

תל-אביב, 5 באפריל 2009
סימוכין: 10887/1007

באמצעות פקס: 02-651-3160

לפנך
רשות ניירות ערך
רחוב מנפי נשרים 22
ירושלים

לידי עו"ד חוה בינשטוק
עו"ד ורד סלומון

הנדון: טעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968

בהמשך לשיחותנו הטלפונית בעניין הנדון, חרינו מתכבדים לפנות אלכם כדלקמן:

רקע עובדתי

1. בקשה זו מוגשת בעניינה של החברה המאוגדת בארה"ב ואשר מניותיה נסחרות ב- pink sheets (להלן: "החברה"). החברה כפופה לחובות הדיווח מכת חוק ניירות ערך 1934.
2. בחודש יולי 2005, אישרה רשות ניירות ערך בישראל (להלן: "רשות ניירות ערך"), כי בתוקף סמכותה לפי טעיף 15 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק") החליטה רשות ניירות ערך לפטור את החברת מהוראות החוק בקשר להצעת ניירות ערך של החברה לעובדי החברה בישראל, לאור התחייבות החברה להגיש לרשות ניירות ערך האמריקאית (להלן: "ה-SEC") מסמך רישום באמצעות טופס S-8.
3. החברה אינה זכאית כיום להגיש או להסתמך על מסמך רישום S-8 בהקשר לתוכניות תמריצים.

הקצאה המתוכננת

4. החברה מבקשת לבצע הענקת אופציות לעובדי החברה וחברות בת בקבוצה (להלן יחדיו: "החברות הקבוצה") אשר אינם מקרבת הנהלת החברה¹.
5. במסגרת זו, יוענקו אופציות למטרת מתן תמריצים בלבד לעובדי החברה על בסיס קריטריונים אשר יאומצו מראש (להלן: "האופציות"). אופציות אלו לא יוענקו לעובדים במסגרת התקשרותם בהסכם העסקה עם החברה או חברת הבת בישראל (להלן: "חברת הבת"), לפי העניין, מו"מ אחר לשיפור תנאי עבודתם או במסגרת הסכמי העבודה. פועל יוצא, לא יתנהל כל מו"מ בין החברה או חברת הבת, לפי העניין, ותעובד באשר לתנאי האופציות, אשר יקבעו כאמור באופן חד צדדי על ידי דירקטוריון החברה או ועדת התגמול של דירקטוריון החברה.

¹ בהקשר זה מגדירה החברת את המונח "הנהלת החברה" כעובדי הנהלה המדווחים ישירות למנכ"ל החברת או למנכ"ל חברת הבת.

<p>תל אביב מרכז עוריאלי 1 תל-אביב 67021, ישראל טל: 03-6074444 פקס: 03-6074422 law@gkh-law.com www.gkhlaw.com</p>	<p>ירושלים רח' שמואל הנגיד 1 ירושלים, 94592, ישראל טל: 02-6232683 פקס: 02-6236082</p>
--	---

GKH
 משרד עורכי דין | גרוס • קלינהנדלר • חודק
 הלוי • גרינברג ושות'

6. האופציות לא יוענקו לצדדים קשורים לחברה, נושאי משרה ודירקטורים בחברה וכן לחברי הנחלה בכירה אחרים המדווחים ישירות למנכ"ל החברה או למנכ"ל חברת הבת.
7. מחיר המימוש של האופציות ייקבע בהתאם לשווי השוק ההוגן של מניית החברה ב-pink sheets אשר יקבע בהתאם למחיר הסגירה ב-pink sheets.
8. האופציות יבשילו במנות שנתיות למשך תקופת של 3 שנים והכל בכפוף למגבלת כאמור בסעיף 10 להלן.
9. אופציות לא בשלות יפקעו במועד סיום יחסי עובד-מעביד.
10. מימוש האופציות יתאפשר רק לאחר שהחברה תהיה זכאית לחגיגש ואכן תגיש מסמך רישום באמצעות טופס S-8 לרישום המניות שינבעו ממימוש האופציות עם ה-SEC ובישראל, רק לאחר שרשות לניירות ערך החליטה על מתן פטור לחברה מהוראות סעיף 15 לחוק בהתאם לחוראות סעיף 15 לחוק. טופס רישום S-8 אינו כפוף, ככלל, לעיון ה-SEC ואשר על כן הוא בתוקף ממועד הגשתו.
11. בכוונת החברה להקצות בישראל אופציות לרכישת כ-0.45% מההון המונפק של החברה למספר מאות עובדים בישראל עם מחיר מימוש מצטבר משוער העולה על השיעור המקסימאלי שנקבע בתקנות לצורך סעיף 15(2)(א).

הניתוח המשפטי

אנו סבורים כי **ההקצאת** חמתוכנת של האופציות אינה נופלת בגדרו של סעיף 15 לחוק. לחילופין, אנו בדעה, כי החברה זכאית להסתמך על הוראות הפטור מכח הוראות סעיף 15(2)(א) לחוק.

No-Sale Theory

12. בדומה לכל הליך של הענקת אופציות, קיימים שלושה שלבים אשר יש לנתחם לאור הוראות החוק: שלב הענקת האופציות, השלב שבו הופכות האופציות לברות מימוש עד למועד המימוש (לחלן: "שלב המימוש") ומועד המימוש. במהלכו של השלב השני מציעה החברה מניות לעובד עד למועד המימוש. במועד המימוש מוכרת החברה מניות (לחלן: "מניות המימוש") לעובדים המשלמים את מחיר המימוש.

13. אין חולק, כי שלב המימוש, לרבות מכירת המניות אגב מימוש האופציות במועד המימוש, כפופים להוראות סעיף 15 לחוק. יחד עם זאת, בהתאם לתנאי ההענקה חמתוכנת, שלב המימוש ומועד המימוש נדחים עד למועד בו מניות המימוש יהיו רשומות למסחר בארה"ב וניתן פטור לחברה מהוראות סעיף 15 לחוק בהתאם לחוראות סעיף 15 לחוק. פועל יוצא, כי אפשרות העובדים לממש את האופציות והקצאת מניות המימוש במועד המימוש יהיו כפופים לרישום בארה"ב ופטורים מתשקיף בישראל.

| GKH | גרוס • קלינהנדלר • חודק
| ספרד עורכי דין | הלוי • גרינברג ושות'

14. השאלה העיקרית הינה, אם כן, האם שלב הענקת האופציות כפוף להוראות סעיף 15 לחוק. סעיף 15 לחוק קובע, בין היתר, כי: "לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות חתירה את פריסומו". בהקשר זה קובע סעיף 1 לחוק, כי המונח "הצעה לציבור" משמעותו: "פעולה חמוקת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך". פועל יוצא, שהוראות סעיף 15 חלות על פעולות המיועדות להניע ציבור לרכוש ניירות ערך. "רכישת ניירות ערך" מוגדרת על ידי החוק כ: "לדבות רכישת דרך הקצאה שעה שהניירות מונפקים לראשונה".

15. אנו סבורים, כי שלב הקצאת האופציות לאור תנאי האופציות אינו מהווה פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך. נסקור תחילה בקצרה את המצב המשפטי בארה"ב.

16. סוגיה דומה עלתה בעבר, בחקשר לתוכניות תמריצים בארה"ב, לאור חוראות החוק המקבילות בארה"ב. סעיף 5(a) לחוק ניירות ערך 1933 (המקביל לסעיף 15 לחוק) קובע, בין היתר, כי:

"Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly...to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise..." (קו תחתי הוסף)

וסעיף 5(c) לחוק ניירות ערך 1933 קובע כי:

"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security..." (קו תחתי הוסף)

17. סעיף ההגדרות של חוק ניירות ערך 1933 קובע, בין היתר, בסעיף 2(a)(3) כי:

"The term "sale" or "sell" shall include every contract of sale or disposition of a security or interest in a security, for value. The term "offer to sell", "offer for sale", or "offer" shall include every attempt or offer to dispose of, or solicitation of an offer to buy, a security or interest in a security, for value." (קו תחתי הוסף)

18. תובת הרישום בארה"ב, כפי שעולה בבירור מהוראות חוק ניירות ערך 1933, חלה על הצעה למכירת, הצעה לרכישה ומכירה של ניירות ערך. תנאי סף הינו כי עסקינן בעסקה בנייר ערך שתמורת בידיה המגלמת התלטת השקעה. דוקטרינה זו ידועה בארה"ב כ- "no-sale theory" – משמע, בנסיבות בהן המשקיע אינו נדרש ליתן תמורה כלשהיא, אין התלטת השקעה ועל כן אין הצעת מכירה או מכירה ועל כן אין תחולה להוראות סעיף 5 לחוק ניירות ערך 1933.

19. במסגרת שורה של פרסומים והנחיות, הבחירה ה- SEC את עמדתה כי "broad-based grants" (כבמקרה הנדון) אינם כפופים לחובת הרישום של סעיף 5 לחוק ניירות ערך 1933 כאשר האופציות המוענקות אינן ניתנות למימוש עד אשר לחברה מסמך רישום בתוקף לרישום מניות המימוש טרם מועד מימוש האופציות.

20. כך למשל, במסגרת גילוי שמורסם על ידי ה- SEC ביום 1 בפברואר 1980 (SEC Release No. 33-6188) נאמר בהקשר ל-stock bonus plans (תוכניות אשר במסגרתן מעניקה החברה לעובדים מניות ללא כל עלות מיידית לעובד):²

"While the stock awarded to employees under the above types of plans is a security, the staff generally has not required it to be registered. The basis for this position generally has been that there is no "sale" in the 1933 Act sense to employees, since such persons do not individually bargain to contribute cash or other tangible or definable consideration to such plans. It also is justified by the fact that registration would serve little purpose in the context of a bonus plan, since employees in almost all instances would decide to participate if given the opportunity."

21. במסגרת תשובות הבהרה טלפונית של ה- SEC (Telephone Interpretation No. 61 – Securities Act) ציינה ה- SEC את עמדתה העקרונית:³

"As a general matter, once an option becomes exercisable, an offer is made pursuant to Section 5...Therefore, a registration statement must be on file before the option is exercisable for the entire transaction to be a public offering. A later filing of the registration statement would convert a private offering into a public offering, which is inconsistent with Section 5. The only exception to this position is with respect to Form S-8, where shares underlying the options are permitted to be registered at any time before the option is exercised, without regard to when the option became exercisable. This departure from the analysis set forth above is based solely on a policy determination to treat Form S-8 issuances more liberally, based on the employer/employee relationship."

22. גישת ה- SEC, אם כן, כי דרישת הרישום בהתאם להוראות סעיף 5 לחוק ניירות ערך 1933 אינה חלה ככלל טרם המועד בו האופציה ניתנת למימוש ואף כי יש מקום להקל ולקבוע כי אין תחולה להוראות הסעיף בטרם מימוש האופציה. עמדה זו אף באה לידי ביטוי במספר מכתבי no-action אשר הוצאו על ידי ה- SEC בהקשר לתוכניות תמריצים.⁴

23. ההעניקה המוצעת עומדת בקריטריונים המקובלים על ידי ה- SEC כמתואר לעיל ל- broad-based plans ועמדת החברה הינה, כי הקצאת האופציות בארה"ב אינה כפופה לסעיף 5 לחוק ניירות ערך

² Release No. 6188, Release No. 33-6188, 19 S.E.C. Docket 465, 1980 WL 29482

³ ראה: http://www.sec.gov/intersp/telephone/cftelintersp_securitiesactforms.pdf

⁴ ראה לדוג: SEC no-action letter re Millennium Pharmaceuticals, Inc., 1998 SEC No-Act. LEXIS 604

1933. כאמור לעיל, האופציות יוענקו על בסיס קריטריונים אשר יאומצו מראש ולא במסגרת התקשרות העובדים בהסכם העסקה עם החברה, מו"מ אחר לשיפור תנאי עבודתם או במסגרת הסכמי העבודה. פועל יוצא, לא יתנחל כל מו"מ בין החברה והעובד, באשר לתנאי האופציות, אשר יקבעו כאמור באופן חד צדדי על ידי החברה באופן מובה. אשר על כן, הענקת האופציה לעובד היא מזכה ואינה טומנת בחובה החלטת השקעה על ידי העובד או כל עלות מיידית או תשלום תמורה מצדו. מכאן, כי הקצאת האופציות בתנאים אלו אינה מהווה הצעה או מכירה ועל כן אינה כפופה להוראות סעיף 5 לחוק ניירות ערך 1933. כמו כן, לא יותר מימוש של האופציות טרם חרישום בארה"ב ומתן הפטור בישראל.

24. העקרונות כמפורט לעיל, תקפים לדעתנו אף בישראל, הן לאור לשון החוק והן לאור תקפותם של שיקולי המזיניות בבסיסן. ראשית, כאמור לעיל, הוראות סעיף 15 לחוק בדומה לסעיף 5 לחוק ניירות ערך 1933 עסקין בפעולה המניעה ציבור לרכוש ניירות ערך. תנאי סף, אף בהתאם להוראות החוק, כי עסקין בעסקת רכישה או מכירת של ניירות ערך - עסקה המחייבת החלטת השקעה של הניצע - החלטה בדבר הכדאיות הכלכלית של העסקה בעיני הניצע, ומכאן חשיבותם של ההסדרים מכת החוק להבטחת גילוי נאות לציבור המשקיעים המקבל החלטות השקעה בנייר ערך.

25. אף אם תתקבל דעתם של הסוברים כי יש לפרש את המונח "רכישה" בהרחבה כך שיכלול בתוכו לא רק קנייה של נייר ערך בתמורה אלא גם קבלת נייר ערך לרשותו של אדם, באופן שנייר הערך הופך לרכושו והוא יכול לנהוג בו מנהג בעלים, בנסיבות המיוחדות של המקרה דנן, אין עסקין ברכישה אף בפרשנות המרחיבה של מונח זה וזאת לאור הנסיבות התיירות של הענקה שעה שהשווי הכלכלי חגולם באופציות המוקצות אינו ניתן למימוש עד להשלמת חרישום בארה"ב ומתן הפטור בישראל, האופציות אינן עבירות, לא ניתנת כל תמורה עבורן או נדרשת כל עלות אחרת מצד העובד, ולמעשה הקצאתן אינה יוצרת כל שוק חדש, לרבות שוק משני. בנסיבות מיוחדות אלו, כל עוד לא הוסדר "מעמדן" של מניות המימוש לאור חוקי ניירות ערך הרלוונטיים, לא רק שלא נדרשת החלטת השקעה על ידי העובדים במעמד ההקצאה אלא החלטת כגון זו לא נדרשת במועד מאוחר להקצאה והקודם למועד חרישום. בנסיבות אלה, סבורה החברה כי השיקולים העקרוניים העומדים בבסיס החוק אינם קוראים לתחולתו של החוק.⁵

26. שנית, אף ת-SEC ואף רשות ניירות ערך הכירו בעבר בייחודיות של הקצאות ניירות ערך לעובדים כמכשיר למתן הטבות ובנוסיד לעובדים וכי אין מקום לתחולה מלאה של הסדרי חוקי ניירות ערך במקרה דנן. לאור זאת, הוסדרו פטורים נרחבים יותר לתאגידים לא מזוותים להקצאות לעובדים (כלל 701 לחוק ניירות ערך 1933 וסעיף 15ב(2)(א) לחוק), נקבעו הסדרי גילוי מיוחדים לתאגידים מזוותים (סופס S-8 בארה"ב וסעיף 15ב(1)(א) לחוק), הסדרי פטור ספציפיים (כגון הוראות הפטור בסעיף 15 לחוק), או נקבעו הסדרי מדיניות גמישים יותר בהקשר להקצאות לעובדים (ראה עמדת ת-SEC בסעיף 22 לעיל).

⁵ אשר על כן, לדג, השיקולים אשר הנחו את רשות ניירות ערך לקבוע כי במצבים מסוימים זיבידנז בען יחשב הצעה לציבור (על אף כי עסקין בחקצאה ללא תמורה מיידית) אינם תקפים בעינינו.

27. שיקולי המדיניות לעיל והן לשונו של חוק תומכים בעמדה, כי אין להתחיל את הוראות סעיף 15 לחוק על שלב הקצאת האופציות במסגרת ההענקה חמוצעת.

סעיף 15ב(2)(א)

לחילופין, היה ורשות ניירות ערך לא תקבל את טענת החברה כי הקצאת האופציות אינה כפופה להוראות סעיף 15 לחוק, מבקשת החברה את אישור רשות ניירות ערך לעמדתה, כי החברה זכאית להוראת הפטור בסעיף 15ב(2)(א) לחוק. במקרה זה, תגביל החברה את הענקה המתוכננת על מנת שזו תעמוד במגבלות הכמותיות של סעיף זה.

28. חוק מכיר בשלושה סוגי תאגידים אשר לכל אחד מהם נקבע הסדר משלו המאפשר לו לחקצות ניירות ערך לעובדי. התאגיד המדובר (סעיף 15ב(1)(א)), התאגיד שאינו תאגיד מדונח שניירותיו רשומים למסחר מחוץ לישראל (סעיף 15ד לחוק) והתאגיד שאינו תאגיד מדונח שניירותיו אינם רשומים למסחר מחוץ לישראל (סעיף 15ב(2)(א)).

29. סעיף 15ב(2)(א) לחוק קובע כי סעיף 15 לחוק לא יחול על:

"הצעת ניירות ערך שהנפיק תאגיד שאינו תאגיד מדונח וניירות הערך שלו אינם רשומים למסחר מחוץ לישראל לעובדיו, לרבות לעובדי התאגיד, לרבות עובדי התאגיד בשליטתו, שנעשית במסגרת תוכנית תגמול לעובדים, ובלבד שהתמורה בהצעה ותשיעור מההון המונפק והנפרע של התאגיד אשר יוקצה לעובדים על פי ההצעה האמורה יחד על אלה שהתקבלו והוקצו באמור במהלך השנה הקודמת להצעה, אינם עולים על הסכום והשיעור שנקבעו בתקנות; התאגיד ימסור העתק של התכנית לכל עובד הזכאי לניירות הערך המוצעים" (קו תחתי חוסף)

30. בתקנות ניירות ערך (פרטים לעניין סעיפים 15א עד 15ג לחוק), התש"ס-2000 נקבע, כי הסכום לעניין סעיף 15ב(2)(א) לחוק הינו 17,378,000 ש"ח ביום ההצעה (צמוד למדד) וכי השיעור חמרי מן החון המונפק והנפרע של התאגיד לענין סעיף 15ב(2)(א) לחוק הוא עשרה אחוזים ליום ההצעה בהתחשב במניות שהוקצו בה ובמניות הנובעות ממימוש ניירות ערך ניתנים למימוש שניתנו בפועל לעובדים בהצעה ובמהלך השנה שקדמה ליום ההצעה, ובלי להתחשב במניות שינבעו ממימוש או חמרה של ניירות ערך המירים שהוקצו לאחרים עד ליום ההצעה.

31. במקרה הנדון, אין ספק כי החברה אינה "תאגיד מדונח" כהגדרתו של מונח זה בחוק ניירות ערך. גדר הספקות הינו האם עסקינן בתאגיד ש"ניירות הערך שלו רשומים למסחר מחוץ לישראל". דווקא – אין המתוקק מפנה לעניין זה לשאלה האם התאגיד הינו תאגיד מדונח זר או לאו (והרי תאגיד יכול להיות תאגיד מדונח אף אם ניירותיו אינם רשומים למסחר) אלא מפנה לשאלה האם ניירות הערך של התאגיד רשומים למסחר.

32. ניירות הערך של החברה אינם רשומים למסחר מחוץ לישראל, מניות החברה נסחרות על ידי עושי שוק ב-pink sheets אולם אין רשומות למסחר ב-pink sheets ומטבע הדברים בהעדר רישום, אין

גם ביכולת החברה ל"מחוק" את מניות החברה ממסחר ב-pink sheets. כך בדברי ההסבר באתר ה-pink sheets בתשובה לשאלות נפוצות נאמר⁶:

"Because securities are not "listed" on the Pink Sheets, it is not possible for an issuer to "delist" them."

33. הואיל ומניות החברה אינן רשומות למסחר בארחה"ב והחברה אינה תאגיד מדווח כהגדרת מונח זה בחוק, יש לאפשר לחברה לחסותמך על הוראות הפסור בסעיף 15ב(2)(א). מסקנה הפוכה תביא לתוצאה לא סבירה על פיה אין החברה נופלת בגדרו של אף אחד מההסדרים שנקבעו בחוק לעניין הקצאות לעובדים.

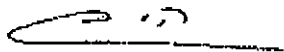
34. במנותק מהנסיבות המיוחדות של החברה, מסקנה הפוכה כאמור תמנע מחברות רבות אשר אינן תאגידים מדווחים בישראל ומחוצה לה, אשר עושי שוק פיתחו מסחר במניותיהם בזירות מסחר אלטרנטיביות (ללא כל שיקול דעת של המנמיק), את הזכאות להקצות אופציות בישראל על פי הסדרי החוק לעניין הקצאות אלו הואיל וחברות אלו לא יחזו זכאיות לאף אחד משלושת ההסדרים המוצעים בחוק ובפרט לחסדר הקבוע בסעיף 15ב(2)(א).

סיכום

35. בקשת החברה כאמור לעיל, מטרתה לאפשר את יישומה של ההענקה בישראל במקביל ליישומה בארצות אחרות, באופן שלא יפלה לרעה את עובדי החברה בישראל לעומת עמיתיהם בחו"ל וזאת על מנת לשפר את יכולתה של החברה לשמר את עובדיה ולתמרצם.

36. נשמח לעמוד לרשותכם לחבהרות נוספות ככל שיידרש.

בכבוד רב ובברכה,



ד"ר שחר הדר, עו"ד

⁶ <http://www.pinksheets.com/pink/faq.jsp#1> : ראה