

נשיץ, ברנדס, אמיר ושות', עורכי דין  
רחוב תובל 5, תל-אביב 6789717  
טל. 03-623-5000 פקס. 03-623-5005

משרד חיפה: שדרות פל-ים 16, חיפה 3309523  
טל. 04-864-4433 פקס. 04-864-4833

WWW.NBLAW.COM

ה-11-283

תל-אביב, 15 במאי 2016

לכבוד  
רשות ניירות ערך  
מחלקת תאגידים  
רח' כנפי הנשרים 22  
ירושלים

שלום רב,

**הנדון: פנייה מקדמית בעניין עסקת מיזוג משולש הופכי, שבה יכול ותשולם תמורה מותנית ונדחית**

בשם מרשתנו, חברת אי.טי.ויו מדיקל בע"מ (להלן: "החברה"), הרינו מתכבדים לפנות אליכם בפניה מקדמית, כאמור להלן:

**1. רקע ונתונים רלוונטיים**

1.1. החברה הינה חברה ציבורית אשר מניותיה הרגילות רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "בורסה"). לחברה חברה בת בבעלות מלאה - אי.טי.ויו בע"מ (להלן: "חברת הבת"), וזו האחרונה מחזיקה בכל ההון המונפק של חברת ETVView Inc. חברת הבת ו- ETVView Inc. אינן צריכות לענייננו.

1.2. החברה עוסקת באמצעות חברת הבת בפיתוח, ייצור ושיווק מכשור רפואי בתחום הפסיולוגיה הנשימתית בכלל ובתחום ניהול וניטור דרכי הנשימה בפרט ומתמקדת בניהול דרכי הנשימה בפרוצדורות של חסימה ריאתית.

1.3. מוצריה של החברה כוללים הן מוצרים מתכלים לשימוש חד-פעמי (מכשיר ה- VivaSight™ SL, מכשיר ה- VivaSight™ DL והחסם הריאתי ה- VivaSight™ EB) והן מוצרים הוניים (רב-פעמיים), אשר נרכשים לשם שימוש חוזר (להלן: "מוצרי החברה").

1.4. יצוין כי החברה, כחברת הזנק, נדרשת באופן שוטף למימון חיצוני לצורך תמיכה בפעילותיה, ולחוות דעת רואי החשבון על הדוחות הכספיים של החברה מצורפת "הערת עסק חיי".

1.5. ביום 29 במרץ 2016, התקשרה החברה עם Ambu A/S, חברה זרה רב לאומית בתחום המכשור הרפואי שניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסת נאסד"ק בקופנהגן (להלן: "Ambu")<sup>1</sup> במזכר הבנות לצורך בחינת אפשרות רכישת מניות החברה או עסקיה.<sup>2</sup>

1.6. כבר בתחילת המגעים הבהירה Ambu, ללא קשר למבנה העסקה, כי בכל מבנה של עסקה עמה (ככל ותהיה עסקה כזו), חלק מתמורת העסקה תהיה מותנית ביעדי מכירות של מוצרי החברה בעתיד. נכון למועד זה הבהירה Ambu כי היא תהיה מוכנה לשלם סכום מידי בסך של כ-14

<sup>1</sup> ראו אתר החברה - [http://www.ambu.com/corp/about\\_ambu.aspx](http://www.ambu.com/corp/about_ambu.aspx)

<sup>2</sup> יצוין כי נכון למועד פנייה זו, החברה החליטה על עיכוב פרסומו של הליך זה בהתאם לתקנה 36(ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

מיליון דולר (בכפוף להתאמות, ובניכוי חוב ומזומן), ותמורה נדחית בסך של עד 7 מיליון דולר נוספים, כתלות במכירות מוצרי החברה בעתיד (להלן: "תמורה מותנית").

1.7. בעת הגשת פנייה מקדמית זו, החברה הינה בראשיתו של הליך משא ומתן עם Ambu לצורך גיבוש תנאי ומבנה ההתקשרות שבין הצדדים והתקשרות בהסכם מחייב ביניהם.

1.8. נוכח עמדתה האמורה של Ambu, החברה ויועציה סבורים כי טובתם של החברה ושל בעלי המניות שלה היא כי העסקה תבוצע אך ורק בדרך של "מיזוג משולש הופכי"<sup>3</sup> (להלן: "המיזוג") שבו החברה תתמזג עם חברה בבעלות Ambu ותחדל להיות חברה ציבורית. זאת בעיקר לאור השלכות מיסוי כבדות הקיימות במבנה עסקה אחר (כמו מכירת נכסים או מכירת חברת הבת) - השלכות אשר יפחיתו באופן משמעותי את התמורה שיקבלו בעלי המניות, ולאור הנטל הכלכלי הכבד הכרוך בניהול ובהחזקת החברה כ"חברת מעטפת"<sup>4</sup> ללא פעילות שמניותיה ימחקו ממסחר בחלוף הזמן.

1.9. על פי מתווה המיזוג הנ"ל, תוקם חברת יעד, בבעלות מלאה של Ambu, שתתמזג אל תוך החברה כחברה קולטת. חברת היעד תחדל מלהתקיים והחברה, שהינה החברה הקולטת כאמור, תהפוך להיות חברת בת בבעלות מלאה של Ambu. במסגרת עסקה זו, בעלי המניות הזכאים, כפי שיהיו במועד הקובע של המיזוג (להלן: "בעלי המניות הזכאים"), יקבלו את תמורת המיזוג (כהגדרתה להלן) עבור מניותיהם בחברה. כך, לאחר השלמת המיזוג, Ambu תהיה בעלת 100% מהונה המונפק והנפרע של החברה ומניותיה של החברה תמחקנה מהמסחר בבורסה.

1.10. על פי תנאי המיזוג המוצע, תמורת המיזוג לבעלי המניות הזכאים תהיה איפוא כדלקמן: (א) תשלום של סכום במזומן בגין כל מניה שתוחזק על ידי בעלי המניות הזכאים במועד הקובע ובסה"כ 14 מיליון דולר; (ב) תמורה נדחית המותנית בעמידתה של Ambu ביעדי מכירה של מוצרי החברה וזאת במשך תקופה של עד 36 חודשים. יעדי המכירות יבחנו מדי תקופה, ובעלי המניות הזכאים עשויים לקבל במהלך 36 חודשים כאמור, תמורה נדחית בסכום כולל של עד 7 מיליון דולר ("תמורת המיזוג"). מבנה התמורה הנדחית כפי שסוכם באופן מקדמי מתבסס על יעדי מכירות של מוצרי החברה של 11.7 מיליון דולר בשנה הראשונה, 31.3 מיליון דולר בשנה השנייה, ו- 55.4 מיליון דולר בשנה השלישית. יצוין כי קבלת תמורה מותנית הינה אישית לבעלי המניות הזכאים בלבד, אינה סחירה ואינה ניתנת להפקדה לצורך שעבוד או לפיצול. יצוין כי אין כל ודאות שבעלי המניות הזכאים יקבלו תמורה מותנית ולא מן הנמנע שזו לא תתקבל בסופו של דבר. נציין שמכירות החברה עמדו בשנת 2015 על כ- 2 מיליון דולר (כ-7.7 מיליון ₪) בלבד.

1.11. לצורך מימוש מנגנון התמורה המותנית, בכוונת הצדדים למנות נאמן חיצוני (להלן: "הנאמן") אשר יהיה אחראי לקבל את התמורה המותנית, ככל שתתקבל, ולהעבירה לבעלי המניות הזכאים.

1.12. לאחר מכירת החברה או עסקיה (בכל מבנה שלא יהיה), אין ולא תהיה לנאמן או לבעלי המניות הזכאים יכולת להתערב באופן ניהול הפעילות הנמכרת וכל זכאותם תתמצה בזכותם לקבלת תמורה עתידית ככל והחברה תעמוד ביעדי המכירות שנקבעו לצורך תשלום התמורה המותנית.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> בהתאם לסעיפים 314 עד 327 לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

<sup>4</sup> כהגדרתה בהנחיות על פי החלק הרביעי לתקנון הבורסה.

<sup>5</sup> יתכן שבמסגרת ההסכם המפורט עליו ינוהל מו"מ, יכללו התחייבות פוזיטיביות של Ambu הנוגעות לשמירה על המצב הקיים בכל הקשור לפעילות ו/או שילובה במסגרת המערכים שלה.

## 2. השאלה המשפטית

2.1. הסוגיה המשפטית בענייננו הינה, האם התמורה המותנית בנסיבות המקרה נכללת בגדר "נייר ערך" לפי חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") והאם כפועל יוצא, יחולו הדינים מכח החוק ותקנותיו.

2.2. אנו סבורים כי בנסיבות המקרה, אין תחולה, ואין הצדקה לתחולה של דיני ניירות ערך על התמורה המותנית במסגרת המיזוג. דעתנו נסמכת על העובדה שאין בתמורה המותנית סממנים אופייניים של "נייר ערך" וכן כי מבחינת תכליתית לא מתקיימים היסודות של נייר ערך כפי שאלו הותוו בפסיקה.

## 3. דיון משפטי

3.1. יש מקום לפרש "נייר ערך" באופן תכליתי על מנת להפריד בין "ניירות ערך" עליהם התכוון החוק לחול, לבין התקשרויות עליהן החוק לא נתכוון לחול.

3.1.1. סעיף 1 לחוק נייר ערך מגדיר "ניירות ערך" כדלקמן:

"תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם, ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך, והכל בין אם הן על שם ובין אם הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה: (1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור; (2) הם מונפקים לפי חיקוק מיוחד;"

3.1.2. קיימת תמימות דעים בפסיקה ובספרות, כי יש לפרש את ההגדרה "נייר ערך" שבסעיף 1 לחוק על רקע תכלית החוק, ותוך מתן ביטוי לעקרונות יסוד בדיני ניירות ערך, וזאת על מנת להפריד בין "ניירות ערך" עליהם התכוון החוק לחול, לבין התקשרויות עליהן החוק לא נתכוון לחול.<sup>6</sup>

ראו למשל, ת"א 3199/95 רזון הנרי צבי נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ (פורסם בבנו, 22.06.1995) (להלן: "עניין רזון"), בעמ' 3:

"אני סבורה שפירוש מילולי - דווקני להגדרת "נייר ערך" עלול לרוקן מתוכן את כוונת המחוקק, ובכלל זה להוציא את המכשירים הפיננסיים, נשוא החלטה זו, מהקשרם והדבקים הכלכלי-משפטי." (דגש הוסף)

3.1.3. התכלית העיקרית העומדת מאחורי דיני ניירות ערך, הינה אפוא הגנה על המשקיע הסביר באמצעים של גילוי נאות בתשקיף המפורסם בשלב ההצעה לציבור ובדיווח השוטף הנעשה מאותו מועד ואילך, זאת כדי לאפשר לציבור המשקיעים לקבל החלטות השקעה מושכלות. ראו למשל, עע"מ 7313/14 רשות ניירות ערך נ' קבוצת קדם חיזוק וחיידוש מבנים בע"מ (פורסם בבנו, 12.10.2015) (להלן: "עניין קדם"), עמ' 12:

<sup>6</sup> ראו יוסף גרוס, דיני ניירות ערך ובורסה (1973), עמ' 53-51; מוטי ימין ואמיר וסרמן, תאגידי ניירות ערך (הוצאת הלכות בע"מ, 2006), בעמ' 133; שרון חנס, איתי פיגנבאום, "עיון מחודש בהגדרת "נייר-ערך", משפט ועסקים, כרך ז (תשס"ז) 11, בעמ' 17.

"תכלית דיני ניירות ערך היא להגן על המשקיעים בשוק, מתוך הבנה שקיימים פערי כוחות בין התאגידים המנפיקים את ניירות הערך לבין הציבור הרחב המשקיע בהם את כספו; וכאמור, ההגנה מיועדת הן למשקיעים הראשונים והן למשקיעי "השוק המשני".

וכן בעניין רוזן, בעמ' 4 :

"מטרת דיני ניירות הערך בכלל, ושל חובת פרסום התשקיף בפרט, היא לאפשר קבלת מידע מהימן למשקיעים המוסרים את כספם בידי חברה על מנת לקבל תשואה שתנבע מאופן ניהול עסקיה."

וכן ימין ווסרמן, ה"ש 3 לעיל, בעמ' 123 :

"תכלית עיקרית של חוק ניירות ערך היא גילוי מידע לציבור המשקיעים על מנת שיוכל לקבל החלטות השקעה מושכלות."

3.1.4. להלן, נפרט מדוע מבחינה תכליתית אין התמורה המותנית מהווה "נייר ערך" וזאת לאור העובדה שהיא (א) נעדרת סממנים אופייניים של נייר ערך; (ב) אין חשש להיווצרות של "שוק משני"; (ג) אין חשש אמיתי לפער כוחות ו-(ד) קיימת החלטת השקעה אחת במועד אישור המיזוג בלבד והיא בעצם אישורו.

### 3.2. התמורה המותנית, נעדרת סממנים אופייניים של נייר ערך<sup>7</sup>

3.2.1. בעניינו, התמורה המותנית מהווה תשלום שיורי בגין המניות הנמכרות ונעדרת את רוב המאפיינים המסורתיים של "נייר ערך". תמורה נדחית זו כאמור אינה מקנה לזכאים לה זכויות הצבעה או השפעה כלשהן בחברה, זכות לדיבידנד מרווחים או לדיבידנד ו/או חלק מנכסי החברה בפירוק. זכותם של בעלי המניות הזכאים לקבלת התמורה המותנית היא אישית, אינה סחירה ואינה ניתנת להעברה ומתמצית באפשרות קבלת התמורה המותנית מבלי כל יכולת להתערב בפעילות הנמכרת לאחר מכירתה.

3.2.2. בנוסף, מלבד ההחלטה על אישורו של המיזוג, הערך הכלכלי העתידי הטמון בתמורה המותנית אינו תלוי בכל קבלת החלטת השקעה נוספת. שכן, התמורה המותנית הנה אישית ולא ניתנת להעברה, אין לחברה כאמור השפעה על ניהול הפעילות. לא נדרשת כל השקעה כספית נוספת לצורך קבלתה ולא נדרשת כל החלטת השקעה נוספת מצד בעלי המניות הזכאים.

יתר על כן, התמורה המותנית מוגבלת לכשעצמה, הן בתקופה, הן בסכום מוגדר, והיא מבוססת על יעדי מכירות שאינם תלויים בתוצאות הפעילות של Ambu אלא במכירת מוצרי החברה שנקלטו במסגרת המיזוג ע"י Ambu. היא אינה נגזרת משווי מניותיה של Ambu או פעילותה, ולמעשה כל מהותה היא התחייבות נדחית ומותנית, לא ודאית כלל, לתשלום כסף, והחברה אינה שוללת אפשרות שלא תשולם כלל. תשומת הלב מופנית לעובדה שיעדי המכירות הנדונים לצורך התמורה המותנית, הם יותר מפי חמש ממכירות

<sup>7</sup> לעניין זה ראו גם מענה הרשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") לפנייתה של אירוס אגודה שיתופית חקלאית בע"מ מיום 27.1.2016, כפי שפורסם באתר האינטרנט של הרשות בכתובת הרשות: [http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf\\_Positions/Preliminary\\_Inquiries/Prospectuses/Documents/IROS2.pdf](http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/IROS2.pdf) וראו גם מענה הרשות לפנייתה של אופק- אגודה שיתופית לניהול הון בע"מ מיום 29.11.2013, כפי שפורסם באתר האינטרנט של הרשות בכתובת הרשות: [http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7969.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7969.pdf), וראו גם מענה הרשות לפנייתה של קו- אופ ישראל – אגודה צרכנית שיתופית בע"מ מיום 28.4.2014, כפי שפורסם באתר האינטרנט של הרשות בכתובת הרשות: [http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf\\_Positions/Preliminary\\_Inquiries/Prospectuses/Documents/06052015.4.pdf](http://www.isa.gov.il/Corporations/Staf_Positions/Preliminary_Inquiries/Prospectuses/Documents/06052015.4.pdf)

החברה בפועל בשנת 2015, יותר מפי 15 בשנה השניה ויותר מפי 27 בשנה השלישית, כאשר אין ולא תהיה לנאמן או לבעלי המניות הזכאים יכולת להתערב באופן כזה או אחר באופן ניהול הפעילות הנמכרת<sup>8</sup>, דבר המלמד גם על סיכויי קבלתה בסופו של דבר.

3.2.3. לעניין זה ראו את דבריה של כבוד השופטת אלשיך **בעניין רוזן הנרי צבי**, הי"ש 3 לעיל, בעמ' 4, כאשר היא עומדת על כך שחווה עתידי אינו יכול לבוא בגדרה של הגדרת "נייר ערך":

"לא זו אף זאת, שהחוזים העתידיים נעדרים את הסממן הבסיסי של נייר ערך; להבדיל ממניות, תעודות השתתפות, אגרות חוב וכתבי אופציה המונפקים על ידי חברות, אין החווה העתידי משמש אמצעי לגיוס הון על ידי תאגידים. בהתאם לכך, בין רוכש חווה עתידי לבין חברה כלשהי מהחברות המרכיבות את המדד אין אלא קשר עקיף. יתר על כן, המתקשר בחווה עתידי רוכש זכות למכור או לקנות על פי המדד ביום פקיעת החווה, או אם תרצה - ביום בו מגיע מועד ביצוע החווה; אין בידיו "תעודות המעניקות זכות לרכוש ניירות ערך", ממין כלשהו, כנדרש בסעיף 1 לחוק ניירות ערך. יתר על כן, אחד המאפיינים הבסיסיים של נייר ערך - סחירותו, לא מתקיים בחווה העתידי (וראה בהרחבה לענין זה סעיף 10 בהמשך החלטה זו). ואחרון: בניגוד לאמור בניירות ערך, למתקשר בחווה עתידי לא קיימת הזכות לקבל ניירות ערך, כלשהם, פיזית." (דגש הוסף)

3.2.4. העדר סממנים אופייניים של נייר ערך במקרה דנן, מרוקן מתוכן את תכלית תחולת דיני ניירות ערך במקרה זה, שכן בכפוף לתנאים שיקבעו בהסכם המיזוג ובהתאם למידע שינתן לנאמן בדבר מכירות מוצרי החברה (אשר כאמור אין לו או לבעלי המניות של החברה כל זכות להתערב באופן בו תנהל Ambu את מכירות מוצרי החברה), בעלי המניות הזכאים יקבלו או לא יקבלו את התמורה המותנית (כולה או חלקה) ואין הם נדרשים לפעול או לקבל החלטות השקעה בנדון, למעט קבלת החלטה במועד אישור המיזוג, שאז יעמוד בפניהם מידע מלא על מנת לקבלת החלטה השקעה מושכלת באותו מועד.

### 3.3. אין חשש להיווצרות של "שוק משני" בכל הקשור בזכויות לתמורה המותנית

3.3.1. לסיכויי היווצרותו של "שוק משני" משקל נוסף בשאלה האם מדובר בנייר ערך. ראו את דבריו של כבוד המשנה לנשיאה א' רובינשטיין **בעניין קדם**, עמ' 11:

"... בבואנו להכריע האם מכשיר חוב מסוים מהוה נייר ערך, עלינו לתת את הדעת גם לסיכוי היווצרותו של "שוק משני". קרי, לסיכוי שייערכו במכשיר החוב עסקאות לאחר הנפקתו. סיכוי גבוה להיווצרות "שוק משני" יטה את הכף לעבר הגדרת מכשיר החוב כנייר ערך – ולהיפך." (דגש הוסף)

3.3.2. התמורה המותנית, בנסיבות הנוכחיות, אינה מאפשרת יצירתו של "שוק משני". הזכות לתמורה נדחית אינה סחירה, ההחזקה בה היא אישית ואינה ניתנת להעברה לפיצול או להפקדה לצורך שעבוד. לפיכך, לא יכול להיווצר שוק עתידי למסחר בזכויות אלו, לא כל שכן שוק אשר טומן בחובו סיכונים של שימוש לרעה במנגנוניו, כגון ויסות מחירי הזכויות, שימוש אסור במידע פנים וכו'.

<sup>8</sup> ראה הערת שוליים 5.

#### 3.4. אין חשש אמיתי לפער כוחות בקשר עם התמורה המותנית

3.4.1. מדבריו של כבוד המשנה לנשיאה א' רובינשטיין **בענין קדם**, בעמ' 12, עולה כי נייר ערך ייחשב ככזה כאשר קיימים פערי כוחות המצדיקים מבחינה תכליתית תחולתם של דיני ניירות ערך. ראה פסקה האמורה בסעיף 3.4.1 לעיל.

"... תכלית דיני ניירות ערך היא להגן על המשקיעים בשוק, מתוך הבנה שקיימים פערי כוחות, בין התאגידים המנפיקים את ניירות הערך, לבין הציבור הרחב המשקיע בהם את כספו";

3.4.2. התמורה המותנית, תתבסס, כך מתוכנן, **אך ורק על יעדי מכירות של מוצרי החברה**. היא אינה מתבססת על תוצאות הנובעות מפעילותה הכוללת של Ambu כגון, רווחיות תפעולית, רווח נקי אשר קיומם של פערי מידע בין הצדדים עלולים להוביל לנחיתות המשקיעים למול התאגיד.

3.4.3. במצב דברים זה, בו התמורה המותנית מותנית רק במכירות מוצרי החברה, כאשר לבעלי המניות ולנאמן אין כל זכות להתערב בפעילות הנמכרת לאחר מכירתה ולא נדרשת כל החלטת השקעה (למעט במועד אישור המיזוג, שאז כאמור יהיה בפני בעלי המניות מידע מלא), אין צורך אמיתי בחובות דיווח על הפעילות הנמכרת. זאת לאור העובדה כי למעט קיומו של המידע על מנת לבחון על בסיסו האם נדרש לשלם את התמורה המותנית, אין למידע האמור או כל מידע אחר כל ערך. שהרי, גם המידע המהותי ביותר בעבור משקיע כאמור, שהנו מידע על שינוי שיש בו להוביל את החברה לעמוד או שלא לעמוד ביעד לצורך קבלת התמורה המותנית לא ישנה בידי בעלי המניות הזכאים. הם לא נדרשים (ואף לא יכולים) בעקבות מידע כאמור, לקבל החלטת השקעה כלשהי, שהרי הם לא יוכלו למכור או לרכוש זכויות לתמורה מותנית מאחר וזו אישית ואינה סחירה כלל. לא יהיה גם בכוחם של בעלי מניות זכאים כדי להשפיע על עמידה ביעדי המכירות מאחר ולבעלי המניות ולנאמן אין כל זכות להתערב בפעילות הנמכרת לאחר מכירתה. במצב דברים זה, בו לא מתקיים החשש לקיומם של פערי כוחות אין לראות בתמורה המותנית כ"נייר ערך" ובטח שמבחינה תכליתית אין כל מקום להטיל חובות דיווח מעבר לחובות דיווח מינימאליות שיוסכמו בהסכם המיזוג ובהנחיות לנאמן כפי שיקבל מסגרת תפקידו.

#### 3.5. קיימת החלטת השקעה אחת במועד אישור המיזוג בלבד

כאמור לעיל, לאור העובדה כי לבעלי המניות הזכאים ולנאמן אין כל זכות להתערב באופן כזה או אחר בפעילות הנמכרת לאחר מכירתה, ולאור העובדה כי התמורה המותנית תשולם על בסיס מכירות מוצרי החברה תחת ניהולה של Ambu, תוך היעדר כל זכות של בעלי המניות והזכאים להשפיע בצורה כזו או אחרת על המכירות האמורות, למעשה למעט קבלת החלטה השקעה בנוגע לאישורו של המיזוג, החלטה אשר תעשה על בסיס מידע מלא כנדרש ע"פ החוק ותקנותיו, לא יידרשו בעלי המניות הזכאים לקבלת החלטה השקעה כלשהי, וכן לא משקיעים פוטנציאלים אחרים, מאחר ואין כאלו בשל העובדה כי הזכות לקבלת התמורה המותנית הנה אישית ולא ניתנת להעברה.

#### 4. המשמעות של החלטת דיני ניירות ערך על התמורה המותנית

4.1. כפי שנאמר ברישא, המבנה הרצוי ביותר לחברה ולבעלי מניותיה הוא מבנה של "מיזוג משולש הופכי". זאת בעיקר לאור (א) השלכות מיסוי כבדות הכרוכות בעסקה אחרת (למשל מכירת חברת הבת או נכסי החברה) שהופכות את העסקה להרבה פחות כלכלית לבעלי המניות, וייתכן

שאף ללא כדאית; (ב) הצורך להחזיק את החברה כחברה ציבורית למשך כל תקופת התמורה המותנית, כחברת מעטפת, על העלויות המשמעותיות, כמו גם והנטל הרגולטורי הכרוכים בכך.

4.2. החלת דיני ניירות ערך על התמורה המותנית יכולה לגרום לכך שהעסקה תבוצע במבנה אחר אשר יפגע פגיעה ישירה וקשה בבעלי המניות של החברה, או שמא העסקה לא תאושר כלל על ידי האורגנים השונים.

4.3. עסקה של מכירת חברת הבת או נכסיה, בהנחה ומבנה זה יכפה על החברה ובעלי מניותיה, יהפכו את החברה ל"חברת מעטפת" שדינה נגזר מראש. לאור הכללים החדשים שקיבלה הבורסה, דינה של החברה להיכנס מיידית לרשימת השימור, ומשם הסיכויים לחזור ולהיסחר שואפים לאפס. למעשה החברה תהפוך מיידית לחברת מעטפת, תיכנס לרשימת השימור, זאת בנוסף לעלויות החזקת חברה ציבורית, אשר יבואו על חשבון התמורה לבעלי המניות, כאשר אין כל הבטחה לפיה תתקבל התמורה המותנית כלל.

4.4. במצב שכזה לא תהיה כל כדאיות להותיר את החברה כ"שלד בורסאי" במשך תקופת התמורה המותנית. נציין כי המגמה הרווחת היום היא לא לאפשר קיומם של "שלדים בורסאיים".

## 5. סיכום

- 5.1. לאור האמור לעיל ובנסיבות שתוארו, אין לראות בתמורה המותנית כ"נייר ערך" לפי החוק.
- 5.2. גם במידה והרשות תמצא כי יש מקום להטיל חובות גילויי כלשהן, הרי שאלה ניתנות לביצוע באמצעות הנאמן בדרך אשר לא תסכל את העסקה שעל הפרק. כך, ניתן להורות כי הנאמן יפרסם את המידע שיקבל בדבר עמידה ביעדי המכירות וחלוקת התמורה המותנית, באתר ההפצה של הבורסה או באמצעות אתר האינטרנט שלה, וכד'. נזכיר, כי דבר זה כבר נעשה בעבר, במיזוג של חברת טסקום בדיקת מערכות תוכנה בע"מ עם וואן שירותי תוכנה (1997) בע"מ.<sup>9</sup>
- 5.3. יתר על כן, הנאמן יהיה אחראי על קבלת וחלוקת התמורה המותנית רק לאותם בעלי מניות זכאים כפי שיהיו במועד הקובע. אין כאן מחזיקי ניירות ערך פוטנציאליים שיש להגן על האינטרס שלהם כמו "הציבור הרחב". מכאן שהתועלת בהחלת דיני ניירות ערך, בדגש על חובת הגילוי על מנת לגשר על פערי מידע בעסקאות בין קונים למוכרים של נייר הערך אינה רלוונטית ולא תייצר ערך מוסף כלשהו. הציבור הרי לא יכול להשתתף בתמורה המותנית ואין מקום להטיל חובות גילוי בסיבות אלה.
- 5.4. אנו מודעים ומסכימים לכך שפניה מקדמית זו תפורסם על ידי הרשות אך יחד עם זאת נבקשם לדחות מועד פרסום פניה מקדמית זו עד לאחר שעסקה זו תפורסם לציבור וזאת לאור העובדה שפרסום כאמור יש בו כדי לסכל את העסקה או להרע באופן ניכר את תנאיה. עוד נבקש כי ככל שהעסקה עם Ambu לא תצא אל הפועל, בין אם בגין דחיית פנייה זו ובין אם בגין אי הבשלת המשא ומתן בין הצדדים לכדי הסכם סופי (לרבות לאחר קבלת פנייה זו), תפורסם פניה מקדמית זו, (א) ללא ציון שמה של Ambu, וזאת לאור היותה חברה ציבורית הנסחרת בקופנהגן ולאור רצונה לשמור על סודיות מלאה בקשר עם עסקאות שהיא בוחנת או פועלת למימושן ו- (ב) לגבי, החברה תפורסם פנייה זו תוך מחיקת שמה ותיאור עסקיה, ולחלופין ללא סכומי העסקה. ככל

<sup>9</sup> ראו הודעות שפורסמו על ידי הבורסה באתר ההפצה של הבורסה ביום 6.1.2015 ו- 1.1.2015. בלינק-  
[http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report\\_cd=942493-00&Type=Pdf](http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=942493-00&Type=Pdf) וכן-  
[http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report\\_cd=941639&CompCd=1174](http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=941639&CompCd=1174)

שהרשות אינה מסכימה לבקשתנו המפורטת בס"ק 5.4 זה, נודה לכם על עדכוננו בהקדם, ובטרם פרסום פניה מקדמית זו, על מנת שנוכל לשקול את צעדינו.

5.5. מרשתנו מתחייבת כי תודיע לרשות מראש על אימוץ עמדה שונה מזו שתבוא לביטוי בתשובה שתינתן לפניה זו.

אנו לרשותכם לכל שאלה, הבהרה או פרטים נוספים שיידרשו ונשמח לבוא עמכם בדברים לפני קבלת החלטה סופית בעניין פניה זו.

בכבוד רב,

שחר חננאל, עו"ד

רועי תורגימן, עו"ד

יוני פויכטונגר, עו"ד