

בעניין:

1. מאיר ליפס, ת.ז. 765800034

2. מ. ליפס החזקות בע"מ, ח.פ. 1-3000561-51

שניהם ע"י ב"כ עוה"ד זוהר לנדה ו/או שי שרביט ו/או איתי ויגודה  
ברנע ושות' עורכי דין

מרח' החושלים 6, הרצליה פיתוח 46724

טל: 09-9600700; פקס: 09-9516002

"המבקשים"

### נגד

1. ערד השקעות ופיתוח תעשיה בע"מ, ח.צ. 8-002519-52 "ערד"

2. ברזברין בע"מ, ח.פ. 6-124810-51 "ברזברין"

שתיהן ע"י ב"כ עוה"ד ד"ר ישראל לשם ו/או טלי מנשה  
ו/או אור בר-און ו/או שי ארז

מיתר ליקוורניק גבע & לשם ברנדויין, עורכי דין

משד' אבא הלל סילבר 16 בית "עורק", רמת גן 52506

טל: 03-6103100; פקס: 03-6103111

3. מלם-תים בע"מ, ח.צ. 0-009462-52 "מלם-תים"

ע"י ב"כ עורכי הדין פישר בכר חן וול אוריון ושות'

מרח' דניאל פריש 3, תל אביב 64731

טל: 03-6941341; פקס: 03-69444103

4. שלמה איזנברג, ת.ז. 65532236

"המשיבים"

### רשות ניירות ערך

ע"י ב"כ מפרקליטות מחוז תל אביב - אזרחי  
מרח' הנריטה סולד 1, תל-אביב, ת.ד. 33475, 64924

טל: 03-6970222; פקס: 03-6918541

### עמדת רשות ניירות ערך

#### א. מבוא

רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") מתכבדת להגיש לבית המשפט הנכבד עמדתה בסוגיה המשפטית העיקרית נשוא כתב התביעה.

1. חברה ציבורית (להלן: "החברה השולטת") היא בעלת שליטה בחברה ציבורית אחרת (להלן: "החברה הנשלטת"). האם התקשרות של החברה הנשלטת בעסקה עם בעל השליטה (המחזיק במניות החברה השולטת), טעונה אישורים בהתאם להוראות סעיפים 270(4) ו-275 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") מלבד בחברה הציבורית הנשלטת, גם בחברה הציבורית השולטת?

**כפי שיפורט להלן, לעמדת הרשות התשובה לסוגיה שבנדון הינה, ככלל, שלילית.**

2. יובהר, כי אין באמור בעמדה זו להלן משום התייחסות כלשהי לתנאיהן של ההתקשרויות בין המשיבים, נשוא תיק זה, ובכלל זה באשר לשאלת היותם סבירים והוגנים בנסיבות העניין. הרשות מבקשת להדגיש עוד כי אין באמור בעמדה זו כדי להתפרש כהבעת עמדה בדבר המחלוקת העובדתית שבין הצדדים.

### **ב. חובות האישור בעניין עסקאות בעלי שליטה ותכליתן**

3. **סעיפים 270(4) ו-275 לחוק החברות קובעים כדלקמן:**

#### **270. עסקאות הטעונות אישורים מיוחדים**

עסקאות של החברה המפורטות להלן, טעונות אישורים כקבוע בפרק זה, ובלבד שהעסקה אינה פוגעת בטובת החברה:

...

(4) עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה ענין אישי, לרבות הצעה פרטית שלבעל השליטה יש בה עניין אישי; וכן התקשרות של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או עם קרובו במישרין או בעקיפין, לרבות באמצעות חברה שבשליטתו, לעניין קבלת שירותים בידי החברה וכן אם הוא גם נושא משרה בה – באשר לתנאי כהונתו והעסקתו, ואם הוא עובד החברה ואינו נושא משרה בה – באשר להעסקתו בחברה."

#### **"275. עסקה עם בעל שליטה**

(א) עסקה שמתקיים בה האמור בסעיף 270(4) טעונה אישורם של אלה בסדר הזה:

(1) ועדת הביקורת;

(2) הדירקטוריון;

(3) האסיפה הכללית, ובלבד שיתקיים אחד מאלה:

(א) במנין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם

בעלי ענין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצבעה; במנין כלל הקולות של בעלי

המניות האמורים לא יובאו בחשבון קולות הנמנעים;

(ב) סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים בפסקת משנה (א) לא עלה על

שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

"....

4. התכלית בבסיסו של ההסדר המשולב בסעיפים אלו הינה התמודדות עם בעיית הנציג בחברה ציבורית. בעיית הנציג בהקשר זה נובעת מהימצאותו של בעל השליטה בשני צידי המתנס

בעסקה – בצד החברה הציבורית, בהיותו בעל השליטה בה, ובצד המתקשר עימה (בין באופן ישיר ובין באמצעות גורם שיש לבעל השליטה עניין בהתקשרות עימו). במצב דברים זה קיים חשש אמיתי מפני ניצול כוחו של הרוב (בעל השליטה) לפגיעה במיעוט, על ידי אישור עסקאות בחברה הציבורית שייטיבו עם בעל השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט.

5. המנגנון שנקבע בהסדר האמור - אישור משולש של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית ברוב מבין בעלי המניות שאין להם עניין אישי - קובע כי ההתקשרות תאושר גם בידי קבוצת בעלי המניות אשר אין להם אינטרסים אישיים בה, על מנת להבטיח כי היא משקפת את טובת החברה בלבד.

6. עמד על כך כבוד השופט ריבלין בע"פ 3891/04, **ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל** :

"הליך האישור המעוגן בסעיף 96 נועד לאפשר התמודדות אפקטיבית עם **הקושי המובנה בעסקה שבין החברה לבין בעלי השליטה בה**. קושי זה אינו אלא אחד מפניה של הבעיה המרכזית של דיני החברות הציבוריות - "בעיית הנציג" (the agency problem), המתעוררת בשל חוסר הזהות בין מקבלי החלטות בחברה הציבורית לבין מי שמושפע מתוצאותיהן של החלטות אלה. ההפרדה בין השליטה.

...

**בעיית הנציג בין הרוב למיעוט חושפת את המיעוט לסכנה שהרוב יקבל החלטות שתהיינה מועילות לרוב אך פוגעות במיעוט.**

...

המנגנון הסטטוטורי הקבוע בסעיף 96 מביא ליתן מענה לקשיים המתוארים. הוא נועד לרסן את כוחם של בעלי השליטה בחברות הציבוריות, תוך שהוא מבטיח, כי פעולות הנגועות בעניין אישי תאושרנה, רק אם הן עולות בקנה אחד עם האינטרסים של החברה ושל בעלי המניות. **הוא נועד להבטיח כי הגוף המוסמך לאשר את העסקה, יעמידה למבחן באופן עצמאי, אובייקטיבי, שאינו מושפע מאינטרסים אישיים, תוך שהוא שם לנגד עיניו את טובתה של החברה בלבד**. זאת, בין היתר, באמצעות התמקדות במצביעים שאינם מצויים במצב של ניגוד אינטרסים, מתוך הנחה כי רק הם יוכלו לתת אינדיקציה אמיתית באשר לכדאיות העסקה לחברה.

...

עמידה בדרישות מנגנון האישור המיוחד חיונית לצורך הבטחת אמון ציבור המשקיעים בשוק ההון בכלל, ובניהולן של חברות ציבוריות בפרט" [ההדגשות אינן במקור – ל.ו.].<sup>1</sup>

### **ג. החלטת הרשות בעניין התקשרות של חברה פרטית בשליטת חברה ציבורית**

7. על רקע חשיבותו ותכליתו של ההסדר החקיקתי ולצורך הבטחת טובתם של בעלי מניות

<sup>1</sup> תק-על 2005(2), 1946, סעיפים 47 ו-48 לפסק הדין. פסק הדין מתייחס לסעיף 96 ו' לפקודת החברות (נוסח חדש), תשמ"ג-1983, שקדם לסעיף 275 לחוק החברות, אשר הוראותיהם דומות זו לזו במהותן.

המיעוט, עמדת הרשות הינה, כי יש לפרש את ההסדר החקיקתי באופן המבטיח שלא ניתן יהיה לעקוף את הצורך בקבלת אישורים על פיו, באמצעות ביצוע העסקה על-ידי חברה פרטית בשליטת החברה הציבורית.

8. עמדה זו קיבלה ביטוי בהחלטת רשות משנת 2001 בדבר "העמדת ערבות על ידי חברה נכדה של חברה ציבורית לחברה פרטית שבבעלות בעל השליטה" (להלן: "**החלטת הרשות**").<sup>2</sup> בהחלטת הרשות צוין, כי פרשנות לפיה עסקה של חברה פרטית בבעלות מלאה של החברה הציבורית, עם בעל השליטה בחברה הציבורית, אינה כפופה לאישורים הקבועים בסעיף 275 לחוק החברות, תהא בלתי סבירה ומנוגדת לתכלית הסעיף. בשנת 2005 הובהר כי החלטת הרשות חלה גם בעניין עסקאות כאמור של חברות פרטיות הנשלטות על ידי החברה הציבורית (אף אם אינן בבעלותה המלאה). החלטת הרשות משנת 2001 כפי שעודכנה בשנת 2005 מצורפת **כנספת א'** לעמדה זו.

9. התכלית למתן פרשנות רחבה כאמור לתיבה "עסקה חריגה של החברה הציבורית" במקרה זה, נובעת מכשל השוק המהותי שעלול להיגרם כתוצאה משימוש בפרשנות מצמצמת, בכך שעסקאות של חברות נשלטות פרטיות עם בעל השליטה בחברה הציבורית לא תובאנה לאישור המיעוט בחברה הציבורית. בחברה פרטית נשלטת לא קיימים מנגנונים המספקים הגנה לבעלי מניות המיעוט בחברה הציבורית. אשר על כן, פרשנות מצמצמת היתה מאפשרת הלכה למעשה עקיפה של ההסדר המשולב (ועדת ביקורת, דירקטוריון ואסיפה כללית ברוב המיוחד) הקבוע בסעיפים 270(4) ו-275 לחוק החברות, וגורמת לכך שמנגנון הליכי האישור המיוחדים ינוטרל כליל. החלטת הרשות הפכה פרקטיקה מקובלת בשוק ההון, היא מאפשרת ודאות לחברות הפועלות בו, ומקנה הגנה לציבור בעלי המניות בחברות הציבוריות.<sup>3</sup>

10. יצוין, כי בשל חשש מוגבר מעושה המיעוט לא הסתפק המחוקק במנגנון של "כלל אחריות" בכל הנוגע לעסקאות חריגות של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה וקבע הגנה מסוג "כלל קניין". פרשנות לפיה "עסקה של חברה ציבורית" אינה כוללת עסקאות של חברות פרטיות בשליטת חברה ציבורית עם בעל השליטה בה, היתה מרוקנת מתוכן את מנגנון כלל הקניין, ומעודדת חברות ציבוריות לבצע התקשרויות עם בעל השליטה בהן דווקא באמצעות חברות פרטיות שבשליטתן (ואם אין כאלה, ניתן היה להקימן לשם כך).

#### **ד. התקשרות של חברה ציבורית בשליטת חברה ציבורית**

11. החלטת הרשות התייחסה במפורש לעסקאות הנקשרות בין בעל השליטה לבין חברות פרטיות

<sup>2</sup> ר' לעניין זה החלטה 101-1 של הרשות משנת 2001 (כפי שעודכנה בשנת 2005) בדבר "העמדת ערבות על ידי חברה נכדה של חברה ציבורית לחברה פרטית שבבעלות בעל השליטה, המפורסמת באתר האינטרנט של הרשות בכתובת [http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_813.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_813.pdf).

<sup>3</sup> נציין כי התקשרויות של חברות פרטיות בשליטת חברות ציבוריות עם בעל השליטה די נפוצות (משיקולים שונים) ובכולן כולל הליך האישור למיטב ידיעת הרשות אישורים בחברה הציבורית השולטת בהתאם לעמדת הרשות. כך לדוגמא: התקשרויות צים שירותי ספנות משולבים בע"מ שהינה חברה פרטית בשליטת החברה לישראל בע"מ, החברה הציבורית, עם האחים עופר, בעלי השליטה בה, הובאו לאישור בחברה לישראל לפי סעיף 275 לחוק החברות; עסקאות של חברת אידיבי חברה לפיתוח בע"מ, שהינה חברה פרטית בשליטת אידיבי חברה לאחזקות בע"מ הציבורית עם בעל השליטה באידיבי אחזקות (קבוצת גנדן/ נוחי דנקנר) הובאו לאישור לפי סעיף 275 באידיבי אחזקות; אוסיף השקעות פיתוח בע"מ (חברה ציבורית בקבוצת ערד) מביאה לאישור עסקאות של החברות הפרטיות הנשלטות על ידה עם בעלת השליטה באוסיף, כעסקאות של אוסיף עצמה.

שבשליטת החברה הציבורית, להבדיל מעסקאות הנקשרות בין בעל השליטה לבין חברות ציבוריות שבשליטת החברה הציבורית. במקרה האחרון לא מתקיים עוד הרציונל העיקרי לפרשנות המרחיבה שנקטה הרשות, כיוון שעל החברה הציבורית הנשלטת - זו המתקשרת במישרין בעסקה - חלים באופן עצמאי כללי האישור לפי סעיפים 270(4) ו-275 לחוק החברות. לפיכך, לא מתקיים, ככלל, החשש לעקיפת המנגנון הסטטוטורי המעוגן בסעיפים אלו, וכן פוחת החשש כי תאושרנה עסקאות שאינן גם לטובת החברה הציבורית השולטת.

12. **ישנם שני שיקולים מרכזיים מדוע אין מקום להחיל על החברה הציבורית השולטת חובות אישור לפי סעיף 275 לחוק החברות, בנוסף לחובות האישור על פי סעיף זה החלות על החברה הציבורית הנשלטת:**

**א. ההגנה המושגת באמצעות בעלי מניות המיעוט בחברה הציבורית הנשלטת:**

ככלל, עסקה עם בעל שליטה שהינה לטובת החברה הציבורית המתקשרת (הנשלטת) וכדאית לבעלי מניותיה, תיטיב גם עם החברה הציבורית השולטת ובעלי מניותיה, ואילו עסקה הפוגעת בחברה הציבורית המתקשרת (הנשלטת) וכוללת העברת ערך לבעל השליטה, ממילא תפגע כנגזרת מכך גם בחברה הציבורית השולטת ובעלי מניות המיעוט בה.

יתרה מכך, במצב דברים רגיל, פגיעה בחברה הציבורית המתקשרת ובעלי מניותיה, ככל שקיימת, גבוהה מהפגיעה הנגזרת מאותה התקשרות עבור החברה הציבורית השולטת ובעלי מניות המיעוט בה. נסביר: מידת הפגיעה הפוטנציאלית (כתוצאה מעסקת בעל שליטה שאינה לטובת החברה) במיעוט בחברה הציבורית המתקשרת (הנשלטת), עומדת על המכפלה של שיעור החזקות המיעוט בהון החברה המתקשרת בסך הערך שעשוי לעבור מן החברה המתקשרת לבעל השליטה. מידת הפגיעה הפוטנציאלית במיעוט בחברה הציבורית השולטת תעמוד לעומת זאת, על המכפלה של שיעור החזקות המיעוט בהון החברה השולטת בחלקה של החברה הציבורית השולטת (בשירשור החזקות) בסך הערך המועבר מהחברה הנשלטת לבעל השליטה.<sup>4</sup>

לפיכך, הבאת ההתקשרות לאישור בעלי מניות המיעוט בחברה הציבורית המתקשרת על פי סעיף 275 לחוק החברות, משרתת על פי רוב נאמנה גם את בעלי מניות המיעוט בחברות הציבוריות השולטות. זאת, מאחר ובחינת כדאיות והוגנות העסקה בראיית החברה הציבורית המתקשרת על-ידי בעלי מניות המיעוט שלה תבטיח, על פי רוב, גם את הוגנותה וסבירותה עבור בעלי מניות המיעוט בחברה הציבורית השולטת (שהרי גם אם מידת הפגיעה במיעוט בחברה הנשלטת ובחברה השולטת אינה זהה, "המגמה" זהה, והטעמים לקבלה או שלא לקבלה, זהים).

**ב. שיקולי עלות - תועלת:**

קביעה כי התקשרות של החברה הציבורית הנשלטת עם בעל השליטה טעונה אישורים בהתאם

<sup>4</sup> חריג לכלל הזה, הוא כאשר שיעור החזקות הציבור האפקטיביות (קרי, בשרשור) של בעלי מניות המיעוט בחברה השולטת גבוה מהחזקות הציבור של בעלי מניות מיעוט בחברה הנשלטת. כך למשל, במקרה בו הציבור מחזיק במישרין 45% בחברה השולטת, והחזקות בחברה הנשלטת מתחלקות בין החברה השולטת לבין הציבור בשיעורים של 90% ו-10%, בהתאמה. במקרה זה, שיעור החזקות האפקטיבי של בעלי מניות המיעוט בחברה השולטת עומד על 40% (90\*45) ואילו שיעור החזקות הציבור בחברה הנשלטת עומד על 10%. מבלי להרחיב בסוגיה יצוין כי גם שיעורי החזקות אלו אינם מחייבים מסקנה כי ההתקשרות צפויה לפגוע יותר בבעלי מניות המיעוט בחברה השולטת.

להוראות סעיף 275 גם בחברה הציבורית השולטת (ולעתים במספר חברות ציבוריות בשרשרת ההחזקות ככל שיש כאלה) כרוכה בעלות בלתי מבוטלת ובפרוצדורות ארוכות לאישור ההתקשרות. עלות זו תכלול בעיקר את המשאבים שידרשו לצורך כינוס אסיפות בעלי המניות בחברה הציבורית השולטת, וכן את פרקי הזמן הממושכים להשלמת הליך קבלת האישורים כאמור (הנובעים מלוחות הזמנים הקבועים בחוק החברות, בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ובתקנות מכוחם). אלו, עשויים להביא במקרים מסוימים, וללא הצדקה אמיתית, גם לסיכולן של התקשרויות שהיו נמצאות כטובות וראויות עבור החברה הציבורית המתקשרת, וכפועל יוצא מכך גם לחברה הציבורית השולטת ובעלי מניותיה.

13. **משכך סבורה הרשות, כי האיזון הראוי בין קיום תכלית חוק החברות מחד, ובין הצורך לאפשר קיום שוק הון תקין והוגן מאידך, הנו בפרשנות בה נקטה, לפיה הגנת כלל הקניין, הקבועה בסעיף 275 לחוק החברות, תשתרע גם על התקשרות של חברה פרטית בשליטת החברה הציבורית עם בעל השליטה בחברה הציבורית. זאת על ידי פרשנות לפיה התיבה "עסקה של חברה ציבורית" בסעיף 270(4) לחוק החברות משמעה גם עסקה של חברה פרטית בשליטת החברה הציבורית. להבדיל מכך, סבורה הרשות, כי אין הכרח בהגנת כלל הקניין כאשר העסקה היא של חברה ציבורית נשלטת, שאושרה בהתאם לסעיף 275 לחוק החברות בחברה הציבורית הנשלטת.**

14. הפרקטיקה המקובלת בשוק עולה בקנה אחד עם האמור: התקשרויות של חברות פרטיות בשליטת חברות ציבוריות מאושרות על-ידי החברות הציבוריות בהתאם לסעיף 275 לחוק החברות, בעוד שהתקשרויות של חברות ציבוריות בשליטת חברות ציבוריות אחרות עם בעל השליטה, מאושרות בהתאם לסעיף 275 לחוק החברות רק על-ידי החברה הציבורית המתקשרת - הנשלטת.

15. אין באמור לעיל כדי לקבוע מסמרות ביחס לכל מצב אפשרי. עשויים להתקיים מקרים חריגים בהם הליכי האישור המתקיימים בחברה הציבורית הנשלטת אינם מקנים הגנה מספקת לבעלי מניות המיעוט בחברה הציבורית השולטת. למשל, עסקה שתהיה לה השלכה ישירה מהותית על החברה הציבורית השולטת שאינה מתקיימת לגבי החברה הציבורית הנשלטת.

16. לדעת הרשות במקרים מסוג זה קיימות הגנות מספקות אחרות למיעוט בחברה הציבורית השולטת. בין הגנות אלו ניתן למנות, בין היתר, סעדים בגין עילות של עושק וקיפוח וכן סעדים בגין הפרת חובות האמון והזהירות החלים על נושאי המשרה בחברה הציבורית השולטת, בכלל זה בבואה להצביע באסיפת בעלי המניות שתתכנס מכח סעיף 275 לחוק החברות, בחברה הנשלטת.

17. כלומר, באותם מקרים בהם הצבעת החברה הציבורית השולטת לאישור התקשרות באסיפת בעלי המניות בחברה הציבורית הנשלטת נעשתה בניגוד לטובת החברה הציבורית השולטת, תוך הפרת חובות האמון והזהירות של נושאי המשרה בה כלפי בעלי מניותיהם, או תוך עושק או קיפוח שלהם, הרי שלציבור בעלי המניות בחברה השולטת תעמוד הגנה מסוג "כלל אחריות". במצבים אלה, גם אם העסקה אושרה בחברה הציבורית הנשלטת, בעלי מניות המיעוט בחברה הציבורית השולטת יוכלו לפנות לבית המשפט שיכריע האם אמנם זכויותיהם נפגעו והאם אמנם העסקה אינה לטובת החברה השולטת. ככל שבית המשפט יקבע כי התקיימה פגיעה

כאמור, יוכל במסגרת כלל הסעדים שביכולתו לפסוק, לחייב במקרים המתאימים אישור אסיפה כללית לפי סעיף 275 לחוק גם בחברה הציבורית השולטת, או כל סעד אחר שיראה לנכון.

## **ה. התייחסות לטענות נוספות שהועלו במקרה שלפנינו**

18. המבקשים טענו כי היעדר אישור אסיפה כללית בחברה הציבורית השולטת במקרה דנן (ערד) פוגע בזכויות המבקשים - הנמנים על בעלי המניות בחברה הציבורית הנשלטת (מלס-תים). בהקשר זה יש לציין, כי הצבעת החברה הציבורית השולטת באסיפת בעלי המניות בחברה הנשלטת (בה תובא ההתקשרות עם בעל השליטה לאישור בהתאם להוראות סעיף 275 לחוק החברות) היא הצבעת "בעל שליטה", ומכאן שממילא תחשב כנגועה בעניין אישי (ככל שתצביע בעד אישור העסקה). לפיכך, בהתאם להוראות סעיף 275 לחוק החברות, הצבעת החברה הציבורית השולטת באסיפת החברה הציבורית הנשלטת, אינה מונעת מבעלי מניות המיעוט בחברה הנשלטת להטיל את זכות הוטו העומדת להם לגבי אישור העסקה, ואינה מחליפה זכות זו, ככל שיחליטו כי העסקה אינה עולה בקנה אחד עם טובת החברה הנשלטת.

19. עוד נטען בבקשה, כי מתקיים עניין אישי עודף לבעל השליטה בערד עקב החזקותיו הישירות במלס-תים. לעמדת הרשות, במקרה הנדון אין בהחזקה הישירה של בעל השליטה במניות מלס-תים, נוסף על החזקותיו העקיפות בה באמצעות ערד וברבזין, כדי להקים לבעל השליטה עניין אישי עודף, השונה מעניינם של בעלי מניות המיעוט בערד, אשר מצדיק הבאת העסקה לאישור גם באסיפה הכללית של ערד בהתאם להוראות סעיף 275 לחוק החברות.

למעשה ההפך הוא הנכון: דווקא בהתקיים החזקות ישירות של בעל השליטה במניות החברה הנשלטת, פוחת החשש מפגיעה פוטנציאלית בחברה הציבורית השולטת (בענייננו - ערד) וכפועל יוצא מכך בבעלי מניות המיעוט בה.

הסיבה לכך הינה שבעל השליטה במקרה כזה יישא גם הוא באופן אישי בחלק מהפגיעה הפוטנציאלית (העברת הערך) שעלולה להיגרם לחברה המתקשרת עקב העסקה, בהתאם לשיעור החזקותיו הישירות בחברה המתקשרת. למעשה, במצב דברים רגיל, ככל ששיעור החזקותיו של בעל השליטה בחברה המתקשרת גדול יותר, התמריץ שלו "לעשוק" את החברה המתקשרת פוחת, ובהתאם לכך פוחת גם פוטנציאל הפגיעה בחברה הציבורית השולטת, על בעלי מניות המיעוט שבה.

## **ו. סיכום**

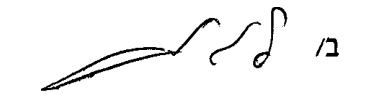
20. באיזון בין הנוק הפוטנציאלי הכרוך בקביעה כי ההתקשרויות טעונות אישור בכלל החברות הציבוריות השולטות ובין התועלת הגלומה בה, ובהתחשב בהגנות הקיימות ממילא למיעוט בחברות השולטות כמפורט לעיל, אין מקום לדעת הרשות לחייב אישורים נוספים לפי סעיף 275 לחוק מעבר לאלו המתקבלים בחברה הציבורית הנשלטת.

הואיל ולא ניתן לצפות מראש את כלל המקרים בהם הציבור בחברה הציבורית השולטת עשוי להיפגע על אף אישור העסקה בחברה הציבורית הנשלטת, ועל מנת לשמר את הוודאות שנוצרה בשוק בשאלה אימתי נדרש אישור האסיפה הכללית של חברה ציבורית להתקשרות חברה הנשלטת על ידה עם בעל השליטה, סבורה הרשות כי יש להעדיף את ההבחנה שהוצגה לעיל.

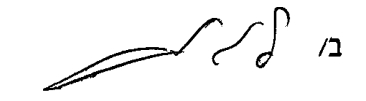
21. לפי הבחנה זו, בעת התקשרות בין חברה פרטית נשלטת לבעל השליטה, זכאי הציבור בחברה הציבורית השולטת להגנה מסוג "כלל קניין" ורואים את העסקה כעסקה של החברה הציבורית השולטת. לעומת זאת, במקרים שבהם העסקה היא בין חברה ציבורית נשלטת לבין בעל השליטה (כפי המקרה דנן), יזכה הציבור בחברה הציבורית השולטת להגנה מסוג "כלל אחריות", וכאמור גם במסגרתה יוכל בית המשפט להורות על זימון אסיפה לפי סעיף 275 לחוק החברות בחברה הציבורית השולטת בנסיבות חריגות. הבחנה זו מקובלת בשוק ההון מאז כניסתו של חוק החברות.



ליאב זינבאוס, עו"ד  
מנהל המחלקה המסחרית  
פרקליטות מחוז (ת"א) אזרחי



ב/ צפנת מזר, עו"ד  
רשות ניירות ערך



ב/ אמיר הלמר, עו"ד  
רשות ניירות ערך

הוגש היום, 22 מרץ 2012



## תוכן הנספחים

<u>מספר עמוד</u> <u>תחילת הנספח</u>	<u>שם הנספח</u>	<u>הספרה בה סומן</u> <u>הנספח</u>
1-2	החלטת הרשות בעניין "העמדת ערבות על ידי חברה נכדה של חברה ציבורית לחברה פרטית שבבעלות בעל השליטה"	א'

## נספח א'

עמדת הרשות בעניין "העמדת ערבות על ידי חברה נכדה של חברה ציבורית לחברה פרטית שבבעלות בעל השליטה"

## מהחלטות מליאת רשות ניירות ערך:

### החלטה בעניין העמדת ערבות על-ידי חברה נכדה של חברה ציבורית לחברה פרטית שבבעלות בעל השליטה<sup>1</sup>

בישיבה שקיימה מליאת רשות ניירות ערך ביום 14/08/01 נדון עניין העמדת ערבות על-ידי חברה נכדה של חברה ציבורית לחברה פרטית שבבעלות בעל השליטה.

השאלות שהובאו לדיון בנוגע לאותה עסקה היו:

(1) האם יש מקום לראות בעסקת העמדת הערבות על-ידי חברה נכדה (המצויה בבעלות מלאה של החברה) לטובת בעל השליטה עסקה של החברה עם בעל השליטה בה הדורשת גילוי בהתאם לתקנות ניירות ערך (עסקה עם בעל שליטה), התשס"א – 2001 (להלן – תקנות הניגוד).

(2) אם התשובה לשאלה (1) היא חיובית – מהו היקף הגילוי אותו יש לדרוש במסגרת הדוח שיוגש, באשר ל"סיכון" שנוטלת החברה הציבורית בגין העמדת הערבות.

החלטות המליאה:

(1) המליאה קבעה כי ההגיון שבבסיס הדיווחים על עסקאות שבין חברה לבעל שליטה בה, בא למונע שימוש לרעה של בעל השליטה בחברה הציבורית לטובתו האישית ובניגוד לטובת שאר בעלי המניות. על כן, יש לראות גם בעסקה של חברה נכדה בבעלות מלאה, עסקה של החברה עם בעל השליטה.

את הביטוי בסעיף 270(4) לחוק החברות, התשנ"ט – 1999 (להלן – חוק החברות), "עסקה חריגה של חברה ציבורית" עם בעל השליטה בה, יש לפרש ככולל בחובו גם עסקה חריגה של חברה בבעלותה ובשליטתה המלאה של החברה הציבורית עם בעל השליטה. לכן, יש לראות את עסקת העמדת הערבות על-ידי חברה נכדה לטובת חברה פרטית בבעלות בעל השליטה, כעסקה של החברה עם בעל השליטה בה.

הפרשנות על פיה עסקה חריגה של חברה בשליטה מלאה של חברה ציבורית אינה עסקה של החברה הציבורית, היא בלתי סבירה. משמעותה, אם תתקבל, היא שעסקאות עם בעלי שליטה, שלפי מהותן הן עסקאות של חברות ציבוריות, לא תחויבנה בדיווח על פי תקנות הניגוד, ולפי פירוש זה – גם לא תחויבנה באישור האסיפה הכללית. לפיכך, עמדת הרשות היא כי בגין עסקאות שעורכת החברה באמצעות חברות כאמור לעיל, יש להגיש דוח בהתאם לתקנות הניגוד. בפועל, תואמת עמדה זו את דרכי התנהגותן של מרבית החברות הציבוריות המתקשרות בעסקאות עם בעלי השליטה בהן באמצעות חברות בת ונוהגות לדווח עליהן כדבר שבשגרה במסגרת תקנות הניגוד, כעסקאות של החברה הציבורית.

<sup>1</sup> החלטת מליאה מיום 18/12/2001, הבהרת סגל הרשות מיום 13.12.05.

2) בשל היקפה המשמעותי של הערבות שהועמדה, קבעה המליאה כי לדוח שיוגש יש לצרף את דוחותיה הכספיים של החברה הפרטית שלטובתה הועמדה הערבות.

תקנה 3(א) לתקנות הניגוד קובעת כי דוח העסקה יכלול כל פרט הנוגע לעסקה והעשוי להיות חשוב למשקיע סביר או לבעל מניות סביר לצורך הצבעתו באסיפה הכללית. תקנה זו מבטאת את עקרון היסוד עליו מושתתים דיני ניירות הערך, הוא עקרון הגילוי הנאות, שמשמעותו היא מסירת מידע מלא וחשיפת הנתונים הרלבנטיים אודות החברה.

מאחר והחברה הנכדה היא חברה בבעלות ובשליטתה מלאות של החברה, מימוש הערבות שניתנה על-ידה, אם יתרחש, יבוא לידי ביטוי בדוחותיה הכספיים של החברה. לאור נתוני הדוחות הכספיים של החברה, ובהם העובדה שהיקף הערבות קרוב להיקף ההון העצמי של החברה הציבורית, יהיו למימוש הערבות השלכות מהותיות על דוחות אלה, שכן מדובר בסכום שהוא מהותי לחברה מבחינת תוצאות פעולותיה. לפיכך, דרוש למשקיע מידע שיאפשר לו להעריך את סיכויי מימוש הערבות. המידע הנדרש לצורך הערכת סיכויי המימוש, כאמור, הוא הדוחות הכספיים של החברה הפרטית שלטובתה הועמדה הערבות.

#### הבהרה מדצמבר 2005 –

סגל הרשות מבקש להבהיר כי ההחלטה האמורה נתקבלה בנסיבות בהן דובר בחברה נכדה בבעלות ובשליטה מלאה של החברה הציבורית. עמדת סגל הרשות כפי שמושמת מזה זמן, היא כי המסקנה דומה גם כאשר מדובר בעסקה חריגה עם בעל השליטה או בעסקה חריגה שלבעל השליטה יש בה ענין אישי, לרבות הצעה פרטית שלבעל השליטה יש בה ענין אישי, וכן התקשרות באשר לתנאי כהונה והעסקה של בעל השליטה או קרובו, אשר חברה פרטית בשליטת החברה הציבורית (גם אם אינה בבעלותה המלאה) היא צד לה.