



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
מחלקת תאגידים www.isa.gov.il

עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דינים תחת פיקוח הרשות. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחליט בנסיבות דומות.

כ"ג אדר א תשע"ט

28 פברואר 2019

עמדה משפטית מספר 101-22: החזקה במניות נושא עסקאות החלף

רקע

בתקופה האחרונה נעשה שימוש הולך וגובר בעסקאות במניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב (להלן: "הבורסה"), שמהותן הפרדה בין החשיפה לתשואות משתנות בגין המניות לבין יתר הזכויות הנלוות להן, למשך תקופת העסקה, אשר בסיומה מתבצעת התחשבנות כספית בין הצדדים לעסקה ביחס להפרשי התשואות בגין המניות (עסקאות אלו יכוננו להלן: "עסקאות החלף").

עסקאות החלף עשויות להתבצע ממניעים שונים, בין היתר כדי להציג עמידה לכאורה בדרישות רגולטוריות המגבילות את שיעורי ההחזקה במניות, יציאה מרשימת השימור בבורסה או מניעת הכניסה אליה, עמידה בדרישות הסף לכניסה למדדי הבורסה או בתנאים להישארות במדדים, או כמהלך פיננסי גרידא.

במרבית המקרים נלווית לעסקאות החלף עסקה למכירה או רכישה (לפי העניין) של המניות נושא העסקה, המהווה חלק בלתי נפרד ממנה. עסקאות אלו נעשות, ככלל, במתווה הבא: יוזם העסקה (להלן: "המוכר") מתקשר בהסכם למכירת מניות המוחזקות על-ידיו, עם תאגיד פיננסי המשמש כמתווך בעסקה (להלן: "המתווך") ועם צד ג' בלתי קשור למוכר אשר רוכש את המניות (להלן: "הרוכש"). המניות נמכרות לרוכש במכר מלא, ללא זכות חזרה מצד המוכר, בתמורה להעברת סכום המכירה על-ידי המתווך למוכר. על מניות אלו מתבצעת עסקת החלף ולפיה במועד אשר נקבע בהסכם בין הצדדים (להלן: "המועד הקובע"), נמכרות המניות על-ידי הרוכש ומתבצעת התחשבנות כספית. ההתחשבנות נעשית ביחס להפרשים שבין מחיר המכירה של המניות לרוכש במועד ביצוע העסקה לבין סך התמורה הכספית שהתקבלה אצל הרוכש בגין מכירת המניות במועד

ההתחשבות (תוך שקלול תשלומי דיבידנד, מניות הטבה וכיו"ב): אם ההפרש חיובי - הוא מועבר מהרוכש למוכר, ואם שלילי - המוכר מחויב להעבירו לרוכש, הכל באמצעות המתווך. לרוב, למוכר קיימת אפשרות להקדים את המועד הקובע או לדחותו בהתאם לשיקול דעתו. בגין מתווה העסקה האמור זכאים המתווך והרוכש לעמלה בסכום שהוסכם, ואינם חשופים לתשואות בגין המניות בתקופת העסקה. במילים אחרות, בביצוע העסקה קונה המוכר חשיפה לביצועי המניות הנמכרות תמורת עמלה המשולמת למתווך ולרוכש.

יובהר, כי המתווה המתואר לעיל מאפיין, ככלל, את מרבית עסקאות החלף כפי שבוצעו בפרקטיקה, אולם עסקאות מסוג זה עשויות להתבצע בתצורות שונות ומגוונות, הכל בהתאם לנסיבות ולצרכים בעסקה הרלוונטית. כך, בין היתר, אפשר **שיוזם** העסקה יבקש לרכוש מניות (בשונה ממכירתן) תוך הותרת החשיפה לתשואות הנובעות מההחזקה בהן - למוכר. כמו כן עשויה העסקה להתבצע בדרך של הנפקת מניות, לכלול בטוחות מצד המוכר או הרוכש בעסקה, להתבצע בשלבים, וכן לכלול מעורבות מסוימת של המוכר באיתור הרוכש למניות או בהעמדת מימון לרכישתן.

הסוגיה המשפטית נושא העמדה

השימוש בעסקאות החלף מעלה שאלה משפטית - כיצד יש להתייחס להחזקה במניות נושא עסקת החלף במהלך תקופתה, ובפרט מי ייחשב כ"מחזיק" במניות במהלך תקופה זו, כמשמעות המונח בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "**חוק ניירות ערך**"). לשאלה זו עשויות להיות משמעויות לא מבוטלות, הן בהיבטים משפטיים והן בהיבטי מסחר.

מיקודה של עמדה זו הוא בעסקאות החלף הנעשות על-ידי בעלי מניות בתאגיד, לשם דיון בהשלכות שלהן בהיבטי דיווח על החזקות בעלי עניין והשליטה בתאגיד במניותיו נעשית העסקה, ובהיבטי עמידה בכללי הבורסה לעניין החזקות ציבור מינימליות לשם כניסה או יציאה של התאגיד ממדדי הבורסה ולשם כניסה או יציאה מרשימת השימור.

עמדת סגל הרשות

לעמדת סגל הרשות, בעסקאות החלף (כהגדרתן לעיל), או בעסקאות הדומות להן במהותן, ככלל, יש לראות בכל אחד מהצדדים לעסקה¹ כ"מחזיקים" במניות נושא עסקת החלף, וכן כ"מחזיקים יחד" במניות כאמור, בהתאם למשמעות מונחים אלו בחוק ניירות ערך.

עמדה זו מבוססת על הנימוקים המצטברים שלהלן:

א. המונחים "החזקה" ו"רכישה" מוגדרים בחוק כדלקמן:

"החזקה" ו"רכישה", לענין ניירות ערך או כוח הצבעה וכיוצא באלה - בין לבד ובין ביחד עם אחרים, בין במישרין ובין בעקיפין, באמצעות נאמן, חברת נאמנות, חברת רישומים או בכל דרך אחרת; ...;

¹ מובהר כי המתווך בעסקה, אם קיים כזה, אשר זכאי אך ורק לעמלה בגין תיווכו בעסקה ואינו זכאי לזכויות כלשהן במניות נושא העסקה, לא ייחשב כצד לעסקה אליו מתייחסת עמדת הסגל.

"החזקת ניירות ערך או רכישתם ביחד עם אחרים" - החזקת ניירות ערך או רכישתם בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה; "...

[ההדגשות אינן במקור]

בהתאם להגדרות אלו, "החזקה" בניירות ערך, **לרבות** החזקתם "ביחד עם אחרים", אינה מוגבלת רק להחזקת אמצעי השליטה הגלומים בהם, שכן ניתן להחזיק "ניירות ערך או כח הצבעה וכיוצא באלה". בדומה, הגדרת "בעל עניין" בתאגיד, המנויה בסעיף 1 לחוק, עוסקת בין היתר בהחזקה בחמישה אחוזים או יותר "מהון המניות המונפק של התאגיד או מכוח ההצבעה בו". בין כלל הזכויות הגלומות בניירות ערך, קיימות הזכות ליהנות מפירות מכירתם (המשקפים את התשואות בגין המניות), וכן הזכות לשלוט בעיתוי המכירה (העשויה להשפיע על פירותיה). זכויות אלו הן כלכליות במהותן והן אינטגרליות להחזקה בנייר הערך.

במסגרת ביצוע עסקאות החלף, נעשה כאמור פיצול בזכויות הנלוות למניות בין הצדדים לעסקה. האחד מחזיק בזכויות הכלכליות המגלמות את החשיפה לתשואות בגין המניות, והשני מחזיק ביתר הזכויות הנלוות להן, לרבות זכויות ההצבעה בגינן. בנסיבות אלו, נערכת למעשה חלוקה בין הצדדים בזכויות הנלוות למניות, ועל כן, לעמדת הסגל, ככלל, יש לראות בכל אחד מהם כמחזיק במניות אלו וכמחזיקים יחד מכח ההסכם ביניהם.

ב. זאת ועוד, כאמור לעיל, בחלק מהמקרים מועד סיום עסקת החלף, ובתוך כך מועד מכירת המניות לצורך ביצוע ההתחשבנות הכספית בעסקה, מצוי בשליטתו של הצד החשוף לתשואות בגין המניות.

כלומר, במקרים אלו הצד השני לעסקה אשר מחזיק ביתר הזכויות הנלוות למניות (זולת החשיפה לתשואותיהן), אינו חופשי למכור בכל עת לפי שיקול דעתו, והשליטה על עצם המכירה ועל עיתוי המכירה העתידית – עיתוי העשוי להשפיע על פירות המכירה - נשמרת בידי הצד שכנגד. שליטה זו מהווה לכשעצמה זכות לא מבוטלת הכרוכה בהחזקת המניות, ומחזקת את העמדה בדבר החזקתם המשותפת של הצדדים במניות נושא עסקת החלף.

ג. יתד נוסף לעמדת סגל הרשות מצוי במתווה המקובל לעסקאות החלף המוביל בפועל לתוצאה לפיה המחזיק הרשום במניות (על-פי חוזה העסקה) אדיש לביצועיהן, שכן בסיום העסקה הוא בדרך כלל מחויב למכור את המניות מבלי שקיימת לו כל חשיפה לתשואות משתנות הנובעות מהמכירה. בכך נוצר מצב בו הצד המוצהר כמחזיק במניות, נעדר כל תמריץ כלכלי למימוש הזכויות המוקנות לו, בפרט זכויות ההצבעה הנלוות למניות, מכיוון שאינו מושפע ממימושן. בהתאם, השימוש בזכויות ההצבעה בגין המניות במהלך תקופת העסקה, אם ייעשה, יהא בפועל ריק מתוכן (empty voting). בנסיבות אלו, ככלל, סיווג הצד האמור כמחזיק הבלעדי במניות למשך תקופת העסקה, יעקר את משמעות ההחזקה בנייר ערך, ומתחייבת העמדה בדבר סיווגו של הצד שכנגד כמחזיק נוסף במניות אלה, וכמחזיק יחד עם הצד האחר לעסקה.

ד. לבסוף, לא ניתן להתעלם ממטרותיהן של עסקאות החלף רבות – לעקוף, באופן מלאכותי, הוראה רגולטורית וליצור מצג לפיו בעלי עניין בתאגיד מכרו החזקותיהם לציבור הרחב. כך לדוגמה כאשר בעל עניין בתאגיד מבצע עסקת החלף ויורד לכאורה מתחת לסף ההחזקות המחייב גילוי למשקיעים, או כאשר בעל שליטה בתאגיד מבצע עסקת החלף באופן שהמניות

נושא העסקה נחשבות לכאורה כ"החזקות ציבור", כהגדרת המונח בתקנון הבורסה, ובעקבות העסקה נכללת החברה במדדי הבורסה.

יתרה מכך, גם אם אלה אינן המטרות שעומדות בבסיס עסקת החלף, הרי שתכליות הדיווח על החזקות בעלי עניין והשליטה בתאגיד, כמו גם תכליות דרישות הבורסה לעניין מינימום החזקות ציבור, נועדו להבחין באופן מהימן בין בעלי העניין בתאגיד ובין הציבור הרחב. מכאן, במקרים בהם במסגרת עסקת החלף נעשית העברה לכאורה של המניות מבעל עניין בתאגיד לצד הנחשב ציבור, התייחסות למניות נושא עסקת החלף כמניות שאינן מוחזקות עוד בידי בעלי העניין בתאגיד תחטא לתכליות הדין.

לאור האמור, סיווג הצדדים לעסקאות החלף כמחזיקים, וכמחזיקים יחד במניות נושא העסקה, צריך שיבוא לידי ביטוי בדיווחי התאגיד שבמניותיו בוצעה העסקה, בפרט במסגרת דיווח התאגיד על החזקות בעלי העניין בו, אם רלוונטי. דיווחים אלה ישמשו גם לעניין חישוב החזקות הציבור במניות התאגיד לצורך היכללותו במדדי הבורסה ועמידתו בתנאי המסחר של הבורסה.

לנוכח ההשלכות האפשריות של עמדת סגל הרשות, כמוסבר לעיל, תחילתה של עמדה זו תהא ממועד פרסומה, לרבות ביחס לחידוש עסקאות החלף שנעשו במקור עובר לפרסום. בד בבד, יידרש כבר עתה גילוי מלא אודות עסקאות החלף קיימות, לרבות שיעור המניות נושא עסקת החלף ותנאי העסקה.

יובהר, כי עמדת סגל זו מבטלת עמדת עבר של סגל הרשות בנוגע להסדרי פיזור, כפי שהובעה בתשובה לפנייה מקדמית שהוגשה בעניין.²

אנשי קשר: עו"ד אמיר הלמר, עו"ד קרן גיחז

טלפון: 02-6556444, פקס: 02-6513160

² ר' תשובה לפנייה מקדמית שהגישה קבוצת שגריר שירותי רכב בע"מ (פורסמה בחודש יולי 2016).