

ת.א. 40274-09-15

במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי

קבוע ליום 14.10.15 בשעה 10:00

בתל אביב - יפו

בפני כב' השופטת רות רונן

**Perrigo Company Plc.**

**המבקשת:**

ע"י ב"כ עוה"ד פישר בכר חן וול אוריון ושות'

מרחוב דניאל פריש 3 תל אביב

טל' 03-6941349 ; פקס 03-6944103

- נ ג ד -

**Mylan N.V. 1**

**המשיבות:**

ע"י ב"כ עוה"ד מיתר ליקוורניק גבע לשם טל ושות'

מדרך הלל סילבר 16 רמת גן

טל' 03-6103100 ; פקס 03-6103111

**2. רשות ניירות ערך**

ע"י ב"כ עו"ד ליאב וינבאום מפרקליטות מחוז ת"א (אזרחי)

מדרך מנחם בגין 154 (בית קרדן) תל אביב

טל' 073-3736229/073-3736222 ; פקס 073-3736490/1

## עמדה מטעם רשות ניירות ערך לבקשה לסעד הזמני

### מבוא

1. בהמשך להחלטות בית המשפט הנכבד מימים 24.9.15, 2.10.15, 3.10.15 ו- 8.10.15 מתכבדת רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") להציג בפני בית המשפט הנכבד ובפני הצדדים את עמדתה המקצועית בסוגיות העולות בהליך זה וזאת במסגרת תשובתה לבקשה לסעד הזמני.
2. ודוק, במסגרת עמדה מקצועית זו תובא עמדת הרשות בסוגיות המקצועיות כאשר הרשות נמנעה בשלב זה מלהתייחס לאמור בכתב התביעה ובבקשה לסעד זמני (להלן: "כתב התביעה" ו-"הבקשה") בכל הקשור לאופן, המוטעה, בו נקטה המבקשת בפנייתה לבית המשפט, בכל הקשור לטענות כנגד הרשות, וכן ביחס לסעדים המבוקשים כנגד הרשות. מבלי להרחיב בסוגיה זו, הרי שדומה שככל שהדבר קשור לרשות, דינם של הבקשה וכתב התביעה, כפי שנוסחו, להימחק על הסף ואינם יכולים לעמוד, באשר בהעדר החלטה מנהלית של גוף מנהלי, מה לנו בקשה לסעד המורה לאותו גוף להימנע מלפעול.
3. מבלי לפגוע באמור לעיל ועל דרך קל וחומר טוענת הרשות כי הסעד המבוקש כנגדה במסגרת כתב

התביעה (המסומן III) מבקש בחוסר סמכות מהותי, קל וחומר במסגרת הליך אזרחי, במובחן מהליך מנהלי. ממה נפשך, במועד פתיחת ההליך המשפטי הרשות טרם קיבלה החלטה בדבר הסוגיות העומדות בבסיס המחלוקת בין המבקשת למשיבה 1 (להלן גם: "הצדדים הישירים להליך"), וברי שטרם החליטה האם לנקוט ואם לאו כל צעד אכיפה או אחר, בהתבסס על החלטתה המקצועית בסוגיות הנ"ל.

4. בנוסף ומבלי לפגוע באמור לעיל, בקשתה של המבקשת להורות לרשות, בבקשה לצו עשה, לנקוט הליכי אכיפה אינה סעד המצוי בסמכות בית המשפט הנכבד במסגרת ההליך משלל סיבות, דיוניות ומהותיות כאחד. בקליפת אגוז יאמר כי צו עשה כמבוקש בכתב התביעה אינו מוכר בדין, באשר הדרך הנכונה לפעולה הינה תקיפת החלטת הגוף הרשות המנהלית המוסמכת שלא לנקוט בהליכים, לאחר קבלת ההחלטה בעניין (וכאמור, החלטה כזו טרם התקבלה במועד הגשת הבקשה), וגם זאת בדרך הנקובה בדין.

5. עם זאת, וכאמור לעיל, תתמקד העמדה שלהלן בסוגיות המקצועיות תוך שהרשות שומרת לעצמה את הזכות לטעון בכתב ובאריכות בפני בית המשפט הנכבד את הטענות המוזכרות לעיל ואחרות, בכל הקשור להעדר הסמכות לבקש וליתן את הסעדים כנגד הרשות, כפי שמתבקשים בבקשה ובכתב התביעה. כמו-כן, ככל שתעלה טענה כלשהי בדבר התנהלות הרשות, תבקש הרשות לטעון בעניין בהרחבה, הן ביחס לסוג ההליך בו יש לנקוט לצורך העלאת טענות אלו, וכן לגופם של דברים, שכן היא בדעה שהתנהלותה היתה ללא דופי. בפרט,

6. הרשות חוזרת על הדברים שנאמרו על ידה במסגרת סעיף 3 לתגובה המקדמית לבקשה, בכל הקשור לנטען על ידי המבקשת ביחס להסכמות בין המשיבה 1 לבין הרשות. כן מבקשת הרשות להעמיד את הדברים על דיוקם בכל הקשור לאמור בתשובת המשיבה 1 לבקשה ככל שהדבר נוגע למגעים שלה עם הרשות (ולדוגמא סעיפים 100 ו-102 לתשובה הנ"ל). במסגרת ביצוע תפקידה של הרשות שהינו שמירה על עניינם של המשקיעים בשוק ההון, הרשות אינה "פועלת בתיאום עם" ו/או "מבקשת מ..."<sup>1</sup> גופים מפורקים ו/או כל גוף הפונה אליה בעניין זה או אחר הקשור בביצוע תפקידה על פי דין. הוא הדין גם בענינה של המשיבה 1 אשר הינה ככל תאגיד ו/או גוף מפורק אחר.

7. בהינתן העובדה שהצדדים להליך מרבים להתייחס הן לעמדות הרשות בעבר בכל הקשור לסוגיות הרלבנטיות להליך דכאן, והן לעמדות הרשות במסגרת ביצוע תפקידה על פי דין בעניין דכאן<sup>2</sup>, מתבקש בית המשפט הנכבד לראות באמור להלן בלבד, את עמדות הרשות הן באופן כללי והן באופן ספציפי למחלוקות נשוא הליך זה ולצדדים להליך.

8. הסוגיה המרכזית שנדונה בבקשת צו המניעה של המבקשת ובתשובת המשיבה 1 היא שאלת קיומה של חובת פרסום תשקיף בהתאם לסעיף 15 לחוק ניירות ערך. סוגיה שניה, שנדונה על-ידי הרשות לאחר שבחנה את טענות המבקשת והמשיבה 1 בנדון, היא יכולתה של המשיבה 1 להירשם למסחר בבורסה במסגרת הסדר הרישום הכפול. לנוכח השפעתן האפשרית של שתי הסוגיות על מהלך הצעת הרכש של המשיבה 1 והקשר ביניהן, וכדי להציג לפני בית המשפט הנכבד תמונה מלאה של מצב הדברים, תובא בעמדה זו גם התייחסות הרשות לסוגיה השנייה.

<sup>1</sup> כאמור בסיפא לסעיפים 100 ו-102 לתשובת המשיבה 1 לבקשה.

<sup>2</sup> ר' לדוגמא פרק א' לבקשה וכן סעיפים 100, 102, 120, 122 לתשובת המשיבה 1 לבקשה.

9. עמדת הרשות, המפורטת בהמשך הדברים, נמסרת למבקשת ולמשיבה 1 במקביל להגשת עמדה זו לבית המשפט.

## רקע

### כללי

10. בחודש אפריל 2015 פרסמה המשיבה 1 Mylan N.V. (להלן גם: "מיילן") כי בכוונתה לבצע הצעת רכש עתידית של המבקשת Perrigo Company Plc (להלן גם: "פריגו"), במסגרתה תציע מיילן לרכוש את מלוא הון המניות המונפק של פריגו בתמורה למזומן ולמניות רגילות של מיילן. הצעת הרכש פורסמה ביום 14 בספטמבר 2015 ("הצעת הרכש שפרסמה מיילן" או "הצעת הרכש").

11. פריגו, חברה העוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק תרופות ותוספי מזון, הינה חברה דואלית אשר נרשמה למסחר ברישום הכפול לפני כעשור, והינה כיום חברה מהותית ביותר בגודלה במדד ת"א 25. במקביל למסחר בתל-אביב, היא נסחרת בבורסת ה- New York Stock Exchange ("NYSE"). לטענת פריגו, שיעור ניכר ממניותיה מוחזק בידי הציבור בישראל (בעיקר גופים מוסדיים ותעודות סל) וערך החזקתו בה עומד על כ-10 מיליארד ש"ח (העולים כדי כ-13 מיליון ממניות פריגו). מנתונים שנמסרו לרשות עולה כי שיעור החזקות הציבור בישראל במניות פריגו עומד על 10%.

12. פריגו היתה מאוגדת בעבר בארה"ב, והיא התאגדה מחדש באירלנד בשנת 2013. לאור האמור, חלים עליה דיני ניירות ערך בארה"ב, דיני החברות האיריים, ודיני ניירות ערך בישראל החלים על חברה דואלית מכוח הסדר הרישום הכפול כפי שיוסבר להלן.

13. מיילן, חברה העוסקת אף היא בפיתוח, ייצור ושיווק תרופות, הינה חברה ציבורית המאוגדת בהולנד ואשר המניות הרגילות שלה רשומות למסחר ב-NASDAQ Global Select Market ("NASDAQ"). מיילן הינה כיום אחת מחברות התרופות הגנריות הגדולות בעולם, בדומה לטבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ ("טבע").

### הצעת הרכש

14. כאמור, ביום 14 בספטמבר 2015 פרסמה מיילן הצעת רכש חליפין, הכוללת הצעה לשלם לבעלי מניותיה של פריגו תמורת מניותיהם, מרכיב של מזומן וכן מרכיב של מניות מיילן. הצעת הרכש פורסמה על פי תשקיפים שפורסמו בארצות הברית (S-4) ובאירופה. מכוח הוראות הדירקטיבה האירופאית, נערכה "עטיפה" לתשקיף (EU wrapper) לטובת ציבור המשקיעים האירופאיים, אף שניירות הערך של מיילן אינם נסחרים באירופה. לא פורסם תשקיף בישראל לצורך הצעת הרכש בהתאם לסעיף 15 לחוק. כמו-כן לא פורסם מיפרט הצעת רכש בהתאם לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000 (להלן: "תקנות הצעת רכש").

15. יצוין כי להצעת הרכש מיום 14 בספטמבר 2015 קדמו מספר הודעות של מיילן על כוונתה להציע הצעת רכש עבור מניות פריגו, בתנאים עדיפים מאלו המפורטים בהצעת הרכש. פריגו הביעה התנגדותה להצהרות כוונה אלו והמליצה לבעלי מניותיה להימנע מקבלת הצעות רכש אלו, לאור היותן נמוכות מדי

ומבוססות על הערכת חסר מהותית של שוויה של פריגו.<sup>3</sup>

16. כן יצוין, כי הצעת הרכש אינה מותנית ברכישה מלאה. עובר לפרסום הצעת הרכש, ביום 5.5.2015, הודיעה מיילן כי ככל שהצעת הרכש תניב היענות של 80% לפחות, מיילן תפעיל את מנגנון הכפייה המעוגן בחוק החברות האירי, על מנת לכפות על יתר בעלי המניות למכור את מניותיהם. ואולם, בהמשך הודיעה מיילן כי היא תפחית את היקף ההסכמה המינימאלי הדרוש לביצוע רכישה מ-80% ממניות פריגו לשיעור של למעלה מ-50% מהמניות. מיילן אף הצהירה במסגרת מסמך השלמה שהוגש ל-SEC, כי בכוונתה למחוק את מניותיה של פריגו ממסחר - הן בבורסה בתל אביב והן ב-NYSE - לאחר שתרכוש שליטה על דירקטוריון פריגו.

17. הצעת הרכש פורסמה ביום 14 בספטמבר 2015. תקופת הקיבול החלה במועד פרסום מסמך ההצעה, ותסתיים 60 ימים לאחר מכן, ביום 13 בנובמבר 2015. ביום 29 בספטמבר 2015 הגישה מיילן בקשה בישראל, להירשם, בהקדם האפשרי, כחברה דואלית במסגרת הרישום הכפול.

### התנגדות פריגו להצעת הרכש

18. דירקטוריון פריגו הביע התנגדותו לרכישת המניות על-ידי מיילן, כך שהצעת הרכש מהווה ניסיון השתלטות עוינת על פריגו. הדירקטוריון נימק התנגדותו בעיקר מטעמים עסקיים (לפיהם, תנאי הצעת הרכש הינם נמוכים מדי ומבוססים על הערכת חסר מהותית של שוויה של פריגו) וכן לאור העובדה כי מבנה ההון של מיילן, הכולל גלולת רעל, עולה כדי ממשל תאגידי לקוי. פריגו פועלת לסיכול הצעת הרכש, ופנתה בין השאר לרשות ניירות ערך בארה"ב ולרגולטור האירי המפקח על הצעות הרכש, בטענה כי הצעת הרכש של מיילן בוצעה שלא כדין, בהתאם לדיני ניירות הערך בישראל. כמו-כן פנתה פריגו לרשות ניירות ערך והביעה התנגדותה למהלך הצעת הרכש.

19. טענותיה של פריגו כפי שהוצגו בפני הרשות וכפי שמובאת בבקשה ובכתב התביעה מושתתות על שני אדנים עיקריים: ראשית, נטען כי הצעת הרכש נעשתה שלא כדין מאחר ולא פורסם בעניינה תשקיף בהתאם לדיני ניירות ערך בישראל. שנית, נטען כי מיילן אינה כשירה להירשם למסחר בבורסה בתל אביב במסגרת הסדר הרישום הכפול, לאור קיומה של גלולת רעל והעובדה שקיימים במיילן שני סוגי מניות.

### הנושאים העומדים לדיון

20. עיון בטענות הצדדים כפי שהובאו בפני הרשות וכפי שהוצגו בפני בית המשפט הנכבד מראה שבפני הרשות עומדות שתי שאלות עיקריות.

20.1. האם פנייתה של מיילן לבעלי מניות פריגו במסגרת הצעת הרכש מהווה הצעה לציבור הטעונה פרסום תשקיף ופרסום מיפרט הצעת רכש חליפין לפי סעיף 15 לחוק ניירות ערך והתקנות מכוח החוק?

20.2. האם ניתן לרשום את מיילן למסחר בבורסה בתל אביב כחברת רישום כפול בהינתן הוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך?

21. ברי שבין השאלות לדיון קיימים יחסי גומלין. כפי שיוסבר להלן, מענה בשלילה לשאלה הראשונה יאפשר

<sup>3</sup> לפירוט בדבר הרקע להצעת הרכש ראה סעיפים ב.2 ו-ב.3 לבקשה.

למייילן להימנע מתחולת דיני ניירות ערך בישראל אלא אם כן תבחר להירשם כחברה ברישום כפול ומענה בחיוב לשאלה השניה יאפשר למייילן לפרסם תשקיף המתבסס על מסמכי הגילוי שלה בארה"ב, ככל שתבחר להירשם כחברת רישום כפול.

### **פריגו כחברת רישום כפול - הסדר הרישום הכפול - הוראות פרק ה'3 לחוק**

22. פריגו כאמור הינה חברה הרשומה בישראל בהסדר רישום כפול בהתאם להוראות פרק ה'3 לחוק. לצורך נוחות הדיון נציג תחילה את הוראותיו העיקריות של פרק ה'3 לחוק.

23. הסדר הרישום הכפול נכנס לתוקף בישראל בשנת 2000, על רקע תהליכי הגלובליזציה בעולם ופנייתן של חברות ישראליות רבות, בעיקר בתחום הטכנולוגיה, לגייס הון בבורסות בארה"ב. ההסדר נועד לאפשר לחברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה זרה המנויה בתוספת השניה או השלישית לחוק ניירות ערך, לרשום אותם למסחר גם בישראל בהתבסס על דיווחיהן לפי הדין הזר החל עליהן, חלף גילוי לפי הדין בישראל.

24. ההסדר מעוגן בפרק ה'3 לחוק. במקור נועד ההסדר לטפל ברישום למסחר של חברות שהתאגדו בישראל והנפיקו את ניירות הערך שלהם בבורסות הזרות המנויות בתוספות השניה והשלישית לחוק. חברות אלו הוגדרו בחוק כ"תאגיד חוץ"<sup>4</sup>. כמו כן, ההסדר נועד לחול ביסודו על נסיבות של רישום למסחר של תאגיד חוץ, להבדיל מנסיבות של הנפקת ניירות ערך לציבור וגיוס כספים ממנו על-ידי תאגיד החוץ. כך, בעוד שביחס לרישום למסחר ניתן פטור מתשקיף ונדרש רק מסמך רישום המתבסס על הגילוי בחו"ל, הרי שביחס להצעת ניירות ערך לציבור בישראל לא ניתן פטור דומה, והדרישה לפרסם תשקיף בישראל נותרה בעינה. יחד עם זאת, במהלך עיצוב ההסדר לקראת חקיקתו הוא הורחב בשני העניינים האמורים כאמור להלן.

25. האחד, רשות ניירות ערך הוסמכה לתת פטור מהוראות הגילוי המקומיות מקום בו תאגיד חוץ מפרסם תשקיף. מכוח סמכות זו ניתנה לתאגידי רישום כפול האפשרות לא רק לרשום למסחר את ניירות הערך שלהם על בסיס הגילוי בחו"ל אלא גם להנפיק ניירות ערך בישראל על בסיס גילוי כאמור. בפועל, הרשות נתנה פטור כמעט מלא מדרישות הגילוי המקומיות במהלך השנים, ולא התנתה אותן בדרישות משמעותיות,<sup>5</sup> למעט התניה בתקופה מינימאלית של רישום למסחר, וזאת בעיקר לשם מניעת "רישום מלאכותי" (קרי, רישום במסגרת הסדר הרישום הכפול על מנת ליהנות מהפטור מתשקיף, ומחיקה ממסחר מיד עם תום הגיוס). בשנת 2013 פרסמה הרשות תנאים מחמירים יותר למתן פטור מגילוי בקשר עם הנפקת אגרות חוב לציבור בידי תאגידי רישום כפול, בהתחשב בכך שאגרות החוב אינן נסחרות בחו"ל אלא בישראל בלבד, ואולם גם תנאים אלו מתבססים עדיין על התפישה לפיה עיקר הגילוי נשען על דיווחי התאגיד בחו"ל. סמכות פטור זו קבועה בסעיף 35 לחוק, שלשונו כדלקמן:

"(א) הרשות רשאית לפטור מהוראות הנוגעות לפרטים בתשקיף, מבנהו וצורתו, כולן או מקצתן, תאגיד שהואגד בישראל המציע ניירות ערך לציבור בישראל אם ניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל או יירשמו בה למסחר מיד לאחר פרסום התשקיף, אם ראתה כי נכון לעשות כן בנסיבות הענין, והיא רשאית להתנות את מתן הפטור בתנאים, לרבות לענין האמור בסעיף קטן (ב).

<sup>4</sup> סעיף 1 לחוק מגדיר "תאגיד חוץ" כ"תאגיד שהואגד בישראל וניירות ערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל".  
<sup>5</sup> "פרטים, מבנה וצורת תשקיף של חברה ברישום כפול" אתר רשות ניירות ערך (אוקטובר 2003).

(ב) תאגיד שפרסם תשקיף לפי סעיף קטן (א) וערב פרסום התשקיף לא חלו עליו חובות דיווח לפי חוק זה, ידווח, כל עוד ניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, לפי הוראות פרק זה או לפי הוראות פרק ו'.

(ג) בסעיף זה, "הצעה לציבור" - למעט רישום ניירות ערך למסחר בבורסה לפי פרק זה."

.26

שנית, רשות ניירות ערך הוסמכה להחליט כי הוראות לפי פרק ה' לחוק יחולו, כולן או מקצתן, על תאגיד שהואגד מחוץ לישראל וניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, ואשר מבקש לרשום אותם למסחר בבורסה. מכוח סמכות זו נרשמה בעבר פריגו למסחר בישראל, אף שאינה "תאגיד חוץ", כלומר אף שהתאגדה מחוץ לישראל. סמכות פטור זו קבועה כיום בסעיף 35(ה) לחוק, שלשונו כדלקמן:

"הרשות רשאית להחליט כי הוראות לפי פרק זה, כולן או מקצתן, יחולו על תאגיד שהואגד מחוץ לישראל וניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, ואשר מבקש לרשום ניירות ערך אלה למסחר בבורסה ובלבד שלא נחתם הסכם הכרה בין הרשות לבין רשות החוץ במדינת התאגדותו של התאגיד; הרשות רשאית להתנות את החלטתה בתנאים שתקבע".

.27

מן האמור לעיל עולה, כי במסגרת הסדר הרישום הכפול יש פטור מחובת פרסום תשקיף לצורך רישום למסחר של ניירות ערך בבורסה, ואפשרות פטור מגילוי בתשקיף (להבדיל מחובת פרסום התשקיף) לצורך הנפקת ניירות ערך לציבור בישראל. פטורים אלו נוגעים לשלב הצעת ניירות הערך לציבור בישראל. לאחר מכן, בשלב בו נסחרים ניירות הערך בבורסה, ניתן לתאגדי הרישום הכפול פטור מדיווח שוטף לפי הדין בישראל. פטור זה קבוע בסעיף 35 ללא לחוק שלשונו כדלקמן:

"(א) תאגיד חוץ שניירות הערך שלו נרשמו למסחר בבורסה לפי מסמך רישום, וערב הרישום למסחר לא חלו עליו חובות דיווח לפי חוק זה, חייב להגיש לרשות ולבורסה דוחות או הודעות לפי פרק זה, כל עוד ניירות ערך שלו נמצאים בידי הציבור.

(ב) על תאגיד חוץ כאמור בסעיף קטן (א), לא יחולו הוראות פרק ו' ותקנות לפי סעיף 56(ד)(2) ו-(3), למעט סעיפים 36, 38 ו-38א שיחולו בשינויים המחויבים....."

.28

הפטור נוגע לחובות הדיווח החלות על תאגדי הרישום הכפול, ולא לחובות אחרות שעשויות לחול עליהם מכוח חוק ניירות ערך. לדוגמא, ביחס לתאגדי רישום כפול לא ניתן פטור מתקנות הצעת רכש, שכן אלו קבועות מכוח סעיף 56(ד)(1) לחוק, שלא ניתן פטור מתחולתו.

.29

הניתוח לא יהא שלם ללא אזכור אפשרות המחיקה מהמסחר ביוזמת תאגיד החוץ. סעיף 35 כח לחוק קובע כי תאגיד חוץ רשאי לבקש כי ניירות הערך שלו הרשומים למסחר בבורסה יימחקו מהמסחר בה ובלבד שהודיע על כוונתו לעשות כן בהתראה של שלושה חודשים לפחות, ובתנאי שניירות הערך שלו ממשיכים להיסחר בבורסה הזרה. אפשרות זו מקנה לתאגיד הרישום הכפול יכולת להימחק ממסחר בישראל באופן מהיר, ללא צורך באישורם של מחזיקי ניירות הערך כאן.

### הצעה לציבור וחובת פרסום תשקיף

.30

סעיף 15 לחוק קובע כי הצעה של ניירות ערך לציבור בישראל טעונה פרסום תשקיף. לפיכך, ככל שפעולתה של מיילן בפנייתה לבעלי המניות של פריגו בהצעה לרכישת מניותיהם מהווה "הצעה לציבור" כהגדרתה בחוק, הרי שביצועה מחייב פרסום תשקיף בישראל.

31. מענה בחיוב לשאלה זו, מקים גם את הצורך בדיון בסוגיה הנוספת להלן בדבר עמידת מיילן בהוראות סעיף 46 לחוק. אם מדובר בהצעה לציבור הטעונה פרסום תשקיף, פירושו של דבר כי על מיילן יחולו דרישות הגילוי של הדין הישראלי, בעת ההצעה ואחריה (כל עוד ניירות הערך של מיילן מוחזקים בידי הציבור בישראל), במקביל לדרישות הדין בארה"ב. ככל הנראה, הדרך המעשית היחידה שתעמוד בפני מיילן היא רישום למסחר כתאגיד רישום כפול ובקשה לפרסם תשקיף המתבסס על הגילוי בארה"ב, מכוח הסמכות הקבועה בסעיף 35כט לחוק. במקרה זה, קביעה כי מיילן אינה רשאית להירשם למסחר כתאגיד רישום כפול, בשל סעיף 46 לחוק, פירושה כי מיילן לא תוכל ככל הנראה לבצע את הצעת הרכש במתכונת הנוכחית.

### המסגרת החקיקתית

#### חוק ניירות ערך

32. סעיף 15 לחוק קובע כדלקמן:

**"15(א) לא יעשה אדם הצעה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו או על פי טיוטת תשקיף שאושרה ונחתמה כאמור בסעיף 22 והוגשה לרשות. (ב) לא יעשה אדם מכירה לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו."**

**"הצעה לציבור" מוגדרת בסעיף 1 לחוק כדלקמן:**

**"פעולה המיועדת להניע ציבור לרכוש ניירות ערך; בלי לגרוע מכלליות האמור, גם אלה: (1) רישום ניירות ערך למסחר בבורסה; (2) פניה לציבור להציע הצעות לרכישת ניירות ערך."**

33. החוק אינו כולל הגדרה פוזיטיבית למונח "ציבור". משמעות מונח זה נלמדת בעיקר מהחריגים שנקבעו בחוק לחובת פרסום התשקיף. כך למשל, קובע החוק כי הצעה למשקיעים מתוככמים או הצעה למספר של עד 35 משקיעים במהלך תקופה של 12 חודשים לא תהווה הצעה לציבור (הווה אומר כי הצעה ליותר מ- 35 ניצעים מהווה הצעה לציבור). עוד קובע החוק כי לא יראו כהצעה לציבור הטעונה פרסום תשקיף פרסום בדבר כוונה למכור ניירות ערך, הצעת ניירות ערך של תאגיד מדווח לעובדיו שנעשית במסגרת תכנית תגמול לעובדים על פי מתאר, הצעת ניירות ערך תוך כדי המסחר בבורסה, רישום ניירות ערך למסחר אגב הצעה על פי תשקיף או הצעה פרטית, ועוד.

34. לענייננו רלוונטית גם הוראת סעיף 15ד לחוק. הוראה זו מסמיכה את הרשות לפטור מהוראות החוק תאגיד שניירות ערך שלו רשומים למסחר מחוץ לישראל ואינו תאגיד מדווח, המציע או המוכר ניירות ערך שלו לעובדיו במסגרת תוכנית תגמול לעובדים, אם נכחה הרשות כי חוקי המדינה שבה רשומים ניירות הערך שלו למסחר מבטיחים די הצורך את עניינו של ציבור העובדים בישראל והיא רשאית להתנות פטור זה בתנאים. יש לשים לב, כי פטור זה נוגע רק להצעת ניירות ערך לעובדי התאגיד בישראל, להבדיל מהצעת ניירות ערך למשקיעים בישראל.

35. ההגדרה הנוכחית להצעה לציבור והחריגים לה נקבעו במסגרת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000.<sup>6</sup> במסגרת זו גם בוטל סעיף 40 לחוק שקבע בין היתר כי תאגידים שהתאגדו בישראל כפופים לחוק ניירות ערך גם במקרה של מכירת ניירות ערך לציבור בחו"ל. ההנמקה לביטול היתה כי משקיע אשר בחר

<sup>6</sup> ס"ח תש"ס מס' 1735 מיום 9.4.2000 עמ' 161, ור' גם את הצעת החוק - ה"ח תש"ס מס' 2845 עמ' 220.

לרכוש ניירות ערך בשוק זר ולא בשוק הישראלי, קיבל על עצמו את ההגנות ואת מתכונות הדיווח הנהוגות באותו שוק זר. מכאן ניתן ללמוד את הנחת החוק בדבר תחולתו הטריטוריאלית – קרי, הצעה הנעשית לציבור בישראל היא זו אשר כפופה להוראותיו. תכלית החוק היא להגן על ציבור המשקיעים בישראל, והגנה זו היא מנדטורית. עמדת הרשות משנת 2000, שפורסמה בסמוך לאחר תיקון החוק, הבהירה כי יש לפרש את המונח "ציבור" בסעיף 15 כ"ציבור בישראלי".<sup>7</sup>

36. המבחן המוכר בפסיקה בארה"ב לבחון קיומו של ציבור הינו מבחן הנסיבות והצורך, לפיו הבחינה הינה האם בנסיבות העניין יש לניצעים גישה למידע מן הסוג המפורט בתשקיף והאם הם זקוקים להגנת החוק.<sup>8</sup> מבחן זה סייע גם בעיצוב הפטורים הקבועים כיום בחוק. במסגרת תיקון 20 לחוק ניירות ערך נבחנו שני סוגים של משקיעים על פי מבחן הנסיבות והצורך – משקיעים מסווגים ועובדים - לגביהם נקבעו כללים מפורטים המוציאים אותם מגדר ציבור או מאפשרים הקלות מסוימות בנוגע להצעת ניירות ערך להם.

#### הצעת חוק תיקון מספר 37 לחוק

37. הניסיון שנצבר מאז חקיקת תיקון 20 הביא את הרשות ליזום את הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 37), התשס"ח-2008 (להלן: "**הצעת חוק תיקון מספר 37**"), במסגרתה הוצע לערוך מחדש את רשימת החריגים לחובת פרסום התשקיף, תוך ביצוע הרחבות ושינויים. אחד החריגים שהוצעו הנו רלבנטי לענייננו, שכן הוא נועד לפטור תאגיד זר הנסחר בבורסה בחו"ל, המוכרת לצרכי הרישום הכפול, מחובת פרסום תשקיף, שעה שהוא פונה בהצעת רכש תליפין למחזיקי ניירות ערך של תאגיד רישום כפול, במטרה למחוק אותו מהמסחר בישראל. להלן נוסח הפטור שהוצע:<sup>9</sup>

**"הצעת ניירות ערך של תאגיד שניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בחו"ל, שאינו תאגיד מדווח ואינו תאגיד ברישום כפול, המופנית על ידי אותו תאגיד למחזיקים בישראל של ניירות ערך של תאגיד ברישום כפול בתמורה לניירות הערך כאמור שבידיהם, ועתידה להסתיים במחיקה מן המסחר בארץ של ניירות הערך של התאגיד הנרכש".**

38. ההנמקה לפטור זה היתה כי מדובר בפניה לבעלי המניות בישראל אשר נלווית לעסקה אשר למעשה מתבצעת מחוץ לישראל ואשר חלים עליה כללי הדין הזר. דרישת פרסום תשקיף על פי הדין בישראל והכפפה של החברה הזרה לדינים בארץ כתוצאה מעסקה שמטרתה רכישה מלאה ומחיקה מן המסחר של החברה הנרכשת בבורסה בישראל אינה ראויה כיוון שבעלי המניות של החברה ברישום כפול השקיעו מלכתחילה בחברה המדווחת על פי כללי הדין הזר ופניית החברה הרוכשת אליהם, נעשית על פי מערכת כללים המוכרת להם. הוסבר עוד שהמחזיקים בתאגיד הרישום הכפול קיבלו על עצמם את שיטת הדיווח על פי הדין הזר. תאגיד ברישום כפול רשאי על פי הדין למחוק ניירות ערך שלו מהמסחר ולהפסיק לדווח בישראל אף אם עדיין מחזיק בו ציבור, ובלבד שהוא ממשיך להיסחר בבורסה בחו"ל. יצוין כי תיקון חקיקה זה טרם הבשיל לדבר חקיקה עד היום.

<sup>7</sup> עמדה 103-1 חוק ניירות ערך (תיקון מס' 20), התש"ס-2000; תקנות ניירות ערך (פרטי מתאר הצעת ניירות ערך לעובדים, התש"ס-2000; תקנות ניירות ערך (פרטים לענין סעיפים 15 עד 15 לחוק), התש"ס-2000, ר' באתר האינטרנט של הרשות בכתובת [http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf\\_Positions/SLB\\_Decision/Public\\_Offers/Documents/IsaFile\\_833.pdf](http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/IsaFile_833.pdf), ר' סעיף 2.6.

<sup>8</sup> SEC v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953)  
<sup>9</sup> ר' באתר הרשות בכתובת [http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_2440.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_2440.pdf)



39. מעשה חקיקה נוסף ורלוונטי לענייננו הוא תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000 ("תקנות הצעת רכש"). תקנות הצעת רכש קובעות מערכת כללים ביחס לביצוע הצעות רכש ובכלל זה הכלל לפיו על הצעת רכש להתבצע בתנאים שווים לכל הניצעים המחזיקים בנייר ערך מאותו סוג וכן כי זו תבוצע על פי מפרט בכתב, שעיקריו קבועים בתקנות. עוד קובעות התקנות כי הצעת רכש חליפין, המוגדרת בתקנה 1 כ"הצעת רכש אשר התמורה המוצעת בה, כולה או מקצתה, היא בניירות ערך, בתעודות התחייבות או שטרי הון אשר להצעתם נדרש תשקיף", תבוצע על פי מפרט הצעת רכש שיכלול תשקיף להצעת ניירות הערך לציבור במסגרת הצעת הרכש שהרשות התירה את פרסומו (תקנה 19 לתקנות הצעת רכש).

40. גם אם הצעת ניירות הערך בהצעת הרכש של מיילן אינה מחייבת פרסום תשקיף, עשויה להיות רלוונטיות לתקנות הצעת רכש. תקנות הצעת רכש חלות על "חברה רשומה", המוגדרת בתקנה 1 כ"חברה שניירות ערך שלה רשומים למסחר בבורסה בישראל". מכאן שהתקנות חלות גם על הצעת רכש לניירות ערך של תאגיד רישום כפול. תקנה 3 לתקנות הצעת רכש קובעת חובה לבצע הצעת רכש רגילה באופן הקבוע בתקנות. "הצעת רכש רגילה" היא פעולה של מציע או מי מטעמו, שאינה בגדר הצעת רכש מיוחדת או הצעת רכש מלאה, המכוונת להניע ציבור בעלי ניירות ערך של חברה רשומה למכור למציע נייר ערך, למעט רכישת ניירות ערך במהלך המסחר בבורסה.

#### טענות עיקריות של הצדדים ביחס להתקיימותה של הצעה לציבור<sup>10</sup>

41. פריגו טענה בפני הרשות כי מיילן הפרה את חובת פרסום התשקיף ומיפרט הצעת רכש בישראל, מנימוקים שעיקרם כדלקמן:

41.1. בשל העובדה שהתמורה המוצעת על-ידי מיילן כוללת מרכיב של ניירות ערך (מניות) ובהיותה של פריגו מוחזקת בידי הציבור בישראל, אשר עולה על 35 ניצעים שאינם משקיעים מסווגים, הצעת הרכש של מיילן מהווה "הצעה לציבור" בישראל, וככזו מחייבת פרסום תשקיף בהתאם לסעיף 15 לחוק ניירות ערך, וכן פרסום מפרט הצעת רכש חליפין בהתאם לתקנות הצעת רכש.

41.2. אין אפשרות לפטור את מיילן מחובת פרסום תשקיף, למעט במקרה בו תרשום את מניותיה ברישום כפול בבורסה בת"א, בכפוף לאישורים הנדרשים מכוח סעיפים 35כט ו-35ל לחוק כי מסמך הרישום ישמש כתשקיף לציבור בעלי מניות פריגו בישראל.

41.3. מיילן פרסמה כבר את הצעת הרכש, ולכן היא נמצאת בהפרה של חובת פרסום תשקיף ומיפרט הצעת רכש בישראל.

42. מיילן לעומת זאת טענה בפני הרשות כי הצעת הרכש אינה חייבת בפרסום תשקיף ישראלי מנימוקים שעיקרם כדלקמן:

42.1. כל העסקה (השתלטות על פריגו) תעשה במהותה מחוץ לישראל, על פי כללי הדין המהותי החל על החברות המעורבות והינה מפוקחת על ידי ה- Takeover Panel (הרגולטור האירי) ועל ידי הרגולטור האמריקאי. לטענתה למעט העובדה כי מניית פריגו רשומות ברישום כפול בבורסה בישראל אשר משמשת כבורסה משנית, העסקה נעדרת כל מאפיין ישראלי, שכן

<sup>10</sup> טענות אלו פורטו בהרחבה בכתבי הטענות של הצדדים

העסקה הינה בין חברה הולנדית שניירות הערך שלה רשומים למסחר בארה"ב לבין חברה אירית שהבורסה הראשית בה נסחרים ניירות הערך שלה היא בארה"ב.

42.2. בעבר לא התערבה הרשות ולא קבעה כי מתקיימת הצעה לציבור בעסקאות מיזוג והחלפת מניות בין חברות ישראליות או זרות אשר להן בעלי מניות ישראלים, כאשר נמצא כי עיקר זיקותיה של העסקה הינן מחוץ לישראל.

42.3. מניותיה של מיילן רשומות למסחר בנאסד"ק שהינה בורסה המנויה בתוספת השניה לחוק וכשירה לצרכי הרישום הכפול. משסבר המחוקק כי גילוי בהתאם לדיני ניירות ערך בארה"ב מבטיח די הצורך את עניינם של משקיעים בניירות ערך של חברות הרשומות ברישום כפול בישראל, אין כל תועלת או היגיון בפרסום תשקיף ישראלי מלא של מיילן ואף תהיה זו תוצאה בלתי סבירה אם תידרש מיילן, לאור קיומם של מחזיקים במניות פריגו בישראל, לפרסם תשקיף מלא בישראל בהתאם להוראות תקנות ניירות ערך.

42.4. לגישת מיילן עמדה דומה ניתן למצוא בהחלטת הרשות 103-14 "אימתי יחשב דיבידנד בעין הצעה לציבור" מחודש אפריל 2005.<sup>11</sup> בהחלטה האמורה קבעה הרשות כי חלוקת מניותיו של תאגיד שניירות הערך שלו רשומים למסחר בבורסה בישראל אינה יוצרת נגישות לראשונה לניירות ערך שאין מידע אודותיהם, וכי הדברים נכונים גם לגבי בורסה בחו"ל ובלבד שהינה בורסה המוכרת לצרכי רישום כפול. זאת, לאור העובדה כי היקף הגילוי שניתן לגבי תאגיד כאמור מקביל להיקף דיווחי התאגיד ברישום כפול. לגישת מיילן עמדתה זו של הרשות התבססה על פרשנות תכליתית של החוק לפיה לא התקיימה באותו עניין הצעה לציבור מאחר ולא נוצרה נגישות לראשונה למידע. במקרה דנן הואיל והיקף הגילוי והדיווח של מיילן מקבילים להיקף הגילוי והדיווח של תאגידים ברישום כפול, ובהם פריגו, לא נוצרת נגישות לראשונה למידע, וניתן להקיש מעמדת הסגל לפיה לא יידרש פרסום תשקיף ישראלי.

#### **מקרים דומים בעבר-עמדת הרשות**

43. בעבר הובאו לפתחה של הרשות מקרים דומים בהם עלתה שאלת חובת פרסום תשקיף. נפרט בקצרה לגבי העיקריים שבהם:

44. בשנת 2001 נדונה ברשות סוגיה ביחס לחברה שהתאגדה בישראל ונסחרה בנאסד"ק. החברה התכוונה להציע לבעלי מניותיה להשתתף בהנפקת זכויות ולא היה ביכולתה לדעת האם יש לה פחות מ-35 מחזיקים בישראל (אם כי ככל הנראה חלק ניכר מההצעה היה בישראל) ולכן השאלה שעמדה לדיון הייתה אם הנפקת הזכויות בנסיבות העניין מהווה הצעה לציבור בישראל אם לאו. הרשות קבעה כי דרוש תשקיף במקרה כאמור, בנימוק כי לשונו של החוק קובעת כי הצעה בישראל ליותר מ-35 ניצעים מחייבת תשקיף וכי הדיווח הישיר לישראלים מהווה הצעה בישראל, וזאת על אף ההסכמה הגורפת כי מבחינה מהותית לא ראוי לדרוש תשקיף בנסיבות מקרה כאמור. יחד עם זאת, נקבע כי בשל בעייתיות התוצאה יש לפעול לשינוי חקיקה שיאפשר קביעה אחרת. מספר חודשים לאחר מכן, אושרה במליאת הרשות הצעה לתיקון חוק המבקשת להחריג מקרים כאמור מתחולת סעיף 15 לחוק (תיקון 23). הצעה זו לא הבשילה כדי תיקון חוק עצמאי והיא הפכה בחלוף השנים לחלק מהצעת תיקון מס' 37 הנזכר לעיל (שגם הוא לא הבשיל לדבר חקיקה עד היום).

<sup>11</sup> ר' באתר הרשות בכתובת

[http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf\\_Positions/SLB\\_Decision/Public\\_Offers/Documents/IsaFile\\_845.pdf](http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/SLB_Decision/Public_Offers/Documents/IsaFile_845.pdf)

45. בשנת 2001 נדון מקרה נוסף בו חברה דלווארית שהיתה רשומה למסחר בנסדא"ק OTC ביצעה מיזוג עם חברה ישראלית הרשומה בנסדא"ק. במסגרת המיזוג הוקצו מניות גם לבעלי מניותיה הישראלים של חברת היעד שמספרם עלה על 35, וכן הוקצו אופציות למניות במקומן של אופציות למניות של חברת היעד. באותו עניין שנדון בסמוך לאחר תיקון 20 לחוק ניירות ערך נקבע גם כן כי בהתאם להוראות הדין הקיים דרוש תשקיף.
46. פניה מקדמית של Bank of America (2008)<sup>12</sup> - פנייה שעניינה מיזוג של בנק אוף אמריקה ומריל לינץ' שהתאגדו בדלוואר וניירות הערך שלהם רשומים למסחר בניו יורק. שתי החברות פעלו לביצוע מיזוג סטטוטרי במסגרתו יוקצו לכלל בעלי המניות הקיימים של מריל לינץ' מניות של בנק אוף אמריקה. במרשם בעלי המניות של חברת היעד היו רשומים למעלה מ-200 בעלי מניות שכתובתם בישראל, אשר שיעור החזקתם בהונה המונפק של חברת היעד היה זניח (כ-0.029%). בפנייתה מסרה החברה הקולטת כי העובדה שברבות השנים הצטברו המחזיקים הישראלים לכ-200 מחזיקים איננה תוצאה של פעולה כלשהי של חברת היעד שכוונה לציבור בישראל, אלא כפי הנראה, תולדה של הכלכלה הגלובאלית. הרשות החליטה באותו עניין שלא לראות בהקצאת מניות הבנק למחזיקים הישראלים משום הצעה לציבור בישראל המחייבת פרסום תשקיף בהתאם לסעיף 15 לחוק ניירות ערך וזאת בין היתר על בסיס הצהרת הבנק כי הליך המיזוג יעשה במהותו מחוץ לישראל כך שלא ייעשו כל פעולות שיווק של האמור בישראל, מעבר לדיוור ההצעה המופנית כאמור לכלל בעלי המניות של מריל גם לבעלי המניות הישראלים.
47. החלטה בתחום תאגידי מספר 1-2008: "אימתי הצעת זכויות, הצעת רכש חליפין והחלפת מניות במיזוג הנעשית בידי תאגיד זר לא יחשבו כהצעה לציבור על פי חוק ניירות ערך".<sup>13</sup> השאלה שהוצגה בעמדה זו היא האם הצעת ניירות ערך בידי תאגיד זר, המופנית לכלל בעלי המניות בתאגיד הזר או בתאגיד זר אחר במסגרת הצעת זכויות או הצעת רכש חליפין או החלפת מניות אגב מיזוג או הליך דומה, הנעשית בעיקרה מחוץ לישראל, בתמורה למניות התאגיד הזר הינה בגדר הצעה לציבור כמשמעותה בסעיף 1 לחוק ניירות ערך. כנגזרת מכך, האם קיימת חובת פרסום תשקיף בישראל לאור הוראות סעיף 15 לחוק. בעמדת הרשות נדונו שתי פניות מקדמיות לרשות – הראשונה היא פניית Bank of America שתוארה לעיל.
48. הפנייה השניה שנדונה באותה עמדת רשות כאמור לעיל, עסקה בתאגיד שהתאגד בישראל אשר מניותיו רשומות למסחר בנסדא"ק מעבר לדלפק (OTC). על המחזיקים במניות החברה נמנו כ-150 בעלי מניות ישראלים המחזיקים כ-11.9% מההון המונפק של החברה. על פי מיטב ידיעת החברה בעלי המניות הישראלים רכשו את מניותיהם בהצעות פרטיות שלא היוו הצעה לציבור כמשמעה בחוק ניירות ערך ושחוק ניירות ערך הישראלי לא חל עליהן או על החברה. החברה שקלה הנפקת זכויות לכלל בעלי מניותיה. בהתאם לדין האמריקאי הנפקת הזכויות בארה"ב חייבה פרסום תשקיף בהתאם לדיני ניירות ערך האמריקאיים.
49. בהחלטתה קבעה הרשות כי הנסיבות המתוארות כאמור לא ייחשבו הצעה לציבור שחוק ניירות ערך חל עליה. זאת כשינוי ביחס לעמדת הרשות כפי שהתקבלה משנת 2001 המתוארת לעיל. במסגרת העמדה

<sup>12</sup> פניית בנק אוף אמריקה ר' תשובת הסגל בכתובת [http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_4177.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4177.pdf)

<sup>13</sup> ר' באתר הרשות בכתובת

[http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf\\_Positions/Plenary\\_Decisions/Documents/IsaFile\\_3333.pdf](http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Plenary_Decisions/Documents/IsaFile_3333.pdf)

הוסבר שבמסגרת תיקון 20 לחוק ביטל המחוקק את מבחן מקום ההתאגדות אשר קבע כי כל הצעה של תאגיד ישראלי לישראלים מהווה הצעה המחייבת פרסום תשקיף. תחת זאת אימץ החוק את התפיסה הטריטוריאלית על פיה הצעות לציבור שנעשו בישראל הן אלה שהוראות החוק תחולנה עליהן. שינוי זה התבסס על התפיסה לפיה בעידן הגלובלי קיימת סבירות כי ישראלים ירכשו מניות וניירות ערך אחרים בחו"ל, בין בבורסה זרה ובין מחוצה לה. תוצאה לפיה הצעת זכויות שהינה פעולה שוויונית המאפשרת לבעלי המניות לשמור על אחזקותיהם לבל ידוללו, או הצבעה באסיפת מיזוג המאפשרת לבעלי המניות להשתתף בהחלטה חשובה על גורל מניותיהם תיחשב הצעה לציבור המחייבת פרסום תשקיף בישראל והחלת הרגולציה הישראלית אינה סבירה שכן עד למועד הצעת הזכויות או החלפת המניות, בעלי מניות אלה רכשו ומכרו מניות של התאגיד הזר בבורסה הזרה או מחוצה לה והצביעו מכוח החזקותיהם במניות אלה והכל ללא הגנת המחוקק הישראלי. תוצאתה של פרשנות לפיה הצעה כאמור היא הצעה לציבור בישראל תביא גם להכבדה מוגזמת ושלא לצורך על התאגיד הזר שעד כה לא היתה לו זיקה לישראל משום שמשמעותה הוא כי התאגיד יחויב בפרסום תשקיף בישראל תחול עליו ככל רגולציה ומאותו רגע ואילך יהיה התאגיד הזר כפוף גם לחוק ניירות ערך.<sup>14</sup>

50. לאור האמור סברה הרשות כי יש לראות את המחזיקים הניצעים בישראל כהולכים אחרי מקום רישומה למסחר של החברה שבמניותיה הם כבר מחזיקים. משכך, מקום בו החברה אינה רשומה למסחר בישראל וניירות הערך שלהם נרכשו בשוק הזר ועד לרגע הצעת הזכויות או עסקת ההחלפה לא היו תחת הגנת חוק ניירות ערך בישראל הרי שיש לראות גם במהלך הצעת הזכויות או החליפין ככזה הנעשה בשוק הזר ולא בישראל.

51. לאור כל האמור החליטה הרשות כי בנסיבות המתוארות בפניות המקדמות, הצעת זכויות, הצעת רכש חליפין והחלפת מניות במיזוג לא תחשב הצעה לציבור בישראל גם אם על בעלי המניות הניצעים נמנים ישראלים שאינם מוסדיים ושמספרם גבוה משלושים וחמישה, ולפיכך לא תחייב פרסום תשקיף בישראל ולא תחיל על התאגיד המציע את חוק ניירות ערך ובלבד שההצעה מקיימת את האמור להלן:

51.1. ההצעה נעשית בידי תאגיד זר (תאגיד הנסחר בבורסה זרה או בשוק מוסדר ולכן חלים עליו דיני ניירות ערך זרים ואשר איננו תאגיד מדווח או תאגיד רישום כפול ומכאן שהחוק לא חל עליו עד למועד ההצעה).

51.2. ההצעה מופנית לכלל המחזיקים במניות התאגיד הזר או במניות תאגיד זר אחר.

51.3. פנייתו של התאגיד הזר לבעלי המניות בישראל, במסגרת העסקה נעשית באותו אופן בו נעשית פניה ליתר בעלי המניות (קרי, למעט דיווח ישיר לכתובות כלל המחזיקים ובהם הישראלים לא נעשים מאמצי שיווק דווקא ביחס למחזיקים הישראלים).

52. המכנה המשותף למקרים בהם החלטת הרשות היתה שלא להתערב בעמדה לפיה לא מתקיימת הצעה לציבור הטעונה פרסום תשקיף היה קיומם של אחד או יותר מהשיקולים הבאים: העדר זיקות לישראל בבחינת מדינת התאגדות, מקום מסחר, מקום פעילות; שיעור ומספר לא מהותי של ניצעים בישראל; קיומו של מסמך תשקיפי המפורסם בהתאם להוראות הדין הזר; קיומו של פיקוח של רגולטור מקביל

<sup>14</sup> עוד הוסבר כי בשל עלויותיה הגבוהות ומשמעותה של תוצאה שכזו בעיני התאגיד המוצע לא מן הנמנע כי תוצאה זו תביא לכך שישראלים יוחרגו מהצעת הזכויות שנעשית בידי תאגיד זר על מנת שהתאגיד המציע לא יהיה חשוף לחובת פרסום תשקיף בישראל. תוצאה זו פוגעת בזכויותיהם של מחזיקי המניות הישראליים ובנסיבות הענין – שלא לצורך.

זר; העדר יצירת שוק חדש או נגישות לראשונה לניירות ערך שאין עליהם מידע מאחר שהחברות נסחרות בבורסות בחו"ל; המשך דיווח של החברות הממוזגות בבורסה מחוץ לישראל לאחר השלמת העסקה.

53. המקרה הנוכחי נבדל ממקרי אי ההתערבות האמורים בכך שפריגו רשומה למסחר בישראל במסגרת הסדר הרישום הכפול. גם מהחלטת הרשות בשנת 2008 המוזכרת לעיל עולה כי הצעת רכש חליפין לבעלי מניות של תאגיד רישום כפול נתפשה כהצעה לציבור. לכן החלטה זו מציינת במפורש כי ההצעה היא לתאגיד זר, קרי תאגיד שאיננו תאגיד רישום מדווח או תאגיד רישום כפול. מכאן שלא ניתן לקבל את טענתה של מיילן כי עמדות העבר של הרשות מלמדות שאין מדובר בהצעה לציבור. עמדות אלו, כמו גם עצם הצורך בהצעת תיקון 37, מלמדים כי לגישת הרשות עד כה הצעת רכש חליפין למחזיקי ניירות ערך של תאגיד רישום כפול נתפשה כהצעה לציבור המחייבת פרסום תשקיף. השאלה שעמדה על הפרק אם כן בראיית הרשות היא האם יש מקום לשנות מפרשנות זו.

### שיקולים בנושא חובת פרסום תשקיף

54. השיקולים בעד ונגד פרשנות לפיה מדובר בהצעה לציבור המחייבת פרסום תשקיף הינם מגוונים. השיקולים בעד קיום חובה כאמור הינם:

54.1. **עצם החזקת בעלי מניות בישראל בתאגיד רישום כפול** - הרישום הכפול יוצר זיקה משמעותית למשקיעים בישראל, שכן ההנחה היא כי עקב הרישום הכפול בחר ציבור משקיעים בישראל לרכוש את ניירות הערך של תאגיד הרישום הכפול. זאת ועוד, הרישום הכפול נעשה באופן מודע על-ידי התאגיד במטרה ליצור בסיס משקיעים מהציבור בישראל, ולכן אינו דומה למהלכים אחרים בחו"ל, בהם נוצר ציבור בישראל באופן נלווה. לעיתים עצם הרישום הכפול גורר יצירת בסיס משקיעים נרחב בישראל אף ללא החלטת השקעה ספציפית של המשקיע בתאגיד עצמו. הדבר קורה כאשר התאגיד נכנס לרשימות המדדים המובילים של הבורסה. ישנם משקיעים פאסיביים ובהם תעודות סל וקרנות נאמנות העוקבים אחרי מדדים אלו, כך שעצם הכניסה אליהם משמעה משקיעים כאמור.

54.2. **שיעורי ההחזקה** - שיעורי ההחזקה בפועל של הציבור בישראל משתנים מטבע הדברים ממקרה למקרה ואף באותו תאגיד הם משתנים לאורך זמן. בעניינה של פריגו מדובר בשיעור לא מבוטל של מחזיקים, כ- 10% מכלל בעלי המניות של פריגו, ששווי החזקותיהם אינו מבוטל אף הוא. מכאן שיש קושי בטענה כי ציבור משקיעים זה שרכש מניות פריגו בבורסה בישראל אינו בגדר "ציבור".

54.3. **לשון החוק והחריגים המנויים בו** - במקרים בהם מצא המחוקק לנכון לפטור הצעה מפני החובה הכללית לפרסם תשקיף עשה זאת בדרך המלך של קביעת פטור מפורש בחקיקה הראשית. ניתן לטעון כי רשימת החריגים המנויים בחוק הינה רשימה סגורה שלא ניתן להוסיף עליה על דרך של פרשנות. בפרט, סמכות הפטור הקבועה בסעיף 15ד לחוק, לעניין הצעת ניירות ערך של תאגיד הנסחר בחו"ל לעובדיה בישראל, יכולה להצביע על דרך השלילה, כי אין פטור דומה לתאגיד נסחר בחו"ל המציע ניירות ערך למשקיעים בישראל. הוספת חריגים בדרך של פרשנות עלולה ליצור אי ודאות. יובהר, כי הרשות אינה רואה אפשרות לשנות חריג קיים על דרך פרשנות מקום בו קיים חריג ספציפי (למשל, לא ניתן לטעון כי אפשר להציע ניירות ערך ל- 50 משקיעים, כיוון שקיים חריג ספציפי המגביל הצעה כאמור ל- 35

משקיעים), ובמקרה זה מתעוררת שאלה בהעדר חריג ספציפי.

54.4. **הצעת תיקון 37 לחוק ניירות ערך** – הצעת תיקון 37 לחוק ניירות ערך, ובה פטור ספציפי הנוגע להצעת רכש חליפין של תאגיד זר בבורסה מוכרת למחזיקי ניירות ערך בתאגיד רישום כפול, במטרה למחוק את האחרון מהמסחר, מלמדת כי כנראה פטור זה הנו הדין הרצוי, אך אינו הדין המצוי.

54.5. **החלטות קודמות של הרשות** – אמנם בהחלטות עבר קיימת מגמה להכיר במקרים בהם קיים מיעוט זיקות לישראל בהעדר צורך בפרסום תשקיף. יחד עם זאת, החלטות אלו לא כללן מקרה בו החברה הניצעת היתה חברה שנסחרה בבורסה בישראל. יתרה מכך, חלק מההצדקות לעמדות הקודמות כללו את ההנחה שהניצעים הישראלים בחברת המטרה רכשו את מניותיהם מחוץ לישראל. משכך נראה כי גם בהתאם למאפייני החלטות הקודמות, עצם היסחרותה של פריגו בישראל מהווה זיקה משמעותית לישראל, לאורה קשה לטעון למיעוט זיקות המצדיק פטור מתשקיף.

54.6. **תחולת תקנות הצעת רכש** – קשה ליישב פרשנות לפיה מתקיימת הצעה לציבור לעניין תקנות הצעת רכש, אך לא מתקיימת הצעה לציבור לעניין חובת פרסום תשקיף.

54.7. **התועלת בפרסום תשקיף** – לפרסום תשקיף בישראל עשויה להיות משמעות לא מבוטלת ביחס לציבור המשקיעים בישראל. פרסום תשקיף בישראל יקים אחריות ישירה של מיילן כלפי ציבור המשקיעים בישראל על פי הדין הישראלי. בנוסף, בפרסום תשקיף בישראל תקום גם סמכות הרשות לדרוש הרחבות גילוי רלוונטיות לציבור המשקיעים בישראל, ככל שתמצא לנכון, וכן, במקרה הצורך, לנקוט באמצעי אכיפה.

55. השיקולים נגד חובת פרסום תשקיף הינם כדלקמן:

55.1. **פרשנות תכליתית למונח "ציבור"** – המונח "ציבור" אינו מוגדר באופן מפורש בחוק, ולכן ניתן ליצוק לו תוכן שיתיישב עם תכליתו מקום בו אין חריג ספציפי ממנו עולה אחרת. אף שאין פטור ספציפי מחובת פרסום תשקיף למקרה שלפנינו, אין בכך כדי לשלול פרשנות שמשמעותה פטור כאמור. למעשה, גם הפרשנות הבסיסית לפיה "ציבור" הנו "ציבור בישראל", וכן הפרשנות לפיה המקרים שתוארו לעיל אינם מהווים "הצעה לציבור" כמשמעותה בחוק ניירות ערך, מהווים פרשנות תכליתית שאינה סותרת את לשונו של החוק. לכן אין מניעה לנקוט בפרשנות תכליתית כך שגם הצעת רכש חליפין של תאגיד רישום כפול למחזיקי ניירות ערך של תאגיד רישום כפול אחר לא תיחשב כהצעה לציבור, כל עוד היא נעשית לפי כללי הדין הזר.

55.2. **התועלת בפרסום תשקיף אינה רבה** – חובת פרסום תשקיף נועדה להגן על ציבור המשקיעים. בענייננו, יכולה לקום טענה לפיה התועלת בפרסום תשקיף אינה רבה, וספק אם היא תורמת להגנת ציבור המשקיעים. מחזיקי ניירות הערך בתאגיד הרישום הכפול נשענים באופן שגרתני על הגילוי הנמסר להם מכוח הדין הזר, וכך הם יכולים לעשות גם בקשר עם הצעת הרכש. גם אם התאגיד הרוכש יבקש להירשם כתאגיד רישום כפול, ויפרסם תשקיף, הרי שהגילוי יתבסס על הדין הזר מכוח סמכות הפטור הקבועה בסעיף 35 לחוק. ניתן לטעון כי התרומה העיקרית למשקיעים מחובת פרסום תשקיף נעוצה בכך שזו תחייב כנראה תאגיד המבקש

לבצע הצעת רכש חליפין להירשם במסגרת הסדר הרישום הכפול, כדי להנות מהפטור הקבוע בסעיף 35 לחוק, או לזנוח כוונתו לבצע הצעת רכש חליפין. אולם ספק אם תועלת זו נכללת בגדר תכליות חובת פרסום התשקיף שנועדה למטרה אחרת. יתרה מכך, יהיו מקרים בהם חובת פרסום התשקיף תביא לאובדן הזדמנות עסקית למשקיעים (כיוון שהתאגיד הזר לא יהיה מוכן להירשם כתאגיד רישום כפול, ולכן כלל לא יפרסם הצעת רכש חליפין), ולא רק שלא תצמיח תועלת אלא תגרום נזק.

55.3. **תמריץ שלילי לבצע רישום כפול** – בעניין שבנדון עסקינן בהשתלטות עוינת, אשר תאגיד הרישום הכפול מתנגד לה. אולם במקרים אחרים יתכן כי תאגיד הרישום הכפול יהיה מעוניין להיות צד להצעת רכש חליפין. מגבלה לפיה הדבר אינו יכול להיעשות (אלא אם כן התאגיד הרוכש יבקש להירשם במסגרת הסדר הרישום הכפול) עשויה לפגוע באטרקטיביות הסדר הרישום הכפול או לגרום לכך שהתאגיד הזר לא יפרסם כלל הצעת רכש. אפשר שעסקאות רכישה לא יבוצעו, או שיבוצעו שלא בדרך של חליפין, אלא בתמורה למזומן, אף בהיעדר הצדקה עסקית לכך.

#### עמדת הרשות בעניין החובה לפרסום תשקיף

56. אחרי שקילת הוראות הדין והתכליות שבבסיסו סבורה הרשות כי השיקולים המנויים לעיל ובפרט עצם היותה של פריגו חברה הרשומה למסחר (גם) בישראל, ההיקף הבלתי מבוטל של המסחר בישראל והעדר קיומו של פטור מפורש בחקיקה ראשית מחובת פרסום התשקיף מטים את הכף לעמדה לפיה קיימת בנסיבות העניין הצעה לציבור.

57. נוכח הצעת חוק לתיקון 37 ניתן לטעון כי הדין הרצוי הינו פטור מחובת פרסום תשקיף או פטור מגילוי במסגרת תשקיף (בדומה לפטור הקבוע בסעיף 35 לחוק). עם זאת, אין עמדה זו מתיישבת עם הדין הקיים, אשר רואה כאמור בהצעת רכש חליפין של תאגיד זר לבעלי מניות בחברת רישום כפול כטעונה פרסום תשקיף.

58. משכך כפופה מיילן להוראות חוק ניירות ערך ותקנותיו בקשר עם פרסום תשקיף בישראל לצורך ביצוע הצעת הרכש, לרבות תקנות הצעת רכש. מיילן יכולה לפעול בהתאם להוראות סעיפים 35 ו-33 לחוק ולפנות לרשות בבקשה להחלת פרק ה'3 לחוק עליה, ובבקשה לפטור מגילוי בתשקיף.

#### עמידה בהוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך

59. כאמור לעיל, לעמדת הרשות הצעת החליפין טעונה פרסום תשקיף בישראל. מיילן יכולה לפעול בהתאם להוראות סעיפים 35 ו-33 לחוק ולפנות לרשות בבקשה להחלת פרק ה'3 לחוק עליה ובבקשה לפטור מגילוי בתשקיף. בהקשר זה עולה הסוגיה השניה שנזכרה בפתח העמדה, קרי האם ניתן לרשום את מיילן למסחר בבורסה בתל אביב בהתאם לפרק ה'3 לחוק בהינתן הוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך.

#### **מגנוני הגנה במיילן**

60. ההון הרשום של מיילן מורכב משני סוגי מניות - מניות רגילות ומניות בכורה. מניות הבכורה והמניות הרגילות הינן בעלות אותו ערך נקוב, וכל מניה מזכה את המחזיק בה בקול אחד באסיפה הכללית של

החברה. מניות הבכורה מקנות זכות לדיבידנד עדיף על פני המניות הרגילות וזכות עדיפות בפירוק, אך אינן זכאיות להשתתף עם המניות הרגילות בדיבידנד ובחלוקות בקשר עם המניות הרגילות. מניות הבכורה הן פרי מימוש "גלולת הרעל" של מיילן, כפי שיפורט להלן.

61. בחודש אפריל 2015, בהתאם לאפשרות הנתונה בדין ההולנדי, וככל הנראה על רקע דיווחים בתקשורת לפיהם חברת טבע מתכננת השתלטות עוינת על מיילן, הקצתה מיילן לגוף עצמאי המאוגד בהולנד (להלן: "הקרן") אופציית call לרכוש מניות בכורה של מיילן בכמות שלא תעלה על מספר המניות הרגילות הקיימות בהון המונפק של מיילן, כמנגנון אשר תכליתו למנוע ניסיונות השתלטות עוינת על החברה (להלן: "גלולת הרעל של מיילן").<sup>15</sup> בהתאם להסכם האופציה, לקרן ההולנדית זכויות לרכוש, בכל זמן נתון, מניות בכורה של מיילן בהיקף של עד 50% מזכויות ההצבעה הכלליות של מיילן, במחיר של 0.01 אירו למניה.

62. מימוש האופציה והשימוש בזכויות הנלוות לה מצויות בתחום שיקול דעתו של דירקטוריון הקרן, שהוא גוף עצמאי ממיילן (אף כי ככל שידוע לרשות, הדירקטוריון הראשון של הקרן מונה על ידי דירקטוריון מיילן), אך עליו לפעול בהתאם למגבלות הקיימות במסמכי ההתאגדות של הקרן, הסכם האופציה והדין ההולנדי. בכלל זה, בהתאם להוראות הסכם האופציה ולתקנון הקרן, מימוש האופציה והשימוש בה מוגבל וניתן לעשות בה שימוש רק לצורך שמירה על האינטרסים של החברה כנגד גורמים העשויים להשפיע לרעה על האסטרטגיה, ייעוד, עצמאות, המשכיות, או הזהות של החברה ועסקיה ואשר עומדים בניגוד לאינטרס של החברה, עסקיה ובעלי העניין בה (לרבות: בעלי מניות, עובדים, נושים, לקוחות, ספקים, וכן אוכלוסיות וקבוצות חולים רלבנטיות וקהילות בהן מיילן פועלת).

63. כמו-כן, כפי שנמסר לרשות, לאור המגבלות הקבועות בדין ההולנדי, נקבעו מגבלות נוספות על יכולתה של הקרן להצביע באמצעות מניות הבכורה: השימוש בזכויות יהיה רק לצורך מימוש התכליות שלשמה הוקמה; ניתן יהיה לעשות שימוש בכוח ההצבעה רק מקום בו הגורמים המאיימים הינם בעלי אפשרות ממשית להצביע במניות הרגילות של מיילן ורק בכמות זכויות הצבעה פחותה או שווה לכמות זכויות ההצבעה שבידי הגורמים המאיימים כאמור.

64. בפועל, ככל שידוע לרשות, אופציית ה-Call מומשה על ידי הקרן פעם אחת מאז התאגדותה בהולנד, וזאת לצורך ההצבעה באסיפה הכללית של מיילן לאישור הצעת הרכש של מניות פריגו, ועל רקע החזקתה של טבע במניות מיילן. היות וטבע החזיקה ב-4.6% ממניות מיילן, והודיעה כי בכוונתה להתנגד להצעת הרכש האמורה, כוונת הקרן היתה להצביע בשיעור אחזקה זהה בלבד, וזאת על מנת לנטרל את כוחו של "האיום" בלבד (קרי את התנגדות טבע להצעת הרכש). בסופו של דבר, ונוכח הודעתה של טבע כי אין בכוונתה להשתתף באסיפה של מיילן לאישור הצעת הרכש של פריגו, הודיעה הקרן כי גם היא לא תעשה שימוש בזכויות ההצבעה שלה.

65. יצוין כי על רקע כוונתה של מיילן להירשם למסחר במסגרת הסדר הרישום הכפול, כפי שיפורט בהמשך, ונוכח הבעייתיות ברישומן למסחר תחת הסדר הרישום הכפול של חברות אשר בהון המונפק שלהן יותר מסוג מניות אחר, הודיעה מיילן כי תפעל לביטולן של מניות הבכורה, באופן בו גלולת הרעל תהפוך "רדומה". עם זאת, גלולת הרעל עדיין ניתנת להפעלה בכל רגע נתון, ואין מגבלה על מספר הפעמים

<sup>15</sup> להרחבה, ראה העתק מהודעת מיילן מיום 3.4.2015, בדבר התקשרות בהסכם האופציות, המצורף כנספח 1 לבקשה.



66. מנגנון מינוי וחילופי הדירקטורים במיילן, כפי שנמסר על ידי מיילן, הינו כדלקמן :

66.1. מינוי דירקטורים מצוי בידי הדירקטוריון, אשר מרכיב רשימה מחייבת של דירקטורים המובאת בפני האסיפה הכללית ואלו ממונים אלא אם הצביעו נגד מינויו של דירקטור ברוב של שני שלישים מהקולות, המייצגים מעל 50% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ("הרוב המיוחס").

66.2. ככל שהאסיפה הכללית הצביעה נגד מועמדותו של דירקטור כאמור, יהיה הדירקטוריון רשאי להביא בפני האסיפה הכללית דירקטור חדש למינוי בהליך דומה לזה המתואר לעיל. אם הדירקטוריון לא הציג מועמד חליפי כנגד מועמדותו של דירקטור אשר הוצבע נגד מינויו, האסיפה הכללית תהיה רשאית למנות דירקטור כרצונה, ובלבד שמינויו אושר ברוב המיוחס.

66.3. בעל מניות אחד או יותר, המחזיקים לפחות 3% מהונה המונפק של מיילן, רשאים לדרוש מהדירקטוריון להעלות נושאים לסדר היום של האסיפה הכללית, ובכלל זה פיטורי דירקטורים, והחלטה בעניין זה תוכרע אף היא ברוב המיוחס.

#### טענותיה של פריגו

67. פריגו טוענת כי רישומה של מיילן ברישום הכפול יעמוד בניגוד להוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך, שכן מיילן אימצה הסדר המשמש להגנה מפני השתלטות עוינת של רוכש פוטנציאלי על חברת מיילן, קרי "גלולת רעל", כמפורט לעיל. בנוסף טענה פריגו בפני הרשות כי מנגנון מינוי הדירקטורים כאמור לעיל ומנוגד אף הוא להוראות סעיף 46 לחוק.

68. הטענה לגבי הסכם האופציה עם הקרן נסמכת על שניים: ראשית, טענה לפיה קיומה של "גלולת רעל" מכל סוג בחברה הנרשמת למסחר בבורסה בתל אביב עומדת בניגוד להוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך, שכן המדובר במנגנון היוצר ביצור של השליטה בחברה, תוך הפליית המשתלט הפוטנציאלי, וכן מקנה זכויות שונות למניות; שנית, עצם הפעלת האופציה על ידי הקרן ההולנדית הובילה דה פקטו לכך שבהון המונפק של מיילן שני סוגי מניות, וזאת בניגוד ללשון סעיף 46 לחוק ניירות ערך. אף אם יבוטלו מניות אלו, בידי הקרן האופציה כל העת לממש את האופציה שבידיה ולדרוש הקצאה מחדש של מניות הבכורה.

69. פריגו אף טוענת כי "גלולת הרעל" שאימצה מיילן היא חריגה ועוצמתית, וגם מטעם זה אין לאפשר את רישומה של מיילן במסגרת הסדר הרישום הכפול, מהטעמים הבאים:

69.1. האופציה מנוגדת לכלל One Share One Vote - זאת, בניגוד לאמור בסעיף 46 ותכליתו, כפי שבא לידי ביטוי בדברי ההסבר לחוק ולטענת פריגו, גם בעמדות הרשות.

69.2. כוחות ההצבעה המוקנים לקרן ההולנדית עולים בהרבה על חלקה בהון - 50% מכוח ההצבעה במיילן מתומחר בפחות מ-5 מיליון יורו. בנוסף, בהתאם להסכם האופציה, הקרן ההולנדית נדרשת לשלם במועד הפעלת האופציה רק 25% מהערך הנקוב והמימון יכול שיבוא בין היתר כמתנה או הלוואה מהחברה עצמה. נטען כי היחס בין כוח ההצבעה להון עומד על 1:4,000.

- 69.3. הפעלת האופציה אינה מוגבלת לזכויות ההצבעה של הגורם העוין - נטען כי אין קורלציה בין מספר המניות שהקרן ההולנדית רשאית לרכוש או להצביע, לבין מספר המניות המוחזקות על ידי מצביע "עוין". לדוגמא, פריגו מצביעה על כך שכאשר טבע רכשה 4.6% ממניות מיילן, הקרן ההולנדית הפעילה את האופציה לרכישת 50% מכוח ההצבעה של מיילן.
- 69.4. הפעלת האופציה אינה מוגבלת לאירועי נטרול גורמים עוינים - הניסוח הרחב בהסכם האופציה מלמד כי ניתן להפעילה באופן רחב בכל מקרה שעלול להשפיע לרעה או לאיים על האסטרטגיה, על מטרת החברה לספק לאוכלוסיית העולם גישה למגוון הרחב ביותר של תרופות באיכות גבוהה ובמחיר נגיש, על העצמאות של החברה או על זהותה ועסקיה. לראיה, ביולי 2015, הפעילה הקרן ההולנדית את האופציה על מנת לנטרל את התנגדותה של טבע, בהחלטה על רכישתה של מיילן את פריגו.
- 69.5. אופיה המתמשך והחזרתי של האופציה - האופציה היא בעלת אופי מתמשך והקרן ההולנדית רשאית להפעיל אותה באופן חוזר ונשנה, ובאופן מקסימאלי (קרי עד לשיעור אחזקה של 50% מזכויות ההצבעה). אין בהפעלתה של האופציה באירוע מסוים כדי למנוע או להגביל את הפעלתה במקרה אחר.
- 69.6. תלות דירקטוריון הקרן - אף שדירקטוריון הקרן הוא "עצמאי" כביכול, יש לזכור כי הוא נבחר על ידי דירקטוריון מיילן (ולא בעלי המניות של מיילן) ולדירקטוריון הקרן אין שום חובות ביחס לבעלי המניות במיילן.
- 69.7. היעדר יכולת לבטל את הגלולה - נטען כי גלולת רעל מסוג זה הינה חריגה גם ביחס לגלולות הרעל הקיימות בארה"ב. בניגוד ל"גלולות רעל אמריקאיות", אותן יכולים בעלי המניות לנטרל באמצעות החלפת הדירקטוריון, הרי שהאופציה של הקרן היא מנגנון עצמאי ועוצמתי בצורה ייחודי, ויש בכוחה לבטל כל אפשרות להחלפת הרכב הדירקטוריון.
- 69.8. דרישת סטנדרטים דומים לאלו שנדרשו מפריגו - פריגו טוענת כי בשנת 2005, כאשר ביקשה להירשם למסחר בבורסה בתל אביב, נדרשה על ידי הרשות, כאחד התנאים לרישום למסחר, לנטרל את מנגנון גלולת הרעל אשר נכלל במסמכי ההתאגדות שלה אגב רישומה למסחר בבורסה בתל אביב. מכאן שדרישה דומה צריכה לחול ביחס למיילן, בעניין נטרולה של "גלולת הרעל", כמו גם נטרולם של מנגנוני ביצור השליטה האחרים הנכללים בתקנונה של מיילן.

#### טענותיה של מיילן

70. מיילן מספקת הסברים שונים ביחס למבנה ההון של החברה והקרן, לה הוקצו האופציות כאמור לעיל. לטענתה, מכותרתו של סעיף 46ב, מלשונו ומהרציונל שבחקיקתו, עולה כי עניינו בשוויון זכויות הצבעה. לטענתה, במקרה דנא, הן מניות הבכורה והן המניות הרגילות בהונה של מיילן הינן בעלות אותו ערך נקוב ומקנות את אותה זכות הצבעה. ממילא, מדובר במניות בעלות אופי זמני, וזכות השימוש בהן מוגבלת בנושאים מצומצמים. מכאן, שמניות הבכורה אינן עומדות בסתירה לרציונל שבבסיס סעיף 46ב(א)(1) לחוק, והוא למנוע הנצחת שליטה בחברה נסחרת, בלי קשר להון שהושקע במניות השליטה.
71. זאת ועוד, בניגוד לטענות פריגו, מיילן טוענת כי הקמת קרן המוסמכת לנקוט צעדים "הגנתיים" הינה דרך פעולה נפוצה בקרב חברות ציבוריות הולנדיות (נטען כי מתוך 21 החברות ההולנדיות הגדולות ביותר הרשומות למסחר בבורסה של אמסטרדם, ל-17 מהן קרן הגנתית כאמור). כמו-כן, מבנה הכולל הקמת

קרן כאמור ניתן למצוא גם במספר חברות הולנדיות, אשר בדומה למיילן, רשומות למסחר בארה"ב. כן הוסבר כי הקרן היא גוף עצמאי ודירקטוריון הקרן הינו דירקטוריון עצמאי, הפועל בהתאם לשיקול דעתו הבלעדי וכפוף לחובה לפעול בסבירות בבואו לממש את אופציית ה-Call, ולעשות שימוש במניות הבכורה שיוקצו לו. לבסוף, נטען כי השימוש בזכויות ההצבעה של הקרן מוגבל רק למקרים בהם גורם המציג איום הינם בעלי אפשרות ממשית להצביע במניות רגילות של מיילן, ורק בכמות זכויות הצבעה שלא תעלה על כמות זכויות ההצבעה שבידי הגורם המציג איום כאמור.

72. במסגרת פניותיה של מיילן לרשות, מסרה מיילן לרשות כי תקבל על עצמה התחייבויות שונות לצורך ביצוע הרישום הכפול, ובכללן:

72.1. כפי שעולה מתשובתה של מיילן,<sup>16</sup> מיילן קיבלה פניה בכתב מהקרן ההולנדית לבטל את סוג המניות הנוסף שהונפק, כך שהן עתידות לשוב להון הרשום, וביטולן יעלה להצבעה באסיפה הקרובה של בעלי המניות. עדיין לא נקבע מועד לאסיפה זו, אך לטענתה של מיילן מניות הבכורה בוטלו למעשה, אף אם לא באופן פורמאלי. מיילן אף הבהירה כי תהיה מוכנה לזמן אסיפה מיוחדת לטובת העניין, ככל שרשות ניירות ערך תודיע שלא ניתן להמתין לאסיפה השנתית הבאה.

72.2. גילוי והבהרות לגידור זכות השימוש במניות הבכורה על ידי הקרן ההולנדית, ככל שיתבקשו על ידי הרשות.

72.3. תוספת גילוי לתשקיף הקיים (בדומה ל- EU Wrapper), ככל שהרשות תמצא לנכון שרלבנטית למשקיעים בישראל.

73. לטענת מיילן, משעה שניתנה התחייבות לביטול מניות הבכורה, אין עוד הפרה של הוראות סעיף 46ב לחוק ניירות ערך, וזאת בהתבסס על החלטת הרשות מיום 19 במרץ 2002, בדבר פרשנות סעיף 46ב(א) לחוק, בה נקבע כי הימצאותן של מניות בכורה בהונה הרשום של חברה רשומה (להבדיל מהונה המונפק) לא תמנע מהבורסה מלרשום את מניותיה הרגילות של חברה כאמור למסחר, באשר אין חשש לפגיעה ברציונל העומד בבסיסו של סעיף 46ב ובכוונת המחוקק.

74. אשר למנגנון מינוי וחילופי הדירקטורים הקבוע בתקנון מיילן ולטענת פריגו כי מדובר במנגנון ביצור שליטה האסור בהתאם לסעיף 46ב לחוק, טוענת מיילן כי אין רבותא בדבר. לטענתה, אופן מינוי הדירקטורים הקבוע בתקנונה נעשה בהתאם לדין ההולנדי, וכי מדובר בפרקטיקה מקובלת בחברות הולנדיות הנסחרות הן בבורסה של אמסטרדם, הן בבורסה של ניו-יורק (NYSE) והן בבורסת הנאסד"ק. בנוסף, טוענת מיילן כי הסדרים דומים קיימים בחברות הרשומות למסחר בישראל, כדוגמת קרדן אן.וי., חברה שהתאגדה אף היא לפי הדין ההולנדי, אשר הרוב הדרוש לפיטורי דירקטורים בתקנונה הוא זהה וכל דירקטור הממונה שם מתמנה על פי רשימה מחייבת של הדירקטוריון, לתקופת כהונה של 4 שנים. עוד נטען על ידי מיילן כי שיעור השתתפותם של בעלי המניות של מיילן באסיפות כלליות הוא גבוה באופן עקבי (עומד על שיעור ממוצע של כ-80% באסיפות השנתיות שנערכו ב-4 השנים האחרונות), וגם בכך יש כדי להעיד כי כוח ההחלטה בנושא מינוי דירקטורים מצוי בידי בעלי המניות. כן נטען כי מיילן כפופה לכללי הממשל התאגידי הקבועים בכללי הנאסד"ק, ולפיכך, בין היתר, לפחות מחצית מהדירקטורים

<sup>16</sup> ראה סעיף 109 לתשובת המשיבה 1 ל"בקשה דחופה למתן צו מניעה ארעי".

המכהנים בה בכל מועד, עליהם להיות בלתי תלויים. לבסוף, נטען כי המנגנון האמור אינו מהווה כלי חזק יותר לביצור שליטה מאשר מנגנוני דירקטוריון מדורג הקיימים אצל חברות רבות הנסחרות בבורסה בתל אביב.

#### הוראות סעיף 46 לחוק ותכלית החקיקה

75. סעיף 46 לחוק קובע כדלקמן:

**“(א) לא תרשום בורסה למסחר בה מניות או ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש במניות, אלא אם כן ראתה כי הובטחו תנאים אלה:**

**(1) לענין חברה שמניותיה נרשמות לראשונה למסחר – בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב; תנאי זה לא יחול על מניות מדינה מיוחדות; אין בהוראה זו כדי למנוע את החברה מלהנפיק מניות בכורה, ובלבד שחלפה שנה מיום שמניותיה נרשמו לראשונה למסחר;**

**(2) לענין חברה רשומה כמשמעותה בסעיף 46(א)(4) – כל הנפקת מניות נוספת תיעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה; אין בהוראה זו כדי למנוע חברה רשומה שיש בהונה רק סוגי מניות המותרות לפי פסקה (1) מלהנפיק מניות בכורה החל ביום כ”ה בטבת התשנ”ב (1 בינואר 1992) או בתום שנה מן היום שבו היו בהונה רק מניות כאמור, לפי המאוחר.**

**(ב) בסעיף זה –**

**”מניות בכורה” – מניות המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה.”**

**”מניות מדינה מיוחדות” – מניות שהממשלה החליטה כי הן דרושות לה לצורך שמירה על ענין חיוני, והמקנות לה זכויות מיוחדות כפי שקבעה הממשלה בהחלטתה לפני הרישום למסחר.”**

76. סעיף 46 נוסף לחוק ניירות ערך בשנת 1990,<sup>17</sup> וקבע כלל של One Share One Vote לגבי חברות הנרשמות למסחר בבורסה. בכך למעשה כופה התיקון האמור **שוויון בזכויות הצבעה** בחברות ציבוריות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה. הוראה זו נועדה להבטיח כי זכויות הצבעה בחברה יהיו **ביחס ישר להון המושקע**, ולמנוע מצב בו השליטה תרוכז בידי קומץ בעלי מניות שהשקעתם בחברה מועטה יחסית, בשעה שהציבור שהשקיע את מירב ההון נטול השפעה ממשית על פעילותה של החברה.

77. עבור חברות שמניותיהן נרשמות לראשונה, המשמעות היא שירשם סוג מניות אחד בלבד, ועבור חברות שכבר היו רשומות למסחר המשמעות היא שכל הנפקת מניות נוספת תיעשה במניות העדיפות ביותר בזכויות הצבעה.<sup>18</sup> זאת במטרה להימנע מתחולה רטרואקטיבית של הוראת החוק. הסעיף אינו מונע הנפקת “מניות בכורה” המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה כלל. יצוין, כי חריג זה אינו רלבנטי בענייננו, כיוון שמניות הבכורה של מיילן מקנות זכויות הצבעה, ולכן אינן מהוות מניות בכורה כמשמעותן בסעיף 46 לחוק.

78. עובר לתיקון, היתה נפוצה בשוק ההון הישראלי האפשרות לגיוון זכויות הצבעה בחברה. הסיבות לגיוון זכויות הצבעה יכולות להיות שונות. גיוון זכויות הצבעה יכול לענות על האינטרסים הכלכליים של החברות והמשקיעים בחברה, אולם מאידך הוא עשוי לשרת גם אינטרסים של בעל השליטה והנהלת

<sup>17</sup> תיקון 11 לחוק ניירות ערך.

<sup>18</sup> סעיף 46(א)(2) לחוק ניירות ערך.

החברה. בעל השליטה עשוי להשתמש בגיוון זכויות הצבעה כדי להימנע מאובדן שליטה ככל שהחזקותיו בחברה פוחתות. בדומה, גיוון זכויות ההצבעה עשוי לשרת אותו ואת הנהלת החברה כטכניקה למניעת השתלטות עוינת, במסגרתה יוחלפו השליטה ו/או הניהול בחברה.<sup>19</sup>

79. בישראל היה בעבר מספר גדול יחסית של חברות הנסחרות בבורסה שהנפיקו מספר סוגי מניות. מצב דברים זה הוביל לחשיבה מחודשת בעניין. עובר לחקיקת סעיף 46 לחוק, נבחנה סוגיית השוויון בזכויות ההצבעה ברשות ניירות ערך, בבורסה, ולאחר מכן בועדת הכספים של הכנסת, תוך שנשמעו ונתקבלו חוות דעת מומחים וניתנו הזדמנויות לגורמים מרכזיים במשק לומר את דברם בעניין. בעניין זה, היו נימוקים לכאן ולכאן. בסופו של דבר, החליט המחוקק לאמץ את הגישה המצדדת **באכיפת שוויון בזכויות ההצבעה**, וכך נומק התיקון בדברי ההסבר להצעת תיקון מס' 10 לחוק:

80. "בנושא סוגי המניות וזכויות ההצבעה, עמדת רשות ניירות ערך והבורסה לניירות ערך בתל-אביב, כפי שגובשה לאחר בחינה ממושכת ומעמיקה של כל ההיבטים הרלוונטיים, ובמיוחד ההיבטים המיוחדים לשוק ההון בישראל, היא כי בחברות המבקשות לגייס הון מן הציבור, מן הראוי הוא כי החזקת מניות תקנה זכויות שוות ביחס לערכן הנקוב. המצב שבו מניות יסוד או מניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות, מנציחות בידי בעליהן את השליטה בחברה בלי יחס להון שהם השקיעו, בעוד הציבור מספק את רוב ההון לפעילות החברה, אינו מצב תקין ונאות...

81. שני סוגי מניות הינם יוצאים מכלל זה: מניות שבאמצעותן תבקש המדינה לשמור על אינטרסים חיוניים בחברות ממשלתיות שיופרטו ("מניות זהב"), ומניות בכורה המקנות זכויות עדיפות לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה" [ההדגשה לא במקור – ל.ו.]

82. יש שיקולים שונים בעד ונגד כלל האוסר על מספר סוגי מניות. להלן יובאו העיקריים לכאן ולכאן. **ראשית השיקולים בעד אכיפת זכויות הצבעה שוות:**<sup>20</sup>

82.1. עקרון דמוקרטי (יסוד מוסרי עקרוני) - שוויון בזכויות ההצבעה הוא עקרון דמוקרטי לפיו זכויות ההצבעה צריכות להיות ביחס ישיר להון המושקע (לרבות במקרה של קבלת תמורה עקב העברת שליטה בחברה). אין זה הוגן כי השליטה תרוכז בידי קומץ בעלי מניות שהשקעתם בחברה מעטה יחסית, בעוד שהציבור שהשקיע את מירב ההון, יהיה נתול השפעה ממשית על פעילות החברה.

82.2. סמכות ללא אחריות (שליטה ללא נשיאה בתוצאות הכלכליות) - בהמשך לטיעון הקודם, יכולת שליטה שלא כרוכה בצידה נשיאה בתוצאות הכלכליות של הפעלת כוח השליטה, עלולה לגרום עיוותים בקבלת החלטות. לדוגמא, בעל שליטה שאינו נושא בסיכון משמעותי בהון החברה עלול להוביל את החברה לנטילת סיכונים בלתי סבירה.

82.3. אפשרות להעברת שליטה ופיקוח יעיל יותר על אופן ניהול החברה (יסוד כלכלי תועלתני) - כלל של שוויון בזכויות הצבעה נועד לעודד תחרות על השליטה בחברה (לרבות הפעלת מנגנוני הצעות רכש), המביאה לידי ניהול אפקטיבי, שכן במצב זה הפיקוח של בעלי המניות על מנהלי

<sup>19</sup> חביב סגל דיני חברות, כרך א' עמ' 481 (2007).

<sup>20</sup> ראו בג"צ 522/81, אפרים אברמזון נ' הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ, פ"ד לח(2) 1 (ניתן ביום 13.2.84) וכן ועדת צוקרמן משנת 1983.

החברה קל, יעיל ומרתיע יותר.

82.4. בעיית הנציג - דיני החברות עוסקים בקיומם של ניגודי אינטרסים בין מנהלי הפירמה ובין בעלי המניות (בעיית הנציג). בעיית הנציג נובעת מן ההפרדה בין האינטרסים של מנהלי הפירמה לבין האינטרסים של בעלי המניות. לעיתים קרובות, בעטיה של הפרדה זו, ההון המושקע בפירמה יכול להיות מנותב לאפיקי השקעה המגדילים את תועלתם של מנהלי הפירמה (כדוגמת דמי ניהול והטבות אחרות), ולא דווקא של המשקיעים. בשוק הישראלי הבעיה חריפה במיוחד שכן ברוב המקרים ההנהלה ממונה מטעם בעל השליטה. ניהול ושליטה מלוכדים, עלולים פעמים רבות לפעול שלא לטובת חלק ניכר מבעלי המניות.

82.5. בעיות סחירות ותמחור - הנפקת מניות בעלות זכויות הצבעה שונות, מקטינה את סחירותן וגורמת בעקיפין לתנודות חריפות ואפשרות למניפולציה בשערי המניות. היעדר סחירות גורם לעיתים קרובות לכך שאין כל קשר בין מחיר המניה הנסחרת בבורסה לערכה הכלכלי האמיתי. כמו-כן, קיומן של מניות מסוגים שונים מקשה על תמחורן.

83. להלן השיקולים הבולטים נגד אכיפת זכויות הצבעה שוות :

83.1. פגיעה בחופש הקניין, בחופש הגיוון ובחופש ההתקשרות - באכיפת זכויות הצבעה שוות יש משום התערבות בשיקוליה הכלכליים של החברה. לפיכך, יש לאפשר הנפקה של סוגי מניות שונים כפי שניתן לייצר נכסים אחרים בעלי איכות שונה. ההבדלים בין סוגי המניות יתבטאו במחיר המניה, כאשר מחיר מניה "נחותה" יהיה נמוך יותר ממחיר המניה "מועדפת". כמו כן, יש לראות ביחסים שבין החברה לבעלי מניותיה הסדר חוזי, ובהתאם לעקרון חופש החוזים יש להשאיר לצדדים לקבוע את תוכן החוזה, ובידי המשקיע תישאר הבחירה מהו הנייר הרצוי לו, ומידת מעורבותו בחברה.

83.2. חסם בפני כניסה לבורסה של חברות משפחתיות-פרטיות - אכיפת זכויות הצבעה שוות בהנפקת מניות, עלולה להרתיע חברות משפחתיות ופרטיות מלהציע את מניותיהם לציבור ובכך תקטין את הגיוון האפשרי במכשירים פיננסיים העומדים לרשות הציבור.

83.3. חוסר האפקטיביות של מנגנוני הפיקוח על ידי בעלי המניות - שוויון בזכויות ההצבעה אינו מהווה הגנה מספיקה על בעלי המניות, משום שמרבית בעלי המניות אינם מנצלים את זכויות ההצבעה שמקנות להם מניותיהם, וממילא רק בעלי עניין הנם שותפים אקטיביים להצבעות. לפיכך אין לצפות שהוצאות בגין מנגנוני פיקוח על ההנהלה, ייעלמו או בהכרח יצטמצמו.

83.4. הרעה בביצועים של הנהלות החוששות משינויים תכופים בשליטה בחברות בהן הן מכהנות ומניפולציות בחברות - הסיכוי שיחולו שינויים תכופים בהנהלה הבכירה גדול יותר במשטר של זכויות הצבעה שוות במניות. למעשה, קיים קשר הפוך בין הסיכויים שיחולו שינויים בהנהלה לבין ביצועי הפירמה, שכן לעיתים קרובות מנהלים החוששים למקום עבודתם פועלים להגנתם ולא בהכרח לטובת הפירמה, במקום בו נוצר, לעיתים תכופות, איום של העברת שליטה. כמו כן, מנהלים בעלי ראייה לטווח הרחוק ימנעו מלבצע שינויים שיש בהם פגיעה זמנית בשווי מניות החברה, על-אף ששינויים אלה עשויים להוביל להתייעלות משמעותית של החברה בעתיד. כן עלול להיווצר מצב בו ההשתלטות על חברות לא תהיה תולדה של ענין אמיתי בניהול החברה אלא תנבע מרצון למכור את השליטה למטרות רווח.

83.5. ריכוזיות יתר - זכויות הצבעה שוות מקלות על מיזוגים, הצעות רכש והעברות שליטה, ובכך גורמות ליתר ריכוזיות (ואנטי תחרות) שאינה בהכרח רצויה לשוק ההון בישראל.

84. עיון בפרוטוקולים מדיוני ועדת הכספים מעלה את המסקנה כי השיקול העיקרי שהנחה את הוועדה היה הרצון למנוע שליטה בחברות ציבוריות ללא נטילת סיכון. השיקול של מתן אפשרות להשתלטויות עוינות הוזכר גם הוא אם כן, באופן משני.<sup>21</sup>

85. לשונן של הוראות סעיף 46 לחוק אינה מבחינה בין רישום למסחר של חברה רגילה ושל חברה ברישום כפול. כך, הגדרתה של בורסה בחוק ניירות ערך, הינה "בורסה לניירות ערך שקיבלה רשיון לפי סעיף 45 לחוק ניירות ערך". הוראות סעיף 46 קובעות כי "א) לא תרשום בורסה למסחר בה **מניות או ניירות ערך הניתנים להמרה או למימוש במניות**, אלא אם כן ראתה כי הובטחו תנאים אלה...". והמשך הסעיף מונה את התנאים אשר עליהם לחול על החברות המבקשות להירשם בארץ, מבלי שנעשית הבחנה בין החברות ברישום כפול לחברות רגילות.

86. בהחלטה של רשות ניירות ערך מיום 19 במרץ 2002, נדונה סוגיית תחולתו של סעיף 46ב(א)(1) לחוק ניירות ערך על תאגיד חוץ. נקבע כי המונח "רישום לראשונה למסחר" מתייחס לרישום לראשונה למסחר **בבורסה המתנהלת בישראל**, ומכאן שגם חברה שניירות ערך שלה כבר נסחרים בבורסה כלשהי בחו"ל ומבקשת לרשום את ניירות הערך למסחר בישראל, תיחשב כמי שמבקשת לרשום את ניירות הערך לראשונה. כן הוחלט כי סעיף 46 לחוק חל גם ביחס לתאגידי רישום כפול. היות והמחוקק לא החיל מפורשות דין שונה ביחס לתאגידי רישום כפול, חזקה עליו שנתכוון כי מעמדו של תאגיד כאמור לא יהיה שונה ממעמדם של כלל התאגידיים והוא יהיה כפוף לכל הוראות החוק ככל לתאגיד אחר.

87. המסקנה כי סעיף 46 לחוק חל גם על חברות רישום כפול נובעת מלשונו של הסעיף, העוסק בכל חברה הנרשמת למסחר בבורסה ואינו מחריג חברות רישום כפול, וכן מהיעדרו של פטור מסעיף זה במסגרת הסדר הרישום הכפול. היעדרו של פטור זה ככל הנראה אינו מקרי, כיוון שהסדר הרישום הכפול העניק באופן כללי פטורים הנוגעים לנושאי גילוי, להבדיל מנושאים אחרים.<sup>22</sup>

88. יש שיטענו כי תחולת סעיף 46 לחוק על חברות רישום כפול רצויה, ומתיישבת עם תכלית ההגנה על ציבור המשקיעים, על רקע התפישה שהובילה לחקיקת סעיף 46, ולפיה קיומם של כמה סוגי מניות יוצר שורה של עיוותים הפוגעים בציבור ובשוק ההון. יש שיטענו, לעומת זאת, כי תחולת סעיף 46 אינה מתירה לחברות פוטנציאליות להצטרף להסדר הרישום כפול, והדבר אינו מוצדק בהתחשב באופי ההסדר ובפטורים הרחבים שניתנו במסגרתו לחברות רישום כפול. טענות אלו יכולות להשפיע לדעת הרשות, בשאלת עוצמת התחולה של סעיף 46 לחוק, להבדיל משאלת עצם תחולתו.

89. על אף שלכאורה, בהתאם ללשון החוק, אין הבדל בין תחולתו של סעיף 46 לחוק על חברות דואליות וחברות רגילות, בפועל, ולאור פרשנות הרשות, יתכנו מקרים בהם חברות תוכלנה להירשם למסחר בהתאם להסדר הרישום הכפול אך לא יהיו רשאיות להירשם למסחר בישראל כחברות רגילות. השוני

<sup>21</sup> פרוטוקול 312, ישיבת ועדת הכספים של הכנסת ה-12, 7.11.1990.

<sup>22</sup> יצוין, כי בדוח ועדת ברודט, שקדם לחקיקת הסדר הרישום הכפול, ישנה התייחסות מסוימת לסוגי מניות שונים בחברות הנסחרות בבורסות בחו"ל, אולם דומה כי המלצה ברורה לא ניתנה. מכל מקום, גם אם היתה כוונה להתיר רישום של סוגי מניות שונים, הרי שזו לא השתכללה לכדי תיקון של סעיף 46 במסגרת חקיקת הרישום הכפול. רשות ניירות ערך, דין וחשבון הוועדה לרישום כפול של ניירות ערך 22 (תשנ"ח).

נעוץ בכך שבהתאם לפרשנות הרשות, וכפי שיפורט בהמשך בהרחבה, היו מקרים בהם הותרו לרישום כפול חברות שלהן הון רשום עם יותר מסוג מניות אחד, ובלבד שבהון המונפק היה לחברה סוג מניות אחד. היתר זה ניתן בין היתר לאור הרצון לעודד רישומן למסחר של חברות דואליות וכן על רקע ההכרה בכך כי קיומן של כמה סוגי מניות הוא מנגנון נפוץ במדינות מסוימות בעולם (כך לדוגמא, חברת Google היא חברה עם יותר מסוג מניות אחד). עם זאת, פרשנות דומה לא ננקטה בנוגע לרישום למסחר בישראל שלא במסגרת הסדר הרישום הכפול.

#### "גלולת רעל" ומנגונוני ביצור שליטה

90. "גלולת רעל" הינה טקטיקת התגוננות לחסימתה של השתלטות עוינת על חברה. השתלטויות עוינות אינן שכיחות בשוק ההון בישראל, כיוון שברוב החברות הישראליות יש בעל שליטה המחזיק שיעור ניכר ממניות החברה (לעיתים קרובות למעלה מ- 50% מהמניות), והן נוגעות מטבע הדברים לחברות בהן יש פיזור ניכר של בעלי המניות. בשנות השבעים והשמונים היתה ההשתלטות העוינת פרקטיקה שכיחה בשוק ההון האמריקאי, אולם זו פחתה ככל שנכנסו לשימוש גלולות הרעל.

91. במרבית המקרים, גלולת הרעל מופעלת על ידי "תכנית זכויות" (Rights Plan) המופעלת על ידי דירקטוריון החברה. בהתאם לתכנית הזכויות, כאשר יש איום מפני השתלטות, מופעלת התכנית ובעלי המניות הקיימים נהנים מן הזכות לרכוש מניות של החברה במחיר מוזל. להנפקת הזכויות אפקט מרתיע משתי סיבות: ראשית, זו משפיעה על התמריצים של בעלי המניות להיענות להצעת הרכישה. לאחר הנפקת הזכויות, כאשר שוקל בעל המניות את הצעת הרכש, הוא ייטה לסרב למכור למשתלט את מניותיו, מתוך ציפייה להפקת רווח גדול יותר ממימוש הזכויות, ומרכישת מניות נוספות של החברה במחיר המוזל. שנית, גלולת הרעל מונעת את יכולתו של המשתלט לצפות מראש את אחוזי החזקה שיוותרו בידי לאחר ההשתלטות: מרגע שחלק מבעלי המניות יממשו את הזכויות שהונפקו להם, יגדל מספר המניות הכולל של החברה, כך שמספר המניות שרכש המשתלט בהצעת הרכש יהפוך לאחוז נמוך יותר מסך כל מניות החברה, והוא לא יוכל לזכות בשליטה שלה ייחל כאשר החל בתהליך הרכישה.<sup>23</sup>

92. לגלולת הרעל, כפי שהתפתחה בדין האמריקאי, מספר מאפיינים בולטים.<sup>24</sup> ראשית, יתרונה של טקטיקה זו הוא בהיותה בסמכות ההנהלה בלבד. כחלק מסמכותו של הדירקטוריון להנפיק ניירות ערך חדשים, נהנה הדירקטוריון מן הסמכות להנפיק את תכנית הזכויות הכלולה בגלולת הרעל. המשמעות המעשית של מאפיין זה היא שמנהלי החברה יכולים להפעיל את טקטיקת ההתגוננות על דעת עצמם, ומבלי להיזקק לתמיכתה של האסיפה הכללית.

93. שנית, גלולת הרעל מאפשרת להנהלה להגיע לשליטה מוחלטת על שיקול הדעת של בעלי המניות - כאשר אלה שוקלים אם להיענות להצעת הרכש או לסרב למכור למציע את מניותיהם - וזאת על ידי עיצובה של הנחת הרכישה. ככל שהזכויות שמנפיקים המנהלים מזכות את בעלי המניות בזכות לרכוש מניות חדשות במחיר מוזל יותר, כן ייטו בעלי המניות לסרב להצעות הרכש, ולהיפך. שלישית, בתי המשפט בארה"ב הקפידו על כך שהנהלת החברה תשמור בידיה את הזכות להסיר את הגלולה.<sup>25</sup> במילים אחרות, להבדיל מטקטיקות התגוננות אחרות, הרי שגלולת הרעל הינה על פי רוב טקטיקה הפיכה: כאשר מגיעים מנהלי

<sup>23</sup> אירית חביב-סגל, דיני חברות, כרך ב', פרק יד' (2004).

<sup>24</sup> ש' חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו (2003), 819, בעמ' 843, 846 – 851.

<sup>25</sup> ראו: Moran v. Household Int'l, Inc., 490 A.2d 1059 (1985)



החברה למסקנה שהצעת המשתלט היא גבוהה דיה, או כאשר הם מאתרים משתלט המקובל עליהם, הם יכולים לבטל את הקצאת הזכויות, וכך לאפשר למשתלט לרכוש את השליטה ללא הפרעה.

94. מלבד גלולת רעל בדמות הנפקת זכויות כאמור, יכולים להיות מנגנונים שונים ומגוונים שנועדו למנוע השתלטות עוינת ובהם מנגנונים המגבילים מינוי והחלפה של דירקטורים כגון מנגנון של דירקטוריון מדורג (Staggered Board) במסגרתו ניתן להחליף את כל חברי הדירקטוריון בחברה רק במשך שנים כך שהאינטרס של משתלט עוין לרכוש את השליטה פוחת, או הסכמי ניהול ארוכי טווח (אשר סיומם על ידי החברה יקנה לבעל השליטה זכות לקבלת פיצוי מוסכם בסכום גבוה עם מרכיב פיצוי).

95. למעשה, ניתן למצוא בגלולות רעל יתרונות לצד חסרונות. היתרונות האפשריים של גלולות רעל הם עידוד חברות ובעלי שליטה להנפיק לציבור מניות מבלי לחשוש מפני אובדן השליטה, ומניעת השתלטויות שמטרתן השאת רווח בטווח הקצר בלבד. החסרונות האפשריים של גלולות רעל הם מניעת אמצעי פיקוח אפקטיבי על הנהלת החברה, ומניעת השתלטויות שיכולות להשביח את פעילות החברות ולהשיא את שוויין (בשל אינטגרציה של פעילויות, יתרון לגודל, התייעלות, וכדומה). המחקר בתחום מצביע בדרך כלל על כך כי חסרונות גלולות הרעל עולים על יתרונותיהן, וההתייחסות אליהן היא בדרך כלל שלילית.

96. כך, בספרות האמריקאית ישנם טיעונים רבים כנגד גלולות הרעל, אשר הבולטים בהם הם כי הפעלת גלולת הרעל על פי רוב מצויה בתחום שיקול הדעת העסקי של ההנהלה, ונעשית ללא אישורם של בעלי המניות;<sup>26</sup> גלולת הרעל פוגעת בזכויות בעלי המניות וביכולתם להיות מעורבים בחברה; וכן כי גלולת הרעל היא כלי שמעלה משמעותית את עלויות החלפת ההנהלה ופוגע בגמישות ניהול החברה. גלולת הרעל נתפסת לעתים גם כמי שמגנה בפועל רק על הנהלת החברה, על שכרה ועל יוקרתה.<sup>27</sup> מנגד, וכאמור לעיל, גלולת הרעל עשויה לפעול לטובת יכולת הנהלת החברה לקבל החלטות עסקיות נכונות, תוך ראייה ארוכת טווח, ועשויה לחזק הנהלות המנהלות משא ומתן למכירת החברה.<sup>28</sup>

97. יצוין כי נערכו מחקרים אמפיריים רבים אשר ביקשו לבחון את השפעת גלולת הרעל על טובת החברה בראי בעלי המניות, וביקשו לבחון האם גלולת רעל מוסיפה לרווחת בעלי המניות בטווח הקצר ובטווח הארוך, אך לא עולה ממחקרים אלו מסקנה אחידה, ויש ממצאים לכאן ולכאן.<sup>29</sup>

98. אשר לחוק החברות הישראלי, בחוק אין איסור ספציפי על שימוש בגלולת רעל על-ידי הנהלת החברה. עם

<sup>26</sup> פס"ד Moran, לעיל, שם בית המשפט העליון בדלוואר קבע כי היכולת של הנהלת החברה לאשר גלולת רעל היא במסגרת שיקול הדעת העסקי.

<sup>27</sup> Heron, R. A., and E. Lie. ; Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 Va. L. Rev. 675, 684 (2007) *On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets*, Journal of Business, 79 (2006), 1783-1807

<sup>28</sup> DeAngelo, H., and L. DeAngelo. *Management Buyouts of Publicly Traded Corporations*. Financial Analysts Journal, 43, 38-49 (1987)

<sup>29</sup> חשוב לציין שישנם מחקרים שמביאים לתוצאות סותרות בשאלה זאת. ראו לדוגמה מאמרים אלו, המביאים למסקנה כי גלולת הרעל פוגעת ברווחת בעלי המניות:

Malatesta, P. H., and R. A. Walking. "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 20, 347-376(1988); Ryngaert, M. D. "The Effects of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth." *Journal of Financial Economics*, 20 (1988), 377-417.

מנגד מחקרים אלו מראים כי גלולת הרעל דווקא מועילה לרווחת בעלי המניות: Comment, R., and G. W. Schwert. "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures." *Journal of Financial Economics*, 39, 3-43(1995); Heron, R. A., and E. Lie. "On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets." *Journal of Business*, 79 (2006), 1783-1807.

זאת, ההוראות בדבר הצעת רכש מיוחדת מלמדות על תפיסת המחוקק בנוגע לחובות הדירקטוריון כלפי החברה ולהגביל הפעלה של גולת רעל.<sup>30</sup>

99. החוק מגדיר את התפקידים והמגבלות המוטלים על הנהלת החברה ועל נושאי המשרה בה בהליך הצעת רכש מיוחדת לבעלי מניותיה. משהוצעה הצעת רכש מיוחדת, נדרש דירקטוריון חברת המטרה לחוות את דעתו לניצעים בדבר כדאיות ההצעה, אלא אם כן הוא אינו יכול לעשות כן, שאז עליו לנמק את הסיבות להימנעותו. כן נדרש דירקטוריון החברה לגלות כל ענין אישי שיש לכל אחד מן הדירקטורים בהצעת הרכש או הנובע ממנה.<sup>31</sup>

100. נושאי המשרה בחברה רשאים לשאת ולתת עם המציע על שיפור תנאי הצעתו, וכן לשאת ולתת עם אחרים לגיבוש הצעת רכש מתחרה<sup>32</sup>; אך לצד זאת, חלה חבות בניזקין על נושאי משרה בחברה שביצעו פעולות שמטרתן להכשיל הצעת רכש מיוחדת, קיימת או צפויה, או לפגוע בסיכויי קבלתה, על נזקים שנגרמו עקב כך למציע ולניצעים, אלא אם הוכח כי הם פעלו בתום-לב, בעת שהיה להם יסוד סביר להניח שפעולתם מכוונת לטובת החברה.<sup>33</sup>

#### מנגנוני ביצור השליטה במיילן

101. בענייננו, למיילן קיימים שני מנגנונים לביצור שליטה: האחד, הקצאת אופציות מניות הבכורה לקרן ההולנדית, אשר רשאית בכל רגע נתון לממש את האופציות עד לאחזקה ב-50% מזכויות ההצבעה בחברה. השני, כפי שפורט לעיל, הוראות הקבועות בתקנון ההתאגדות של מיילן בעניין מינוי דירקטורים, לפיהן מינוי הדירקטורים נעשה על ידי הדירקטוריון. בעלי המניות יכולים אמנם להתנגד למינוי אך זאת רק ברוב מיוחד של 67% מהקולות בהצבעה, המהווים למעלה מ-50% מההון המונפק, וכן בעלי המניות יכולים לפטר דירקטור רק בהמלצת הדירקטוריון או ברוב המוגדר לעיל.

102. כאמור לעיל, סעיף 46ב(א)(1) קובע **שוויון זכויות בהצבעה**. בכך מונע הסעיף באופן מפורש קיומה של "גולת רעל" בדמות סוגי מניות שונים. מתעוררת השאלה האם לאור לשונו של הסעיף, כמו גם תכליתו והרציונלים בבסיסו, ניתן לקבוע כי מנגנוני מניעת השתלטות עוינת על כל סוגיהם אסורים מכוחו של הסעיף, אף אם אינם כרוכים בקיומן של סוגי מניות שונים מבחינה פורמלית. בנוסף, עולה השאלה האם מנגנון מניעת השתלטות מונע את רישומה למסחר של חברה, הגם שמדובר במנגנון פוטנציאלי בלבד (גלולה רדומה).

#### עמדות הרשות בעניין גולות רעל וביצור שליטה

103. בחינת עמדות הרשות בעבר בנוגע לגולות רעל בעבר מעלה שני מאפיינים: ראשית, הרשות התנגדה למנגנוני ביצור שליטה קיצוניים בחברות ישראליות, וזאת על בסיס פרשנות תכליתית של הוראת סעיף 46 לחוק. שנית, בנוגע לחברות דואליות הוכרה האפשרות לקבוע מנגנון ביצור שליטה, כל עוד זה לא יופעל בעת שהחברה רשומה למסחר בישראל, וזאת - שוב - על בסיס פרשנות תכליתית של הוראת סעיף 46 לחוק בשילוב עם פרשנות תכליתית של הסדר הרישום הכפול.

<sup>30</sup> ע"א 7414/08 תרו תעשייה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd (פורסם בנבו 07/09/2010)

<sup>31</sup> סעיף 329 לחוק החברות התשנ"ט-1999.

<sup>32</sup> סעיף 330(ב) לחוק החברות התשנ"ט-1999.

<sup>33</sup> סעיף 330(א) לחוק החברות התשנ"ט-1999.

104. דוגמה למאפיין הראשון ניתן למצוא בעמדתה של הרשות מחודש מאי 2014,<sup>34</sup> במסגרת תיק הפירוק של מעין ונצ'ורס בע"מ, לפיה מנגנונים לביצור שליטה, כגון הוראות לעניין דירקטוריון מדורג לשנים רבות, ו"גלולות רעל" מסוגים שונים, נוגדים את תכליתו של סעיף 46 לחוק ניירות ערך, העוסק בשוויון זכויות ההצבעה. משכך, ולאור החשיבות שרואה הרשות לקיומו של שוק שליטה תאגידי יעיל, סירבה הרשות בעבר להתיר הנפקה של מניות בחברות שבהן קיימים מנגנונים כאמור.

105. במסגרת זו, הביעה הרשות את עמדתה לפיה קיימת חשיבות לקיומו של שוק שליטה תאגידי (Market of corporate control) בחברות ציבוריות בישראל. שוק מסוג זה מהווה כלי חשוב לפיקוח על מנהלים וליצירת ערך לבעלי המניות בחברות שבהן אין בעל שליטה המחזיק ברוב זכויות ההצבעה. במצב רגיל, חברה שאין בה בעל מניות המחזיק ברוב זכויות ההצבעה, עשויה להפוך יעד להשתלטות מצד גורם חיצוני אשר עשוי לשפר את יעילות הניהול, ולתרום בכך לעליית ערך מניותיה. לעמדת הרשות, יש לשאוף לפיכך כי בחברות שמניותיהן מוחזקות בידי הציבור לא יאומצו מנגנונים להגנה מפני השתלטות. כן צוין שם כי גישה זו עולה בקנה אחד עם העמדות הרגולטוריות במדינות המפותחות בעולם (למשל סעיף E.1 לקוד הממשל התאגידי של הארגון לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי).

106. המאפיין השני בא לידי ביטוי בשלוש החלטות שנגעו לרישומן למסחר של חברות דואליות. בנוגע לחברות דואליות הוכרה האפשרות לקבוע מנגנון ביצור שליטה, כל עוד זה לא יופעל בעת שהחברה רשומה למסחר בישראל.

107. החלטה ראשונה בנושא התקבלה בעניינה של חברת אורכית תקשורת בע"מ, בשנת 2002, ולאחר מכן התקבלו החלטות דומות בעניינן של פריגו וחברה נוספת בשנים 2005 ו-2006, בהתאמה. בשלוש החברות התקיים מנגנון גלולת רעל סטנדרטי, לפיו, ככלל, לכל בעל מניות יש זכות למניית בכורה שמחיר המימוש שלה בנסיבות רגילות אינו כלכלי. בשלב זה הגלולה "רדומה". כאשר צד ג' עוין רוכש מעל שיעור מסוים של מניות בחברה אזי בעלי המניות הקיימים רשאים להמיר את מניות הבכורה למניות רגילות בהנחה בשיעור משמעותי ממחיר השוק. באותם מקרים הוחלט שאין בהוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך כדי למנוע את רישומן של החברות למסחר בבורסה. נמצא שאין בעצם הקניית הזכויות לבעלי המניות כדי לשנות את מבנה ההון של החברה באופן שיראו אותו ככולל יותר מסוג אחד של מניות. ראשית מאחר שהסנקציה לאותו בעל מניות "עוין" אינה מיוחדת לבעל מניות מסוים והיא חלה באופן שווה על כל בעל מניות החוצה את רף הרכישה "העוינת". בנוסף הוסבר במקרי העבר כי כל עוד לא מבוצע ניסיון ההשתלטות העוינת ולא מופעלת גלולת הרעל הרי שבהון המונפק של החברה לא קיימים שני סוגי מניות.

#### גישות עקרוניות בעניין תחולת סעיף 46ב

108. **גישה אפשרית אחת הינה גישה מצמצמת** - על פי גישה זו סעיף 46 לחוק אוסר רק קיומם של סוגי מניות שונים. מנגנונים אחרים, המקנים לבעלי מניות מסוימים כוח רב יותר מבעלי מניות אחרים, ואף מנגנונים השוללים מבעלי המניות כולם חלק מהזכויות שמקובל להקנות בחברה ציבורית, אינם אסורים על פי סעיף 46 לחוק. מכאן גם נגזר שמנגנונים שמטרתם מניעת השתלטות עוינת אינם אסורים מכוח הסעיף, כל עוד אינם נעשים בדרך של גיוון הון המניות.

<sup>34</sup> תשובת הרשות לתגובת הנאמן במסגרת פר"ק 12-12-23675 (בקשה מס' 30) בעניין מעין ונצ'ורס בע"מ (בהקפאת הליכים), מיום 19 במאי 2014.

109. גישה זו מתבססת על לשונו של סעיף 46 לחוק, ועל כך שביקש להתמודד עם בעיה ספציפית שנצפתה בשוק ההון בישראל באותן שנים - חברות בהן יש כמה סוגי מניות. גישה זו יוצרת ודאות רבה יחסית לגבי תחולת הסעיף, ומתירה מנגנוני ביצור שליטה למיניהם.<sup>35</sup> חסרונה של גישה זו נעוץ בכך שניתן לכאורה לעקוף בקלות יחסית את הוראות סעיף 46 לחוק, ולאייץ את כל תכליותיו. לדוגמא, ניתן לקבוע בתקנון חברה מנגנון מינוי והחלפת דירקטורים הקובע כי ניתן יהיה למנות דירקטורים חדשים או להחליף דירקטורים קיימים רק בחלוף 10 שנים ממועד ההנפקה לציבור. אף שמנגנון זה אינו יוצר מבחינה פורמלית שני סוגי מניות בהון החברה, ברור כי הוא פוגע מאוד ביכולתם של המשקיעים מהציבור להשפיע על הנעשה בחברה, ואינו מתיישב עם נורמות בסיסיות של ממשל תאגידי.

110. **גישה מרחיבה** - על פי גישה זו סעיף 46 לחוק אינו אוסר רק קיומם של סוגי מניות שונים, אלא כל מנגנון מכוח תקנון החברה או הסכם של החברה אשר יוצר פער בזכויות ההון וההצבעה בין בעלי מניות שונים או מונע השתלטות עוינת. גישה זו מתרחקת מלשונו של סעיף 46 לחוק, ונשענת על השגת התכליות שבבסיסו. על מנת לעגן את הגישה המרחיבה מבחינה לשונית, ניתן לטעון כי קיומם של מנגנונים כאמור לעיל יוצר דה פקטו זכויות שונות, ולכן לא מתקיים הכלל הקבוע בסעיף 46 לחוק לפיו "בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד", וזאת אף אם מבחינה פורמלית הון החברה מורכב מסוג אחד של מניות. הדגש בגישה זו הוא על עצם הקנייתן של זכויות הצבעה שונות בפועל, והסקה ממנה כי יש למעשה סוגי מניות שונים.

111. לשם המחשה, בדוגמא שהוצגה לעיל בנושא מינוי והחלפת דירקטורים, ניתן לטעון כי מבעלי המניות מהציבור נשללת זכות הצבעה מהותית שניתנה לבעלי המניות שהיו בחברה עוד טרם הנפקתה (זכות מינוי הדירקטורים). אף שמבחינה טכנית המניות בהון החברה הן מאותו סוג, הוראה תקונית מסוג זה שוללת זכות מהותית מבעלי המניות מהציבור אשר ניתנה לבעלי מניות קודם להנפקה, באופן היוצר נתק בין שיעורי ההחזקה בהון ובהצבעה ומונע גם השתלטות עוינת על החברה.<sup>36</sup>

112. **ככלל, הרשות נקטה לאורך השנים בגישה המרחיבה. יש לסייג, עם זאת, כי גישה זו נקטה במקרי קיצון בלבד.** כך לדוגמא, הרשות לא התנגדה למנגנון של מינוי דירקטורים מדורג כל עוד משך החלפת הדירקטורים בחברה אינו עולה על שלוש שנים.<sup>37</sup> ההתנגדות על בסיס סעיף 46 לחוק למנגנונים המפלים את הציבור לרעה בזכויותיו נעשתה כאשר אלו עמדו בניגוד מוחלט לנורמות ממשל תאגידי, איינו את

<sup>35</sup> פרופ' שרון חנס דגל בגישה המצמצמת במאמר שפרסם בשנת 2003. לגישתו, הניסיון לטפל בכוחם העודף של בעלי שליטה באמצעות רגולציה כופה, המכתיבה שוויון בזכויות ההצבעה של חברה בורסאית, כשל וגרם לכך שבעלי שליטה בחברות ציבוריות בישראל חוששים להפחית את שיעורי החזקותיהם פן יאבדו שליטה בחברות. הדבר מוביל לכך שהחברות הישראליות מתאפיינות בבעלי שליטה המחזיקים חלק ניכר ממניות החברה, ואין החזקה ופיזור של המניות בידי הציבור. פרופ' חנס מסביר כי סעיף 46 לחוק כשל, כיוון שניתן להשיג יכולת שליטה עם סיכון קטן של ההון בדרכים העוקפות את הסעיף, כגון פירמידת חברות. הפתרון המוצע על-ידו הוא אימוץ גלולות רעל בחברות ישראליות, שכן אלו יאפשרו לבעלי שליטה להפחית את שיעור החזקותיהם ללא חשש מהשתלטות עוינת. לעניין תחולת סעיף 46 לחוק, סבור פרופ' חנס כי הסעיף אינו מונע אימוץ מנגנוני הגנה כגון תכנית זכויות לדילול החזקות של משתלט עתידי או מינוי מדורג של דירקטוריון החברה, כיוון שאלו אינם סותרים את הכלל של בעל מניות יהיו זכויות הצבעה שוות. ש' חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עוינות על חברות בישראל" **עיוני משפט** כו (2003), 819, בעמ' 843, 855 – 856. יש לציין, כי גם פרופ' חנס טוען כי ישנם מנגנונים למניעת השתלטות עוינת שיתכן כי סעיף 46 לחוק פוסל, כגון הענקת זכות למאן דהוא שאינו בעל מניה למנות דירקטורים בחברה, או ביטול או הפחתת זכויות הצבעה של מניה שהחליפה ידיים בתכיפות (באופן המחזק את כוחם של בעלי שליטה המחזיקים במניות לתקופה ארוכה). שם, בעמ' 855.

<sup>36</sup> יש לציין, כי גם על פי הגישה המרחיבה אין יכולת מעשית למנוע באמצעות סעיף 46 לחוק יצירתו של פער בהון ובהצבעה בדרכים נוספות, שאינן נוגעות לתקנון או הסכם של החברה. למעשה, בכל חברה ציבורית בה יש בעל שליטה ניתן לומר כי מתקיים פער בין החזקותיו בהצבעה ובהון. לדוגמא, בעל שליטה המחזיק 60% ממניות החברה יכול לקבל החלטות באמצעות זכויות ההצבעה הגלומות במניות לגבי פעילות החברה כולה (100%), בעוד ששיעור החזקותיו בהון עומד רק על 60%. בעיית הפער נדונה גם בדוח ועדת הריכוזיות, שם הודגשה בעיית הפער הנוצרת במבנה פירמידלי של חברות ציבוריות, בו נתונה לבעל השליטה בפירמידה יכולת שליטה בחברות שעה ששיעור החזקותיו בהון (בשרשור) עשוי להיות נמוך מאוד. ראו **דוח הוועדה להגברת הריכוזיות במשק** (מרץ 2012), בעמ' 9 – 12.

<sup>37</sup> מינוי דירקטורים מדורג על פני תקופה של 3 שנים מקשה על השתלטות עוינת, כיוון שמשתלט ידרש לפרק זמן ארוך כדי להחליף את דירקטוריון החברה. מאידך, ניתן למצוא במנגנון זה גם יתרון בכך שהוא מותיר בכל נקודת זמן דירקטורים בעלי ניסיון.

תכליותיו של סעיף 46 לחוק, ואיימו לפגוע מהותית בציבור המשקיעים.

113. **לגבי חברות רישום כפול ניתן לאפיין את גישת הרשות כגישת ביניים בין הגישה המצמצמת לגישה המרחיבה.** בהתאם לגישת הביניים - שהתבססה, כפי שיפורט להלן, על פרשנות תכליתית של הוראת סעיף 46 לחוק בשילוב עם פרשנות תכליתית של הסדר הרישום הכפול - החליטה הרשות כי ההון הרישום של חברת רישום כפול יכול לכלול גלולת רעל שהפעלתה תיצור שני סוגי מניות (מניות המשתלט ויתר המניות), כל עוד מימושה לא ייעשה בשעה שהחברה רשומה למסחר בבורסה בישראל. כלומר, ניתנה אפשרות לחברות רישום כפול להירשם למסחר כשבתקנוניהן מנגנוני ביצור שליטה אפקטיביים. כמו-כן, לא נבחנו הוראות תקנוניות שונות העשויות אף הן להקשות על השתלטות עוינת.
114. סעיף 46 לחוק אינו מבחין בלשונו בין חברות רגילות וחברות רישום כפול. הסעיף נחקק לפני הסדר הרישום הכפול, ולא תוקן במסגרת חקיקת ההסדר האחרון בשנת 2000. יחד עם זאת, ניתן להצביע על מספר נימוקים התומכים בכך שפרשנותו בכל הנוגע לחברות רישום כפול (להבדיל מעצם תחולתו) תהיה מצמצמת יותר מאשר פרשנותו בכל הנוגע לחברות רגילות הנסחרות בישראל בלבד:
115. **ראשית**, הדין האמריקאי אינו אוסר על גלולת רעל, והן מקובלות במספר רב של חברות הנסחרות בבורסות בחו"ל. טיבו של הסדר הרישום הכפול, המסתמך על הדין הזר, על הפיקוח הזר ועל המשקיעים בחו"ל, לשם הגנת ציבור המשקיעים בישראל, לצד הרצון לעודד חברות להירשם במסגרתו, תומכים בהסרת מגבלות לא הכרחיות על רישום כאמור.
116. **שנית**, לחברות רישום כפול נתונה הזכות להימחק ממסחר באופן יזום בהתאם לסעיף 35 לחוק, וכך לצאת מתחולתם של דיני ניירות ערך בישראל, על כל מרכיביהם. זכות זו אינה נתונה לחברות רגילות הנסחרות בישראל בלבד. כך יכולה חברה ברישום כפול לממש גלולת רעל היוצרת מספר סוגי מניות מבלי להפר את הוראותיו של סעיף 46 לחוק.
117. **שלישית**, כשמדובר בחברות רישום כפול שהתאגדו בחו"ל ולא בישראל נוספת מורכבות בשל הדין החל במקום התאגדותם. הדינים והפרקטיקות הנוהגים במדינות אחרות יכולים להיות מגוונים מאוד, וכוללים לעתים קרובות הסדרים שונים מאלו המקובלים בישראל. זאת ועוד, לעתים הדין הזר עצמו מגביל השתלטויות עוינות.<sup>38</sup> לגבי חברות כאלו יכולים להיות קשיים יישומיים משמעותיים באכיפת סעיף 46 לחוק, המוטלת על הבורסה.
118. לשם המחשת האמור אפשר לציין כי במסגרת מסמך הרישום שלה פריגו הצהירה כי מסמכי ההתאגדות של פריגו כוללים הוראות שניתן לפרשן כמונעות השתלטות על החברה, כדוגמת יכולתם של הדירקטורים למנות כל אדם לכהן כדירקטור ובלבד שמספר חברי הדירקטוריון אינו עולה על המספר המקסימאלי המוגדר בתקנות, התנאת האפשרות לתיקון מסמכי ההתאגדות בהחלטת בעלי המניות אשר התקבלה

<sup>38</sup> בצרפת, לדוגמה, אושרה בשנת 2014 חקיקה המעניקה החל מחודש מרץ 2016 זכויות הצבעה כפולות בחברות הצרפתיות, למניות המוחזקות למעלה משנתיים בידי אותו גורם, אלא אם כן שני שליש מבעלי המניות הצביעו נגד מנגנון הזכויות הכפולות. חקיקה זו (ה-Florange Law) עוררה מחלוקת רבה. מחד נטען כי היא מיועדת לתגמל החזקה לטווח ארוך וקבלת החלטות על בסיס ראייה לטווח כאמור ("long-termism"). מאידך נטען כי היא מיועדת לחזק את כוחם של בעלי מניות דומיננטיים, ולאפשר להם (לרבות למדינה עצמה המחזיקה במניות של חברות רבות) למכור חלק מהחזקותיהם מבלי לאבד את השליטה בחברות, על חשבון זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. למעשה, ניתן לטעון כי גם ההסדר הקבוע בחוק החברות הישראלי לעניין הצעת רכש מיוחדת מגביל השתלטויות עוינות שכן הוא מסדיר את אופן יצירתה של שליטה לראשונה מעל שיעורים של 25% ו-45% בזכויות ההצבעה. מדובר כמובן בהסדר שיש לו יתרונות רבים (לרבות יתרונות מסוימים עבור משתלט פוטנציאלי), אך הוא גם מגביל השתלטויות.

עמדת הרשות בעניין תחולת סעיף 46 ב במקרה הנוכחי

119. כאמור, פריגו טוענת כי למיילן שני הסדרים המנוגדים לסעיף 46 לחוק.

119.1. הסכם האופציה עם הקרן ההולנדית - הסדר זה מהווה גלולת רעל המגבילה השתלטות עוינת על מיילן. בניגוד לטענותיה של פריגו, וכמפורט לעיל, הרשות אינה רואה הבדל מהותי בין גלולת רעל זו ובין גלולת הרעל המקובלות בשוק ההון בארה"ב (לרבות זו שהיתה בפריגו עת נרשמה למסחר בישראל). בהתאם לגישת הביניים שהוצגה לעיל, וכפי שיושמה במקרים קודמים, התירה הרשות כניסה להסדר הרישום הכפול עם גלולת רעל כאמור, בתנאי שמיושמה לכדי שני סוגי מניות, לא ייעשה בעת שהחברה רשומה למסחר בישראל.

119.2. מנגנון מינוי והחלפת הדירקטורים - מנגנון זה מגביל את כוח ההצבעה של בעלי המניות מהציבור, ויוצר אף הוא מגבלה מפני השתלטות עוינת. מנגנון זה אינו עתידי בלבד, אלא משפיע על התנהלות בעלי המניות בהווה, ויכולתם להשפיע על זהות הדירקטורים בחברה. כלומר, הוא אינו נוגע רק לסיטואציה של השתלטות עוינת. לדעת הרשות, ספק אם מנגנון זה הנו כה קיצוני באופן שאינו מתיישב עם סעיף 46 לחוק, בהתחשב בשיקולים המיוחדים הנוגעים לחברות רישום כפול כמפורט לעיל ולהלן.

120. הפרשנות הראויה, לגישת הרשות כאמור לעיל, לסעיף 46 לחוק אינה מונעת את רישומה של מיילן כחברה דואלית, אף בהינתן הסכם האופציה עם התאגיד ההולנדי (בהנחה שמניות הקרן ההולנדית יבוטלו), והוראות התקנון בנושא מינוי וחילופי דירקטורים.

121. לשון סעיף 46 לחוק ניירות ערך אינה מבחינה בין חברות רישום כפול לחברות רגילות, לעניין תחולת הסעיף. ואולם, עמדות הרשות בעבר כמו גם תכליתו של הסדר הרישום הכפול מצביעים כי ככל שמדובר בחברות רישום כפול נכון לנקוט בפרשנות מצמצמת יותר ביחס לסעיף 46 כאמור בניתוח דלעיל.

התייחסות למספר טענות ספציפיות שהועלו על ידי פריגו

122. מלבד טענותיה העיקריות של פריגו, הנוגעות לעמידת מיילן בהוראות סעיף 46 לחוק ניירות ערך, פריגו טענה בפני הרשות מספר טענות נוספות הקשורות אף הן עם רישומה של מיילן בהסדר הרישום הכפול, ואלו יפורטו להלן:

122.1. פריגו טוענת כי מאחר ועובר לרישומה למסחר במסגרת הרישום הכפול נדרשה פריגו להסיר את גלולת הרעל שהיתה קיימת לה (בצורת "תכנית זכויות") וכן התחייבה להישאר רשומה למסחר לפחות 3 שנים, דין זהה עליו שיחול כעת על מיילן לצורך רישומה בהסדר הרישום הכפול.

122.2. נטען כי עוצמת גלולת הרעל במיילן, להפעלת האופציה על ידי הקרן ההולנדית, חזקה מהמקובל, כפי שפורט לעיל בהרחבה.

123. אשר לטענה הראשונה, מתיאור גלולת הרעל של פריגו, בתשקיף משנת 2005 אשר שימש לצורך רישום מניותיה של פריגו למסחר, עולה כי נטרול גלולת הרעל והתאמתה לסעיף 46 לחוק ניירות ערך לא היתה על דרך של הסרתה של גלולת הרעל. כפי שעולה מהתשקיף. על מנת להלום את דרישות הדין הישראלי

הקבועות בסעיף 46 לחוק ניירות ערך, פריגו לקחה על עצמה התחייבות שלא להוציא לפועל את תכנית הזכויות שלה בלא קבלת אישור הבורסה, ובהתאם לדרישות הבורסה והוראות הדין. בהתאם, דירקטוריון פריגו אישר תיקון לתכנית הזכויות, לפיו הפעלת הזכויות לא תיעשה באופן אוטומטי, אלא בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה.<sup>39</sup> עוד צוין שם כי תכנית הזכויות תפקע ביום 10 באפריל 2006, אך לא צוין כי פקיעה זו קשורה עם דרישה של רשות ניירות ערך או עם הלימה להוראות החוק.

124. באופן דומה, גולת הרעל של מיילן המובילה לקיומן של שתי סוגי מניות בהון החברה, קרי הפעלת האופציה על ידי הקרן ההולנדית, אמנם לא הוסרה, אך מיילן התחייבה לפעול לביטולן של המניות שהוקצו מכוח האופציה, כמתואר לעיל. אמנם מיילן עדיין יכולה להפעיל את גולת הרעל בכל עת, ואולם, בהתאם לסעיף 46 לחוק ניירות ערך תידרש מיילן למחוק את ניירות הערך שלה מהבורסה בישראל כאשר תעשה כן. מצב דברים זה דומה לזה שהיה בפריגו.

125. בנוסף, מיילן מסרה לרשות שבכוונתה להישאר רשומה למסחר בישראל לתקופה של 12 חודש אם הצעת הרכש לא תצא לפועל, ולתקופה של לפחות 36 חודש אם הצעת הרכש תצלח. (בכך, ימנע מצב בו הרישום הכפול ישמש באופן מלאכותי כדרך להמנע מפרסום תשקיף מלא בהתאם לדרישות הדין). בכך, מיילן הסכימה לקחת על עצמה התחייבות דומה לזו שפריגו טוענת כי לקחה על עצמה בשעתו בקשר עם רישומה למסחר בהסדר הרישום הכפול. ההתחייבות כפופה כמובן לכך שגולת הרעל לא תופעל, שכן הדבר יוביל למחיקה ניירות הערך שלה ממסחר בבורסה בישראל.

126. כן יצוין כי עולה ממסמך רישום שהגישה פריגו באמצעות המגנא בדצמבר 2013,<sup>40</sup> כי במועד רישומה, הונה הרישום של פריגו כלל שני סוגי מניות - מניות רגילות ומניות בכורה, אך החברה התחייבה כי כל עוד מניותיה רשומות למסחר בבורסה, היא לא תקצה ולא תנפיק מניות מסוג שונה מזה הרישום למסחר בבורסה, למעט בהקצאה המקיימת את הוראות סעיף 46 לחוק.

127. אשר לטענתה השניה של פריגו, בעניין עוצמתה של גולת הרעל של מיילן, הרשות אינה רואה הבדל מהותי בין גולת הרעל של מיילן ובין גולות הרעל המקובלות בשוק ההון בארה"ב (לרבות זו שהיתה בפריגו עת נרשמה למסחר בישראל). נראה כי ההבדלים נוגעים לטכניקה ולא למהות. למעשה, ניתן לטעון כי גולת הרעל המקובלת בארה"ב הינה אף חזקה יותר מזו שקיימת במיילן במובן מסוים, כיוון שהיא פוגעת בשווי החזקותיו של המשתלט (לנוכח דילולן), בעוד שגולת הרעל של מיילן מנטרלת את כוח ההצבעה של המשתלט אך אינה פוגעת בשווי החזקות במקרה בו ימכור אותן. בהתאם לגישת הביניים שהוצגה לעיל, וכפי שיושמה במקרים קודמים, התירה הרשות כניסה להסדר הרישום הכפול עם גולת רעל כאמור, בתנאי שמימושה לכדי שני סוגי מניות, לא ייעשה בעת שהחברה רשומה למסחר בישראל.

128. פרשנות כאמור נקטה הרשות כבר בעבר ביחס לגולות רעל דומות שתוצאת הפעלתן היא יצירת שני סוגי מניות, ויש לנקוט בה גם למנגנון מינוי הדירקטורים של מיילן. יובהר, כי יתכן שבעתיד יובאו לפתחה של הרשות מנגנון קיצוני יותר (כגון מנגנון השולל מבעלי המניות כליל זכויות בנוגע למינוי דירקטורים או

<sup>39</sup> ראה עמודים 220-222 לתשקיף שפרסמה פריגו ביום 14.2.2005 - <https://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?id=011607&reference=2005-02-011431#?id=011607&reference=2005-02-011431&file=1&q=PERRIGO%20COMPANY>

<sup>40</sup> ראה דיווח מינוי של פריגו מיום 10.12.2013 - <https://www.magna.isa.gov.il/details.aspx?id=012918&reference=2013-02-093607&file=1#?id=012918&reference=2013-02-093607&file=1>

מנגנון הקובע דרישות חמורות יותר לרוב מיוחד), בו תסבור הרשות כי המנגנון הנבחן חורג מהפרשנות כאמור, או אז ההחלטה תהא אחרת.

### עמדת הרשות ביחס לסוגיות העולות בהליך זה

129. להלן החלטת הרשות כפי שנמסרה גם למבקשת ולמשיבה עם הגשת עמדה זו לבית המשפט הנכבד :

129.1. הצעת ניירות ערך בדרך של חליפין לבעלי מניות חברת רישום כפול מהווה הצעה לציבור המחייבת פרסום תסקיף וכפופה לתקנות הצעת רכש.

129.2. אין מניעה ברישום מניות מיילן למסחר כתאגיד רישום כפול בהתאם לסעיף 46 לחוק, בכפוף לכך שהמניות המיוחדות שבידי הקרן יבוטלו קודם לרישום למסחר, או לחלופין, יובהר על-ידי מיילן כי ביטולן ייעשה בהקדם האפשרי ובתקופת הביניים לא ניתן יהיה לעשות שימוש בהן. ככל שיופעל הסכם האופציה של מיילן עם הקרן, תימחק מיילן ממסחר באופן יזום על מנת שלא להפר את הוראות סעיף 46 לחוק.

129.3. הרשות תשקול בחיוב שימוש בסמכותה לפי סעיף 35 לחוק לפטור את מיילן מגילוי בנוגע לתסקיף בכפוף לתנאים הבאים :

א. מיילן תתחייב כי הרישום למסחר יהיה לתקופה שלא תפחת משנה במקרה בו הצעת רכש החליפין לא תתקבל (כלומר, לא יירכשו כלל מניות של פריגו במסגרתה) ולתקופה שלא תפחת משלוש שנים במקרה בו הצעת רכש החליפין תתקבל (קיבול חלקי או מלא) (וזאת כדי למנוע מצב בו הרישום הכפול ישמש באופן מלאכותי כדרך להמנע מפרסום תסקיף מלא בהתאם לדרישות הדין). יצוין, כי התחייבות זו כפופה לאפשרות שמילן תפעיל את הסכם האופציה עם הקרן, ואז תימחק מיידית ממסחר, כמפורט להלן.

ב. מיילן תתחייב כי הפעלת הסכם האופציה של מיילן עם הקרן תוביל למחיקה יזומה של מיילן ממסחר עם יצירתן של שני סוגי מניות על מנת שלא להפר את הוראות סעיף 46 לחוק.

ג. ינתן גילוי נוסף מעבר לגילוי שניתן על פי הדין האמריקאי, ככל שהרשות תדרוש במסגרת בדיקת טיוטת תסקיף הרישום למסחר.

  
מנהל המחלקה המסחרית  
פרקליטות מחוז (ת"א) אזרחי

  
עוזר לפרקליטת מחוז ת"א (אזרחי)

ב"כ רשות ניירות ערך