13 החזיקו בשליטה בחברה), יש לקבוע כי המועד הרלוונטי לבחינת השליטה לצורך  
14 סיווגה של העסקה כעסקה עם בעל-שליטה, הוא מועד ההתקשרות בעסקה.

15

### משמעות העובדה שהסכם הניהול המקורי לא אושר עובר לתיקון 16

16  
17 33. כעולה מסעיף 275(א)3 לחוק החברות, מאחר שחברת הניהול היתה בעלת-השליטה  
18 בקרן כאשר נחתם הסכם הניהול המקורי, הסכם הניהול היה צריך להיות מאושר  
19 באישור משולש תוך שלוש שנים לאחר שהקרן הפכה לחברה ציבורית. לכן, היה על  
20 הקרן להביא את הסכם הניהול המקורי לאישור ועדת הביקורת, הדירקטוריון  
21 והאסיפה הכללית עד לחודש נובמבר 2011.

22

23 בפועל לא הובא הסכם הניהול המקורי לאישור משולש של הקרן עד למועד זה.  
24 בהתאם להוראות ס' 280(א) לחוק החברות, התוצאה של האמור היא כי הסכם  
25 הניהול הוא בטל וחס-תוקף עבור הקרן ועבור חברת הניהול. אולם, לגישת המשיבים,  
26 גם אם תתקבל טענת המבקשת בהקשר זה - בטלות ההסכם משמעה כי חלה על  
27 הצדדים חובת השבה הדדית. לכן, חברת הניהול תצטרך להשיב את דמי-הניהול, אך  
28 מנגד יהיה על הקרן להשיב לחברת הניהול את התמורה עבור שירותי הניהול שהיא  
29 העניקה בפועל לקרן (שירותים שהמבקשת אינה כופרת בכך שהוענקו לקרן על-ידי



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 חברת הניהול). מאחר שלגישת המשיבים סכומים אלה שווים זה לזה, הרי שלא קמה  
2 חובת השבה לחברת הניהול.  
3
- 4 34. מהי המשמעות של בטלות הסכם הניהול? בהקשר זה מקובלת עלי עמדת המשיבים  
5 לפיה חרף העובדה שהסכם הניהול הוא חסר תוקף, חברת הניהול זכאית לשכר ראוי  
6 כנגד השירותים שהיא העניקה בפועל לקרן. בשלב זה של אישור הבקשה להגשת  
7 תביעה נגזרת, אין הכרח להכריע בשאלת שווי השירותים שניתנו על-ידי חברת הניהול  
8 לקרן בשנים הרלוונטיות, ומהו השכר הראוי שהיא זכאית לו בגינם. די בקביעה לפיה  
9 להסכם הניהול לא היה תוקף בתקופה מסוימת כדי לאשר את התביעה הנגזרת.  
10
- 11 אוסיף ואציין כי כפי שקבעתי בעבר, אני סבורה כי כאשר נבחן שיעור השכר הראוי  
12 עבור השירותים שניתנו על-ידי בעל עניין ללא קבלת האישורים הנדרשים במוסדות  
13 החברה, יש להביא בחשבון שיקולי מדיניות (בעיקר שיקולי הרתעה), המטים את הכף  
14 לקביעה לפיה יש לפסוק שכר ראוי "על הצד הנמוך" בתוך מתחם השכר הסביר בקשר  
15 עם שירותים כאלה (ר' תנ"ג (כלכלית) 52117-02-12 סעד רסולי נ' ישרס חברה  
16 להשקעות בע"מ פס' 22 (5.12.2013); תנ"ג (כלכלית) 32007-08-11 אילקס מדיקל  
17 בע"מ נ' משה בן שאול פס' 19 (13.7.2014)).  
18
- 19 השאלה מהו שכר זה ומהו אם כן הסכום אותו על חברת הניהול להשיב לקרן (אם  
20 בכלל) היא שאלה הקשורה ב"גובה הנזק" ואיננה צריכה לכן להיבחן בשלב בקשת  
21 האישור של התביעה כתביעה נגזרת. שאלה זאת תיבחן בשלב הבא של הדיון ואין  
22 מקום לקבוע מסמרות לגביה בשלב הנוכחי.  
23
- 24 **תוקפו של הסכם הניהול המקורי לאחר 15.12.2013 לאור אישור מדיניות התגמול של הקרן**
- 25 35. אני סבורה כי הפגם בהסכם הניהול המקורי התרפא ביום 15.12.2013, מועד בו אושרה  
26 מדינות התגמול של הקרן באסיפה הכללית שלה. מדובר במדיניות שגובשה על-ידי  
27 ועדת התגמול של הקרן ואושרה על-ידי הדירקטוריון ביום 29.11.2013. מדיניות  
28 התגמול של הקרן אושרה בהמשך ברוב גדול של בעלי המניות שהשתתפו בהצבעה  
29 באסיפה הכללית, רוב שעמד על 90.5% (ר' נספח 12 לתגובת הקרן). אישור מדיניות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 התגמול כלל גם את אישור הקרן לתגמול חברת הניהול, אישור לו הוקדש פרק נפרד  
2 במדיניות התגמול.  
3
- 4 36. המבקשת טענה כי להחלטת הקרן לאשר את מדיניות התגמול ובכלל זה את דמי-  
5 הניהול שישולמו לחברת הניהול תמורת שירותיה לקרן, אין רלוונטיות ומשקל. זאת  
6 מאחר שהדרישה בחוק החברות הנוגעת לקביעת מדיניות תגמול עוסקת רק בנושאי  
7 משרה ולא בבעלי-שליטה. אישור מדיניות התגמול שהתקבל בקרן הוא לגישת  
8 המבקשת, אישור כללי ולא ספציפי. לכן נדרשה החלטה ספציפית של ועדת התגמול  
9 ודירקטוריון הקרן בשנת 2014 להתקשרות בהסכם הניהול החדש. זאת ועוד, לטענת  
10 המבקשת אישור מדיניות התגמול אינו כובל את שיקול-דעתה של האסיפה הכללית,  
11 שאינה חייבת לאשר הסכם ספציפי שמובא לפניה לאחר מכן - כפי שקרה למשל בנוגע  
12 לתנאי העסקתו של מנכ"ל הקרן בשנת 2015.  
13
- 14 37. מהי משמעות האישור של מדיניות התגמול באופן בו היא אושרה, בהתייחס להסכם  
15 הניהול המקורי? מהדו"ח המשלים שפרסמה הקרן ביום 1.12.2013 (ר' נספח 18  
16 לתגובת המשיבים 9-1) לקראת האסיפה הכללית שהתקיימה שבועיים לאחר מכן,  
17 עולה כי מדיניות התגמול שאושרה בהתאם לאישורים הנדרשים בחוק החברות, כללה  
18 את חלקיו המהותיים של הסכם הניהול: השירותים שתספק חברת הניהול ודמי-  
19 הניהול המדויקים שישולמו לה תמורת שירותים אלה. כל אלה נמסרו לאסיפה  
20 הכללית ברמת פירוט מלאה, שאיפשרה לאסיפה לבחון אותם לעומק. ועדת התגמול  
21 של הקרן אף קיבלה, לצורך קביעה ואישור של מדיניות התגמול, חוות-דעת חיצונית  
22 של פירמת רואי החשבון פאהן קנה ושות', שהוצגה כאמור גם בפני האסיפה הכללית.  
23 מסמך זה משווה בין דמי-הניהול ששולמו לחברת הניהול להוצאות "הנהלה וכלליות"  
24 בתשע חברות בעלות אופי דומה (שעיקר פעילותן בניהול נדל"ן מניב). התוצאה של  
25 בחינה זו הציבה את דמי-הניהול ששולמו לחברת הניהול באחוזון ה-50%.  
26
- 27 לכן, אינני מקבלת את טענת המבקשת לפיה מדובר באישור "כללי ולא ספציפי" של  
28 דמי-הניהול המשולמים לחברת הניהול תמורת השירותים הספציפיים שהיא מספקת  
29 לחברה. אין כל פער בין רמת הפירוט המופיעה בהסכם הניהול בעניינים אלה (סעיפים





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 5.1 ו- 8.1) לבין זו המופיעה במדיניות התגמול שאושרה על-ידי האסיפה הכללית (סעי'  
2 5.2 למסמך מדיניות התגמול). עוד יצוין כי לטענת המשיבים שלא הוכחה על-ידי  
3 המבקשת, חברת הייעוץ אנטרופי בחנה ואישרה את מדיניות התגמול של הקרן, ובכלל  
4 זה את המדיניות לגבי חברת הניהול בשנת 2013. כתוצאה מכך תמכו הגופים  
5 המוסדיים באישורה של מדיניות זו באסיפה הכללית.  
6  
7 האישרים בהם מדובר הם זהים כמעט לחלוטין: לאישור עסקה עם בעל-שליטה על-  
8 פי סעיף 275 לחוק החברות נדרש אישור של **ועדת התגמול** (בהיות העסקה "באשר  
9 לתנאי כהונה והעסקה", ס' 275(א)(1)) לחוק החברות), **הדירקטוריון והאסיפה**  
10 **הכללית** ברוב מקרב מי שאינו בעל עניין אישי באישור העסקה. האישור הנדרש  
11 למדיניות התגמול של החברה על-פי סעיף 267א לחוק החברות כולל את המלצת **וועדת**  
12 **התגמול, ואישור הדירקטוריון והאסיפה הכללית** ברוב מקרב מי שאינו בעל עניין  
13 אישי באישור מדיניות התגמול. מדובר אם כן באישור של אותם גורמים, שאישרו את  
14 אותה עסקה.  
15  
16 ההבדל העיקרי בין האישרים נובע מהוראת סעיף 267א(ג) לחוק, המאפשר .38  
17 לדירקטוריון החברה לקבוע את מדיניות התגמול גם אם האסיפה הכללית התנגדה  
18 לאישורה של מדיניות זו. התגברות כזו אינה אפשרית בעסקאות עם בעל-שליטה,  
19 ויתכן ויש בה כדי לשנות את "מאזן הכוחות" בין הדירקטוריון לאסיפה הכללית  
20 באישור מדיניות התגמול. אינני סבורה כי די בהבדל זה כדי "לאיין" את אישור  
21 האסיפה הכללית למדיניות התגמול, ולקבוע כי אילו היה מדובר באישור שנדרש  
22 לצורך עסקה עם בעל שליטה, לא היתה האסיפה מאשרת אותה. לקביעה כזו אין כל  
23 בסיס בחומר הראיות.  
24  
25 גם טענת המבקשת לפיה האסיפה הכללית אינה חייבת לאשר הסכם ספציפי אף אם  
26 הוא תואם את מדיניות התגמול שאושרה על ידה, אינה מצדיקה את המסקנה לפיה  
27 אילו אלה היו פני הדברים, האסיפה לא היתה מאשרת את ההסכם – מסקנה שאף לה  
28 אין בסיס בחומר הראיות.  
29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 סיכומה של נקודה זו – לאור כל האמור אני סבורה כי אישור מדיניות התגמול ביום  
2 15.12.2013 על-ידי האסיפה הכללית, לאחר שמדיניות זו ובכלל זה דמי-הניהול  
3 שישולמו לחברת הניהול בתמורה לשירותים שעליה לספק לקרן נבחנה ואושרה גם  
4 על-ידי ועדת התגמול ודירקטוריון הקרן, מרפא את הפגם שנפל באי אישור הסכם  
5 הניהול המקורי ב"אישור המשולש", כפי שנדרש לעשות בנובמבר 2011 בעקבות תיקון  
6 16 לחוק החברות.

7

### 8 סיכום ביניים – המועדים בהם לא היה הסכם הניהול המקורי תקף

9 39. כפי שנקבע לעיל, היה על הקרן להביא את הסכם הניהול המקורי לאישור הגורמים  
10 הנדרשים ובכלל זה האסיפה הכללית, בחודש נובמבר 2011 מכוח הוראות תיקון 16  
11 לחוק החברות. משהיא לא עשתה כן, לא היה להסכם הניהול תוקף מהמועד בו היה  
12 על הקרן לאשרו ואילך. פגם זה "התרפא" בחודש דצמבר 2013 עם אישור מדיניות  
13 התגמול של הקרן, אישור שכלל את הסדר תשלום דמי-הניהול לחברת הניהול תמורת  
14 השירותים הניתנים על ידה. אישור זה ניתן כנדרש על-ידי כל הגורמים המצוינים  
15 בסעיף 275 הנ"ל - ועדת התגמול, הדירקטוריון והאסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי  
16 המניות שלא היה להם ענין בעסקה. לכן, התביעה הנגזרת שתוגש ביחס להסכם הניהול  
17 המקורי תתייחס למועדים האמורים – קרי מחודש נובמבר 2011 ועד חודש דצמבר  
18 2013.

19

### 20 הסכם הניהול החדש: האם היתה חברת הניהול בעלת שליטה בקרן במועד אישורו?

21 40. הקביעה שלעיל נוגעת כאמור להסכם הניהול המקורי. אולם, היא אינה מייתרת את  
22 הצורך לדון בשאלה האם חברת הניהול היתה בעלת-השליטה בקרן כאשר אושר  
23 הסכם הניהול החדש ביולי 2014. אם הייתה חברת הניהול בעלת-השליטה בקרן  
24 במועד זה, היה על הקרן להביא את ההסכם לאישור המשולש ולא להסתפק באישורים  
25 הנדרשים להסכם עם נושא משרה בהתאם לסעיפים 270(2) ו-272(ג). לטענת  
26 המבקשת, חברת הניהול היתה במועד זה בעלת שליטה איכותית בקרן, גם אם לא  
27 היתה לה אחזקה משמעותית במניותיה. להלן נבחן טענה זו ואת השלכותיה.

28



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 רקע נורמטיבי – מבחני השליטה בקרו
- 2 41. איך נבחנת שליטה בחברה? בע"פ 3506/13 דוד הבי נ' מדינת ישראל (12.1.2016)
- 3 (להלן: "עניין הבי") ציין בית המשפט כי "השליטה - פנים רבות לה". עוד הוסיף בית
- 4 המשפט וקבע שם כי "הגדרתו של מושג זה [שליטה, ר.ר.] היא קשה, בין היתר לאור
- 5 קיומם של סוגים שונים של שליטה, סוגים שונים של חברות וסוגים שונים של
- 6 החלטות ומצבים בהם יכולה לעמוד השליטה למבחן" (פס' 215 לפסק הדין). ואכן
- 7 בחוקים שונים נבחן קיומה של "שליטה" במבחנים שונים לאור התכליות והמטרות
- 8 השונות העומדות בבסיסם. למעשה, לעיתים משמעות המונח משתנה גם בין
- 9 סעיפים שונים באותו חוק עצמו (אירית חביב-סגל דיני חברות 647-649 (2007)).
- 10
- 11 ס' 1 לחוק החברות מגדיר את המונח "שליטה" – "כמשמעותה בחוק ניירות ערך"
- 12 התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך"). בחוק ניירות ערך מוגדרת "שליטה" כך -
- 13 **"שליטה" - היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט**
- 14 **יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה**
- 15 **אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא**
- 16 **מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה**
- 17 **בתאגיד."**
- 18
- 19 אמצעי שליטה מוגדרים בהמשך סעיף 1 לחוק ניירות ערך:
- 20 **"אמצעי שליטה, בתאגיד - כל אחד מאלה:**
- 21 **(1) זכות הצבעה באסיפה כללית של חברה או בגוף מקביל**
- 22 **של תאגיד אחר;**
- 23 **(2) הזכות למנות דירקטורים של התאגיד או את מנהלו**
- 24 **הכללי"**
- 25
- 26 42. יוער כי בסעיף 1 לחוק החברות מוגדרים "אמצעי שליטה" בצורה דומה להגדרה הנ"ל
- 27 בחוק ניירות ערך אך ללא "הזכות למנות... את מנהלו הכללי". אולם מאחר שחוק
- 28 החברות מפנה מפורשות להגדרת שליטה בחוק ניירות ערך, נראה כי יש לפנות להגדרת
- 29 "אמצעי שליטה" בחוק ניירות ערך, וכך נעשה להלן (אף שמסקנה זו אינה נקייה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 מספקות). יצוין כי המשיבים טענו כי יש לפרש את המונח "אמצעי שליטה" בהתאם  
2 להגדרה בחוק החברות שאינה כוללת את הזכות למנות מנכ"ל. אין ספק כי אם זו  
3 הפרשנות הנכונה – הרי שלא ניתן לקבוע קיומה של שליטה כמותית של חברת הניהול  
4 בקרן לאור העובדה שהיא זכאית למנות את מנכ"ל הקרן. הדיון להלן יתייחס  
5 לפרשנות המבוססת על חוק ניירות-ערך.  
6

7 "שליטה" נבחנת אם כן במבחן איכותי - היכולת לכוון את פעילות התאגיד. הפסיקה .43  
8 פירשה מבחן זה בפרשנות רחבה, כאשר הדגש הוא על ה"יכולת" לכוון את פעילות  
9 התאגיד ולא דווקא הפעלתה בפועל של יכולת זו בכל מקרה ומקרה (ראו: ע"א  
10 345/03 רייכרט נ' יורשי המנוח משה שמש ז"ל, פס' 11-12 (7.6.2007)). הפסיקה  
11 הכירה לכן במצבים בהם פלוני מחזיק בחלק קטן ממניות התאגיד או אף לא מחזיק  
12 בהן כלל, אך יחד עם זאת הוא בעל יכולת השפעה ממשית על פעילות התאגיד וככזה  
13 הוא נחשב "בעל-שליטה" בו. בעניין הבי התייחס בית המשפט העליון לדוגמאות בהן  
14 שליטה איכותית כזו מתקיימת ולאנדיקציות המעידות עליה (פס' 223):

15 "קיימים מצבים בהם בעלי מניות מחזיקים בחלק קטן  
16 מההון, ואף על-פי כן, בסיטואציה מסוימת יחזיקו בכוח  
17 המאפשר להם השפעה ממשית על הכוונת הפעילות, למשל  
18 כאשר מניות החברה מפוזרות בין מספר גדול מאוד של בעלי  
19 מניות בלתי מאורגנים, כאשר אותם בעלי מניות עשויים  
20 לשמש "לשון מאזניים" בין שתי קבוצות מצביעים, או כאשר  
21 תינתן בידם זכות וטו על עניין מסוים (עניין חדשות ישראל,  
22 בעמ' 113). לקיומה של יכולת להכווין את פעילות התאגיד  
23 יכולות להיות אינדיקציות שונות, כגון שיעור כוח ההצבעה  
24 בו מחזיק בעל המניות, סוג המניות בהן הוא מחזיק, הכוח  
25 הנתון לו למינוי דירקטורים, הסכמי שיתוף פעולה בהם הוא  
26 קשור עם בעלי מניות אחרים לשם יצירת קבוצת שליטה  
27 (כפי שמשמע מההגדרות בדבר 'החזקה', 'רכישה'  
28 ו'החזקתם או רכישתם של ניירות ערך ביחד עם אחרים'),  
29 יכולתו למנוע קבלת החלטות בנושאים מהותיים, מידת פיזור



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 מניות התאגיד וכיוצא באלה (ימין ווסרמן, בעמ' 618-619);

2 פסרמן-יוזפוב, בעמ' 491)."

3

4 44. בנוסף למבחן האיכותי, קובע חוק ניירות ערך גם חזקה כמותית לקיומה של שליטה:

5 שליטה ב- 50% מ"אמצעי השליטה" בתאגיד כפי שהם הוגדרו לעיל. חזקה כמותית

6 מחמירה יותר קבועה בפרק העוסק בעסקאות בעלי עניין בחוק החברות שהוא

7 הרלוונטי לענייננו. סעיף 268 לחוק החברות קובע כי:

8 "בפרק זה, 'בעל-שליטה' - בעל-השליטה כמשמעותה

9 בסעיף 1, לרבות מי שמחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או

10 יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של החברה אם אין

11 אדם אחר המחזיק בלמעלה מחמישים אחוזים מזכויות

12 ההצבעה בחברה". [ההדגשות הוספו, ר.ר.]

13

14 מבחן ההחזקה הכמותית הוא מבחן עזר בלבד, המטיל את נטל השכנוע על מי שטוען

15 כי לא קיימת שליטה חרף התקיימותה של החזקה טכנית-כמותית באמצעי השליטה.

16 בפסיקה נקבעה גם חזקה כמותית הפוכה - "חזקת העדר שליטה". חזקה זו חלה על

17 מי שאינו מחזיק באמצעי שליטה על-פי המבחן הטכני-כמותי. במצב זה הנטל להוכיח

18 כי אכן קיימת שליטה במבחן איכותי-מהותי, חרף העדרם של אמצעי שליטה בכמות

19 שנקבעה בחוק, מוטל על הטוען לקיומה של שליטה (ראו: רע"א 2903/13 אינטרקולוני

20 השקעות בע"מ נ' שמואל שקדי (27.8.2014), פס' 46). כלומר, גם מי שאינו מחזיק

21 באמצעי השליטה מבחינה כמותית, עשוי להיחשב כמי ששולט בתאגיד, וזאת אם הוא

22 בעל יכולת איכותית לכוון את פעילותו של התאגיד. יחד עם זאת, הנטל להוכיח קיומה

23 של שליטה במצב זה יוטל על מי שטוען לה (ר' הדס אהרוני-ברק עסקאות עם בעלי

24 שליטה – אכיפה ציבורית ריכוזיות השליטה והגנת המיעוט 31-27 (2014)).

25

26 כדי לבחון האם שולטת חברת הניהול בקרן, נבחן קודם כל האם לחברת הניהול יש

27 שליטה כמותית בה. אם התשובה לשאלה זו היא בשלילה, תקום לזכות חברת הניהול

28 "חזקת העדר שליטה" ויהיה מקום לבחון האם הוכיחה המבקשת (שבנסיבות אלה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 יוטל הנטל עליה), כי חרף העדרה של שליטה כמותית, שולטת חברת הניהול בקרן  
2 בשליטה איכותית.

3

### 4 האם שולטת חברת הניהול בקרן שליטה כמותית?

5 45. המשיבים טענו כי אין להם שליטה כמותית בקרן וכי לא היתה להם שליטה כזו מאז  
6 הנפקת הקרן והפיכתה לחברה ציבורית. זאת, למרות שהם אינם כופרים בכך שהקרן  
7 הצהירה על כך שחברת הניהול והמשיבים 2-3 ו-9 היו בעלי השליטה בה עד לחודש  
8 ספטמבר 2011.

9

10 המשיבים התייחסו לשלושת אמצעי השליטה בחברה כפי שאלה נקבעו בחוק  
11 החברות: באשר לאסיפה הכללית, הרי לגישת המשיבים מחזיקים חברת הניהול  
12 והמשיבים 2-3 ו-9 יחד בהחזקה מזערית במניות הקרן (0.8% - 1.6% בתקופה  
13 הרלוונטית). לכן הם אינם יכולים למנות דירקטורים בקרן או להשפיע משמעותית על  
14 החלטות האסיפה הכללית שלה.

15

16 באשר לדירקטוריון הקרן, המשיבים 2-3 הקשורים לחברת הניהול, הם רק שניים  
17 מתוך שבעה דירקטורים בקרן. יתר הדירקטורים כוללים שני דח"צים ושאר  
18 הדירקטורים הם דירקטורים בלתי-תלויים. לכן המשיבים 2-3 אינם שולטים  
19 בדירקטוריון. דירקטוריון הקרן הוא "מדורג" (קרי האסיפה הכללית יכולה להחליף  
20 רק דירקטור אחד בכל שנה). מי שממנה את הדירקטורים בקרן היא האסיפה הכללית  
21 שלה (ר' סע' 16.4 לתקנון הקרן, נספח 9 לתגובת הקרן).

22

23 באשר למינוי מנכ"ל הקרן- נטען כי למשיבים אין גם אפשרות למנות את המנכ"ל או  
24 לפטרו. מי שזכאי לעשות כן הוא דירקטוריון הקרן. זה היה המצב לפני התיקון להסכם  
25 הניהול, וודאי שזה המצב לאחר התיקון מחודש ספטמבר 2011, בו צומצם כוחה של  
26 חברת הניהול בהצעת מועמדים לתפקיד.

27



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 מכל האמור עולה – כך טוענים המשיבים, כי הם אינם שולטים בקרן בהתאם למבחן  
2 הכמותי. לכן עומדת לזכות חברת הניהול בקרן "חזקת היעדר שליטה" המעבירה את  
3 נטל ההוכחה למבקשת הטוענת כי חברת הניהול שולטת בקרן בשליטה איכותית.  
4
- 5 המשיבים התייחסו לטענת המבקשת לפיה הם הודו בתשקיף ההנפקה של הקרן כי .46  
6 חברת הניהול שולטת בה ולשינוי שחל בהקשר זה בשנת 2011. לטענתם, במסגרת  
7 הדיונים שקיימה הקרן עם הרשות בקשר עם בקשתה לקבל היתר לפרסום התשקיף  
8 בשנת 2008, הורתה הרשות לקרן לציין בתשקיף כי חברת הניהול היא בעלת-השליטה  
9 בקרן, בנוסף למשיבים 2-3 ו-9 (בשל שיתוף הפעולה ביניהם). דרישת הרשות לא  
10 הביאה בחשבון את העובדה שלא ניתן לרכוש שליטה בקרן בהיותה קרן השקעות  
11 במקרקעין ("קרן ריטי").  
12
- 13 חרף האמור, פעלה הקרן בהתאם להנחיית הרשות והצהירה כי חברת הניהול היא  
14 בעלת שליטה בה. אולם לאחר שחלפו מספר שנים השתנו הנסיבות. כך, מחודש יולי  
15 2010 נפסק שיתוף הפעולה בין המשיבים 2-3 ו-9. לכן היתה הקרן סבורה שיש לבחון  
16 מחדש את סוגיית השליטה בה. הקרן העדיפה לעשות כן תוך דיאלוג עם הרשות וקבלת  
17 הסכמתה לשינוי סטטוס השליטה. הרשות אכן הסכימה לשינוי סטטוס השליטה  
18 בכפוף לשינוי מנגנון מינוי המנכ"ל בקרן – שינוי שאכן נעשה כאמור בספטמבר 2011.  
19
- 20 המבקשת טענה מנגד כי המשיבים הודו בכך שחברת הניהול והמשיבים 2-3 ו-9 שלטו .47  
21 בקרן בשליטה איכותית עד ספטמבר 2011. היא הוסיפה וטענה כי הטעמים שהובאו  
22 לכך ששליטה הזו "התפוגגה" אינם משכנעים. **ראשית**, העובדה שחברת הניהול  
23 מחזיקה בשיעור מניות אפסי בקרן ואינה יכולה למנות דירקטורים, אינה מסבירה  
24 את שינוי סטטוס השליטה. זאת משום שאלה היו פני הדברים גם לפני ספטמבר 2011.  
25 **שנית**, הטיעון לפיו המשיבים 2-3 ו-9 הפסיקו את שיתוף הפעולה ביניהם ביולי 2010  
26 נטען בעלמא, והוא אינו רלוונטי למעמדה של חברת הניהול עצמה כבעלת שליטה.  
27 **שלישית**, השינוי במנגנון מינוי המנכ"ל הוא שינוי חסר משמעות.  
28



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 זאת ועוד, לטענת המבקשת התיקון להסכם הניהול בנוגע לדרך מינוי המנכ"ל היה  
2 כשלעצמו "עסקה עם בעל-שליטה". לכן תיקון זה היה חייב לקבל את אישורה של  
3 האסיפה הכללית של הקרן. בהעדר אישור כזה אין לתיקון תוקף. לכן אין לקבל את  
4 עמדת המשיבים המבוססת על תיקון זה. לטענת המבקשת, אין מדובר בעניין טכני,  
5 כיוון שאילו התיקון להסכם הניהול היה מובא לאישור האסיפה הכללית, הדבר היה  
6 מעורר שאלות בנוגע להסכם הניהול עצמו, כפי שקרה כאשר הובא נושא תנאי העסקת  
7 המנכ"ל לאישור האסיפה במחצית שנת 2015. לכן אין מקום לקבל את הטענה כי  
8 השליטה בקרן התפוגגה בספטמבר 2011.

9  
10 המבקשת עצמה אינה טוענת כי המשיבים שולטים בקרן בהתאם ל"מבחן הכמותי"  
11 אלא ששליטתם בקרן היא "איכותית". לגישה זו היה המצב ערב תיקון מנגנון מינוי  
12 המנכ"ל של הקרן, והתיקון לא השליך על היותם של המשיבים בעלי השליטה בקרן.  
13 לגישת המבקשת, המגבלה החדשה הנוגעת למינוי מנכ"ל בקרן כפי שזו נקבעה  
14 במסגרת התיקון להסכם הניהול (קרי הקביעה כי אם כל המועמדים שהציעה חברת  
15 הניהול יידחו על-ידי הדירקטוריון הוא יכול לבחור במועמד משלו) היא תיאורטית,  
16 והיא אינה משנה את שליטתה האיכותית של חברת הניהול בקרן. האפשרות  
17 שהדירקטוריון לא יבחר אף אחד מארבעת המועמדים של חברת הניהול היא קלושה.  
18 מעבר לכך, לאור אופן ההתנהלות העולה מהפרוטוקולים של הדיונים בדירקטוריון  
19 הקרן, אפשרות זו אינה מאיינת את שליטת חברת הניהול בקרן, שליטה שאינה  
20 מתבטאת במינוי המנכ"ל דווקא.

21

22

23 כפי שהובהר לעיל, נבחן את שאלת השליטה בהחלטה דן בהתאם להגדרה שבחוק  
24 ניירות ערך. בהתאם להגדרה זו קיימת "חזקת שליטה" הנוגעת למי שהוא בעל-שליטה  
25 כמותית ב- 50% מאחד מ"אמצעי השליטה" בתאגיד: זכות הצבעה באסיפה הכללית;  
26 הזכות למנות דירקטורים; והזכות למנות את מנכ"ל התאגיד. אין מחלוקת במקרה  
27 דן כי חברת הניהול אינה מחזיקה ב- 50% או ב- 25% (כמבחן המחמיר הקבוע בסעיף  
28 268 לחוק החברות) מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של הקרן או ב- 50% מהזכות

דיון

.48





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 למנות דירקטורים. בפועל אין גם למעשה מחלוקת כי מבין 7 הדירקטורים בקרן, רק  
2 2 מזוהים עם חברת הניהול.  
3  
4 מה באשר לזכות למנות את מנכ"ל הקרן? לפני התיקון להסכם הניהול בספטמבר  
5 2011, היתה חברת הניהול היחידה שהיתה רשאית להציע מועמדים למשרת מנכ"ל  
6 הקרן. נראה כי כתוצאה מכך היתה לחברת הניהול שליטה בזהותו של מי שיתמנה  
7 למנכ"ל, אף שדירקטוריון הקרן היה מוסמך למנות את המנכ"ל ולפטר אותו. יתכן  
8 אם כן כי עד לתיקון הסכם הניהול, קרי עד ספטמבר 2011, חברת הניהול שלטה  
9 שליטה כמותית בקרן, לאור שליטתה באחד מאמצעי השליטה: מינוי המנכ"ל.  
10  
11 אולם, לאחר התיקון להסכם הניהול השתנה המצב. כך, בהתאם לתיקון להסכם  
12 הניהול, אם דירקטוריון החברה מבקש למנות אדם מסוים למנכ"ל הקרן, הוא יכול  
13 לעשות כן על-ידי פסילת ארבעה המועמדים מטעם חברת הניהול ומינוי המועמד הרצוי  
14 בעיניו. עובדה זו משנה אם כן את מאזן הכוחות בין חברת הניהול לבין הדירקטוריון  
15 בהליך מינוי המנכ"ל.  
16  
17 חוק ניירות ערך מגדיר כאמור את מי שזכאי למנות מנכ"ל כבעל אמצעי שליטה .49  
18 בחברה. כאמור, יתכן שעד לתיקון להסכם הניהול בספטמבר 2011 ניתן היה לייחס  
19 חזקת שליטה כמותית לחברת הניהול בקרן כמי שהיתה זכאית לקבוע את זהות מנכ"ל  
20 הקרן. אולם אני סבורה כי אין הכרח לבחון את שאלת מעמד חברת הניהול לפני  
21 התיקון להסכם הניהול במסגרת ההחלטה הנוכחית. זאת משום שהשאלה העיקרית  
22 שיש להכריע בה היא האם היתה חברת הניהול בעלת שליטה בקרן לאחר התיקון  
23 להסכם הניהול. לכן אין צורך לקבוע מסמרות בהתייחס לשאלה האם לפני התיקון  
24 חברת הניהול אכן היתה בעלת שליטה בקרן, או שמא הדיווח אודות היותה כזו היה  
25 דיווח שגוי, כטענת המשיבים.  
26  
27 לאחר התיקון להסכם הניהול והשינוי באופן מינוי המנכ"ל, לא היתה לחברת הניהול  
28 שליטה כמותית בקרן, ומשום כך הייתה הצדקה לשינוי בהגדרתם של חברת הניהול  
29 והמשיבים 2-3 ו-9 כבעלי שליטה בקרן. לכן, גם בהנחה שלאור הדיווחים הקודמים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 אודות שליטתה של חברת הניהול בקרן, הוטל הנטל על המשיבים להוכיח כי חברת  
2 הניהול חדלה לשלוט בקרן, אני סבורה כי המשיבים עמדו בנטל שהוטל עליהם. הם  
3 הוכיחו כי במצב הדברים לאחר התיקון להסכם הניהול, חברת הניהול לא החזיקה  
4 עוד באמצעי השליטה הרלוונטי – הזכות למנות את מנכ"ל הקרן, ולכן לא היתה בעלת-  
5 השליטה הכמותית בה.  
6
- 7 ממועד זה ואילך מוטל אם כן הנטל על המבקשת להוכיח כי חברת הניהול היתה בעלת  
8 השליטה בקרן, למרות שלא היו לה אמצעי שליטה כמותיים כלשהם. זאת משום  
9 שלאור התיקון להסכם הניהול, קיימת חזקה הפוכה, לפיה חברת הניהול אינה שולטת  
10 בקרן, משום שהיא אינה מחזיקה בכל אמצעי שליטה בה.  
11
- 12 כזכור, המבקשת טענה כי ההחלטה במסגרתה תוקן הסכם הניהול והשתנה מנגנון  
13 מינוי המנכ"ל היא עסקה עם בעל-שליטה שהיה צריך לאשר אותה ב"אישור המשולש"  
14 שכן במועד בו הוחלט על התיקון, היתה עדיין חברת הניהול רשומה כבעלת שליטה  
15 בקרן. האם הסכם במסגרתו מוותר בעל מניות על "אמצעי שליטה" הוא עסקה עם  
16 בעל-שליטה במובן זה שהוא מחייב – כדי שיהיה לו תוקף – אישור משולש? אני סבורה  
17 כי התשובה לכך שלילית.  
18
- 19 ככלל, כאשר בעל מניות מוותר על אמצעי שליטה שהיה לו באופן ההופך אותו ממי  
20 שהיה "בעל-שליטה" למי שאינו עוד כזה (ובהעדר ראיות על תמורה שהוא מקבל כנגד  
21 הוויתור הזה) – אין מקום לחשד כי מדובר בעסקה בניגוד עניינים, חשד שהוא המקור  
22 לחיוב בקבלת ה"אישור המשולש". כאשר בעל-השליטה מבקש "להתנקות" מאמצעי  
23 השליטה שלו, לא מתעורר החשש של ניצול כוחו העודף של מי שהיה בעל-השליטה,  
24 כדי להשיג טובות הנאה אישיות על חשבון החברה. כך למשל, מי ששלט בחברה  
25 באמצעות אמצעי השליטה של החזקה של למעלה מ-50% מכוח ההצבעה באסיפה  
26 הכללית, והוא מבקש למכור חלק ממניותיו באופן שיביא לאובדן השליטה, אינו צריך  
27 ככלל לקבל אישור משולש לביצוע עסקה כזו. באופן דומה, גם ויתור על אמצעי שליטה  
28 אחרים איננו מחייב – כך אני סבורה – קבלת אישור של שלושת האורגנים בחברה  
29 המהווה את ה"אישור המשולש".



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1

2 51. העובדה שחברת הניהול לא החזיקה במועדים הרלוונטיים באמצעי שליטה **כמותיים**  
3 בקרן, אין די בה כדי לדחות את הטענה לפיה היא שלטה בקרן. כדי לקבוע זאת, יש  
4 לבחון את הטענה המרכזית של המבקשת, לפיה גם לאחר שהמשיבים איבדו את  
5 אמצעי השליטה שהיה להם – הכוח למנות את מנכ"ל הקרן, הם היו בעלי ה"שליטה  
6 האיכותית" בה. להלן נבחן אם כן האם היו המשיבים מי ששלטו בקרן בשליטה  
7 איכותית גם לאחר התיקון בהסכם הניהול, וזאת לאור טענות הצדדים בהקשר זה.  
8

8

9

### האם הוכחה שליטה איכותית של חברת הניהול בקרן?

10 52. עמדתה של המבקשת לפיה חברת הניהול שלטה בקרן מבוססת על מספר אינדיקציות  
11 מהן ניתן לגישת המבקשת להסיק קיומה של שליטה כזו. להלן נתייחס לאינדיקציות  
12 האלה, תוך שנביא בחשבון את "חזקת העדר השליטה" של חברת הניהול בקרן, לאור  
13 העובדה שלחברת הניהול לא היו בתקופה הרלוונטית אמצעי שליטה בקרן.  
14

14

15 53. אעיר בראשית הדברים כי שאלת קיומה של שליטה איכותית בחברה שהבעלות  
16 במניותיה היא מבוזרת, היא שאלה מורכבת. הוראות חוק החברות הישראלי  
17 מתייחסות בעיקרן למקרה של חברה שיש בה בעל-שליטה המחזיק בנתח משמעותי  
18 ממניותיה, מאחר שזהו המצב לגבי רוב החברות בשוק ההון בישראל.  
19

19

20 להגדרת מאן דהוא כבעל-שליטה בחברה יש משמעותיות במספר עניינים. ההקשר  
21 הרלוונטי לענייננו נוגע לצורך ב"אישור המשולש" ביחס לעסקה עם מי שנטען שהוא  
22 בעל-השליטה – חברת הניהול. אישור כזה נדרש מכוח הוראות הפרק החמישי לחוק  
23 החברות. הוראות הפרק החמישי מניחות קודם כל בעל-שליטה המחזיק בנתח  
24 משמעותי של מניות החברה (ס' 268 קובע כי בעל-שליטה הוא גם מי שמחזיק ב-25%  
25 מהמניות לצורך הפרק החמישי). ס' 268 מוסיף וקובע כי "לענין החזקה, יראו שניים  
26 או יותר, המחזיקים בזכויות הצבעה בחברה ואשר לכל אחד מהם יש ענין אישי  
27 באישור אותה עסקה המובאת לאישור החברה, כמחזיקים יחד". האמור לעיל מעיד  
28 על כך שהמחוקק ראה לנגד עיניו בעיקר סיטואציה של בעלי מניות שיש להם – יחד או



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 לחוד – החזקה משמעותית במניות החברה, החזקה שהם עלולים לנצל אותה כדי  
2 לקדם ענין אישי שלהם.  
3  
4 כאשר אין בעל מניות אחד המחזיק במספר מניות המקנה לו שליטה בחברה, מערך  
5 האיזונים בחברה משתנה. העדרו של בעל-שליטה מובהק, מקנה כמובן כוח רב יותר  
6 לגורמים אחרים בחברה ובעיקר לדירקטוריון ולהנהלה האקזקטיבית של החברה.  
7 בחברה בה אין בעל מניות אחד המחזיק בחלק משמעותי מהמניות, קטן בדרך כלל  
8 משקלה של השליטה של בעלי המניות בדירקטוריון.  
9  
10 פיזור החזקת המניות בחברה יכול להיות אינדיקציה לקיומה של שליטה של מי שאינו  
11 מחזיק בכמות משמעותית של מניות (ר' ענין **הבי**, פס' 223). יחד עם זאת, כדי להוכיח  
12 שליטה איכותית, על הטוען לקיומה להוכיח קיומן של נסיבות מהן ניתן להסיק כי  
13 ישנו גורם אחד שהוא בעל היכולת לכוון את פעילות החברה.  
14  
15 בענין **הבי** בו נקבע קיומה של שליטה איכותית בחברה, התייחס בית המשפט העליון .54  
16 למספר אינדיקציות שהביאו את בית המשפט המחוזי למסקנתו אודות קיומה של  
17 שליטה איכותית כזו של חברת משב.  
18  
19 כך, צוין כי עם השלמת רכישת החברה (חברת פויכטונגר תעשיות), מינתה משב את מי  
20 שהיו הדירקטורים שלה (למעט דח"צים) כדירקטורים בחברה. במקביל הוחלפו בעלי  
21 התפקידים בחברה - מנכ"ל, סמנכ"ל ומזכירת החברה באנשים מטעם משב. עוד נקבע  
22 כי גם הדירקטורים מטעם הציבור מונו "**אך ורק בשל קרבתם למערערים, ולא בשל**  
23 **כישוריהם**".  
24  
25 בית המשפט התייחס לאופציית הפוט שנתנה משב למוכרי מניות פויכטונגר,  
26 והאפשרות המעשית שעמדה בפני משב באופן מעשי להכריע בדבר מימוש האופציה  
27 האמורה. שליטתה הגמורה של משב נלמדת גם מערבות בנקאית אוטונומית שהוציאה  
28 משב לטובת המוכרים בשווי מלוא התמורה, ערבות שמימושה לא תלוי במימוש  
29 האופציה עצמה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1

2 לבית-המשפט הוצגה באותו ענין חוות-דעת ממנה עלה כי המוכרים איבדו כל זיקה  
3 כלכלית למניות האופציה וכי "לחברה זיקה במניות האופציה הדומה מאוד לזיקת  
4 בעלות". בחוות-דעת אחרת צוין כי למען הזהירות הניח עורך-חוות הדעת כי חברת  
5 משב עונה להגדרה של בעל-שליטה. מעבר לכל אלה, הוצגו מספר אינדיקציות "מהן  
6 עולה בבירור כי המערערים ראו את עצמם כבעלי השליטה בקבוצה"(וכך ראו אותם  
7 גם בעלי תפקידים אחרים בקבוצה). הדבר עלה בין היתר מדבריו של מר הבי בחקירתו  
8 ברשות ניירות ערך ומאינדיקציות נוספות.

9

10 נסיבות המקרה דנן שונות באופן מהותי מהנסיבות הקיצוניות נושא ענין הבי שפורטו  
11 לעיל. כך, אין אינדיקציה לפיה הדירקטורים החיצוניים בקרן (או הדירקטורים  
12 הבלתי-תלויים) מונו רק בשל קרבתם לחברת הניהול (קרבה שלא הוכחה) ולא בשל  
13 כישוריהם; לא קיימות אופציה או ערבות המעידות על שליטה מעשית של חברת  
14 הניהול בקרן; ואין אינדיקציות ברורות דוגמת אלה אליהן הפנה בית-המשפט בענין  
15 הבי לכך שחברת הניהול ראתה עצמה כמי ששולטת בקרן. לכן לא ניתן להסיק מענין  
16 הבי כי חברת הניהול שולטת בקרן.

17

18 יחד עם זאת, יש לבחון כמובן האם ניתן לקבוע, בנסיבות המקרה דנן, כי חברת הניהול  
19 אכן היתה ונותרה בעלת השליטה בקרן, חרף העובדה שלא היתה לה שליטה כמותית  
20 באף אחד מאמצעי השליטה.

21

22 השליטה בחברה שהבעלות בה מבוזרת

23 55. לא בכל המקרים בהם השליטה בחברה היא מבוזרת, ניתן לקבוע כי ה"חלל" שנוצר

24 עקב העדרו של בעל-מניות שיש לו רוב במניות החברה, התמלא בהכרח על-ידי מאן  
25 דהוא אחר. ישנן חברות בהן אין כל גורם שניתן לקבוע לגביו שהוא "בעל-שליטה" –  
26 קרי ישנן חברות בהן אין בעל-שליטה כלל. כך, ייתכנו מקרים בהם אין לאף אחד  
27 מבעלי המניות רוב או אף החזקה משמעותית במניות החברה, ובהם מתקיימת מערכת  
28 איזונים בין האורגנים האחרים בחברה – האסיפה הכללית, הדירקטוריון וההנהלה  
29 האקזקוטיובית, בלא שאפשר לקבוע לגבי אחד מהם כי הוא שולט בה. יהיו כמובן גם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 מקרים אחרים בהם יעידו הנסיבות על שליטה של גורם כלשהו בחברה, חרף העובדה  
2 שהוא אינו מחזיק בידיו אמצעי שליטה כמותיים או פורמליים. המבחן צריך אם כן  
3 להביא בחשבון את השאלה מהי מערכת האיזונים בחברה, האם היא אפקטיבית והאם  
4 ניתן – לאור הכללים הנוהגים בחברה ולאור מצב הדברים בה בפועל, להניח כי אין  
5 גורם אחד שמכוון בעצמו את פעילות החברה.  
6
- 7 במקרה דנן, הורכב דירקטוריון החברה מרוב של דירקטורים שאין להם זיקה לחברת .56  
8 הניהול. לדירקטוריון החברה יש סמכות לנהל את ענייני החברה, ובכלל זה הוא  
9 מוסמך למנות ולפטר את מנכ"ל החברה וכן גם לקבוע את תנאי ההסכמים עם חברת  
10 הניהול. לכן קיימת בקרן מערכת איזונים בין כוחה של חברת הניהול לבין כוחו של  
11 הדירקטוריון ביחס לשליטה בחברה. רק אם ניתן יהיה לקבוע כי לסמכויות אלה של  
12 הדירקטוריון אין משמעות מעשית, כי הדירקטוריון משמש – כפי שטוענת המבקשת  
13 – "חותמת גומי" בלבד להחלטותיה של חברת הניהול ושל המשיבים 2-3, יהיה מקום  
14 לקבוע כי אין ממש במערכת האיזונים הלכאורית הזו, וכי חברת הניהול היא אכן  
15 בעלת-השליטה בחברה.  
16
- 17 יובהר כי מסקנה זו תוביל למסקנה לפיה הכרעות בנושאים הקשורים לעסקאות עם  
18 חברת הניהול, לא יתקבלו עוד על-ידי הדירקטוריון, אלא יעברו לאישורה של האסיפה  
19 הכללית של הקרן. יודגש כי ההנחה לפיה הכרעה של האסיפה הכללית היא בהכרח  
20 טובה יותר עבור החברה, אינה נקייה מספקות. ככלל, אם דירקטוריון הקרן אינו נגוע  
21 בניגוד עניינים, הכרעה שלו בנושאים שתחת סמכותו היא כזו שהמחוקק היה סבור כי  
22 היא עדיפה. זאת מאחר שהדירקטוריון הוא גוף מקצועי שתפקידו הוא ללמוד את  
23 הנושאים נושא הכרעתו ולהבין בהם.  
24
- 25 רק באותם מקרים בהם "לא ניתן לסמוך" על שיקו- הדעת של הדירקטוריון, יש  
26 הצדקה להעביר את ההכרעה לידי האסיפה הכללית, למרות שמדובר בגוף פחות  
27 מקצועי, שגם הוא אינו נקי תמיד מטעויות, שיקולים זרים ואינטרסים אישיים.  
28



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 יש לבחון אם כן בזהירות את האינדיקציות העובדתיות אליהן הפנתה המבקשת תוך  
2 ניסיון לשכנע את בית-המשפט בכך שחברת הניהול היתה בעלת השליטה האיכותית  
3 בקרן, ולקבוע האם די בהן כדי לאפשר קביעה כזו אם לאו. אינדיקציות אלה ייבחנו  
4 אם כן בפירוט להלן.  
5

### המשאבים שהשקיעה הקרן לשינוי הסטטוס של חברת הניהול ומחיקתה כבעלת שליטה

#### בקרו

6  
7  
8 57. לטענת המבקשת, אחת האינדיקציות לשליטתה של חברת הניהול בקרן נובעת  
9 מהעובדה שהקרן פעלה והתנהלה במובהק לטובת חברת הניהול. בהקשר זה מציינת  
10 המבקשת את עמדת הקרן לפיה חברת הניהול והמשיבים חדלו לשלוט בה בספטמבר  
11 2011. לטענת המבקשת עמדה זו נועדה לחמוק מהצורך בקבלת אישורים של האסיפה  
12 הכללית להסכם הניהול בהתאם לתיקון 16 לחוק החברות שנכנס לתוקפו בדיוק  
13 באותה עת, התחמקות שהיא כולה לטובת חברת הניהול.  
14

15 המבקשת הוסיפה כי מפרוטוקול ישיבת ועדת הביקורת מיום 14.7.2011 עולה כי  
16 המשיבים היו מודעים לכך שבעקבות תיקון 16 לחוק החברות, יש לאשר את כל  
17 העסקאות עם בעלי שליטה מדי 3 שנים. באותה ישיבה, מיד לאחר ציון תיקון 16 לחוק  
18 החברות, החליטה הוועדה לאשר את הסכם הניהול ל-3 שנים נוספות. מכאן מסיקה  
19 המבקשת כי עמדת הקרן באותה ישיבה היתה שהסכם הניהול הוא הסכם עם בעל-  
20 שליטה. ככזה, היה הסכם הניהול צריך להיות מובא לאישור האסיפה הכללית, אישור  
21 שכאמור לא ניתן. המבקשת טוענת כי שינוי הסטטוס של חברת הניהול ושל המשיבים  
22 3-2 ו-9 לכאלה שאינם בעלי שליטה, דרש זמן ומשאבים כספיים. למשיבים אין הסבר  
23 לכך שהקרן השקיעה את המשאבים הללו, למרות ששינוי זה לא היה לטובתה ונגד את  
24 האינטרס שלה ושל בעלי המניות בה. לגישת המבקשת, אין למשיבים הסבר באיזה  
25 אופן הועילו לקרן הדיונים אודות נושא השליטה בה.  
26

27 המשיבים טענו מנגד כי אין ממש בטענה לפיה הם התחמקו מיישום תיקון 16 לחוק  
28 החברות וכי הם עשו זאת בניגוד לטובת הקרן ורק לטובת חברת הניהול. לטענתם  
29 מעשיהם מעידים דווקא על עצמאותם של הדירקטורים. הם סבורים כי קבלת עמדת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 המבקשת משמעה כי היה עליהם להתעלם ממצב הדברים העובדתי והמשפטי ביחס  
2 לשליטה בקרן, ולפעול בניגוד למחויב על-ידיהם. המשיבים מוסיפים כי כל שעולה  
3 מפרוטוקול ישיבת ועדת הביקורת מיום 14.7.2011 הוא שהיועצת המשפטית של הקרן  
4 ערכה "פרפראזה" להוראת תיקון 16 לחוק החברות. למעשה באותה ישיבה נזכרה  
5 חוות-הדעת המשפטית שקיבלה הקרן לפיה אין בה בעל-שליטה, וועדת הביקורת  
6 והדירקטוריון הנחו משום כך את ב"כ הקרן לפעול מול הרשות לשינוי הסטטוס של  
7 בעלי השליטה.

8  
9

דיון

10 ראשית יצוין כי אינני מקבלת את טענת המבקשת לפיה מפרוטוקול ישיבת ועדת  
11 הביקורת מיום 14.7.2011 עולה כי הקרן החליטה כי הסכם הניהול הוא הסכם עם  
12 בעל-שליטה. מפרוטוקול ישיבת ועדת הביקורת עולה כי הוועדה היתה סבורה (בטעות,  
13 כפי שעולה מהחלטה זו) שאם תאשר הרשות את שינוי הסטטוס של חברת הניהול  
14 באופן שזו לא תיחשב עוד לבעלת שליטה בקרן, לא יידרש אישור הסכם הניהול  
15 בהתאם להוראות תיקון 16.

16

17 מסקנה זו עולה בין היתר מדבריו של רו"ח דרור יהודה, מנהל הכספים של הקרן, בדיון  
18 שנערך בוועדה ביחס לאישור הסכם הניהול עם חברת הניהול בהתאם לתיקון 16. רו"ח  
19 יהודה ציין שם כי הדיון נערך רק "עקב קביעת הרשות לני"ע כי חברת הניהול הינה  
20 בעלת שליטה בחברה". יחד עם זאת, ועדת הביקורת ביקשה לפנות לרשות כדי לתקן  
21 את רישומה של חברת הניהול כבעלת שליטה, רישום שלגישתה לא שיקף את  
22 המציאות. בהחלטה קודמת שהתקבלה באותה ישיבה של ועדת הביקורת נקבע כי  
23 "מבקשים שהחברה תפנה לרשות לני"ע בבקשה לתקן את הרישום... בעניין  
24 השליטה כביכול שקיימת בחברה." כך או כך, בניגוד לטענת המבקשת, לא ניתן  
25 להסיק מהפרוטוקול שהוועדה היתה סבורה כי הסכם הניהול הוא הסכם בעל-שליטה,  
26 וכי למרות זאת היא לא פעלה לאישורו באסיפה הכללית.

27

28 זאת ועוד, גם אם הקרן השקיעה משאבים בשינוי סטטוס השליטה בה (לצורך הפנייה  
29 של באי כוחה לרשות), הדבר אינו מעיד על כך שחברת הניהול היא בעלת-השליטה





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 בקרן. "שליטה איכותית" היא כאמור היכולת לכוון את פעולות התאגיד, ואינני  
2 סבורה כי המבקשת הוכיחה שליטה כזו. לא הוכח – ולו גם לשלב זה של הדיון – כי  
3 שינוי הסטטוס של חברת הניהול ושל משיבים 2-3 ו-9 בקרן נועד רק כדי לשרת את  
4 טובתם של משיבים אלה. כאשר אכן אין בעל-שליטה בקרן, מחייבת גם טובתה של  
5 הקרן כי כך יוצגו הדברים. זאת בין היתר משום שיש לכך השפעה על המחיר אותו יהיו  
6 משקיעים פוטנציאליים מוכנים לשלם כנגד השקעה במניות החברה. לכן העובדה  
7 שוועדת הביקורת בחרה לבחון נושא זה מול רשות ניירות-ערך אינה מעידה בהכרח על  
8 כך כי הוועדה ניסתה להיטיב עם "בעלת השליטה" קרי חברת הניהול על חשבון טובת  
9 החברה.

10  
11 זאת ועוד, מהפרוטוקולים של ועדת הביקורת עולה כי גם הדירקטורים חברי ועדת  
12 הביקורת שלא היו קשורים בחברת הניהול (וכאמור לא הוצגה כל ראיה לקשר כזה),  
13 ובכלל זה שני הדח"צים, לא היו סבורים כי חברת הניהול היא בעלת-השליטה בקרן.  
14 יתרה מזאת, הם היו סבורים כי רישומה ככזו הוא רישום שגוי של מבנה הקרן, וכי יש  
15 צורך וחשיבות לשנות רישום זה ולהעמיד את הדברים על דיוקם, בין היתר לצורך  
16 "הצגת החברה למשקיעים"

17  
18 התפיסה של ועדת הביקורת לפיה חברת הניהול אכן אינה בעלת-השליטה בקרן, עולה  
19 מחילופי הדברים בנושא זה בישיבת ועדת הביקורת מיום 14.7.2011 (עמ' 2):

20 **"עו"ד כחלון: הרעיון הוא שאתם מסמיכים את החברה**  
21 **להמשיך לפעול מול הרשות לני"ע. כפי שמפורט בחוות**  
22 **הדעת שלנו אין בעל-שליטה כפי שהם טענו בשעתו ומעידים**  
23 **על זה גם שיעורי האחזקות.**  
24 **גב' טיטלמן: איך מלכתחילה הרשות לני"ע טענה שיש בעל-**  
25 **שליטה כשבמהות בקרן ריט אין שליטה?**  
26 **מר בועז: אני מצטרף לשאלתה של יהודית, האם הייתה**  
27 **בעיה כלשהי או דברים נוספים?**  
28 **מר בן חמו: לא היתה בעיה כלשהי. אך תביעת אספן וכן**  
29 **היתפטרות המנכ"ל יצחק סלע חידדו את הנקודה וגם אנחנו**



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 כל הזמן בתהליך הצגת החברה למשקיעים, ישבנו לא מזמן  
 2 עם מיטב ואחד האנליסטים העלה את הנקודה ואמר שעל-  
 3 פי הדיווחים יש בעל-שליטה בחברה.  
 4 ד"ר נוישטיין: חשוב שזה יצוין וישונה.  
 5 מר בועז: במהות צריך להבהיר את זה ולהביא דברים על  
 6 תיקונם, ולעשות זאת בפרופיל נמוך."

7  
 8 הדח"צ מר בועז חוזר על עמדה זו בישיבת הדירקטוריון מיום 21.7.2011 בה הוחלט  
 9 לקבל את עמדת ועדת הביקורת בעניין שינוי סטטוס השליטה. מר בועז אמר שם (בעמי'  
 10 3) כי:

11 "אי אפשר ולא צריך לבוא בטענות לרשות לני"ע. רשמנו  
 12 משהו בלי לשים לב, בלי לייחס חשיבות ועכשיו זה חוזר  
 13 אלינו. יש פה סתירה וזה עניין שצריך להסדיר ולהודיע  
 14 לרשות לני"ע על השינוי... ובהחלט בנושא הזה צריך לפעול  
 15 מיידית".

16  
 17 60. לכן, אינני סבורה כי ניתן לקבוע שהוכח שוועדת הביקורת קבעה כי חברת הניהול  
 18 איננה בעלת שליטה בקרן מטעמים זרים ולא משום שחברי הוועדה אכן היו סבורים  
 19 שאלה הם פני הדברים וכי טובת החברה מחייבת הצגה מדויקת שלהם. משום כך אינני  
 20 מקבלת את הטענה לפיה העובדה שהקרן השקיעה משאבים בשינוי הגדרת חברת  
 21 הניהול כבעלת-השליטה בקרן, מעידה כשלעצמה על כך שחברת הניהול היתה בעלת  
 22 שליטה איכותית בקרן. אינני מקבלת גם את הטענה לפיה הקרן ניסתה להתחמק  
 23 מיישום תיקון 16 לחוק החברות וכי היא פעלה רק לטובת חברת הניהול כאשר היא  
 24 שינתה את הסטטוס שלה כבעלת שליטה בה.

### מעורבות חברת הניהול במוקדי קבלת ההחלטות של הקרן

26  
 27 61. המבקשת טוענת כי המשיבים 2-3 השתתפו בניגוד לדין בכל ישיבות ועדת התגמול  
 28 ובישיבות ועדת הביקורת, וזאת - כעולה מהפרוטוקולים של ועדות אלה. לגישתה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 מהפרוטוקולים עולה כי הקרן מנוהלת בפועל על-ידי משיבים אלה, המפקחים על  
2 הפעילות במוקדי קבלת ההחלטות בקרן.

3  
4 עוד הוסיפה המבקשת כי מוסדות החברה הם "חותמת גומי" בלבד לרצונה של חברת  
5 הניהול. כך, הקרן הודתה כי בעקבות תיקון 16 לחוק החברות היא החלה - כבר בחודש  
6 מרץ 2011 - לפעול לביטול הגדרת חברת הניהול כבעלת שליטה. היא עשתה זאת אף  
7 שאין החלטה של הקרן בנושא זה, ורק כדי לשרת את חברת הניהול. המבקשת מציינת  
8 כי רק בדיון שהתקיים בוועדת הביקורת ביום 14.7.2011 אישרה ועדת הביקורת  
9 שחברת הניהול אינה בעלת שליטה, וביקשה כי הקרן תפנה בנושא לרשות. למרות  
10 זאת, בפועל נעשתה פנייה זו לרשות מטעם הקרן כבר שבועיים לפני ההחלטה הזו,  
11 ביום 29.6.2011 כאשר כבר אז הוצגה לרשות עמדת הקרן לגבי היעדר שליטה.

12  
13 דוגמא נוספת לכך עולה – כך טענה המבקשת – מהחלטתה של ועדת הביקורת מיום  
14 27.9.2011, כאשר הוועדה החליטה להמליץ לדירקטוריון הקרן לאשר את התיקון  
15 להסכם הניהול שעסק כאמור בדרך מינוי המנכ"ל. הדירקטוריון החליט במועד זה  
16 לאשר את תיקון הסכם הניהול והסמיך את מורשי החתימה לחתום עליו. חרף זאת,  
17 נחתם התיקון כבר ביום 2.9.2011, שלושה שבועות לפני הדיונים וההחלטות של ועדת  
18 הביקורת ושל הדירקטוריון. לשיטת המבקשת מעידים מקרים אלה על כך שהדיונים  
19 וההחלטות בוועדות מתקיימים למראית עין בלבד.

20  
21 מנגד טענו המשיבים כי השתתפותם של משיבים 2-3 בישיבות ועדת התגמול וועדת  
22 הביקורת נעשתה על-פי דין ונועדה כדי לתת מענה לשאלות אפשריות של הדירקטורים  
23 ביחס להתנהלות הקרן וחברת הניהול, וכי כך עולה מהפרוטוקולים הרלוונטיים.  
24 משיבים אלה יצאו כנדרש מהישיבות כאשר הוועדה קיבלה את החלטותיה.

25  
26  
27  
28  
29

דיון

62. סעיף 115(ה) לחוק החברות קובע כי:

**"מי שאינו רשאי להיות חבר בוועדת ביקורת לא יהיה נוכח  
בישיבות הוועדה בעת הדיון ובעת קבלת ההחלטות, אלא אם**



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

### 1 כן קבע יושב ראש הוועדה כי הוא נדרש לשם הצגת נושא 2 מסוים".

3  
4 עיון בפרוטוקולים של ועדת הביקורת ושל ועדת התגמול של הקרן מעלה כי הדיונים  
5 בהן התנהלו כדין. המשיבים 2-3 והמנכ"ל גדי אליקס הקשורים לחברת הניהול, הגיעו  
6 לפי הצורך לישיבות על מנת להציג את הנושא העומד על הפרק בהתאם להוראות  
7 הסיפא לסעיף 115(ה). יחד עם זאת, הם יצאו מהישיבות בטרם ההצבעה וקבלת  
8 ההחלטה. מהפרוטוקולים עולה גם כי המשיבים 2-3 לא ניהלו את הישיבות, וכי  
9 נוכחותם אכן נדרשה כדי להציג את הנושא שעל הפרק. כך למשל בדיונים שנערכו  
10 ביחס לחתימת הסכם הניהול החדש, הציגו המשיבים 2-3 את עקרונות ההסכם החדש  
11 שהוצע על-ידי חברת הניהול ומטעמה. נראה כי בדיון ביחס להסכם זה, אכן היה צורך  
12 בנוכחות של נציג מטעם חברת הניהול. מסקנה דומה נוגעת לשאלת סיווג חברת  
13 הניהול ומעמדה בקרן (האם היא בעלת שליטה בה אם לאו). גם בהקשר זה יש  
14 משמעות לנוכחות בישיבה של נציג חברת הניהול לצורך הצגת הנושא לפני חברי  
15 הוועדה.

16  
17 יתרה מזאת, ביחס לשני הנושאים הללו, אינני סבורה כי המסקנה העולה מעיון .63  
18 בפרוטוקולים היא כי הוועדות שימשו רק כ"חותמת גומי". ככל שהדבר נוגע לפנייה  
19 לרשות בנוגע לשינוי סטטוס השליטה ולטענה כי פנייה זו נעשתה שבועיים טרם  
20 החלטת וועדת הביקורת בנושא, יש לציין קודם כל כי הדין אינו מחייב את קבלת  
21 אישור ועדת הביקורת ביחס לפנייה כזו. יתרה מזאת – גם אם נדרש אישור כזה  
22 והפנייה לרשות נעשתה לפני שהוא ניתן, אין פירוש הדבר כי הדירקטוריון שדן בנושא  
23 שימש בהקשר זה כ"חותמת גומי" בלבד. מעיון בפרוטוקול הדיון שקיימה ועדת  
24 הביקורת בנושא ביום 14.7.2011 עולה כי התקיים בהקשר זה דיון ממשי ורציני בו  
25 נשאלו שאלות ענייניות מצד חברי הוועדה (ר' נספח 5 לתגובת המשיבים 1-9).

26  
27 הדוגמה השנייה שצוינה על-ידי המבקשת בהקשר זה נגעה כזכור לפער בין המועד בו .64  
28 החליטו ועדת הביקורת והדירקטוריון על אישור תיקון הסכם הניהול (27.9.2011) לבין  
29 המועד הרשום על התיקון עצמו (2.9.2011). ואולם, מעיון בפרוטוקולים של ועדת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 הביקורת עולה כי הנוסח של התיקון להסכם הניהול שנחתם, תואם את החלטות ועדת  
2 הביקורת מיום 27.9.2011. לכן, סביר להניח כי התאריך שצוין על-גבי התיקון  
3 (2.9.2011) מקורו בטעות, וכי התיקון נחתם למעשה לאחר ישיבת ועדת הביקורת מיום  
4 27.9.2011 ולאור מה שהוחלט בה ולא קודם לכן.

5  
6 כך, בדיון שהתקיים בוועדת הביקורת בנושא התיקון ביום 27.9.2011 מציין מר דוד  
7 בועז ביחס לטיטת התיקון המצויה בפניו (נספח 8 לתגובת המשיבים 1-9, עמ' 2):

8 **"ניתן להבין את הנוסח בשני אופנים: 4 מועמדים שונים או**  
9 **4 פעמים את אותו מועמד. סעיף 3 ב' לא מבטא זאת כראוי,**  
10 **אולי כדאי לחדד את הכוונה."**

11  
12 ואכן בנוסח הסופי של התיקון להסכם הניהול נכתב, בעקבות הערה זו (נספח 3 לתגובת  
13 הקרן, סעי' 3):

14 **"יש להוסיף סעיף 5.4 להסכם הניהול המקורי שנוסחו**  
15 **כדלקמן:**

16 **א. חברת הניהול תציע לדירקטוריון החברה מועמד (שונה**  
17 **בכל פעם) לתפקיד מנכ"ל החברה עד ארבע פעמים."**  
18 **[ההדגשה שלי, ר.ר.]**

19  
20 מהאמור לעיל עולה אם כן כי התיקון להסכם הניהול נחתם לאחר שמר בועז העיר את  
21 הערתו הנ"ל ובהתאם להערה זו. מסקנה זו נובעת מהעובדה שנוסח התיקון כפי  
22 שנחתם שונה מהנוסח שעמד בפני ועדת הביקורת מלכתחילה באופן שהוסף בסוגריים  
23 שהמועמד יהיה **"שונה בכל פעם"**.

24  
25 כלומר, חרף הדוגמאות אליהן הפנתה המבקשת ביחס להתנהלות ועדת הביקורת  
26 והדירקטוריון, אינני סבורה כי המבקשת הוכיחה כי ועדות אלה שימשו כחותמת גומי  
27 בלבד לעמדתה של חברת הניהול. מסקנה לפיה הדירקטורים החברים בוועדות  
28 ובדירקטוריון פעלו בחוסר תום-לב, למראית עין בלבד, ותוך העדפה פסולה תמידית



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 את האינטרס של חברת הניהול על פני זו של הקרן היא מסקנה מרחיקת לכת, ואינני  
2 סבורה כי חומר הראיות מצדיק את הקביעה כי המבקשת הוכיחה טענה זו.  
3
- 4 **עמדת אנטרופי לגבי תנאי ההעסקה של מנכ"ל הקרן ויו"ר הדירקטוריון וגובה דמי-הניהול**  
5 65. המבקשת הפנתה לראשונה בסיכומיה לעמדתה של חברת אנטרופי. אנטרופי התבקשה  
6 (ללא קשר להליך דנן) על-ידי בעלי-מניות בחברה לבחון את התנהלות הקרן בנוגע  
7 לכוונתה להביא לאישור האסיפה הכללית את הסכם ההעסקה של מנכ"ל הקרן בשנת  
8 2015. אנטרופי ציינה כי בחנה את הסכם הניהול בקרן ריט נוספת (ריט 1), ובחנה גם  
9 את הוצאות הקרן והיחס ביניהן לבין היקף הפעילות בקרן בהשוואה לחברות נדל"ן  
10 נוספות.  
11
- 12 המסקנה אליה הגיעה אנטרופי היתה כי "נטל העלויות בחברה הינו גבוה ביחס  
13 לקבוצת ההשוואה שנבחנה על-ידינו" (נספח א' לסיכומי המבקשת). עוד ציינה  
14 אנטרופי כי אין מקום לבחון את תנאי העסקתו של מנכ"ל הקרן במנותק מהסכם  
15 הניהול החדש, שלא הובא לאישור האסיפה הכללית. המבקשת ציינה שהעמדה  
16 המלאה של אנטרופי אינה מצויה בפניה, מאחר שהמשיבים הסתירו אותה וטענו שהיא  
17 אינה בידיהם.  
18
- 19 לטענת המבקשת, אנטרופי היא גורם מקצועי ואובייקטיבי, בעל מומחיות בנושאים  
20 כלכליים וממשל תאגידי. היא הדגישה כי עמדת אנטרופי תואמת למסקנות המומחה  
21 מטעמה בחוות-דעתו, שם נקבע כי התמורה לחברת הניהול מכוח הסכם הניהול היא  
22 מופרזת, וכי אילו היה ההסכם מובא לאישור האסיפה הכללית, היא לא היתה מאשרת  
23 אותו. המומחה מטעם המבקשת ציין עוד בחוות-דעתו כי אין לטעמו היגיון בקביעת  
24 דמי-הניהול כאחוז מהנכסים, וכי אין היגיון בכך שהקרן תשכור שירותי ניהול מנותני  
25 שירות חיצוניים. לשיטתו, הקרן פעלה בדרך זו רק כדי לנתב רווחים של הקרן במסווה  
26 של "דמי-ניהול" לחברת הניהול ולבעלי-מניותיה.  
27
- 28 בכל הנוגע לעמדתה של חברת "עמדה" שתמכה באישור תנאי ההעסקה של המנכ"ל,  
29 טענה המבקשת כי חברת עמדה לא התייחסה להסכם הניהול או לסבירות דמי-



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 הניהול. לכן אין לעמדתה השלכה לענייננו. גם חברת מידרוג לא הביעה עמדה בשאלת  
2 השליטה.  
3
- 4 .66 מנגד הדגישו המשיבים כי בית-המשפט צריך להכריע בשאלה אחת בלבד: האם חברת  
5 הניהול היא בעלת-השליטה בקרן. אם התשובה לשאלה זו היא שלילית, ההתקשרות  
6 עמה אינה עסקת בעל-שליטה ויש לדחות את בקשת האישור ללא קשר לגובה דמי-  
7 הניהול ששולמו לה. משום כך אין גם נפקות לטענה החדשה של המבקשת ביחס  
8 לעמדת חברת אנטרופי משנת 2015 לגבי תנאי ההעסקה של יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל  
9 הקרן. גם טענה זו נועדה לתמוך בטענתה הלא רלוונטית של המבקשת, לפיה דמי-  
10 הניהול ששולמו לחברת הניהול היו בלתי סבירים. המשיבים הוסיפו וטענו כי טענת  
11 המבקשת בנוגע לחברת אנטרופי מהווה הרחבת חזית אסורה, ושלא ניתנה להם  
12 הזדמנות נאותה להשיב עליה.  
13
- 14 המשיבים התייחסו לעמדתה של אנטרופי גם לגופה. הם ציינו בהקשר זה כי מספר  
15 ימים לפני הגשת הסיכומים מטעם הקרן (מרץ 2017), אישרה אנטרופי את מדיניות  
16 התגמול של הקרן, ובכלל זה את מנגנון דמי-הניהול של חברת הניהול. הם הוסיפו כי  
17 גם בשנת 2013 אישרה אנטרופי את מדיניות התגמול של הקרן, כולל דמי-הניהול  
18 שמשולמים לחברת הניהול. עוד ציינו המשיבים כי לא הם ולא המבקשת ראו את  
19 העמדה המלאה של אנטרופי משנת 2015 בנוגע לתנאי העסקתו של מנכ"ל הקרן, או  
20 את האסמכתאות לביסוסה. המבקשת לא פנתה בהקשר זה לאנטרופי עצמה כדי לקבל  
21 את המידע. עוד נטען כי בנוסף לחוות-דעתה של אנטרופי משנת 2015 ניתנה גם חוות-  
22 דעת של חברת עמדה, אשר תמכה במדיניות התגמול של הקרן ביחס לתנאי כהונת  
23 מנכ"ל הקרן ושכר יו"ר הדירקטוריון. המשיבים מוסיפים כי גם חברת הדירוג  
24 "מידרוג" תמכה בעמדה לפיה אין בקרן בעל-שליטה. המשיבים טענו כי אין מקום  
25 להעדיף דווקא את עמדתה של אנטרופי.  
26
- 27 המשיבים טוענים כי יש לדחות את טענת המבקשת לפיה הטעם בשלו התנגדה  
28 אנטרופי לאישור תנאי כהונת המנכ"ל היה עמדתה לפיה הסכם הניהול החדש היה  
29 צריך להיות מובא לאישור האסיפה הכללית בהיותו כביכול הסכם עם בעל-שליטה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 לגישת המשיבים, עמדת חברת אנטרופי ניתנה ללא קשר לתיקון 16 לחוק החברות  
2 ואין כל רמז בעמדה זו לטענה בדבר קיומה של שליטה של חברת הניהול בקרן. עוד  
3 מזכירים המשיבים כי באותה אסיפה עצמה בה לא התקבלו תנאי העסקתו של מנכ"ל  
4 הקרן, אושרה כהונתם של המשיבים 2-3 לתפקיד דירקטורים בקרן.  
5

6 במקביל להגשת סיכומי התשובה מטעם המבקשת הגישו המשיבים בקשה לצרף  
7 כראיה את הדיווח המידי ביחס לאישור מדיניות התגמול של הקרן באסיפה הכללית  
8 ביום 5.4.2017. המבקשת התנגדה לצירופה של ראיה זו.  
9

10 דיון  
11 67. בטרם יידונו טענות הצדדים, יש להתייחס לשלוש הראיות שצורפו על-ידי המבקשת

12 והמשיבים באיחור, תוך התנגדות הדדית וטענות הדדיות להרחבת חזית אסורה:  
13 הראיה בדבר ההתכתבות של חברת אנטרופי עם הקרן בשנת 2015 ביחס לאישור תנאי  
14 כהונת מנכ"ל הקרן; הראיה בדבר אישור מדיניות התגמול באסיפה הכללית ביום  
15 5.4.2017; והראיה בדבר אישורה של אנטרופי למדיניות זו במרץ 2017.  
16

17 68. ההלכה הפסוקה קבעה לא אחת כי המבחן המרכזי לצירוף ראיה בשלב מאוחר של  
18 הדיון, הוא תרומתה האפשרית של אותה ראיה לחקר האמת ומתן הכרעה צודקת  
19 בתובענה (ר' רע"א 1297/01 מיכאלוביץ' נ' כלל חברה לביטוח בע"מ, פ"ד נה(4) 577,  
20 579 (2001)). בענייננו מדובר בראיות רלוונטיות שעשויות לסייע בבחינת אחת השאלות  
21 השנויות במחלוקת – כפי שיפורט להלן.  
22

23 עוד נפסק כי יש לבחון מהו הנזק הדיוני שייגרם לבעל-הדין בעקבות הצירוף המאוחר  
24 של הראייה. במסגרת מבחן זה נבדקת השאלה האם מדובר בראיה טכנית או מורכבת,  
25 ומהו השלב הדיוני בו מוגשת הבקשה (ר': ע"א 189/66 ששון נ' "קדמה" בע"מ, בית  
26 חרושת למכונות וציוד, פ"ד כ(3) 477 (1966)). בית-המשפט אף נדרש לשקול את  
27 הנסיבות בשלהן נמנע בעל-הדין מלהביא את הראיה במועד ואת שאלת האחריות שלו  
28 לאיחור בהגשתה (ר' ע"א 579/90 רוזין נ' בן-נון, מו(3) 738, 742 (1992)).  
29





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

69. במקרה דנן, הוגשו הראייה בדבר ההתכתבות של חברת אנטרופי עם הקרן בשנת 2015 ביחס לאישור תנאי כהונת מנכ"ל הקרן (על ידי המבקשת) והראייה בדבר אישורה של אנטרופי למדיניות התגמול של הקרן בשנת 2017 (על ידי המשיבים) בשלב הסיכומים. יחד עם זאת, הן למבקשת והן למשיבים ניתנה אפשרות להתייחס בסיכומיהם לראיות אלה. מדובר בראיות שאינן מורכבות. מעבר לכך, המשיבים לא היו יכולים להגיש את אישורה של אנטרופי למדיניות התגמול קודם למועד הגשת הסיכומים שכן מדובר בראייה שנוצרה רק בחודש מרץ 2017. עוד יצוין כי ההכרעה ביחס לאפשרות להגיש את הראיות צריכה להביא בחשבון ששני הצדדים הוסיפו ראיות בשלב מאוחר של הדיון, ואין מדובר בפעולה שרק צד אחד נקט בה. לכן לאור האמור לעיל אני סבורה כי יש לאפשר את צירופן של הראיות הללו.
- יחד עם זאת, אינני מקבלת את הראייה הנוספת - אישור מדיניות התגמול באסיפה הכללית ביום 5.4.2017 – ראייה שהוגשה על ידי הקרן לאחר תום שלב הסיכומים. המבקשת העלתה טענות רבות ביחס לראייה זו. מדובר בטענות שהן ברובן טענות עובדתיות. טענות אלה נענו על ידי הקרן בטענות נגד, חלקן עובדתיות (יצוין כי לתגובת הקרן לא צורף תצהיר).
- לכן, אני סבורה כי אין מקום לצרף את הראייה. משקלה באפשרות לבירור האמת ולקבלת הכרעה צודקת במסגרת החלטה דנן אינו גבוה. יתרה מזאת, מהאמור לעיל עולה כי בניגוד לראיות האחרות, הראייה הזו אינה טכנית, אלא מחייבת דיון עובדתי מורכב שלא התקיים, ולכן אינני סבורה כי יש לאפשר את קבלתה של ראייה זו לאחר תום שלב הסיכומים.
- לאור האמור לעיל, נדון עתה בטענות הצדדים לגופן.
70. מהתכתבות של הקרן עם חברת אנטרופי במחצית שנת 2015 (נספח א' לסיכומי המבקשת) עולה כי חברת אנטרופי אכן לא הביעה עמדה בשאלה האם חברת הניהול היא בעלת שליטה בקרן אם לאו (וזאת ללא קשר לשאלה אם לעמדתה של אנטרופי בשאלה כזו לו היתה ניתנת, היתה צריכה להיות השלכה כלשהי על ההחלטה דנן).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 מההתכתבות עולות שתי מסקנות: **הראשונה**, כי חברת אנטרופי הייתה סבורה בשנת  
2 2015 ש"נטל העלויות" בקרן גבוה ביחס לקבוצת ההשוואה הרלוונטית; **והשנייה**, כי  
3 לתפיסתה של אנטרופי, לא ניתן לבחון את תנאי ההתקשרות עם מנכ"ל הקרן ויו"ר  
4 הדירקטוריון שלה במנותק מהסכם הניהול בכללותו, הסכם שלא הובא לאישור  
5 האסיפה הכללית. מסקנה שנייה זו אינה משליכה ישירות על השאלה האם חברת  
6 הניהול היא בעלת-השליטה בקרן.  
7  
8 בכל הנוגע למסקנה הראשונה – הרי שכפי שצינו המשיבים, אם יסתבר כי חברת  
9 הניהול לא שלטה בקרן, אין מקום להתערב בהסכם הניהול איתה – גם בהנחה שדמי-  
10 הניהול שהוסכמו בינה לבין הקרן היו גבוהים. זאת משום שכאשר הסכם הוא תולדה  
11 של משא-ומתן בין שני צדדים שווי-ערך שהתקשרו בו ללא ניגודי עניינים, בית-המשפט  
12 אינו מתערב בתוצאותיו ובתנאיו. זאת גם אם תנאי העסקה הם כאלה התואמים את  
13 האינטרסים של אחד הצדדים לעסקה.  
14  
15 יחד עם זאת, דמי-ניהול גבוהים בצורה חריגה עשויים בנסיבות מסוימות לשמש  
16 אינדיקציה להשפעה של חברת הניהול על הקרן, השפעה שעשויה להסביר איך הצליחה  
17 חברת הניהול להגיע עם הקרן להסכמה על דמי-ניהול גבוהים בצורה יוצאת דופן.  
18 באותו אופן, אם המסקנה היא כי דמי-הניהול מצויים בתוך מתחם הסבירות הנהוג  
19 ביחס לדמי-ניהול במקרים דומים והם אינם חורגים ממתחם זה בצורה ברורה  
20 וקיצונית, הדבר עשוי לשמש אינדיקציה לכך שחברת הניהול אינה שולטת בקרן  
21 (שאלו היתה לה שליטה בה – יתכן שהיתה קובעת לעצמה דמי-ניהול גבוהים  
22 וחריגים).  
23  
24 לכן, יש צורך לבחון האם המבקשת הוכיחה כי דמי-הניהול ששולמו לחברת הניהול  
25 חרגו באופן ברור מדמי-הניהול הסבירים. הצדדים הגישו לעניין זה חוות-דעת  
26 כלכליות. מחוות הדעת מטעם המבקשת עולה כי דמי-הניהול ששולמו לחברת הניהול  
27 היו גבוהים פי שניים ויותר מהתשלומים המקבילים במדגם של חברות ישראליות  
28 שנבחרו על-ידי עורך חוות-הדעת. מנגד, מחוות-הדעת מטעם המשיבים עולה דמי-



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 הניהול מצויים דווקא בחלק התחתון של גרף ההשוואה לחברות ישראליות בעלות  
2 מאפיינים דומים שנבחרו על-ידי עורכת חוות-הדעת.  
3
- 4 .71 הנטל להוכיח כי דמי-הניהול ששולמו לחברת הניהול היו חריגים, מוטל כאמור על  
5 המבקשת שטענה לכך. כפי שיפורט להלן, אני סבורה כי המבקשת לא עמדה בנטל הזה.  
6
- 7 מחוות-דעתה של המומחית מטעם המשיבים עולה כי המדגם שבחר מומחה המבקשת  
8 כדי לבחון את דמי-הניהול המשולמים לחברת הניהול, כלל 10 חברות ישראליות,  
9 שהיקף הנכסים של כולן גבוה באופן ניכר מהיקף הנכסים של הקרן. טענתה של  
10 המומחית מטעם המשיבים הייתה כי "**בהתחשב ביתרון לגודל שקיים בניהול חברות**  
11 **אלו, ניכר כי חברות שאינן בסדרי-גודל דומה מובילה לתוצאות מוטות שאינן**  
12 **רלוונטיות**" (עמ' 8 לחוות-הדעת).  
13
- 14 המומחה מטעם המבקשת התייחס לטענת מומחית המשיבים ביחס למדגם, והשיב  
15 לטענה זו במספר טיעונים. ראשית, נטען כי כל החברות שנבחרו על-ידי מומחה  
16 המבקשת עוסקות בנדל"ן מניב; שנית, נתוני המדגם שהוא ערך הצביעו על שיעור  
17 ממוצע של דמי-ניהול בגובה 0.39% - 0.42% משווי הנכסים, ואחת הסיבות שהוא קבע  
18 את דמי-הניהול הראויים לחברת הניהול על 0.5% משווי הנכסים היתה אותה  
19 "התאמה כלפי מעלה" הנובעת מכך שהיקף הנכסים של הקרן נמוך מזה של אותן  
20 חברות המופיעות במדגם; שלישית, בעוד שמדגם המשיבים מכיל שונות רבה בשיעור  
21 ה-EBITDA של החברות המעידה על כך שלא מדובר בחברות באותו ענף, מדגם  
22 המבקשת מכיל שונות מועטה, המעידה כי מדובר בחברות באותו ענף.  
23
- 24 .72 בחינה של שלושת הנימוקים הללו של מומחה המבקשת מעלה כי אין די בהם כדי  
25 לפתור את הקושי שהעלתה מומחית המשיבים ביחס למדגם שערך מומחה המבקשת.  
26
- 27 ראשית, גם אם כל החברות במדגם עוסקות בנדל"ן מניב (כעולה מהנימוק הראשון  
28 והשלישי של המומחה מטעם המבקשת), אין בחוות-הדעת מטעם המבקשת תשובה  
29 לשאלת ההשלכה של הפער המשמעותי מאוד בהיקף הנכסים שמנהלות חברות המדגם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 לעומת היקף הנכסים של הקרן. יוער כי מומחה המבקשת אמנם מציין כי להיקף  
2 הנכסים יש השפעה על דמי-הניהול הראויים, אך אינו מציין (בחוות-דעתו הראשונית)  
3 לאיזה כיוון השפעה זו מכוונת – כלפי מעלה או כלפי מטה ומדוע. לעומת זאת בחוות  
4 דעתו המשלימה הוא מודה כי לקריטריון זה השפעה כלפי מעלה על דמי הניהול  
5 הראויים לחברת הניהול, ולמעשה מקבל את טענת המומחית מטעם המשיבים בעניין  
6 זה.  
7  
8 שנית, המומחה מטעם המבקשת לא הבהיר מדוע הוא מצא לנכון להעמיד את דמי-  
9 הניהול הראויים בקרן דווקא על 0.5%. בחוות דעתו המשלימה המומחה מטעם  
10 המבקשת אמנם התייחס לפער בין היקף הנכסים של חברות המדגם לבין היקף  
11 הנכסים של הקרן וקבע כי הפער הזה מצדיק עליה לא מכומתת בדמי-הניהול  
12 הראויים (ביחס למדגם שתוצאותיו עמדו על 0.39%-0.42%), המעמידה אותם על  
13 0.5%. המומחה לא הסביר את הבסיס למסקנה זו. אין בחוות-דעתו הסבר מדוע פער  
14 זה בהיקף הנכסים (למשל בין עזריאלי קבוצה בע"מ לה נכסים בשווי של מעל 25  
15 מיליארד ₪ לבין הקרן לה נכסים בשווי 1.3 מיליארד ₪) מצדיק דווקא עליה  
16 בעלויות דמי-הניהול המעמידה אותם על 0.5%? המומחה אף לא הסביר (וכימת  
17 מספרית) את ההתאמה כלפי מטה הנדרשת לטענתו בשל שני קריטריונים שהוא  
18 הודה ברלוונטיות שלהם לגבי חלק מהחברות במדגם (בלי לציין אילו מהן). מדובר  
19 בעיסוק בייזום והקמה ובעלויות שכר הכוללות רכיב הצלחה. אין למומחה גם הסבר  
20 לעצם ההשוואה לקבוצת ההשוואה, אם אכן קבוצה זו אינה מתאימה ושונה  
21 משמעותית מהקרן בהיקף נכסיה ופעילותה באופן הדורש ממנו לעשות התאמות  
22 מטה ומעלה שאופן ביצוען לא הובהר ולא בוסס כדבעי.  
23  
24 המומחה מטעם המבקשת ביסס, לטענתו, את קביעת דמי הניהול הראויים בקרן על .73  
25 מספר מקורות חיצוניים. גם מקורות אלו מעלים קשיים מרובים. כך שניים  
26 מהמקורות - מאמרו של Bobby Jayaraman ומצגת שפרסמה פירמת יעוץ הנדל"ן  
27 Green Street Advisors, אינם עוסקים בישראל לפי הודאתו של מומחה המבקשת  
28 עצמו. המשיבים ציינו בהקשר זה כי המצגת שלא צורפה לחוות-הדעת לא אותרה  
29 על-ידיהם, ולכן לא ברור כלל מה שווי הנכסים של החברות בהן היא עוסקת, והאם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 ניתן כלל להשוות אותן לקרן. המומחה מטעם המבקשת אמנם צירף את המצגת  
2 לחוות-דעתו המשלימה אך לא התייחס להיקף הנכסים של החברות בהן היא  
3 עוסקת. בכל הנוגע למאמר המוזכר, הוא עוסק בקרנות ריט בסינגפור. לטענת  
4 מומחית המשיבים, המודל הסינגפורי לקרנות ריט שונה מזה בישראל ומעבר לכך -  
5 מדובר בחברות בעלות שווי נכסים גדול פי 10-20 מזה של הקרן. יצוין כי בחוות-  
6 דעתו המשלימה, לא התמודד מומחה המבקשת עם טענות אלה של המומחית מטעם  
7 המשיבים – טענות הטעונות התייחסות והבהרה. גם ענין זה הוא בעוכריו.  
8
- 9 מומחה המבקשת הפנה בעניין קביעת דמי-הניהול הראויים בשיעור של 0.5% גם  
10 לשני מקורות העוסקים בישראל: הראשון, מאמרו של פרופ' ברנע שלטענת מומחה  
11 המבקשת מעמיד את דמי הניהול בחברות נדל"ן מניב בישראל על 0.25%-0.5%.  
12 אולם, המומחית מטעם המשיבים ציינה בהקשר זה כי המאמר האמור מתייחס רק  
13 לעלויות של ניהול נכסי נדל"ן קיימים. הוא אינו מתייחס לפעילויות ושירותים  
14 נוספים שחברת הניהול מספקת לקרן - גיוסי הון, איתור ורכישה של נכסים, גביית  
15 תשלומים ועוד. העדר המענה לענין זה בחוות-דעתו המשלימה של מומחה המבקשת,  
16 בעייתי ומותיר ספק ביחס לאפשרות להתייחס למאמר זה ביחס לקרן ולחברת  
17 הניהול דנן. עוד יש לציין בהקשר זה כי המאמר עצמו כלל לא צורף לחוות-דעת  
18 מומחה המבקשת – מה שמונע מבית המשפט את האפשרות לבחון אותו לגופו.
- 19 לבסוף, מפנה מומחה המבקשת לתוצאות בדיקה של חברת "אמות", המעמיד את  
20 השיעור הממוצע של יחס הוצאות שכר מטה ודמי ניהול מהיקף נכסי הליבה בקרב  
21 חברות נדל"ן מניב בישראל בשנת 2011 על ממוצע של 0.4%. גם בהקשר זה טענה  
22 המומחית מטעם המשיבים כי החברות שנבדקו הן בעלות היקף נכסים גדול בהרבה  
23 מזה של הקרן, כאשר מדובר בקבוצת השוואה הדומה למדגם שבחר מומחה  
24 המבקשת. מומחה המבקשת אינו מכחיש טענה זו בחוות דעתו המשלימה. לכן,  
25 הקשיים שצוינו לעיל קיימים גם ביחס למקור זה.
- 26 עוד יצוין כי גם מומחה המבקשת מודה כי תחום העיסוק של 6 מבין החברות המצויות .73  
27 במדגם שהוצג על-ידי מומחית המשיבים מתאים לזה של הקרן. היקף הנכסים של  
28 חברות אלה תואם אף הוא את זה של הקרן. בחינה של הוצאות הנהלה וכלליות של



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 אותן חברות (שהצדדים מסכימים שהן בנות השוואה) ביחס לקרן מעיד על כך שאף  
 2 שהוצאות הקרן הן ברמה גבוהה, הרי שהן אינן חריגות ויוצאות-דופן כפי שטוענת  
 3 המבקשת (ראו נספח א' לחוות-הדעת המשלימה מטעם המבקשת).  
 4  
 5 כך הממוצע של הוצאות הנהלה וכלליות כאחוז מהנכסים של אותן 6 חברות עמד  
 6 בשנת 2014 על 0.83% ואילו אצל הקרן על 1.1%. ב-3 מתוך 6 החברות, האחוז דומה  
 7 לזה של הקרן. להלן טבלה המסכמת את הנתונים ביחס לאותן 6 חברות:  
 8

מגה אור	לוינשטיין נכסים	עוגן נדל"ן	אלקטרה נדל"ן	ארנה גרופ	מישורים	ממוצע	סלע נדל"ן	
1.08%	0.78%	0.45%	0.58%	0.92%	1.18%	0.83%	1.1%	הנהלה וכלליות כאחוז מהנכסים

9  
 10 שתי הערות ביחס לנתונים עליהם מבוססת הטבלה: ראשית, הצדדים חלוקים ביניהם  
 11 האם יש להשוות בין "הוצאות הנהלה וכלליות" כפי שמופיעות בדוחות הכספיים של  
 12 החברות או בין נתון שהוגדר על ידי מומחה המבקשת בשם "דמי ניהול שכר עבודת  
 13 מטה ונלוות".

14  
 15 74. אני סבורה כי יש לקבל את עמדת המומחית מטעם המשיבים בהקשר זה, וזאת  
 16 ממספר טעמים: ראשית, דמי הניהול המשולמים לחברת הניהול מהווים כ-80%  
 17 מהוצאות ההנהלה והכלליות של הקרן (עמ' 14 לחוות דעת המשיבים) קרי עיקר  
 18 הסכום. הנתון המוגדר על ידי מומחה המבקשת כ"דמי ניהול שכר עבודת מטה ונלוות"  
 19 אינו נתון שקוף וגלוי המופיע בדוחות הכספיים של אותן חברות ציבוריות. חברות  
 20 הנדל"ן מניב האחרות אינן מנוהלות בהכרח על ידי חברת ניהול ועל כן אין להן בהכרח  
 21 סעיף "דמי ניהול" בדוחות. כפי שציינה המומחית מטעם המשיבים בהקשר זה: "לא  
 22 ברור על סמך מה ביצע רויטר השוואה של דמי הניהול בחוות דעתו השנייה, כאשר  
 23 נתון זה הוא תחשיב לא ברור שלא הצלחתי להתחקות אחריו. העובדה שמדובר בנתון  
 24 שאינו מבוקר ושלא ברור וגלוי בכל חברה על אילו שירותים בדיוק משולמים דמי



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 הניהול והאם תכולת השירותים היא ברת השוואה. (פס' 5.3 לחוות הדעת המשלימה  
2 מטעם המשיבים).
- 3
- 4 שנית, בעוד מומחית המשיבים מתייחסת לנתון ה"נכסים" כפי שהוא מופיע בדוחות  
5 הכספיים, מתייחס מומחה המבקשת לנתון אותו הוא מכנה "נכסי הליבה". מונח זה  
6 אינו ברור, ולכן אני סבורה כי יש להעדיף את ההתייחסות ל"נכסים", מה עוד שלפי  
7 הסכמי הניהול, דמי הניהול המשולמים לחברת הניהול על ידי הקרן מוגדרים כאחוז  
8 מתוך הנכסים (סעי' 8.1.1 להסכם הניהול, נספח 3 לתגובת הקרן).
- 9
- 10 בשולי הדברים אציין כי בחוות-הדעת הועלו טענות נוספות שלא מצאתי לנכון .75  
11 להתייחס לכולן באופן מפורט. בכלל זה טען המומחה מטעם המבקשת כי דמי-הניהול  
12 הנגבים מהקרן הינם גבוהים גם בהשוואה בינלאומית של קרנות ריט בארה"ב  
13 ואירופה. בהקשר זה יש לציין כי מחוות-דעתה של המומחית מטעם המשיבים עולה  
14 כי אין אפשרות לבחון את המדגם אליו הפנה מומחה המבקשת, שכן הוא לא ציין בו  
15 שמות של החברות שנכללו בו. תשובתו של מומחה המבקשת לטענה זו לפיה המדגם  
16 כלל את כל שוק קרנות הריט בארה"ב ואירופה, רק מחזקת את טענת מומחית  
17 המשיבים כי מדובר במדגם הכולל חברות בעלות היקף נכסים שונה בהרבה מזה של  
18 הקרן. כזכור, גם מומחה המבקשת הודה כי קריטריון היקף הנכסים הוא קריטריון  
19 בעל חשיבות לצורך קביעת דמי הניהול הראויים והשוואה בין חברות.  
20
- 21 עוד יצוין כי דמי-הניהול הקבועים בהסכם הניהול החדש נתמכו על-ידי חברת הייעוץ  
22 אנטרופי במסגרת תמיכתה במדיניות התגמול של הקרן, שכללה אישור של מדיניות  
23 התגמול כלפי חברת הניהול (ר' נספח 3 לסיכומי הקרן). אישור זה מחזק אף הוא את  
24 עמדת המשיבים לפיה דמי-הניהול שקיבלה חברת הניהול לא היו בלתי-סבירים, כפי  
25 שעולה כאמור גם מחוות דעתה של המומחית מטעם המשיבים.  
26
- 27 סיכומה של נקודה זו – אני סבורה כי המבקשת לא הרימה את הנטל ולא הוכיחה כי  
28 דמי-הניהול שגבתה חברת הניהול מהקרן הם גבוהים באופן חריג לעומת קבוצת  
29 ההשוואה. כאמור, רק קביעה על דמי-ניהול גבוהים באופן חריג היתה יכולה לשמש



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 אינדיקציה לשליטת חברת הניהול בקרן. לאור המסקנה שלעיל, לא ניתן להסיק  
2 מגובה דמי-הניהול כי חברת הניהול שלטה בקרן בשליטה איכותית.

3

4

### עמדתה של הרשות לניירות-ערך ביחס לשליטה בקרן

5 76. המשיבים טענו כי עמדת הרשות ביחס לסוגיית השליטה בקרן אמנם לא נמסרה להם  
6 בכתב, אך היא הובהרה בשיחת טלפון שקיימו יועציה המשפטיים של הקרן עם נציגי  
7 הרשות ביום 8.8.2011 (תקציר השיחה צורף לתצהיר גילוי המסמכים המשלים מטעם  
8 המשיבים מיום 13.9.2016). מהתקציר הזה עולה כי הרשות דרשה שהקרן תתקן את  
9 הסכם הניהול בהתאם למנגנון הקיים בחברת ריט אחרת – ריט 1 - בכל הנוגע לדרך  
10 מינוי המנכ"ל. הרשות אף הסכימה בשיחה זו לקבל את עמדת הקרן לפיה אין לראות  
11 בחברת הניהול כבעלת-השליטה בקרן, אלא רק כנושאת משרה בה. מאז ועד היום,  
12 הרשות לא פנתה אל הקרן בשאלות נוספות בנושא זה. הרשות אף לא העירה דבר  
13 בנושא זה במסגרת הבקשה לפרסום תשקיף מדף מתוקן מיום 26.2.2012 – בו נכלל  
14 לראשונה השינוי בהגדרת השליטה בקרן. גם לאחרונה כאשר פורסם תשקיף מדף  
15 מעודכן של הקרן ביום 21.2.2017, לא היו לרשות הערות בנושא השליטה בקרן.

16

17 המשיבים התייחסו גם לעמדתה של הרשות כפי שהיא עולה משתי החלטות "פרה-  
18 רולינג" שהתבקשו על-ידי קרנות ריט אחרות. לגישתם, בהחלטות אלה שנסיבותיהן  
19 דומות לנסיבות דנן, קבעה הרשות כי חברת הניהול אינה בעלת-השליטה בקרן.

20

21 מנגד טענה המבקשת כי מקורו של תרשים השיחה בין נציגי הרשות ליועציה  
22 המשפטיים של הקרן מיום 8.8.2011 הוא במייל פנימי של המשיבים. אין מדובר  
23 במסמך של הרשות, ולכן אין זו עמדה רשמית ומנומקת. ביחס להחלטות ה"פרה  
24 רולינג" בעניין קרנות ריט אחרות, נטען כי הרשות הבהירה בהן שהן ניתנות רק לגבי  
25 החברה שביקשה אותן ובנסיבות הספציפיות של אותה החלטה. הרשות אף הדגישה  
26 באותן החלטות כי היא אינה מביעה דעה בנוגע לקיומה של "שליטה איכותית" בקרן  
27 על-ידי חברת הניהול.

28





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

דיון	
.77	כפי שיובהר להלן, אני סבורה כי גם בהנחה שהרשות לא התנגדה לקביעה לפיה חברת הניהול אינה שולטת בקרן, אין לעמדה זו משמעות משפטית ביחס למחלוקת נושא החלטה זו.
	אני סבורה כי הרשות אכן לא התנגדה לשינוי מעמדה של חברת הניהול בקרן בשנת 2011. יועציה של הקרן פנו לרשות בנושא זה, ואף הציגו בפניה מזכר משפטי לפיו אין בקרן בעל-שליטה (נספח 16 לתגובת הקרן). בפרוטוקול ישיבת הביקורת מיום 27.9.2011 (נספח 7 לתגובת המשיבים 1-9) ציין מר בן חמו בהקשר זה (עמ' 2) כי: <b>"ברשות הסכימו שאין בעלי שליטה וביקשו תיקון בהסכם הניהול. התיקון מתייחס לסעיף מינוי מנכ"ל".</b> הרשות אף לא דרשה את שינוי נוסח תשקיף המדף המתוקן של הקרן מיום 26.2.2012 בו צוין כי בקרן אין בעל-שליטה (נספח 10 לתגובת המשיבים 9-1).
.78	מהו משקלה של עמדת הרשות בעל פה והעדר התנגדותה לנוסח תשקיף המדף שפורסם בשנת 2012?
	בית-המשפט העליון (כב' השופטת א' חיות) דן לאחרונה בשאלה דומה - שאלת משקלה של עמדת הרשות שניתנה במסגרת בקשה ל"פרה רולינג". באותו ענין - ע"א 4154/14 <b>הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה נ' דוד כהן</b> (16.5.2017) (להלן: <b>"עניין הצלחה"</b> ), קבע בית-המשפט (כב' השופטת חיות, בפס' 32) כי: <b>"מענה שניתן על-ידי רשות בהליך של פרה-רולינג משקף ככלל את עמדתה המקצועית-המקדמית בעניין הנוגע לפנייה והגם שלעיתים הוא עשוי לכבול את אותה הרשות לעמדה זו (אהרן נמדר מס הכנסה 52 (מהדורה שלישית, 2010)), אין בה כדי ליצור נורמה משפטית חדשה ואין בכוחה לשנות נורמה משפטית קיימת (ראו והשוו: ת"א (ת"א) 1792/09 מנחם נ' אקסלנס נשואה ניהול השקעות בע"מ, בפסקה 28 (4.4.2011)).</b> דברים ברוח זו נכללו במסמך הנוגע לעמדות של



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 סגל הרשות לניירות-ערך בנושאים שונים מיום 14.2.2008,  
2 אשר פורסם באתר האינטרנט שלה המתייחס, בין היתר,  
3 להליך הפרה-רולינג ולכך שעמדות הניתנות על-ידי הרשות  
4 במענה לפניית בהליך זה אין להן תוקף משפטי מחייב והן  
5 'בבחינת תיאור עמדות הגוף המקצועי המופקד על התחום  
6 ולא מעבר לכך'. ובמילים אחרות, לעמדת הרשות הניתנת  
7 במענה לפנייה בהליך של פרה-רולינג מעמד מוגבל  
8 המצומצם למישור היחסים שבין הפונה הקונקרטי ובין  
9 הרשות ואף זאת אך ורק ביחס לסוגיה הקונקרטית שבה  
10 עוסקת הפנייה. מכאן נובע כי בדומה לגישה האמריקאית,  
11 עמדה שמביע סגל הרשות במענה לפנייה בהליך של פרה-  
12 רולינג אין לה מעמד של אישור או הרשאה חוקית לפעולה  
13 שמבקש הפונה לבצע וממילא אין כוחה יפה כלפי כולי עלמא,  
14 ובכלל זה כלפי הניזוקים מפעולה או מחדל שמחליט הפונה  
15 לנקוט בעקבות אותו המענה".

16 עוד הדגיש בית-המשפט העליון באותו ענין כי להלכה זו משנה תוקף כאשר מדובר  
17 במענה אשר ניתן על-ידי סגל הרשות בעל-פה ולא בכתב, בניגוד לנהלי הרשות עצמה  
18 ביחס לפניית "פרה רולינג" (פס' 33 לחוות דעתה של כב' השופטת חיות).

19  
20 79. לאור ההלכה הזו, אין לייחס לעמדת הרשות במקרה דנן משקל משמעותי. ראשית,  
21 מדובר במענה שניתן בעל-פה שאין תיעוד מדויק לנוסחו או תנאיו; שנית, עמדת  
22 הרשות משליכה לכל היותר במישור היחסים בין הקרן לבין הרשות ולא בין הקרן לבין  
23 כל גורם אחר; ושלישית, עמדת הרשות אינה מחייבת את בית-המשפט שהוא הפרשן  
24 המוסמך של החוק, וכפי שצוין בענין הצלחה "אין בה כדי ליצור נורמה משפטית  
25 חדשה ואין בכוחה לשנות נורמה משפטית קיימת".

26  
27 בהתאם להלכה בעניין הצלחה, אין גם משקל להחלטות הרשות בפניות ה"פרה-  
28 רולינג" של שתי קרנות הריט אחרות. עמדות אלה נוגעות למישור היחסים בין הרשות  
29 לבין אותן קרנות הריט שפנו אליה, ביחס לסוגיה הקונקרטית ולעובדות המסוימות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 שתוארו על-ידי הקרנות הללו. הרשות אכן הקפידה לציין במכתבי ה"פרה רולינג" כי  
2 "סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי שאלות אחרות העשויות לעלות מהאמור  
3 במכתבכם. בכלל זה, בקשר עם סוגיית יכולת חברת הניהול לכוון את פעילות קרן  
4 הריט שמקורה אחר מהמפורט במכתבכם. כמו כן, מכיוון שעמדה זו מבוססת על  
5 העובדות המתוארות במכתבכם, יש להבהיר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או  
6 בתנאים המתוארים בו, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה"  
7 (נספח 21 לתגובת הקרן).

8  
9 המסקנה של האמור לעיל היא כי לא ניתן להסיק מסקנות מעמדת הרשות בנוגע  
10 לשאלה נושא ההחלטה דנן – האם חברת הניהול שולטת בקרן אם לאו.

11

### המו"מ שנוהל על חידוש הסכם הניהול

12  
13 80. המבקשת הוסיפה וטענה כי מתשובת הקרן לרשות מיום 2.11.2014 עולה כי היא לא  
14 שקלה כלל חלופות אחרות לחברת הניהול, ללא שיש לה הסבר מספק לכך. המבקשת  
15 טוענת כי הדבר מעיד על כך שהמשיבים 2 ו-3 ו-9 היו אלה שהפעילו את הקרן, וכי הם  
16 אלה שאינם מעוניינים שההסכם עם חברת הניהול יגיע לבחינה ולאישור של האסיפה  
17 הכללית.

18

19 המבקשת הפנתה בהקשר זה לפרוטוקול ישיבת ועדת התגמול מיום 9.3.2014, ממנו  
20 עולה כי האפשרות שהסכם הניהול לא יוארך כלל לא עלתה. זאת ועוד, המבקשת טענה  
21 כי המשיבים 2 ו-3 המצויים בניגוד עניינים בנוגע להארכת הסכם הניהול היו נוכחים  
22 ופעילים במהלך הישיבה. הם אף ציינו שהם יכינו טיוטת הסכם ניהול שיובא לאישור  
23 הוועדה ואז לדירקטוריון, רצוי עד סוף השנה. לגישת המבקשת עולה מדברים אלה כי  
24 ועדת התגמול והדירקטוריון משמשים רק כ"חותמת גומי" להסכם שינוסח על-ידי  
25 חברת הניהול, בעוד שהאסיפה הכללית היא "מחוץ לתמונה". המבקשת הפנתה לטענת  
26 המשיבים לפיה בין הצדדים נוהל משא ומתן ארוך וממושך. היא טוענת כי עמדת  
27 המשיבים אינה עולה בקנה אחד עם העובדה שהדיווח המידי אודות חתימת הסכם  
28 הניהול החדש נעשה כבר ביום 29.7.2014, קרי כארבעה חודשים וחצי לאחר ישיבת  
29 ועדת התגמול (כאשר במועד הישיבה לא היתה עדיין טיוטה של הסכם).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1
- 2 המבקשת הוסיפה וטענה כי מהמסמכים עולה שהארכת הסכם הניהול נעשתה ב"הליך
- 3 בזק" וללא בחינת חלופות. בחינה כזו היתה הכרחית, ודאי לאור העובדה שמדובר היה
- 4 בהסכם המהותי ביותר של הקרן ובהוצאה של 70-100 מיליון ₪ משך 7 שנים. למעשה,
- 5 מהדיון בוועדת התגמול מיום 6.4.2014 עולה כי נוהל "משא-ומתן הפוך", בו ועדת
- 6 התגמול ביקשה לברר עם מנהלי חברת הניהול האם הצעת המחיר שהם הציעו אינה
- 7 נמוכה מדי.
- 8
- 9 המבקשת ציינה בהקשר זה גם את הוספתה של זכות חדשה בהסכם הניהול החדש -
- 10 להארכה נוספת שלו ב- 3 שנים נוספות ללא אישור האסיפה הכללית אלא באישור
- 11 ועדת הביקורת בלבד. לגישת המבקשת, ועדה זו היא "חותמת גומי" של בעלת-
- 12 השליטה – חברת הניהול.
- 13
- 14 המשיבים כפרו בטענות המבקשת. לגישתם כבר בהסכם הניהול המקורי ניתנה .81
- 15 אופציה להארכתו בשבע שנים. הסכם הניהול החדש נדון ארבע פעמים בוועדת התגמול
- 16 הבלתי-תלויה של הדירקטוריון. ועדה זו אף בחנה חלופות למימוש האופציה של
- 17 הארכת הסכם הניהול עם חברת הניהול. ועדת התגמול ניהלה עם חברת הניהול משא-
- 18 ומתן ממושך ובלתי-תלוי, במסגרתו נקבעו דמי-ניהול נמוכים יותר מאלה שנקבעו
- 19 בהסכם הניהול המקורי. מעבר לכך אף נוספו במסגרת הסכם הניהול החדש שירותים
- 20 נוספים שעל חברת הניהול לספק לקרן במסגרתו. כמו כן, ועדת התגמול קיבלה את
- 21 הערות ב"כ הקרן לפיה טיוטת הסכם הניהול תואמת את מדיניות התגמול של הקרן
- 22 אשר אושרה באסיפה הכללית. הסכם הניהול החדש הובא לאישור הדירקטוריון
- 23 שאישר אותו פה אחד ובאופן מנומק. הארכת הסכם הניהול לא נעשתה "מאחורי גבה"
- 24 של האסיפה הכללית, והדבר פורסם בדיווחים רשמיים של הקרן, תוך פירוט
- 25 הנימוקים להארכת הסכם הניהול.
- 26
- 27 יוער בשולי הדברים כי בעלי המניות בקרן היו רשאים – אם מצאו לנכון – לבקש לכנס
- 28 אסיפה כללית מיוחדת ולשנות בה את תקנון החברה, תוך קביעה שהחלטה ביחס



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 להסכם הניהול תתקבל באסיפה הכללית ולא על ידי הדירקטוריון. בעלי המניות בקרן  
2 לא פעלו באופן זה ולא ביקשו זאת.

3  
4 המשיבים הכחישו את טענת המבקשת כאילו ועדת התגמול והדירקטוריון לא בחנו  
5 חלופות למימוש האופציה של הארכת הסכם הניהול עם חברת הניהול. לטענתם  
6 מדובר בציטוט חלקי ומסולף של מכתב הקרן לרשות מיום 2.11.2014, בו נאמר  
7 במפורש כי נשקלו גם חלופות למימוש האופציה כאמור, וכן פורטו הנימוקים מדוע  
8 חלופות אלו נדחו.

9

10

דיון

11 .82 אני סבורה כי ממכלול הראיות הנוגעות למהלך ההידברות בין הקרן לבין חברת

12 הניהול לקראת ההתקשרות בהסכם הניהול החדש, לא ניתן לקבוע כי אופן ניהול  
13 המשא-ומתן מביא למסקנה לפיה חברת הניהול שלטה בקרן.

14

15 כפי שהובהר לעיל, ועדת התגמול של הקרן קיימה מספר ישיבות בנושא הסכם הניהול  
16 החדש. מהפרוטוקולים של ישיבות אלה עולה כי הנושא נשקל ונבדק על-ידי חברי  
17 הוועדה. המשא-ומתן שהתנהל בין הקרן לבין חברת הניהול, אכן הביא לתוצאות  
18 חיוביות מבחינת הקרן: הן בהפחתת שיעור דמי-הניהול שישולמו על-ידי הקרן, והן  
19 בהגדלת נפח השירותים שתספק חברת הניהול לקרן כנגד אותם דמי-ניהול.

20

21 אינני מקבלת גם את הטענה כי משך הזמן בו התנהל המשא ומתן – מספר חודשים -  
22 היה קצר באופן חריג. מהפרוטוקולים של דיוני ועדת התגמול עולה כי בין הצדדים  
23 הוחלפו מספר טיוטות – דבר המהווה אינדיקציה לכאורית לפחות לרצינות המשא-  
24 ומתן. לכן, העובדה שהטיוטה הראשונה של הסכם הניהול החדש (שהתבסס בעיקרו  
25 על הסכם הניהול המקורי) נערכה בפועל על-ידי חברת הניהול, אינה אינדיקציה לכך  
26 שלא התנהל בין הצדדים משא-ומתן רציני.

27

28 .83 ועדת התגמול נימקה את החלטתה להמשיך להתקשר עם חברת הניהול. נימוקיה היו

29 נימוקים עניינים שנגעו לתוצאות עבודתה של חברת הניהול במשך 7 השנים הראשונות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 לפעילות הקרן – עמידה ביעדים, השגת נכסים איכותיים שהביאו לתשואה גבוהה מזו  
2 של המתחרים, הנפקות הון מוצלחות, חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות, גידול בהיקף  
3 הנכסים של הקרן ועוד. מובן כי כל הנושאים הללו הם רלוונטיים בבחינת השאלה  
4 האם להאריך את הסכם הניהול.  
5  
6 יודגש כי מהפרוטוקולים של הישיבות עולה שחברי ועדת התגמול הכירו היטב את  
7 עבודת חברת הניהול במשך אותן שנים. יתרה מזאת, חברי הוועדה אף העלו במסגרת  
8 הדיונים שאלות רלוונטיות בנוגע להמשך ההתקשרות עם חברת הניהול. כך למשל  
9 הועלתה השאלה: **"האם בתקופה של מעבר הקרן לנכסים בהיקפים גדולים יותר,**  
10 **בהיקף נכסים של כ-2-3 מיליארד ₪, האם חברת הניהול תוכל להמשיך לעשות**  
11 **עבודה טובה כבעבר?"** (דברי מר דוד בועז, פרוטוקול מיום 6.4.2014, עמ' 2). המשיבים  
12 3-2 הצטרפו לישיבה כדי להביא את עמדת חברת הניהול. הם השיבו לשאלות חברי  
13 הוועדה והציגו את חזונם.  
14  
15 זאת ועוד - חברי הוועדה ביקשו כי חברת הניהול תפחית את דמי-הניהול בהיקף  
16 הנכסים הגבוה, וכי יתווספו שירותים שונים שיינתנו לקרן, וחברת הניהול הסכימה  
17 לכך. כמו כן, כדי להשוות את דמי-הניהול המבוקשים על-ידי חברת הניהול לאלה  
18 שגובות חברות אחרות עבור טיפול דומה, הוצגו לוועדת התגמול נתונים המשווים בין  
19 חברות נדל"ן מניב שונות, ביניהן הקרן, בהתייחס לגובה דמי-הניהול שהן גובות.  
20 נתונים אלו מיקמו את הוצאות ההנהלה וכלליות בקרן ביחס לשווי נכסים על סך  
21 1.18%, לעומת החציון של חברות ההשוואה במדגם העומד על 1.21% והממוצע  
22 העומד על 1.39% עבור שנת 2013.  
23  
24 84. כזכור, המבקשת טענה כי הקרן לא בחנה אלטרנטיבות אחרות להתקשרות עם חברת  
25 הניהול. אכן, במכתב הקרן לרשות מיום 2.11.2014 נכתב כי **"לאור כל האמור, ולאור**  
26 **השיפור שהושג בתנאי ההסכם כמפורט לעיל, לא נבחנו חלופות נוספות למינויה של**  
27 **חברת ניהול אחרת לחברה, חלף חברת הניהול"**.  
28



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 יחד עם זאת, אני סבורה כי בנסיבות המקרה דנן, לא ניתן לקבוע כי די בעובדה שלא  
2 נבחנו חלופות אחרות על-ידי ועדת התגמול, כדי לקבוע כי הוכחה שליטתה האיכותית  
3 הנטענת של חברת הניהול בקרן. טענה זו אינה עולה מחומר הראיות שהוצג בפני בית  
4 המשפט – בנוגע למשא-ומתן שתואר לעיל ותוצאותיו עבור הקרן, לנימוקים העניינים  
5 שנתנו חברי הוועדה (שלא נסתר) הנוגעים להחלטה להמשיך את ההתקשרות עם  
6 חברת הניהול, למענה שנתנה חברת הניהול לשאלות שהטרידו את חברי הוועדה ביחס  
7 להמשך ההתקשרות ולהשוואה בין דמי-הניהול אותם גובה הקרן לאלה שמשלמות  
8 חברות נדל"ן מניב אחרות. העולה מכל הראיות הללו הוא כי לא ניתן לקבוע כי  
9 המבקשת הרימה את הנטל – ולא גם לשלב זה של הדיון – והוכיחה כי ההחלטה שלא  
10 לבחון חלופות אחרות לא היתה עניינית וכי היא נבעה משליטתה בפועל של חברת  
11 הניהול בקרן.  
12

### העובדה שהסכם הניהול החדש לא הובא לאישור האסיפה הכללית

13  
14 85. לטענת המבקשת היה מקום להביא את הסכם הניהול החדש לאישור האסיפה  
15 הכללית, ולו רק בשל היותו הסכם מהותי לקרן. לגישתה, עמדה על הפרק התקשרות  
16 בהסכם לתקופה של שבע שנים נוספות, תמורת סכומים שנתיים שעמדו על כ-10  
17 מיליון ש"ח. סכומים אלה הגיעו בשנת 2015 ל-47% מהרווח הנקי של הקרן. המבקשת  
18 טענה כי הסכם הניהול הוא ההסכם המהותי ביותר של הקרן, וחברת הניהול היא ספק  
19 השירותים המהותי שלה. לכן, כללי ממשל תאגידי תקינים חייבו כי הסכם כזה יאושר  
20 על-ידי האסיפה הכללית של החברה.  
21

22 המשיבים כפרו בנתונים שהציגה המבקשת ביחס לדמי-הניהול ששולמו לקרן בשנת  
23 2015. לטענתם נתונים אלה הם חלקיים ומסולפים, והיחס בין דמי-הניהול לרווח הנקי  
24 בשנת 2015 היה 30.6% בלבד. בשנת 2016 עמד היחס הזה על 20.3%. כך או אחרת,  
25 לגישת המשיבים נתונים אלה אינם רלוונטיים להכרעה בבקשת האישור.  
26

27 לטענת המשיבים נחתם הסכם הניהול החדש שלוש שנים לאחר שהוכרעה סוגיית  
28 השליטה בקרן. באותו מועד לא היה בקרן בעל-שליטה. לכן לא נדרש אישור האסיפה  
29 הכללית לאישור הסכם זה. אף הרשות, שביקשה הבהרות בנוגע להארכת הסכם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 הניהול במכתבה מיום 23.10.2014 (נספח 25 לתגובת הקרן), לא טענה כי נדרש אישור  
2 האסיפה הכללית להסכם הניהול החדש.  
3  
4 המשיבים ביקשו לדחות את טענת המבקשת לפיה היה מקום להביא את ההסכם  
5 לאישור האסיפה הכללית רק לאור העובדה שההסכם היה מרכזי לניהול הקרן ומהותי  
6 מבחינתה. לגישתם, אין חובה בדין להביא לאישור של האסיפה הסכם שאיננו עסקה  
7 עם בעל-שליטה; ומעבר לכך, גם לגופו של ענין, ההתקשרות עם חברת הניהול איננה  
8 ההתקשרות המהותית ביותר של הקרן - המבצעת גיוסי הון של מניות ואג"ח, ורוכשת  
9 נכסים בהיקפים של מאות מיליוני שקלים.

10

11

דיון

12 אני סבורה כי אין לקבל את טענת המבקשת לפיה היה מקום להביא את הסכם הניהול  
13 החדש לאישור האסיפה הכללית רק משום שהוא היה הסכם מהותי של הקרן.  
14

15

16 העיקרון הבסיסי בדיני החברות נוגע להפרדה בין הבעלות לבין השליטה בחברה. כך,  
17 ככלל שומרים בעלי-המניות לעצמם את הבעלות בנכס ובכלל זה את הזכות (והסיכון)  
18 להפקת רווחים ממנו, ואילו את השליטה בנכס וניהולו הם מעבירים לגופים מקצועיים  
19 שזהו תפקידם וזו התמחותם (אירית חביב סגל **דיני חברות** 167-169 (2007)). לפי  
20 תפיסה זו, הדירקטוריון שנבחר על-ידי האסיפה הכללית בחברה, הוא האורגן הטוב  
21 והמתאים ביותר להתוות את מדיניות החברה ולקבל את ההחלטות המהותיות בה.  
22 זאת לאור יכולותיהם העסקיות והניהוליות של הדירקטורים.

23

24 ההפרדה בין הבעלות לבין השליטה בחברה עלולה לעורר גם "בעיות נציג" באותם  
25 מקרים בהם קיים חשש לניגוד עניינים בין הדירקטורים שהתמנו על-ידי בעל-השליטה  
26 (ושעשויים לייצג את האינטרס שלו) לבין האינטרס של יתר בעלי-המניות בחברה. רק  
27 כשיש חשש לפעולה בניגוד עניינים כזה, יש הצדקה להעביר את כוח ההכרעה לידי  
28 האסיפה הכללית ובפרט לבעלי מניות המיעוט בה. כפי שהובהר לעיל בהחלטה זו,  
במקרים בהם יש לבעל-השליטה (ולדירקטורים מטעמו) ענין אישי בהחלטה – ניתן





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 להניח כי החלטה של רוב מקרב בעלי-מניות המיעוט באסיפה הכללית, תהיה החלטה  
2 שתשקף את טובת החברה בצורה המיטבית.  
3
- 4 87. מכלל ההן בדברים האמורים לעיל, ניתן להסיק גם את ה"לאו": כאשר ההחלטה  
5 שאמורה להתקבל היא בנושא שלגביו אין חשש לניגוד עניינים בין הגורם המקבל את  
6 ההחלטה (הדירקטוריון) לבין האינטרסים שלו עצמו או של מי שמינה אותו, אין מקום  
7 לחרוג מחלוקת הסמכויות בחברה ולהעביר את ההחלטה לאישור האסיפה הכללית.  
8 כאמור, לאסיפה הכללית אין כישורים טובים יותר לקבל החלטות מאשר  
9 לדירקטוריון. הדירקטוריון הוא הגוף המקצועי והמיומן הבקי ומכיר היטב את  
10 החברה, צרכיה ויכולותיה, תכניותיה קצרות הטווח וארוכות הטווח, ניסיונה העסקי  
11 ושדרת הניהול שלה (ר' יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי**  
12 פרק א' (2010)). לדירקטוריון יש בדרך כלל גישה למידע רב הנוגע לחברה – שאינו מצוי  
13 בהכרח בידי בעלי המניות (ראו ס' 184 לעומת ס' 265 לחוק החברות).  
14
- 15 לבעלי המניות אין גם בהכרח הזמן שנדרש כדי ללמוד את המידע הרלוונטי ולנתחו.  
16 מנגד, הדירקטורים חייבים להצהיר כי יש להם זמן כנדרש למילוי תפקידם (ס' 224  
17 לחוק החברות). על הדירקטורים מוטלות חובות הזהירות והאמונים ביחס להחלטות  
18 אותן הם מקבלים עבור החברה (ס' 252-254 לחוק החברות). חובות המובילות  
19 לאחריות הן במישור האזרחי והן במישור הפלילי, ואף הן הופכות את הדירקטוריון  
20 לגוף המתאים יותר בדרך-כלל לפעול לטובת החברה, לעומת האסיפה הכללית.  
21
- 22 יפים לעניין דבריו של השופט י' עמית ברע"א 4024/14 אפריקה ישראל להשקעות  
23 בע"מ נ' רפאל כהן (26.4.2015), פס' 53 (להלן: "ענין אפריקה ישראל"):  
24 **"את הכבוד והכיבוד שבתפקיד הדירקטור החליפו זה מכבר**  
25 **האחריות וחובת הזהירות הרובצות על הדירקטור מעצם**  
26 **תפקידו. לא הדירקטור של היום כדירקטור של פעם.**  
27 **הדירקטור של שנות האלפיים אינו יכול להיות תם שאינו**  
28 **יודע לשאול שמזדמן לפרקים להסב בצוותא ולשתות תה**  
29 **בישיבות הדירקטוריון. הדירקטור של ימינו נושא באחריות**



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 **מקצועית על-פי מבחן 'נושא משרה סביר' (סעיף 253 לחוק),**  
2 **וככזה, הוא נדרש להיות בעל 'הכישורים הדרושים והיכולת**  
3 **להקדיש את הזמן הראוי לשם ביצוע תפקיד של דירקטור**  
4 **בחברה' (סעיף 224 לחוק)".**

5  
6 כפי שהובהר לעיל, המבקשת לא הוכיחה כי במקרה דנן ביקורת של האסיפה הכללית  
7 ביחס לתנאי ההסכם עם חברת הניהול היא טובה יותר מהביקורת של הדירקטוריון  
8 הכולל רוב של חברי דירקטוריון שאין להם זיקה לחברת הניהול, שלא חברת הניהול  
9 היא זו שמינתה אותם, ושאין כל טענה ביחס לאינטרס כזה או אחר שלהם בקידום  
10 חברת הניהול וקבלת דרישותיה.

11  
12 אציין בהקשר זה כי על פני הדברים, הדירקטורים הבלתי תלויים והחיצוניים של .88  
13 הקרן היו בעלי כישורים מתאימים למלא את תפקידם הן מבחינת ידע מתאים והן  
14 מבחינת ניסיון. כך המשיב 4, מר כסלו, הינו בוגר תואר שני בהנדסת תנועה ותחבורה  
15 מאוניברסיטת Northwesters ובוגר לימודי מינהל עסקים באוניברסיטת ת"א. כמו  
16 כן, הוא מכהן כסמנכ"ל פתוח עסקי באשדר חברה לבניה בע"מ. המשיב 5, ד"ר  
17 נוישטיין, הוא בעל דוקטורט במנהל עסקים מאוניברסיטת יורק. ד"ר נוישטיין משמש  
18 כמרצה לכלכלה ומימון באוניברסיטת בר אילן וכיו"ר דירקטוריון ויו"ר ועדת  
19 השקעות בבית ההשקעות "כיוון". המשיב 6, גב' טיטלמן זיידנברג, היא בעלת תואר  
20 שני בכלכלה ומנהל עסקים מהאוניברסיטה העברית, מכהנת כדח"צית בקבוצת דלק  
21 בע"מ ובמחוג – מנהל גמל לעובדי חברת החשמל בע"מ. גב' טיטלמן זיידנברג אף כיהנה  
22 בעבר כסמנכ"ל ומנהלת אגף השקעות באיילון חברה לביטוח בע"מ.

23  
24 המשיב 7, מר בועז, הוא בעל תואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה מהאוניברסיטה  
25 העברית, ובוגר תוכנית PUBLIC FINANCIAL MANAGEMENT של קרן  
26 המטבע הבינלאומית. מר בועז מכהן כסמנכ"ל ודירקטור בדוד בועז יזום ועוץ עסקי  
27 בע"מ, כיו"ר לאוקורד בע"מ וכדירקטור בחמ"ה. המשיב 8, עו"ד אחיעזרא סקרביץ,  
28 היא בעלת תואר ראשון במשפטים מאוניברסיטת ת"א, היא כיהנה כסמנכ"ל, יועצת  
29 משפטית ומזכירת אשכול החברות של בית השקעות אקסלנס נשואה ושימשה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.ג.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 כדירקטורית בהלמן אלדובי פנסיה בע"מ ובהלמן אלדובי קרנות נאמנות בע"מ. כמו  
2 כן, היא משמשת עורכת דין עצמאית בתחום המסחרי.  
3  
4 89. הכישורים והניסיון הללו של הדירקטורים אינם מבטיחים כמובן את עצמאותם. יחד  
5 עם זאת, הם מחזקים את האפשרות לפיה הדירקטורים הללו מסוגלים לפעול באופן  
6 עצמאי וענייני ולקבל החלטות לטובת הקרן. משלא הובאו ראיות לקיומם של  
7 שיקולים זרים המנחים אותם, או קיומם של אינטרסים זרים שיש בהם כדי להסיט  
8 אותם מבחינה עניינית כזו, אין מקום לקבוע כי הדירקטורים הללו משמשים רק  
9 כחומת גומי לדרישות חברת הניהול, וכי הם אינם מפעילים שיקול דעת עצמאי  
10 משלהם.  
11  
12 לכן, אין במקרה דנן מקום להניח כי דווקא העברת ההחלטות מהדירקטוריון לידי  
13 האסיפה הכללית (שגם היא עשויה במקרים מסוימים לגלות אדישות או לשקול  
14 שיקולים שגויים), תביא לתוצאות טובות יותר מבחינת החברה, תוצאות שישקפו  
15 בצורה טובה יותר את מכלול השיקולים של הקרן ואת מכלול האינטרסים שלה.  
16  
17 כאשר מדובר בעסקה שאינה כרוכה בחשד לניגוד עניינים, אישורה צריך ככלל  
18 להיעשות על-ידי דירקטוריון החברה ולא על-ידי האסיפה הכללית שלה, גם אם מדובר  
19 בעסקה שהיא מהותית עבור החברה.  
20

### עקיפת החלטת האסיפה הכללית בכל הנוגע לאישור תנאי העסקתו וכהונתו של מנכ"ל

21 **הקרן**  
22  
23 90. אינדיקציה נוספת אליה התייחסה המבקשת לחיזוק טענתה בדבר שליטתה של  
24 חברתה הניהול בקרן, היתה העובדה שדירקטוריון החברה החליט לאשר את הסכם  
25 ההעסקה של מנכ"ל הקרן ולשנות את מדיניות התגמול שלה בניגוד להכרעת האסיפה  
26 הכללית. ביום 28.5.2015 הודיעה החברה כי היא מביאה לאישור האסיפה הכללית את  
27 הסכם העסקה של מנכ"ל הקרן, ששכרו שולם על-ידי חברת הניהול בהתאם להסכם  
28 הניהול החדש. ביום 25.6.2015 התקיימה האסיפה הכללית השנתית של החברה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 האסיפה התנגדה לאישור תנאי כהונתו של מנכ"ל החברה. זאת על רקע הסכם הניהול  
2 החדש שהוארך כזכור ללא שהוא הובא לאישור האסיפה הכללית.  
3  
4 בדיווח שהגישה הקרן בעקבות האמור, צוין כי הדירקטוריון אישר את תנאי כהונתו  
5 והעסקתו של מנכ"ל החברה חרף התנגדות האסיפה הכללית. כמו כן צוין כי לשיטת  
6 בעלי-המניות באסיפה הכללית, לא ניתן לבחון את ההחלטות המוצעות ביחס למינוי  
7 המנכ"ל בנפרד מהסכם הניהול החדש בכללותו. לטענת המבקשת אלמלא היה  
8 דירקטוריון הקרן פועל "מטעם" חברת הניהול, הוא היה מביא את הסכם הניהול  
9 החדש לאישורה של האסיפה. בפועל – כך נטען – בחר הדירקטוריון של הקרן להמשיך  
10 "לשרת" את בעלת-השליטה ונמנע מלהביא את ההסכם לאישור.

11  
12 זאת ועוד, בעקבות הקושי באישור הסכם העסקת המנכ"ל, הוחלט שלא להביא  
13 לאישור האסיפה הכללית את הארכת הסכם העסקת יו"ר הדירקטוריון, המשיב 2,  
14 והסעיף נמחק מסדר היום של האסיפה. חברת הניהול "התנדבה" להעסיק את המשיב  
15 2 כיו"ר הדירקטוריון ולשלם את שכרו. חברת הניהול פעלה כך – לטענת המבקשת –  
16 רק כדי למנוע דיון באסיפה הכללית, כאשר יתר המשיבים "יישרו איתה קו".

17  
18 המשיבים כפרו בטענות אלה. לגישתם, עמדת המבקשת בהקשר זה לא נוגעת לסוגיית  
19 השליטה של חברת הניהול או של המשיבים 2-3 ו-9 בקרן. דברים אלה יפים ביתר שאת  
20 בנוגע למשיב 9, מר סלע, שפרש מתפקידו כמנכ"ל שנים רבות לפני התרחשות  
21 האירועים. כמו כן, אישור הסכם העסקת המנכ"ל על-ידי הדירקטוריון לאחר שזה  
22 נדחה על-ידי האסיפה הכללית נעשה לטובת הקרן, בעוד שדווקא עמדת האסיפה  
23 הכללית שדחתה את ההסכם - נעשתה מטעמים לא עניינים.

24  
25  
26 המחוקק קבע פרוצדורה לאישור הסכם העסקה של מנכ"ל חברה, במסגרתה נדרש  
27 הסכם ההעסקה להיבחן על-ידי האסיפה הכללית של החברה (לפירוט בדבר ההסדר  
28 העומד ביסוד תיקון 20 לחוק החברות, ר' החלטתי בענין תנ"ג (ת"א) 18994-07-15  
29 יהודית דה לנגה נ' החברה לישראל בע"מ (30.4.2017)). אציין במאמר מוסגר כי לא

דיון

.92



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 הועלתה טענה לפיה היה מקום לאשר את התגמול של חברת הניהול כאילו היתה היא  
2 עצמה "מנכ"ל" של הקרן, ולכן אין מקום להתייחס לנושא זה.

3  
4 אכן, דירקטוריון החברה איננו מחויב לקבל את עמדת האסיפה הכללית (ס' 267(א)(ג)  
5 לחוק החברות). יחד עם זאת, כאשר הדירקטוריון בוחר לדחות את עמדת האסיפה,  
6 יש להתייחס לכך בזהירות ובחשדנות ולבחון היטב כי החלטתו אכן נעשתה מטעמים  
7 עניינים. דחיית עמדת האסיפה מחייבת נימוקים ברורים ועניינים, שעל בית-המשפט  
8 לוודא שהתקיימו. כדי לבחון זאת, יש לבחון קודם כל את הטעמים לכך שהאסיפה  
9 הכללית החליטה שלא לאשר את ההסכם, ולאחר מכן לבחון מדוע – חרף התנגדות  
10 האסיפה – החליט הדירקטוריון לאשר את ההסכם, כפי שהוא מוסמך לעשות מכוח  
11 הוראות חוק החברות.

12  
13 כאמור, כדי לבחון את התנהלות הדירקטוריון יש לבחון קודם כל את הטעם להתנגדות .93  
14 האסיפה הכללית. החלטת האסיפה הכללית שלא לאשר את הסכם העסקת המנכ"ל  
15 מעצם טבעה אינה מנומקת. יחד עם זאת, הרקע להחלטה עולה מהדיווח המידי של  
16 הקרן מיום 3.8.2015 (נספח 21 לבקשת האישור). הקרן דיווחה במסגרת זו אודות  
17 החלטת הדירקטוריון להתגבר על החלטת האסיפה הכללית בהתאם לסמכותו לפי  
18 סעיפים 267 ו-272 לחוק החברות. על-פי הנכתב בדיווח המידי (עמ' 2-3):

19 **"בכתבי ההצבעה אשר התקבלו בחברה לא פורטו הסיבות**  
20 **שבגינן לא אושרו ההחלטות המוצעות, אם כי הסיבה**  
21 **להתנגדותם הובהרה לנושאי משרה בחברה על-ידי נציגי**  
22 **חברה המייעצת לגופי המוסדיים עובר לאסיפה הכללית**  
23 **(חברת הייעוץ). בתכתובות שנשלחו לחברה על-ידי חברת**  
24 **הייעוץ, הסבירו נציגיה כי הם מסתייגים מאישור ההחלטות**  
25 **המוצעות, וזאת על רקע הסכם הניהול החדש, אותו האריכה**  
26 **החברה מבלי שהובא לאישור האסיפה הכללית, וכי**  
27 **לשיטתם לא ניתן לבחון את ההחלטות המוצעות בנפרד**  
28 **מהסכם הניהול החדש בכללותו..."**



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 האסיפה התבססה אם כן על עמדתה של חברת אנטרופי. אנטרופי התנגדה להסכם  
2 משום שלגישתה לא ניתן היה לבחון את תנאי ההתקשרות עם מנכ"ל ויו"ר  
3 הדירקטוריון בקרן במנותק מהסכם הניהול בכללותו, הסכם שלא הובא לאישור  
4 האסיפה הכללית. ואולם, אנטרופי עצמה לא היתה סבורה כי יש להביא את הסכם  
5 הניהול לאישור האסיפה הכללית בהיותו הסכם עם בעלת-השליטה בקרן.  
6
- 7 בנימוקי הדירקטוריון להחלטתו, הוא התייחס לעמדתה של אנטרופי. הדירקטוריון .94  
8 ציין כי התנגדות אנטרופי העומדת בבסיס התנגדות האסיפה הכללית, אינה מובנת  
9 לאור העובדה כי אנטרופי אישרה את מדיניות התגמול של החברה בשנת 2013. תנאי  
10 הכהונה של המנכ"ל תואמים מדיניות זו. לגישת הדירקטוריון, חברת אנטרופי  
11 מתנגדת לאישור תנאי כהונת המנכ"ל מטעמים שאינם קשורים לגוף ההחלטה, אלא  
12 בשל טענתה שיש לבחון תנאים אלה יחד עם הסכם הניהול כולו.  
13
- 14 בדיווח הדירקטוריון מיום 3.8.2015, הובאו גם הטעמים בשלהם החליט הדירקטוריון  
15 לאשר את שכר המנכ"ל. בהקשר זה ציין הדירקטוריון כי המנכ"ל גדי אליקם הוא בעל  
16 תרומה משמעותית לביצועי הקרן ולהשגת יעדיה לטווח ארוך; וכי המשך העסקתו  
17 יתרום ליציבותה וצמיחתה של הקרן לאור ניסיונו העסקי והניהולי והיכרותו  
18 המעמיקה עם עסקי הקרן. כן נלקחה בחשבון העובדה כי תנאי העסקתו של המנכ"ל  
19 תואמים את מדיניות התגמול של הקרן, וכן העובדה שהשוואת התנאים הללו לגמול  
20 של בעלי תפקידים דומים בחברות "בנות השוואה", מיקמו אותם כהוגנים וסבירים.  
21
- 22 אני סבורה כי המסקנה ממכלול האמור לעיל היא כי אין מקום לקבוע כי עמדת .95  
23 הדירקטוריון נבעה מהעובדה שהוא נשלט על-ידי חברת הניהול, חרף העובדה שהוא  
24 בחר שלא לכבד את עמדת האסיפה הכללית ביחס לשכר מנכ"ל החברה כפי שהוא היה  
25 זכאי לעשות.  
26
- 27 **העסקת יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל על-ידי חברת הניהול**
- 28 .96 טענה נוספת שהעלתה המבקשת היא כי העסקת המנכ"ל על-ידי חברת הניהול,  
29 כפיפותו להוראותיה, והצעת המועמדים למשרה על-ידי חברת הניהול, מדגישות את



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 שליטתה של חברת הניהול בקרן. שליטה זו עולה גם מהעסקתו של יו"ר הדירקטוריון  
2 על-ידי חברת הניהול מאז סוף שנת 2015. מנגד טוענים המשיבים כי העסקת מנכ"ל  
3 הקרן ויו"ר דירקטוריון הקרן על-ידי חברת הניהול אינם מעידים על שליטה שלה  
4 בקרן.  
5
- 6 97. אינני סבורה כי יש לקבל את עמדת המבקשת בנושא זה – וזאת בלא להביע עמדה  
7 בשאלת עצם העסקתם של נושאי המשרה הללו על-ידי חברת הניהול ללא אישור  
8 האסיפה הכללית. זאת משום שלטעמי העסקה כזו איננה מעידה על כך שחברת הניהול  
9 היא בעלת שליטה איכותית בקרן.  
10
- 11 אין ספק כי מר סלבין, יו"ר הדירקטוריון, הוא בעל-עניין בחברת הניהול. מר סלבין  
12 הוא ממייסדי חברת הניהול, והוא בעל-מניות ודירקטור בה. לכן העובדה ששכרו כיו"ר  
13 הדירקטוריון משולם על-ידי חברת הניהול, אינה מהווה "מקור כוח" נוסף לחברת  
14 הניהול בקרן, והיא כשלעצמה אינה מחזקת את אפשרותה של חברת הניהול לכוון את  
15 התנהלות הקרן באמצעות "השפעה" על יו"ר הדירקטוריון - המקושר אליה ממילא.  
16
- 17 העובדה שיו"ר הדירקטוריון הוא בעל עניין אישי בחברת הניהול כשלעצמה איננה  
18 אסורה (ואף המבקשת לא טענה כך). יתרה מזאת, החשש מניגוד עניינים אפשרי של  
19 נושאי משרה בחברה הוסדר על-ידי המחוקק שהתייחס לניגוד עניינים אפשרי כזה  
20 בסעיפים 270-272 לחוק החברות. במקרה דנן עולה מחומר הראיות כי מר סלבין כמו  
21 גם המשיב 3, מר בן חמו, אכן נמנעו מלקחת חלק בתהליך קבלת ההחלטות בנושאים  
22 שנגעו לחברת הניהול בשל העניין האישי שהיה להם בהחלטות אלה.  
23
- 24 98. אני סבורה כי גם העסקת המנכ"ל על-ידי חברת הניהול איננה מעידה על שליטת חברת  
25 הניהול בקרן. ראשית, מנכ"ל הקרן, כמו גם חברת הניהול עצמה, כפופים להוראותיו  
26 של דירקטוריון הקרן. הדירקטוריון הוא זה שמוסמך למנות את המנכ"ל ולפטרו.  
27 שנית, בהתאם למבנה הקרן, חברת הניהול מנהלת אותה באמצעות המנכ"ל, בעוד  
28 שהקרן עצמה מעסיקה רק מנהל כספים ומזכירה (מלבד הדירקטורים).  
29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 ניהול כשלעצמו אינו מקנה תמיד ובהכרח שליטה למנהל. אילו זה היה המצב, הרי היה  
2 צריך לקבוע כי כל מנכ"ל בחברה מבוזרת הוא "בעל-שליטה" בחברה. המחוקק החרוג  
3 באופן מפורש מהגדרת השליטה המופיעה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך את המקרים בהם  
4 מדובר ב"יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד".  
5 המחוקק אף קבע כי המנכ"ל כפוף לדירקטוריון ולמדיניות שנקבעת על-ידיו. כך קובע  
6 ס' 120 לחוק החברות כי: "המנהל הכללי אחראי לניהול השוטף של עניני החברה  
7 במסגרת המדיניות שקבע הדירקטוריון וכפוף להנחיותיו".  
8

9 כפי שהבהרתי בראשית הדברים, אני סבורה כי לצורך הוכחת שליטה, נדרשות ראיות  
10 המצביעות על יכולת השפעה של בעל-השליטה מעבר לעובדה שהוא המנהל  
11 האקזקוטיבי של החברה. נדרשות ראיות על כך שהמנהל הוא בעל כוח וסמכויות  
12 החורגות מסמכותו לנהל את החברה באופן יומיומי. המבקשת לא הוכיחה קיומן של  
13 סמכויות כאלה. מנגד, הוכח כי סמכויות ההכרעה בקרן בנושאים של רכישת נכסים,  
14 גיוסי הון וכד' נותרו בידי דירקטוריון הקרן. לא הוכח גם כי הדירקטוריון לא פעל  
15 בצורה עצמאית תוך הפעלת שיקול-דעת אובייקטיבי או כי הוא קיבל בהקשרים אלה  
16 תמיד את עמדת המנכ"ל. אחזור ואדגיש בהקשר זה כי רוב חברי הדירקטוריון לא היו  
17 קשורים לחברת הניהול. בנסיבות אלה אני סבורה כי דין טענת המבקשת בהקשר זה  
18 להידחות.  
19

### התחייבות בתשקיף להביא את הארכת הסכם הניהול לאישור האסיפה הכללית

20 99. טענה נוספת שהעלתה המבקשת היא שהקרן התחייבה בתשקיף ההנפקה כי הארכת  
21 הסכם הניהול תובא לאישור האסיפה הכללית. מאחר שהסכם הניהול הוארך בשבע  
22 שנים נוספות ללא אישור האסיפה הכללית, מדובר בהפרה של התחייבות תשקיפית  
23 שניתנה על-ידי הקרן.  
24

25  
26 המשיבים, כפרו בטענה, והפנו להערת שוליים 14 לתשקיף משנת 2008, שם נכתב  
27 במפורש כי הסכם הניהול יובא לאישור האסיפה הכללית רק במידה ויידרש אישור  
28 כזה.  
29





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 המבקשת השיבה לנושא זה וטענה כי הערת שוליים 14 המופיעה התשקיף משנת 2008  
2 אינה מופיעה במקומות אחרים בתשקיף ההנפקה משנת 2008, בתשקיף ההנפקה  
3 משנת 2009 ובדו"ח הכספי לשנת 2010.  
4

### דין

5  
6 100. בס' 7.23.1.7 לתשקיף שפירסמה הקרן לקראת הנפקתה בבורסה במרץ 2008 נכתב  
7 בכל הנוגע להסכם הניהול כך:

8 **"תקופת הסכם הניהול הינה ממועד הקמת החברה ועד**  
9 **למועד שיחול שבע שנים לאחר רישום מניות החברה למסחר**  
10 **בבורסה. לחברה אופציה להארכת הסכם הניהול, אשר**  
11 **מימושה יהיה כפוף לקבלת כל האישורים הדרושים על-פי**  
12 **כל דין, באותם תנאים, לתקופה בת שבע שנים נוספות, על-**  
13 **ידי מתן הודעה בכתב לחברת הניהול לפחות 60 ימים קודם**  
14 **לתום תקופת הסכם הניהול כאמור לעיל. ככל וחברת הניהול**  
15 **תהיה בעלת מניות בחברה, לא יספרו מניות החברה אשר**  
16 **תהיינה בבעלותה של חברת הניהול לצורך קביעת קיומו של**  
17 **מניין חוקי בהצבעה באסיפה הכללית<sup>14</sup> לעניין הארכת**  
18 **הסכם הניהול, ולא תובאנה במניין קולות המצביעים בעניין**  
19 **זה."**

20  
21 בהערת שוליים 14 בסוף ציטוט זה נכתב **"ככל ותידרש הצבעה באסיפה הכללית לעניין**  
22 **הארכת הסכם הניהול"** (נספח 7 לבקשת האישור). יצוין כי בדו"ח השנתי של הקרן  
23 לשנת 2010 מופיע ציטוט זהה אך ללא הערת השוליים. המבקשת הפנתה גם לשני  
24 מקומות נוספים – בתשקיף מ-2008 ובתשקיף מ-2009, בהם מופיעה התחייבות  
25 תשקיפית להביא את הסכם הניהול לאישור האסיפה הכללית, אם לאחר תום התקופה  
26 תבקש הקרן להאריכו.  
27

28 101. המחלוקת בין הצדדים נוגעת אם כן לשאלה האם קיימת התחייבות תשקיפית של  
29 הקרן להביא את נושא הארכת הסכם הניהול לאישור האסיפה הכללית. אולם לטעמי,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 גם אם ישנה התחייבות כזו, מדובר בהתחייבות של הקרן כלפי המשקיעים בה,  
2 התחייבות שאם היא מופרת עשויה להקנות למשקיעים עילת תביעה כנגד הקרן.  
3 המבקשת לא הבהירה איך יכולה התחייבות כזו כלפי המשקיעים, לבסס עילת תביעה  
4 של הקרן נגד חברת הניהול או הדירקטורים בקרן. היא אף לא ציינה מדוע לדעתה  
5 מתקיימים בהקשר זה היסודות הנדרשים לאישור הגשת תביעה נגזרת: הפרת  
6 התחייבות למשקיעים, קשר סיבתי ונזק שגרמו חברת הניהול או הדירקטורים לקרן.  
7 לכן, אינני מקבלת את טענת המבקשת בהקשר זה.  
8

9 **סיכום ביניים – לא הוכחה קיומה של שליטה בקרן על-ידי חברת הניהול ביולי 2014**  
10 102. לאור כל האמור לעיל, אני סבורה אם כן כי המבקשת לא עמדה בנטל שהוטל עליה  
11 ולא הוכיחה ברמה הדרושה לשלב זה של בקשת האישור כי חברת הניהול או המשיבים  
12 3-2 ו-9 היו בעלי-השליטה בקרן במועד הרלוונטי לאישור הסכם הניהול החדש ביולי  
13 2014.

14  
15 לכן אני דוחה את טענת המבקשת לפיה הסכם הניהול החדש צריך היה להיות מובא  
16 לאישור האסיפה הכללית בהיותו הסכם עם בעלת-השליטה.  
17

18 **הגשת התביעה הנגזרת נגד הדירקטורים המשיבים 2-8 והמנכ"ל לשעבר, המשיב 9**  
19 103. המשיבים 4-8 היו דירקטורים שחלקם היו חברים בוועדת הביקורת והתגמול  
20 (המשיבים 5-7). לטענת המבקשת שיתפו משיבים אלה פעולה עם בעלי-השליטה בקרן  
21 – קרי חברת הניהול והמשיבים 3-2 ו-9, בכל המהלכים שנועדו לקדם את טובתם של  
22 בעלי-השליטה על חשבון הקרן ובעלי-מניותיה. לכן יש לאשר את התביעה הנגזרת גם  
23 ביחס אליהם.  
24

25 המבקשת ציינה כי שיתוף פעולה זה התבטא בכך שמשיבים אלה לא הביאו את הסכם  
26 הניהול לאישור האסיפה הכללית בעקבות תיקון 16, והם אף רתמו את הקרן ואת  
27 יועציה-המשפטיים לשינוי סטטוס השליטה בקרן, למרות שלא היה בכך כדי לשרת  
28 את טובת הקרן. המבקשת הפנתה להחלטותיה של ועדת הביקורת והדירקטוריון בהן  
29 נקבע כי חברת הניהול אינה בעלת-השליטה – וזאת, לגישת המבקשת, בניגוד למצב



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 בפועל ובניגוד למצגי החברה לציבור עד אותו מועד. כן הפנתה המבקשת להחלטת  
2 ועדת הביקורת לחתום על התיקון להסכם הניהול לאחר שזה כבר נחתם; להחלטות  
3 הדירקטוריון וועדת התגמול להאריך את הסכם הניהול ל- 7 שנים נוספות מבלי  
4 להביאו לאישור האסיפה הכללית ומבלי לקיים הליך תחרותי; להחלטת הדירקטוריון  
5 לאשר את הסכם העסקת המנכ"ל חרף התנגדות האסיפה הכללית; ל"אי הבאת הסכם  
6 הניהול לדיון באסיפה הכללית גם לאחר שהוצגה עמדת אנטרופי מטעם בעלי המניות  
7 וגם לאחר שנדחו הצעות החלטה של הדירקטוריון" (פס' 105 לסיכומי המבקשת).  
8  
9 המשיבים טענו לעומת זאת, כי המבקשת לא הוכיחה קיומה של עילת תביעה ולו  
104. לכאורה נגד המשיבים 2-9. המבקשת לא פירטה כל טענה מהותית או עובדתית כנגדם,  
11 והסתפקה באמירות כלליות לפיהן מכוח תפקידם הם ידעו אודות פעולות בעל-  
12 השליטה ושימשו "חותמת- גומי". לטענת המשיבים, חברי הדירקטוריון הם בעלי  
13 השכלה והכשרה ברמה הגבוהה ביותר, שהפעילו שיקול-דעת עצמאי. טיעוני המבקשת  
14 אודות "קונספירציה" של הדירקטוריון לאישור הסכם הניהול - לא גובו בכל ראייה.  
15 דירקטוריון הקרן הוא הגורם המוסמך ובעל הכלים הטובים ביותר להעריך מקרוב  
16 את תפקודה של חברת הניהול, הן באופן מהותי והן מבחינה פורמאלית, והוא זה  
17 שאמור לדעת האם התמורה ששולמה לה היא ראויה או שיש לנהל נגדה הליך משפטי.  
18  
19 המשיבים הדגישו כי המבקשת לא הוכיחה שהדירקטורים פעלו בחוסר תום-לב או  
20 משיקולים זרים, וכן לא הוכח שעמדתם ביחס לשכר הראוי שהגיע לחברת הניהול  
21 עבור עבודתה היתה בלתי-סבירה. לכן ההחלטות שקבל הדירקטוריון היו החלטות  
22 סבירות שהתקבלו לפי מיטב שיקול-הדעת העסקי של הדירקטורים ולאחר דיון  
23 מעמיק. החלטות אלה אינן מצדיקות התערבות שיפוטית. מכוח כלל "שיקול-הדעת  
24 העסקי", אין מקום להתערבות בית-המשפט בהחלטות גם אם ימצא שהן שגויות.  
25  
26 המשיבים אף הוסיפו כי לטעמם כלל שיקול-הדעת העסקי חל גם על החלטת  
27 הדירקטוריון לפיה אין בחברה בעל-שליטה. גם החלטה זו התקבלה באופן מיועד, ללא  
28 ניגוד עניינים ובתום-לב. לכן אין מקום כי בית-המשפט יתערב בה. הדירקטורים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 המשיבים אף הסתמכו על חוות-הדעת משפטית של יועציה המשפטיים של הקרן, ולכן  
2 עומדת להם גם הגנת ההסתמכות.

3

4

דיון

5 105. אני סבורה כי אין מקום לאשר את התביעה כנגד אף אחד מהדירקטורים, המשיבים  
6 8-2, ואין מקום לאשר את התביעה גם כנגד מר סלע, המשיב 9. נזכיר כי בקשת האישור  
7 התקבלה בנוגע לתקופה שבין נובמבר 2011 לדצמבר 2013 בלבד, שאז לא היה תוקף  
8 להסכם הניהול המקורי (ר' ס' 39 לעיל).

9

10 בכל הנוגע למר סלע, הרי שהוא התפטר מתפקידו כמנכ"ל הקרן ביולי 2010 (קרי לפני  
11 התקופה הרלוונטית לבקשת האישור) ומאז לא שימש בה בכל תפקיד. הוא אמנם נותר  
12 בעל-מניות ודירקטור בחברת הניהול, אך המבקשת לא הוכיחה כי הוא היה מעורב  
13 בדרך כלשהי בנעשה בקרן מאז שהתפטר. כמו כן, המבקשת לא הכחישה את טענת  
14 המשיבים לפיה המשיבים 2-3 ו-9 חדלו לשתף פעולה ביניהם כבר בשנת 2010 כפי  
15 שדיווחה הקרן בשנת 2010. בהעדר כל ראיה הקושרת את מר סלע לאירועים  
16 הרלוונטיים לבקשת האישור, אין מקום לאשר את הגשת התביעה הנגזרת כנגדו.

17

18 106. בכל הנוגע למשיבים 4-8, שהם הדירקטורים החיצוניים והדירקטורים הבלתי-תלויים  
19 בקרן, אני סבורה שגם לגביהם לא הוכיחה המבקשת כל עילת תביעה בנושא שלגביו  
20 אושרה הגשת התביעה הנגזרת, אף לא ברמה הנדרשת לשלב זה של בקשת האישור.  
21 כל טענותיה של המבקשת בבקשת האישור ביחס למשיבים אלה עסקו בכך שהם פעלו  
22 כ"חותמת גומי" להחלטות חברת הניהול - שלטענתה של המבקשת שלטה שליטה  
23 איכותית בקרן מאז היווסדה ועד היום.

24

25 כפי שהובהר בהחלטה זו לעיל, אני סבורה כי אין מקום לקבל את הטענה הזו. כזכור,  
26 הנושא היחיד בגינו אושרה בקשת האישור נוגע לעובדה שהקרן לא אישרה את הסכם  
27 הניהול המקורי בחודש נובמבר 2011 אף שהיה עליה לעשות כן בהתאם להוראות  
28 תיקון 16. אולם המבקשת לא העלתה כל טענה הנוגעת לאחריותם של המשיבים 4-8  
29 בהקשר זה. כדי שתיוחס למשיבים אלה אחריות אישית, היה על המבקשת להבהיר



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 על מה מבוססת טענתה ביחס אליהם, ומדוע היא סבורה כי יש להטיל עליהם אחריות  
2 כזו. המבקשת אף לא הבהירה מדוע לגישתה הפרו המשיבים 8-4 את חובת הזהירות  
3 או את חובת האמונים שלהם כלפי הקרן בהקשר בו אושרה הבקשה. במצב דברים זה  
4 אין מקום לאישור הגשת תביעה נגזרת כנגד הדירקטורים המשיבים 8-4.  
5  
6 107. מטעמים דומים אני סבורה כי אין מקום לאשר את הבקשה גם ביחס למשיבים 3-2,  
7 שכזכור הם דירקטורים בקרן ויחד עם זאת גם דירקטורים ובעלי-מניות בחברת  
8 הניהול. המבקשת אמנם טענה כנגד המשיבים 3-2 כי הם שלטו בקרן בשליטה  
9 איכותית יחד עם חברת הניהול. אולם כפי שפורט בהחלטה שלעיל, אינני סבורה כי יש  
10 מקום לקבל טענות אלה. בכל הנוגע לעובדה שהקרן לא אישרה את הסכם הניהול  
11 בחודש נובמבר 2011, הרי המבקשת לא העלתה גם ביחס למשיבים 3-2 כל טענה לפיה  
12 היה עליהם לדעת אודות הפגם הזה בפרשנות תיקון 16 לחוק החברות ולמנוע אותו.  
13  
14 האם די בקשר בין המשיבים 3-2 לחברת הניהול כדי לאשר את התביעה כנגדם (יהיה  
15 זה קשר של בעלי מניות, נושאי משרה או בעלי שליטה בחברת הניהול)? לטעמי  
16 התשובה לכך שלילית. הסכם הניהול נחתם בין חברת הניהול לבין הקרן. העובדה  
17 שלהסכם הניהול לא היה תוקף אינה יוצרת באופן אוטומטי עילת תביעה נגד  
18 האורגנים של הקרן או של חברת הניהול, ואף לא נגד בעלי-השליטה בחברת הניהול.  
19 כדי שניתן יהיה לבחון האם עומדת למבקשת עילת תביעה נגדם, היה על המבקשת  
20 לפרט באיזה מובן הפרו המשיבים 3-2 והמשיבים 8-4 חובה מחובותיהם כלפי הקרן  
21 או היו מעורבים בביצוע עוולה כלפיה. בלא פירוט כזה – לא ניתן לאשר את הגשת  
22 התביעה הנגזרת כנגדם (ר' עניין **אפריקה ישראל**, פס' 55 לפסק דינו של השופט יי  
23 עמית; תנ"ג (ת"א) 32007-08-11 **ארנון אפרת נ' משה בן שאול** (12.12.2012), פס' 67-  
24 66).  
25  
26 עוד יצוין כי ההחלטה שלעיל ניתנה לאור הפרשנות של תיקון 16 לחוק החברות.  
27 מפרוטוקול הדיון בוועדת הביקורת מיום 14.7.2011 עולה כי הדירקטורים הסתמכו על  
28 פרשנות החוק שהוצגה על ידי יועציה המשפטיים של הקרן, אשר כפי הנראה כלל לא  
29 העלו בפניהם את האפשרות כי ניתן ויש לפרש את סעיף 275(א1) לחוק החברות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 (שהוסף במסגרת תיקון 16) כך שהוא חל על עסקאות שביום חתימתם היו עסקאות  
2 בעל שליטה. מבלי לקבוע כי עומדת לדירקטורים טענת הסתמכות בהקשר זה, הרי גם  
3 עובדה זו מחזקת את המסקנה לפיה אין מקום לאשר את הבקשה נגד הדירקטורים  
4 הללו.

5

6 לסיכום האמור, בקשת האישור כנגד המשיבים 2-9 נדחית.

7

### 8 תום ליבה של המבקשת וטענת שיהוי

9 108. המשיבים טענו כי המבקשת פעלה בחוסר תום-לב, שכן היא רכשה את מניותיה בקרן  
10 רק לאחר התרחשות כל האירועים הנטענים בבקשה, ולמרות שהיא ידעה אודותיהם.  
11 חוסר תום-ליבה של המבקשת מתבטא גם בשיהוי הניכר בהגשת בקשת האישור,  
12 שיהוי שלטענת המשיבים הסב להם נזק. עוד נטען כי המבקשת הסתירה עובדות  
13 מבית-המשפט כולל בנוגע להליך דומה שהגישו בעלי-מניותיה ובאי-כוחה שנוהל לפני  
14 מותב זה. חוסר תום-ליבה של המבקשת עולה לטענת הקרן גם מסיכומיה, הכוללים  
15 ציטוטים חלקיים ומטעים. כל אלה מעידים לטענתם על כך שרצונה האמיתי של  
16 המבקשת הוא לקדם אינטרסים אישיים, וכי היא אינה מתעניינת בטובת הקרן.

17

18 המבקשת טענה מנגד כי הבקשה לא הוגשה בשיהוי. רכישת המניות בוצעה על-ידי  
19 המבקשת ארבעה חודשים לפני הגשת הבקשה, וכאשר נודעו למבקשת העובדות  
20 המקימות את עילת התביעה – היא הגישה את הבקשה. מאחר שתביעה נגזרת היא  
21 תביעה המוגשת בשם החברה - הקרן, לא ניתן לטעון כי הקרן השתתתה, וודאי שלא  
22 ניתן לטעון כי הקרן ויתרה על זכויות התביעה שלה באופן שהביא לשינוי מצב  
23 המשיבים לרעה. המבקשת הוסיפה כי טענת שיהוי מתקבלת בהליך אזרחי רק  
24 במקרים חריגים ונדירים.

25

26 המבקשת כפרה גם בטענות שייחסו לה חוסר תום-לב, והדגישה כי היא רכשה מניות  
27 בקרן בשווי 200 אלף ₪. מדובר בסכום משמעותי המעיד על כוונת השקעה אמיתית.  
28 לטענתה רק לאחר רכישת המניות התבררו לה העובדות הנוגעות לבקשת האישור.

29



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

- 1 דיון
- 2 .109 אני סבורה כי דין טענות המשיבים בהקשר זה להידחות.
- 3
- 4 אין חולק כי המבקשת רכשה את מניותיה בקרן רק לאחר קרות האירועים המדוברים.
- 5 אולם לטעמי אין בעובדה זו לבדה כדי להעיד על חוסר תום-ליבה. ההשלכה של מועד
- 6 רכישת המניות על תום-ליבה של המבקשת בתביעה נגזרת נבחנה במספר החלטות
- 7 בעבר. כך למשל נקבע על-ידי השופט כבוב בתנ"ג (ת"א) 48081-11-11 **ראובן רוזנפלד**
- 8 **נ' אילן בן דב** (17.3.2013) כי -
- 9 **"אין כל מניעה חוקית מפורשת כי בעל-מניות – לרבות כזה שרכש את**
- 10 **מניותיו לאחר התרחשות האירועים שעליהם הוא מלין – יוכל להגיש**
- 11 **תביעה נגזרת. המועד בו רכש את מניותיו, כאשר הוא לאחר האירוע**
- 12 **בגינו הוא מלין, יהווה אינדיקציה לתום-ליבו אך לא יותר מכך. תום**
- 13 **ליבו של התובע נבחן על-ידי מבחן של יחס הפוך כפי שתואר לעיל –**
- 14 **בו נשקלים, זה מול זה, מניעיו של בעל המניות אל מול האינטרס**
- 15 **הציבורי שבקבלת הבקשה."** (פסי' 71 לפסק הדין). (ר' גם: תנ"ג (ת"א)
- 16 13663-03-14 **גיא ניומן נ' פיננסיטק בע"מ** (20.9.2015) פסי' 35-36 ;
- 17 תנ"ג (ת"א) 35114-03-12 **יהודה אשש נ' יוסף עטיה** (24.6.2015), פסי'
- 18 .((51-50
- 19
- 20 טענת המשיבים לפיה המבקשת היתה מודעת לכלל האירועים נושא בקשת האישור,
- 21 טענה שהמבקשת כפרה בה – לא הוכחה על-ידי המשיבים (בין היתר לאור העובדה
- 22 שהצדדים ויתרו על חקירות נגדיות של המצהירים). די בעובדה זו כדי להביא לדחיית
- 23 הטענה המייחסת למבקשת מניעים זרים או חוסר תום-לב במועד בו היא רכשה את
- 24 המניות (ובהקשר זה יש ממש גם בטענת המבקשת ביחס לסכום הגבוה יחסית שהיא
- 25 השקיעה ברכישת מניות הקרן). גם יתר הטענות הנוגעות לחוסר תום-לבה של
- 26 המבקשת אינן כאלה המצדיקות את דחיית הבקשה.
- 27
- 28 .110 באשר לטענת השיהוי, לעיתים נדירות תדחה תביעה אזרחית מחמת שיהוי בהגשתה.
- 29 בענייננו, הגישה המבקשת את בקשת האישור זמן קצר לאחר שרכשה את מניות הקרן,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 8095-09-15 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 והמשיבים אף לא הבהירו האם ובאיזה אופן הם שינו את מצבם לרעה כתוצאה  
2 מהשיהוי הנטען. לכן, דין טענת השיהוי להידחות.

3

### 4 העדר פנייה מוקדמת

5 111. המשיבים העלו טענה נוספת על-פיה יש לדחות את בקשת האישור משום שהמבקשת  
6 לא פנתה לקרן בדרישה שהתביעה תוגש מטעמה בהתאם לס' 194 לחוק החברות.  
7 לגישת המשיבים אין להם "עניין אישי" שהיה מונע מהם להגיש תביעה בשם הקרן.

8

9 המבקשת טענה, לעומת זאת, כי דירקטוריון הקרן שהוא הגוף המוסמך לקבוע האם  
10 להגיש את התביעה, הוא בעל ענין אישי בה מאחר שהתביעה מופנית גם נגדו. לכן, לא  
11 היה מקום לפנייה מוקדמת. קיומו של עניין אישי של הדירקטוריון נכון גם לגבי הגשת  
12 תביעה כנגד מי שאינם מכהנים כדירקטורים, וזאת נוכח ההשפעה האפשרית של  
13 החלטה כאמור על זכות התביעה של הקרן נגדם.

14

15 112. אני סבורה כי יש לדחות את טענת המשיבים בהקשר זה. לכל הדירקטורים המכהנים  
16 בקרן, שהם האורגן המוסמך להחליט בשמה האם להגיש תביעה, יש עניין אישי  
17 בהחלטה הנוגעת להגשת תביעה אפשרית, וזאת גם ביחס להגשת התביעה כנגד חברת  
18 הניהול. כל הדירקטורים הנתבעים כיהנו כדירקטורים בחברה בכל התקופה  
19 הרלוונטית לתביעה ובפרט משנת 2011 ועד היום. כל הדירקטורים היו מעורבים  
20 בהחלטות נושא התביעה, הן בישיבות ועדות הביקורת והתגמול והן בישיבות  
21 הדירקטוריון. באשר לדירקטורים המשיבים 2-3, הרי שהם גם בעלי עניין אישי  
22 בחברת הניהול. לכן יש לכלל הדירקטורים ענין אישי ולא היה לכן מקום לחייב את  
23 המבקשת בפנייה מוקדמת לקרן בטרם הגשת בקשת האישור.

### 24 סוף דבר

25 113. לאור כל האמור, אני מקבלת את הבקשה ומאשרת הגשת תביעה נגזרת בשם החברה  
26 כנגד המשיבה 1, חברת הניהול, ביחס לתקופה שבין נובמבר 2011 ועד דצמבר 2013.  
27 בתקופה זו הסכם הניהול המקורי היה חסר תוקף הן כלפי הקרן והן כלפי חברת  
28 הניהול.


29





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 15-09-8095 ק.ר.נ.א. בע"מ נ' סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ ואח'

1 ביחס ליתר עילות התביעה – הבקשה נדחית.  
2 הבקשה נגד המשיבים 2-9 נדחית.  
3  
4 לאור התוצאה האמורה, אני מחייבת את חברת הניהול לשאת בהוצאות המבקשת  
5 ובשכר טרחת עורכי דינה בהתייחס לשלב זה של הדיון בסכום כולל של 20,000 ₪.  
6  
7 114. הקרן תגיש באמצעות המבקשת כתב תביעה בהתאם לאמור בהחלטה זו לעיל תוך 30  
8 יום מהיום.  
9 כתב הגנה מטעם חברת הניהול יוגש 30 יום לאחר מכן.  
10 ימי הפגרה יבואו במניין הימים.  
11  
12 התיק יועבר לתז"פ ביום 10.9.2017. במועד זה ייקבע על-פי הצורך מועד לשיבת  
13 קד"מ.  
14  
15  
16 ניתנה היום, י"א תמוז תשע"ז, 05 יולי 2017, בהעדר הצדדים.  
17  
18   
19 רות רוני, שופטת