

בעניין:

פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983

(להלן - "פקודת  
החברות")

ובעניין:

חוק החברות, התשנ"ט-1999  
תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), התשס"ב-2002

(להלן - "חוק החברות  
ו' התקנות")

ובעניין:

אלדן טק בע"מ ח.צ. 520036096  
ע"י ב"כ עוה"ד ויקטור תשובה ו/או מי מטעמו  
מרחוב היצירה 3, רמת גן 52521  
טל': 03-6138484, פקס: 03-6138585

(להלן - "החברה")

ובעניין:

הכונס הנכסים הרשמי (מחוז תל אביב והמרכז)  
מרחוב השלושה 2, תל אביב  
טל': 03-6899695, פקס: 02-6899728

(להלן - "כונס הנכסים  
הרשמי")

הכ"ר

בעניין:

היחידה לפירוקים כינוסים וגביה קשה  
רשות המיסים - אגף מס הכנסה  
דרך מנחם בגין 125, תל אביב  
פקס: 03-7633285

(להלן - "רשות  
המיסים")

ובעניין:

רשות ניירות ערך  
מרחוב כנפי נשרים 22, ירושלים  
טל': 03-7109191, פקס: 03-5606555

(להלן - "רשות ניירות  
ערך")

## עמדת הרשות בדבר הצורך בחסימת המניות המוקצות על ידי חברה

בהמשך לדיווח המידי של החברה מיום 20 בדצמבר 2012 בדבר הצעה פרטית חריגה על פי תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000 (להלן - "תקנות הצעה פרטית") ועל פי תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), תשס"א-2001 (להלן ביחד - "דוח הזימון"), מתכבדת הרשות להגיש לבית המשפט עמדתה בקשר עם הצורך בחסימת המניות המוקצות במסגרת ההצעה.

**רקע**

בעקבות אי יכולתה לעמוד בתנאי פירעון החוב למחזיקי אגרות החוב של החברה, ובחובותיה כלפי נושים אחרים, אישר בית המשפט ביום 11 ביולי 2011 הסדר נושים של החברה לפי סעיף 350 לחוק החברות (להלן - "ההסדר"), שעניינו מכירת השלד הבורסאי של החברה למשקיע אשר יקבל חלק ממניות החברה ויתרת המניות תחולק לנושי החברה. ביום 9 במרץ 2012 ניתנה החלטת בית המשפט המאשרת מכירת השלד הבורסאי של החברה לחברת אינווסט פרו שוקי הון בע"מ ו/או מי מטעמה. בהתאם לכך, ביום 15 במרץ 2012 נחתמה על ידי בית המשפט פסיקתא המאשרת את הסדר הנושים, ואת מכירת השליטה בחברה כשלד בורסאי. במסגרת הסכם רכישת השליטה בחברה הוקצו למשקיעים 90% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה שלא בדילול מלא, וכן כתבי אופציה ללא תוספת מימוש, אשר יביאו את הרוכשים להחזקה של 99.5% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה בדילול מלא. בסמוך לאחר הרכישה העניקו בעלי המניות מטעם אינווסט פרו שוקי הון, יריב פלד ואלי זמיר, שליש מהחזקותיהם ליריב גילת, כך שהשלושה מחזיקים החל מסמוך לרכישה בכ- 85% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה בדילול מלא יחדיו.

כאמור, ביום 20 בדצמבר 2012 פרסמה החברה את דוח הזימון אשר כולל התקשרות של החברה בהסכם הקצאה פרטית על דרך של מיזוג משולש הופכי (להלן - "הסכם המיזוג") עם חברת WhiteSmoke Inc (להלן - "וויטסמוק"). בהתאם להוראות הסכם המיזוג, יתמזגו וויטסמוק וחברת היעד באופן שכל מניותיה של וויטסמוק, דהיינו 100% מהונה המונפק והנפרע של וויטסמוק בדילול מלא (להלן - "המניות המועברות") יומרו בזכות לקבל מניות של החברה כך שלאחר השלמת המיזוג, וויטסמוק תהפוך לחברת בת של החברה. בתמורה להשלמת המיזוג תקצה החברה מניות רגילות של החברה לבעלי וויטסמוק, לצד שלישי בגין התחייבויות של וויטסמוק כלפיו, לצדדים שלישיים אשר העמידו הלוואות לוויטסמוק וכתבי אופציה לעובדים, דירקטורים ויועצים של וויטסמוק (להלן - "בעלי הזכות"), אשר יהוו לאחר הקצאתם כ- 85.7% (ומהווים כ- 81 ניצעים בסה"כ). כמו כן, הואיל ובין התנאים המתלים לעסקת המיזוג נקבע כי במועד השלמת העסקה יתרת המזומנים בקופת החברה לאחר ניכוי התחייבויות לא תפחת מסכום של 1.5 מליון ₪, אזי נכון למועד דוח הזימון החברה השלימה גיוס הון של 1.3 מיליון ₪ אשר יושקעו ע"י שלושה משקיעים להם יוקצו מניות כחלק מההקצאה הפרטית בהסכם המיזוג.

על פי דוח הזימון, על מניות החברה שיוקצו לבעלי הזכות כאמור, דהיינו לבעלי המניות בוויטסמוק ולצדדים השלישיים כאמור, תוטל חסימה הסכמית לתקופה של 6 חודשים, זאת למעט אותם שלושה משקיעים באמצעותם מתכוונת החברה לגייס הון של 1.3 מיליון ש"ח.

**השאלה המשפטית**

האם מניות המוקצות במסגרת ההצעה הנעשית אגב מיזוג משולש הופכי על פי סעיפים 350 ו-351 לחוק החברות, שלא אגב הסדר חוב ולא מכוח תשקיף, חוסות תחת סעיף 15ג(א)(1) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן - "החוק"), אשר אינו מטיל מגבלות על מכירה חוזרת של ניירות ערך אשר הוקצו לפי סעיף 15א(א)(3) לחוק.

**עמדת הרשות****א. הוראות החסימה והרציונל בבסיסן**

הוראות סעיף 15א לחוק קובעות רשימת פטורים מפרסום תשקיף בעת הצעה של ניירות ערך לציבור (להלן - "הוראות הפטור").

לצד הוראות הפטור האמורות, סעיף 15ג לחוק ותקנה 5 לתקנות ניירות ערך (פרטים לענין סעיפים 15א עד 15ג לחוק ני"ע), התש"ס – 2000 (להלן – "תקנות החסימה" וביחד – "הוראות החסימה"), מטילים הגבלות על מכירה של ניירות ערך אשר הוצעו והוקצו למחזיקיהם בהתאם לחלק מסעיפי הפטור:

1. סעיף 15א(א)(1) לחוק, שעניינו הצעה והקצאה פרטית של ניירות ערך לפחות מ- 35 משקיעים;
2. סעיף 15א(א)(4) לחוק, שעניינו פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך למציעים שמספרם פחות מ- 35 או למשקיעים מסווגים, או לבעל שליטה, מנכ"ל, דירקטור או תאגיד בשליטה.
3. סעיף 15א(א)(7) לחוק, שעניינו הצעה והקצאה של ניירות ערך למשקיעים מסווגים, או לבעל שליטה, מנכ"ל, דירקטור או תאגיד בשליטה.

(להלן – "הוראות הפטור עם חסימה").

מלבד הוראות הפטור עם חסימה, קיימות הוראות חסימה נוספות מכוח כללי הבורסה (כשמדובר בהנפקה ראשונה לציבור של ניירות ערך), ולעתים נקבעות הוראות חסימה גם מכוח הסכם.

#### **ניתן להצביע על מספר תכליות עיקריות של הוראות החסימה:**

ראשית, הוראות הפטור עם חסימה נועדו למנוע עקיפה של חובת פרסום התשקיף המהווה תנאי לביצוע הצעה לציבור. החשש הוא שחברה תנצל את ההליך המקוצר של הצעה פרטית, ותציע לציבור ניירות ערך מבלי לפרסם תשקיף – בשלב הראשון תקצה ניירות ערך למספר ניצעים מצומצם במסגרת הצעה פרטית; בשלב הבא, ימכרו הניצעים את ניירות הערך שהוקצו להם במהלך המסחר בבורסה. בדרך זו יגיעו ניירות הערך שהוקצו בהצעה פרטית לידי הציבור בתוך זמן קצר, מבלי שיפורסם תשקיף. אין מדובר בעקיפת הוראות הגילוי בלבד, אלא גם באי התקיימות הנחות היסוד העומדות בבסיס הוראות הפטור עם חסימה. הרציונלים העיקריים לפטור זה הם מומחיות או נגישות למידע של המשקיעים המסווגים (כך שאינם זקוקים להגנת המחוקק), או לחלופין, מיעוט המשקיעים, המצביע על יכולתם לנהל משא ומתן של ממש עם החברה ולגשר בכך על פערי המידע, ועל שיקולי עלות-תועלת (העלות המשמעותית הכרוכה בהכנת תשקיף שעה שמספר המשקיעים הנו קטן יחסית). הנחות יסוד אלו אינן מתקיימות כמובן כאשר ניירות הערך מוצעים לציבור בסמוך לאחר ההצעה הפרטית.

שנית, הוראות חסימה מונעות מכירת ניירות ערך בשוק בהיקף משמעותי מיד אחרי רכישתם ("זריקת סחורה"). מכירה כאמור עלולה להוביל לירידות בשער ניירות הערך ולפגוע ביתר המחזיקים שלא השתתפו בהקצאה הפרטית, כמו גם במשקיעים שהשתתפו בהקצאה הפרטית במטרה להחזיק בניירות הערך לטווח ארוך יותר. זאת ועוד, מניעת המכירה המיידית מגבירה את האינטרס של המשקיעים הרוכשים במסגרת ההצעה הפרטית לבדוק היטב את הכדאיות הכלכלית ברכישת ניירות הערך, ומגדילה את ההסתברות כי הרכישה אכן נעשתה בעבורם (על תכלית אחרונה זו ניתן ללמוד גם מסעיפי התוספת הראשונה לחוק, המגבילה הצעת ניירות ערך ללא תשקיף למשקיעים מסווגים הרוכשים את ניירות הערך בעבור עצמם).

שלישית, הוראות החסימה מצמצמות את החשש לשימוש במידע פנים על-ידי מי שעמד בקשר ישיר עם החברה לצורך רכישת ניירות הערך. בהקשר זה חל כמובן גם האיסור הכללי על שימוש במידע פנים, אולם בהוראות החסימה יש נדבך נוסף המבטיח כי האיסור לא יופר בפרק הזמן שאחרי ההקצאה, בו קיימת סבירות גבוהה יותר לקיומו של מידע פנים.

**ב. פטור מתשקיף ומחסימה בהתאם לסעיף 15א(א)(3) לחוק**

סעיף 15א(א)(3) לחוק קובע פטור מתשקיף ומהוראות החסימה בהקצאה או בהעברה של ניירות ערך לבעלי ניירות ערך של תאגיד, כולם או חלקם, על פי פסק דין או צו של בית משפט, שניתנו בתובענה ייצוגית כמשמעותה בחוק החברות, או בהקצאה או בהעברה של ניירות ערך על פי החלטה שניתנה בהליך לפי סעיף 350 או 351 לחוק החברות, והכל לאחר שניתנה לרשות הזדמנות להתייצב בהליך ולהשמיע את עמדתה לעניין הצורך בפרסום תשקיף על מנת להבטיח את עניינו של ציבור הניצעים המיועד.

הרציונל העיקרי לפטור מתשקיף על פי סעיף זה הוא כי בית המשפט יספק למשקיעים הגנה תחליפית לזו המושגת באמצעות דרישת התשקיף, כאשר מדובר בהקצאה או העברה של ניירות ערך כחלק מהליך שיפוטי. נכונות המחוקק לוותר על דרישת התשקיף נובעת גם מהכרה בכך שבנסיבות המיוחדות של הסדר לפי סעיפים 350 ו-351 לחוק החברות, ובעיקר של הסדר הבראה של חברה בקשיים, עלולה דרישת התשקיף להקשות מאוד על הליך ההבראה, ולפגוע בין היתר במחזיקי ניירות הערך של החברה. זאת על רקע משך הזמן והעלויות הכרוכים בפרסום תשקיף.

לעניין זה ניתן להביא את דבריו הבאים של בית המשפט המחוזי בבש"א 19229/01 **אלרוז ייזום ונדל"ן בע"מ נ' הרשות לניירות ערך**, 14.11.2002:

**"טעמו של הכלל שנקבע בסעיף 15א(א)(3) לחוק ניירות ערך, הוא ברור והגיוני עמו: אלמלא נקבע מה שנקבע בסעיף 15א(א)(3) הנ"ל, אין חולק כי הסדר הבראה של חברה בקשיים, הכולל הקצאתם של ניירות ערך לציבור כזה או אחר, היה עלול לחייב את החברה בפרסום תשקיף. בהקשר זה אין צורך לומר, כי הוצאות הכנתו ופרסומו של תשקיף הן הוצאות כבדות ונכבדות – כבדות ונכבדות שבעתיים שעה שמדובר בחברה בקשיים כלכליים – וההליך אף אורך זמן רב, ואילו הסדר נושים שבו עוסק סעיף 350 לחוק החברות נועד לא פעם להציל חברה, פשוטו כמשמעו, כאשר העיתוי והיקף ההוצאות הכספיות הכרוכות בהסדר הם קריטיים עבורה ולא פחות מכך – גם עבור נושיה. התנייתו של אישור הסדר נושים או הסדר הבראה על פי סעיף 350 לחוק החברות בהוצאות העצומות הכרוכות בפרסום תשקיף ובלוח הזמנים המסורבל הנגזר מכך, כאשר מראש אין זה כלל בטוח שבית המשפט יראה לאשר את אותו הסדר בסופו של יום – סותרת מינה וביה את הבסיס הרעיוני העומד מאחורי סעיף 350 לחוק החברות, ותחת אשר תסייע לחברה בהליכי הבראתה, היא עלולה להאיץ דווקא את הידרדרותה, וכפועל יוצא מכך גם לפגוע באינטרס של נושיה".**

**"... אכן, סעיף 350 הוא כיום האכסניה המרכזית שמעמיד הדין הישראלי להסדרי הבראה. אחת ממטרותיו המרכזיות היא ליתן מענה לחברה המצויה בקשיים, המבקשת להגיע להסדר עם נושיה באופן שיהא בו כדי לסייע בהבראתה. לשם כך הסמיך המחוקק את בית המשפט ליתן במסגרת סעיף 350 צו הקפאת הליכים, אולם גם בלא צו כזה משמש סעיף 350 מסגרת דיונית לצורך מתן מענה לחברה בקשיים ולנושיה, המגבשים ביניהם הסדר פשרה. מטבע הדברים, צורך הוא ולעיתים אף הכרח שמענה זה יינתן בדחיפות, ככל שהדבר אפשרי בנסיבות המקרה, ולא זו בלבד אלא שהוא גם ייעשה תוך התחשבות במצבה הכספי הבעייתי של החברה, המחייב – שוב, עד כמה שהדבר ניתן – חסכון בהוצאותיה. ואם כך הדבר ככלל, על אחת כמה וכמה בשעה כה קשה למשק כשעה בה מצויים אנו עתה."** (סעיף 21 לפסק דין)

כאמור, נפילה בגדרו של סעיף 15א(א)(3) לחוק אינה מקנה רק פטור מפרסום תשקיף, אלא גם פטור מהוראות החסימה של סעיף 15ג לחוק. ניתן להצדיק פטור נוסף זה בנסיבות המיוחדות שצוינו לעיל. כך, הפטור מחסימה מאפשר הסדרים עם נושים או בעלי מניות שבמסגרתם מוקצים או מועברים להם ניירות ערך ללא תשקיף וללא הטלת מגבלות על מכירה חוזרת של ניירות ערך, כדי לצמצם את הנזק שעלול היה להיגרם לנושי או בעלי מניות החברה בקבלת ניירות ערך שאינם סחירים. לדוגמא, בהסדר חוב של חברה עם מחזיקי אגרות החוב שלה,

במסגרתו מוקצות למחזיקים אגרות חוב חדשות, חלף אגרות החוב שבידיהם, אין מקום להטיל על מחזיקי אגרות החוב מגבלות חסימה, שכן מדובר בהקצאת ניירות ערך חדשים לציבור המשקיעים כולו חלף ניירות ערך שלא היו חסומים. מגבלת חסימה לא היתה מאפשרת הלכה למעשה מסחר בניירות הערך החדשים, והיתה מחמירה את הפגיעה במחזיקי אגרות החוב, שנפגעו ממילא מכך שהחברה לא עמדה בתנאי אגרות החוב המקוריות.

ואולם, כפי שיפורט להלן, אין לאפשר שימוש בסעיף 15א(א)(3) לחוק לצורך עקיפת הוראות החסימה החלות אגב הקצאות פרטיות, מקום בו ההקצאה אינה נעשית במסגרת הסדר והרציונלים לפטור אינם מתקיימים.

### **ג. ההקצאה הפרטית על פי דוח הזימון אינה נופלת בגדרו של סעיף 15א(א)(3) לחוק**

ההקצאה הפרטית על פי דוח הזימון כלל אינה נעשית אגב פשרה או הסדר בהתאם להוראות סעיפים 350 ו-351 לחוק החברות, ולפיכך אינה נופלת בגדרו של סעיף 15א(א)(3) לחוק. **המדובר בהקצאה הנעשית לאחר ההסדר, ולא במסגרת ההסדר.** עסקינן בחברה סולבנטית אשר סיימה זה מכבר את הסדר החוב שלה עם נושיה, וכ- 99.5% ממניות החברה (בדילול מלא) נמכרו לבעלי השליטה הנוכחיים בה, אשר נכון להיום מחזיקים בכ- 85% ממניות החברה. ביצוע העסקה האמורה במסגרת סעיף 350 לחוק החברות מהווה ניסיון מלאכותי להשיג פטור על פי סעיף 15א(א)(3) לחוק שעה שאין כל הצדקה לכך. דברים אלו נכונים ביחס להקצאה כולה, והם מתעצמים ביחס להקצאות המניות לשלושת המשקיעים החיצוניים (שהשקעתם הסתכמה ב- 1.3 מיליון ₪). הקצאה אחרונה זו כלל אינה קשורה להסכם המיזוג (אף שהיא מהווה תנאי מתלה לביצועו), ומהווה עקיפה בוטה של הוראות החסימה הקבועות בחוק.

יצוין, כי ההבחנה בין הקצאה הנעשית אגב ההסדר ואישורו ובין הקצאות הנעשות לאחר ההסדר, הוכרה גם על-ידי בית המשפט בפרשת אלרוד<sup>1</sup>:

**“... המסקנה לפיה אישורו של ההסדר דנן איננו מחייב פרסומו של תשקיף על-ידי המבקשת, אין פירושה גם שהמבקשת תהא פטורה מפרסום תשקיף בעת ביצוע ההקצאות המתוכננות בעתיד מכוח ההסדר. כל שעולה הימנה הוא שלעצם ההסדר ואישורו – להבדיל מביצועו לאחר מכן של פעולות המחייבות פרסום תשקיף גם אליבא דהמבקשת – אין המבקשת חבה בפרסום תשקיף.” (סעיף 39(ב) לפס"ד).**

גם אם ניתן למצוא מקרים ראויים נוספים לשימוש במנגנון של סעיף 15א(א)(3) לחוק שלא בהקשר של הסדר נושים עם מחזיקי אגרות החוב של החברה (כדוגמא שהוצגה לעיל), בעניין שלפנינו אין מדובר במקרה כאמור. החברה מבקשת לעשות שימוש מלאכותי בסעיף 15א(א)(3) לחוק על מנת ליהנות מפטור כפול – מחובת פרסום תשקיף ומהוראות החסימה. זאת שעה שההקצאה נעשית לאחר סיום הסדר החוב, לקבוצת משקיעים שאינה כוללת את מחזיקי אגרות החוב. מבחינה מהותית מדובר בהקצאה פרטית - לבעלי המניות ולזכאים אחרים למניות בוויטסמוק אשר הנם בעלי מניות חדשים שלא החזיקו ניירות ערך בחברה או ניירות ערך שחירים בחברה אחרת קודם לכן, וזאת בתמורה להכנסת פעילות וויטסמוק לתוך החברה.

יצוין, כי לאור מאפייניה המיוחדים של החברה המציעה (שהינה שלד בורסאי) והניצעים (הן מבחינת מספרם והן מבחינת נגישותם למידע בדבר הפעילות העתידית של החברה המציעה), עמדה זו מתמקדת בסוגיית החסימה, להבדיל מחובת פרסום תשקיף. עם זאת, מן הראוי לציין כי, לעמדת הרשות פרסום תשקיף כשלעצמו אינו מוביל בהכרח לפטור מהוראות החסימה. בהקשר זה הבהירה הרשות בעבר כי תשקיף הנעשה לצורך רישום למסחר בלבד אינו יכול להיחשב כמשחרר את ניירות הערך מחסימה אם אינם מוצעים למכירה על פיו לציבור. תשקיף עשוי לשחרר מחסימה ניצעים בהצעה פרטית רק במקרה החריג בו ניתן לראות את ההצעה כהצעה לא אחידה,

<sup>1</sup> בבש"א 19229/01 אלרוד ייזום ונדל"ן בע"מ נ' הרשות לניירות ערך, 14.11.2002.

כמשמעותה בתקנה 11 לתקנות ניירות ערך (אופן הצעת ניירות ערך לציבור), התש"ס-2007, ובכלל זה נדרש כי ניירות הערך יוקצו אך ורק ל"משקיעים מוסדיים" כהגדרתם בתקנה 1 לתקנות האמורות.<sup>2</sup> מקרה זה אינו רלבנטי לענייננו, ולגישת הרשות פרסום תשקיף לא ישחרר את הניצעים בהצעה שבנדון מחסימה.

#### ד. סיכום

החברה מבקשת לבצע הצעת ניירות ערך ליותר מ- 35 ניצעים ללא תשקיף וללא מגבלות חסימה, בחסות סעיף 15א(א)(3) לחוק ובית המשפט. מבלי להביע עמדה בשאלת הצורך בפרסום תשקיף על-ידי החברה, חלות עליה מגבלות החסימה ואין היא זכאית לפטור בהקשר זה מכוח סעיף 15א(א)(3) לחוק. על כן, גם אם בית המשפט יהיה בדעה כי במקרה זה ראוי לאפשר לחברה לעשות שימוש בסעיף 350 לחוק החברות לצורך ביצוע הצעה פרטית ליותר מ- 35 ניצעים בהעדר תשקיף, יש לחייב חסימת ניירות הערך המוקצים אגב פעולה זו. מתן אפשרות לשלדים בורסאיים המבקשים להכניס פעילות חדשה בתמורה להקצאת ניירות ערך ללא חסימתם תרוקן את הוראות החוק מתוכן.

תל אביב, 6 בינואר 2013

---

<sup>2</sup> החלטת סגל משפטית 3-106: מכירה חוזרת של ניירות ערך לאור הוראות תיקון 24 (שחרור מחסימה), אתר רשות ניירות ערך, אוגוסט 2007.