



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים
רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464
טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160
www.isa.gov.il

כה' טבת תשע"ג
7 בינואר 2013

לכבוד

עו"ד עדי פיגל – המפרק הזמני (להלן – "המפרק הזמני")

באמצעות פקס מספר

דרך בן-גוריון 2 (מגדל ב.ס.ר 1 קומה 18)

03-7553899

רמת גן 52573

א.ג.

הנדון: הליך הקצאת מניות בנין חברה להשקעות בע"מ (בפירוק) אגב הליך לפי סעיף 350 לחוק החברות התשנ"ט-1999

בהמשך להודעת החברה בדבר כינוס אסיפות נושים ובעלי מניות בבקשה לאישור הסדר נושים (להלן - "זימון האסיפה") לפי סעיף 350 לחוק החברות התשנ"ט-1999 (להלן - "חוק החברות") מיום 27 בדצמבר 2012 ולאור העובדה שבמסגרת ההסדר המתגבש מתכוונת החברה להקצות 99.9% ממניותיה לבעלי מניות חדשים (מרביתן לבעלי המניות בג'רוסלם השקעות בטכנולוגיות (ג'י.טי.אי) בע"מ) (להלן - "ג'רוסלם"), הרינו להודיעך, כי לעמדת סגל רשות ניירות ערך הקצאה זו הינה בגדר הצעה פרטית של החברה ומשכך המניות המוקצות חסומות על פי הוראות סעיף 15ג(א)(1) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 (להלן - "החוק"). זאת, בכפוף לכך, שלא מתקיימים התנאים הקבועים בפרק ג' לחוק בדבר הצעה לציבור.

בנוסף ולאור כוונת החברה לחזור למסחר לאחר הכנסת הפעילות של ג'רוסלם, כאמור בזימון האסיפה וזאת עד ליום 21 לינואר 2013, סגל הרשות מוצא לנכון להדגיש כי חזרתה למסחר של החברה מותנית ותלויה בעמידתה של החברה בדרישות החוק לעניין גילוי נאות על פעילותה ומצב עסקיה.

יודגש, כי במהלך השנתיים האחרונות ביקשה ג'רוסלם לבצע הנפקה ראשונה לציבור באמצעות תשקיף, אך בשל בעיות רבות (לרבות בתחום הגילוי) שהתעוררו במהלך בדיקת התשקיף ולא ניתן להן פתרון נאות, לא קיבלה ג'רוסלם את היתר הרשות לביצוע ההנפקה.

כעת מבקשת ג'רוסלם מבית המשפט לאשר מהלך אשר במסגרתו היא תיכנס לתוך ה"שלד הבורסאי" של החברה, ללא תשקיף ותוך שכלל המניות שתקצה החברה, לבעלי המניות של ג'רוסלם, יועצים של ג'רוסלם ולמשקיעים נוספים שהצטרפו למהלך, יהיו משוחררות מחסימה, כאשר משמעות הדבר היא, שניתן יהיה למכור אותן באופן מיידי לציבור הרחב. מהלך זה, ככל שיאושר, יתבצע מבלי שהסוגיות שלא אפשרו את הנפקת ג'רוסלם במסגרת תשקיף, יבואו על פתרון.

בהקשר זה מובהר, כי בכל מקרה חזרתה של החברה למסחר כאמור מותנית במתן מלוא הגילוי הנדרש על פי דין וכן כל מידע חשוב למשקיע כפי שיידרש על ידי סגל הרשות, וכל זאת בלוח זמנים שיאפשר בחינת המידע הקיים, מתן הערות ובחינת המידע הנוסף שיידרש על ידי סגל הרשות. נכון למועד זה, החברה טרם פרסמה את מכלול המידע שנדרשה לפרסם עוד טרם מועד האסיפות בקשר עם הכנסת הפעילות של ג'רוסלם, והמידע שבחרה לפרסם - הערכת השווי של פעילות ג'רוסלם מעורר שאלות כבדות משקל בקשר לסבירות ההנחות בבסיס הערכת השווי. משכך, אין זה סביר, כי ניתן יהיה לסיים את בדיקת הגילוי בקשר עם פעילות ג'רוסלם בלוחות הזמנים אותה מבקשת החברה להכתיב.

מסכת עובדתית

1. ביום 18 בדצמבר 2012 התקבלה החלטת בית משפט אשר מאשרת למפרק הזמני, בין היתר, לזמן אסיפות נושים ובעלי מניות לשם אישור הסדר אשר במסגרתו יימכר השלד הבורסאי של החברה (להלן - "השלד הבורסאי"), הליך הפירוק יופסק וכל זכויות ו/או נכסים ו/או התחייבויות החברה, לרבות הזכויות לקבלת כספים וזכויות התביעה של החברה ושל בעלי ניירות הערך שלה, יוקנו לטובת קופת הסדר הנושים, אשר תנוהל כאילו ניתן צו פירוק ביחס לחברה ולחברה תמוזג פעילות כלכלית חדשה.
2. ביום 3 בינואר 2013 כינס המפרק הזמני את אסיפות מחזיקי אגרות החוב בחברה שהחליטו לאשר את ההסדר המוצע.
3. ביום 6 בינואר 2013 התכנסה אסיפה כללית נדחית של בעלי המניות והנושים של החברה לצורך אישור הסדר בין החברה, בעלי מניותיה ונושים נוספים אשר לא נכח בה אף אחד מהמוזמנים ובכך הוחלט לאשר את ההסדר ולקבל את כל ההחלטות הדרושות לביצוע ההסדר. לאסיפה זו ולאסיפות שקדמו לה לא ניתן גילוי בנוגע לפעילות המתוכננת להירכש על ידי השלד הבורסאי.
4. בתקופה הקרובה מתעתד המפרק הזמני לפנות לבית המשפט על מנת שזה ייתן צו לאישור הסדר הנושים בהתאם לסעיפים 350 ו-351 לחוק החברות.
5. הליך ההסדר המוצע כולל את הפעולות הבאות:
 - א. העברת מלוא התחייבויות, זכויות ונכסי החברה ערב אישור ההסדר לקופת ההסדר אשר תנוהל ע"י נאמן שימונה ע"י בית המשפט;

ב. הקצאת מניות וכתבי אופציה המירים למניות החברה לבעלי המניות בג'רוסלם (להלן - "בעלי מניות ג'רוסלם") וזכויות המירות למניות, לאל.א.איי. פיור קפיטל בע"מ או לכל צד שלישי עליו אל.א.איי. פיור קפיטל בע"מ תורה (להלן - "היזמים"), לצדדים שלישיים לליאור תמר השקעות בע"מ (להלן - "היועצים"), אשר סיפקו שירותי יעוץ אגב ביצוע העסקה, ולצדדים שלישיים אשר יזמו את עסקת המיזוג ואשר העמידו חלק מהמימון לביצועה (להלן - "המשקיעים") (להלן יחד - "הניצעים"). המניות תהוונה, מיד לאחר הקצאתן, 99.9% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה בדילול מלא, וזאת כנגד: (א) העברת פעילות חדשה לחברה; (ב) סך במזומן של 1,000,000 ₪;

עמדת הרשות בקשר עם הוראות החסימה

6. ככלל, יש שני מסלולים עיקריים לביצוע הצעת ניירות ערך על ידי חברה שמניותיה נסחרות בבורסה: הצעה פרטית והצעה לציבור. המסלול הראשון - הצעה פרטית, אינו טעון תשקיף אך ניירות הערך המוצעים כפופים למגבלות חסימה מכוח החוק. המסלול השני - הצעה לציבור, טעון תשקיף אך ניירות הערך המוצעים אינם כפופים למגבלות חסימה מכוח החוק, אלא מכוח הוראות הבורסה החלות בהנפקה ראשונה לציבור או מכוח מגבלות הסכמיות.
7. יודגש, כי עצם פרסומו של תשקיף אינו פוטר בהכרח את החברה ממגבלות החסימה. כך, הרשות הביעה עמדתה בעבר במסגרת עמדת סגל 3-106, מכירה חוזרת של ניירות ערך לאור תיקון 24 [שחרור מחסימה], כי תשקיפים שכל תכליתם הנה עקיפת מגבלות החסימה (תשקיפי 'רישום למסחר') לא יוכלו לשמש למטרה זו.
8. להוראות החסימה בסעיף 15ג(א)(1) לחוק מספר תכליות. הראשונה שבהן נועדה למנוע מהחברה לעקוף את החובה לפרסם תשקיף כתנאי לביצוע ההצעה לציבור. ללא הוראות החסימה תוכל החברה לבצע הליך של הצעה פרטית (הקצאת ניירות ערך למי שאינו נחשב ציבור) ללא צורך בפרסום תשקיף, כאשר מיד לאחר מכן יוכלו הניצעים למכור לציבור את ניירות הערך שהוקצו להם במסגרת המסחר בבורסה. בדרך זאת יגיעו ניירות הערך שהוקצו על ידי החברה בהצעה פרטית לידי הציבור בתוך זמן קצר, מבלי שיפורסם תשקיף שמטרתו להגן על הציבור בעת ההנפקה.
9. אין מדובר בעקיפת הוראות הגילוי בלבד, אלא גם באי התקיימות הנחות היסוד 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.
10. סיבה נוספת לקביעת הוראות חסימה היא מניעת מכירה של ניירות ערך לשוק מיד לאחר 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, קיומה של חסימה מגבירה את האינטרס של המשקיעים הרוכשים במסגרת ההצעה הפרטית לבדוק היטב את הכדאיות הכלכלית של רכישת ניירות הערך במסגרת ההצעה הפרטית, ומגדילה את ההסתברות כי הרכישה אכן נעשתה בעבורם ולא לשם הפצתם לציבור (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).

11. בנוסף, 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.

12. במצב הרגיל, הוראות החסימה בסעיף 15ג(א) נלוות באופן אוטומטי למקרים בהם מבוצעות הצעות ניירות ערך שאינן בגדר הצעה לציבור (בהתאם לסעיף 15א לחוק). כך כאשר ההקצאה נעשית על פי:

א. סעיף 15א(א) לחוק, שעניינו הצעה והקצאה פרטית של ניירות ערך לפחות מ-35 משקיעים.

ב. סעיף 15א(א) 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.

ג. סעיף 15א(א) לחוק, שעניינו הצעה והקצאה של ניירות ערך למשקיעים מסווגים, או לבעל שליטה, מנכ"ל, דירקטור או תאגיד בשליטה (להלן - "הוראות הפטור עם חסימה").

13. ואולם הוראות החסימה לפי סעיף 15ג(א) אינן חולשות על מקרה בו הקצאת ניירות הערך נעשית אגב סעיף 15א(א) לחוק (ללא תשקיף).

14. סעיף 15א(א) 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.

15. 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.

16. נכונות המחוקק לוותר על דרישת התשקיף נובעת גם מהכרה בכך שבנסיבות המיוחדות של הסדר הבראה של חברה בקשיים לפי סעיפים 350 ו-351 לחוק החברות, עלולה דרישת התשקיף להקשות מאוד על הליך ההבראה, ולפגוע בין היתר במחזיקי ניירות

הערך של החברה אשר היו מעוניינים להחליף או להמיר את החוב הקיים בניירות ערך חדשים. זאת על רקע משך הזמן והעלויות הכרוכים בפרסום תשקיף.

17. משכך החליט המחוקק להסיג את חובת פרסום תשקיף בהסדרי הבראה שכאלו (שמונפקים במסגרתם לנושי החברה ובעלי מניותיה ניירות ערך חדשים חלף אלו שהיו בידיהם) וזאת כדי לאפשר ביצוע ההסדר בפיקוח ביהמ"ש. תפקידו של ביהמ"ש להבטיח את הוגנות ההסדר המוצע עבור הנושים ונובע מכך כך שיש בידי הנושים ומחזיקי ניירות הערך שצפויים להצביע לאישור ההסדר את כל המידע הרלוונטי בקשר עם ניירות הערך החדשים - התחליפיים המונפקים להם במסגרת ההסדר, לצורך תמחור ראוי.

18. במקביל וכדי לצמצם את הנזק שעלול היה להיגרם לנושי החברה ובעלי מניותיה כתוצאה מהקצאת ניירות ערך שאינם סחירים חלף ניירות הערך הסחירים שהיו ברשותם טרם ההסדר, לא הוטלו בנוסף גם מגבלות חסימה על ניירות הערך המוקצים אגב הסדר ההבראה. מגבלה כאמור לא הייתה מאפשרת הלכה למעשה מסחר בניירות הערך החדשים, ומחמירה את הפגיעה במחזיקי אגרות החוב שנפגעו ממילא מכך שהחברה לא עמדה בתנאי אגרות החוב המקוריות. עם זאת, אין מטרת סעיפים 15ג(א)(1) ו-15א(א)(3) לחוק לשמש הליך שעניינו עקיפת הוראות החסימה החלות אגב הקצאות פרטיות של ניירות ערך (ללא תשקיף), באמצעות שימוש בהסדר לפי סעיף 350 ו-351 לחוק החברות, גם מקום בו התכלית לאפשר זאת כאמור לעיל אינה מתקיימת.

19. ובמקרה שלפנינו התכלית אינה מתקיימת: החברה, המצויה בהליכי פירוק זמני מבקשת למכור את ה"שלד הבורסאי" תמורת כמיליון שקל במזומן. במקביל מבקשת החברה שהפכה ל"שלד בורסאי" לבצע מהלך נוסף של הקצאה פרטית של כל מניותיה (99.9%) לקבוצת משקיעים חדשה שתכניס אל תוך ה"שלד הבורסאי" פעילות חדשה, היא פעילות ג'רוסלם.

לחברה ולמחזיקי ניירות הערך הנוכחיים שלה אין כל עניין בהכנסת הפעילות החדשה והקצאת המניות וניירות הערך ההמירים לאחר התשלום של 1 מיליון שקל ואינה משרתת אותם במסגרת ההסדר ואינה מהווה חלק מהתמורה עבורם בהסדר.

20. עובדה זו ברורה וגלויה על פניה, שכן אף לצורך אישור "ההסדר" לא הובאו לפני בעלי המניות ומחזיקי אגרות החוב כל מידע בקשר לפעילות החדשה שכן אין הם נדרשים למידע זה לצורך הכרעה האם למכור את השלד במיליון שקל לבעלי המניות של ג'רוסלם ולמשתתפים הנוספים בעסקה.

21. דווקא מקרה זה מדגיש את האבסורד שיווצר באם יקבע כי המניות שתוקצנה במסגרת הכנסת פעילות ג'רוסלם לחברה אינן חסומות על פי דין. למעשה במקרה שכזה תתבצע הלכה למעשה הנפקה ראשונה של ג'רוסלם (חברה חדשה שניירות הערך שלה לא הונפקו ויתרה מכך הניסיונות להנפיקן בדרך המלך נכשלו בגין בעיות גילוי) – לציבור הרחב.

בשלב הראשון יקבלו בעלי המניות של ג'רוסלם אגב ההסדר את כל מניות החברה (99.9%) ובהעדר חסימה הם יהיו רשאים בשלב השני מיד לאחר אישור ההסדר

וחזרתה של החברה למסחר (עת תעמוד בדרישות הבורסה ליציאה מרשימת השימור) ויכלו למכור את מניותיהם לציבור הרחב במסגרת המסחר בבורסה.

22. ודוק, כל זה יעשה אף ללא תשקיף ומשכך ללא גילוי מתאים עבור ציבור המשקיעים שצריך לקבל החלטה האם לקנות את מניות החברה עם חזרתה למסחר. יודגש, כי לעמדת הרשות, אף אם החברה תפרסם תשקיף לא תוכל להימנע בכך מהוראות החסימה, שכן במהות הדברים מדובר בהקצאה פרטית שתוצאתה הכנסת חברה חדשה לשוק המשני, הקצאה אשר אין בתשקיף כדי לפטור אותה מהוראות החסימה.

23. במקרה דנן, החברה מבקשת לצרף את עסקת הקצאת מניות החברה בתמורה להכנסת פעילות ג'רוסלם באופן מלאכותי להליך הסדר החוב של החברה אשר מבוצע במסגרת סעיף 350 לחוק החברות, על מנת לבצע הקצאה פרטית ללא תשקיף וללא חסימה, כך שהניצעים יהיו חופשיים למכור לציבור הרחב באופן מיידי את ניירות הערך, הליך אשר מהווה עקיפה של הוראות החסימה החלות אגב הקצאות פרטיות.

24. משכך לעמדת סגל הרשות חלות על הקצאת המניות המבוצעת אגב ההסדר הוראות החסימה כאמור בסעיף 15ג לחוק בהיות ההקצאה בגדר הקצאה פרטית לכל דבר ועניין.

עמדת הרשות בקשר עם עמידה בהוראות הגילוי

25. מעבר לאמור, בהליך של הקצאה פרטית חריגה אשר התמורה בעד ניירות הערך המוצעים כוללת ניירות ערך של תאגיד, או העברת פעילותו של תאגיד כאמור בתקנה 9 לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000 נדרש כי דוח ההקצאה יכלול תיאור של פעילות התאגיד בתקופה שתחילתה שנתיים לפני ה-1 בינואר של השנה שבה מוגש הדוח, דוחות כספיים ודוח דירקטוריון, והכל כפי שנדרש בחוק ובתקנות ניירות ערך.

26. על המידע האמור לעיל להיות מפורסם ארבעה עשר ימים קודם לכינוס אסיפה הנדרשת לאשר את ההקצאה, במהלכם לרשות האפשרות לבחון את נאותות הגילוי, להעיר את הערותיה, ואף לדחות את כינוס האסיפה במידת הצורך. במקרה האמור, החברה מתעתדת לפרסם את המידע ביום 15 לינואר, 2012, כחמישה ימים בלבד טרם הבקשה לאישור. למותר לציין כי סד זמנים מצומצם זה אינו מאפשר לרשות לבחון את נאותות המידע, להעיר את הערותיה ולבחון את יישומן לאחר מכן.

27. בהקשר האמור, מדגיש סגל הרשות כי ג'רוסלם הייתה מצויה בהליך בדיקה מלאה של תשקיף החברה ע"י סגל הרשות במסגרת בקשה לקבלת היתר להנפקה ראשונה לציבור. הליך בדיקה זה העלה בעיות שונות בנאותות הגילוי של החברה, אשר, בין היתר, בעקבותיהן לא התאפשר לחברה לבצע את ההנפקה לציבור. משכך, ומבלי לגרוע מהאמור לעיל, חזרתה של החברה למסחר תעשה רק לאחר שיובטח, כי כל המידע הרלוונטי עבור ציבור המשקיעים בקשר עם ג'רוסלם יפורסם טרם החזרה למסחר ולאחר שהייתה לסגל הרשות היכולת לבחון את הגילוי ולוודא כי הערותיו יושמו.

סוף דבר

28. לסיכום, עמדת סגל הרשות היא שבמקרה דן המניות המוקצות אגב ההליך המתואר בדו"ח הזימון יהיו חסומות בהתאם להוראות החסימה הקבועות בחוק.

29. אין במכתב זה כדי לגרוע מסמכותה של הרשות לנקוט צעדי אכיפה בעתיד בקשר עם העניין שבנידון.

מכוח סמכותנו לפי סעיף 36(ו) לחוק, הנך מתבקש לפרסם מכתבנו זה במסגרת דיווח מיידי של החברה לא יאוחר מיום 7 בינואר 2013 בשעה 14:00. וכן לצרף עמדתנו זו לבית המשפט במסגרת דיונו באישור ההסדר.

בכבוד רב,

חסאן טואפרה, רו"ח

רועי תורג'מן, עו"ד, רו"ח

אילן ציוני, רו"ח