



רשות ניירות ערך

ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

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

29 ביוני, 2016
כג' בסיון תשע"ו

לכבוד :
שחר חננאל, עו"ד
רועי תורגימן, עו"ד
יוני פויכטונגר, עו"ד
נשיץ ברנדס אמיר ושות', עורכי דין

באמצעות המגנ"א

הנדון: בקשת הנחיה מקדמית – אי.טי.ויו מדיקל (להלן: "החברה")

סימוכין: מכתבכם מיום 15/05/2016

במענה לבקשה להנחיה מקדמית במכתבכם שבסימוכין ("המכתב"), הרינו להביא בפניכם את עמדת סגל רשות ניירות ערך ("סגל הרשות") בעניינה. עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם במכתב ועליה בלבד, ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלבנטיים לנדון.

1. עיקרי העובדות המפורטות במכתב הינן כדלקמן:

- 1.1. החברה הינה חברה ציבורית אשר מניותיה הרגילות רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ. לחברה חברה בת בבעלות מלאה - אי.טי.ויו בע"מ (להלן: "חברת הבת").
- 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. מוצריה של החברה כוללים הן מוצרים מתכלים לשימוש חד-פעמי והן מוצרים הוניים (רב-פעמיים), אשר נרכשים לשם שימוש חוזר (להלן: "מוצרי החברה").
- 1.3. 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: "החברה הזרה") במזכר הבנות לצורך בחינת אפשרות רכישת מניות החברה או עסקיה.¹
- 1.4. כבר בתחילת המגעים הבהירה החברה הזרה, כי בכל מבנה של עסקה עמה (ככל ותהיה עסקה כזו), חלק מתמורת העסקה תהיה מותנית ביעדי מכירות של מוצרי החברה בעתיד. נכון למועד המכתב הבהירה החברה הזרה כי היא תהיה מוכנה לשלם סכום מיידי בסך של כ-14 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 יצוין כי נכון למועד המכתב, החברה החליטה על עיכוב פרסומו של הליך זה בהתאם לתקנה 36(ב) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160

www.isa.gov.il

- 1.5. בעת הגשת המכתב, החברה בראשיתו של הליך משא ומתן עם החברה הזרה לצורך גיבוש תנאי ומבנה ההתקשרות שבין הצדדים והתקשרות בהסכם מחייב ביניהם.
- 1.6. נוכח עמדתה האמורה של החברה הזרה, החברה ויועציה סבורים כי טובתם של החברה ושל בעלי המניות שלה היא כי העסקה תבוצע אך ורק בדרך של "מיזוג משולש הופכיי" (להלן: "המיזוג") שבו החברה תתמזג עם חברה בבעלות החברה הזרה 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" ללא פעילות שמניותיה ימחקו ממסחר בחלוף הזמן.
- 1.7. על פי מתווה המיזוג הנ"ל, תוקם חברת יעד בבעלות מלאה של החברה הזרה, שתתמזג אל תוך החברה כחברה קולטת. חברת היעד תחדל מלהתקיים והחברה, שהיא החברה הקולטת כאמור, תהפוך להיות חברת בת בבעלות מלאה של החברה הזרה. 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, החברה הזרה תחזיק 100% מהונה המונפק והנפרע של החברה ומניותיה של החברה תמחקנה מהמסחר בבורסה.
- 1.8. על פי תנאי המיזוג המוצע, תמורת המיזוג לבעלי המניות הזכאים תהיה אפוא 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 החברה הזרה 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. 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 הזכות לקבלת תמורה מותנית היא 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. כמו כן יצוין כי מכירות החברה עמדו בשנת 2015 על כ-2 מיליון דולר (כ-7.7 מיליון ₪) בלבד.
- 1.9. לצורך מימוש מנגנון התמורה המותנית, בכוונת הצדדים למנות נאמן חיצוני אשר יהיה אחראי לקבל את התמורה המותנית, אם תתקבל, ולהעבירה לבעלי המניות הזכאים.



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160

www.isa.gov.il

1.10. 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.²

2. לאור האמור, ביקשתם לקבל את עמדתנו בשאלה האם התמורה המותנית בנסיבות המקרה נכללת בגדר "נייר ערך" לפי חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך") והאם כפועל יוצא, יחולו הדינים מכוח החוק ותקנותיו.

3. לעמדתכם, בנסיבות המקרה אין תחולה, ואין הצדקה לתחולה של דיני ניירות ערך על התמורה המותנית במסגרת המיזוג. זאת, בעיקר מהטעמים הבאים:

3.1. יש מקום לפרש "נייר ערך" באופן תכליתי על מנת להפריד בין "ניירות ערך" עליהם התכוון החוק לחול, לבין התקשרויות עליהן החוק לא התכוון לחול. התכלית העיקרית העומדת מאחורי דיני ניירות ערך, הינה 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. 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.³ במקרה דנן התמורה המותנית מהווה תשלום שיורי בגין המניות הנמכרות ונעדרת את רוב המאפיינים המסורתיים של "נייר ערך". תמורה נדחית זו 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.

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

² יתכן שבמסגרת ההסכם המפורט עליו ינוהל מו"מ, תיכלל התחייבות פוזיטיביות של החברה הזרה הנוגעות לשמירה על המצב הקיים בכל הקשור לפעילות ו/או שילובה במסגרת המערכים שלה.

³ לעניין זה ראו גם מענה סגל 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

, ראו גם מענה סגל הרשות לפנייתה של אופק- אגודה שיתופית לניהול הון בע"מ מיום 29.11.2013, כפי שפורסם באתר האינטרנט של הרשות בכתובת: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7969.pdf וראו גם מענה סגל 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



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידיים

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160

www.isa.gov.il

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 החברה הזרה אלא במכירת מוצרי החברה שנקלטו במסגרת המיזוג ע"י החברה הזרה. היא אינה נגזרת משווי מניותיה של החברה הזרה 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 החברה בפועל בשנת 2015, יותר מפי 15 בשנה השנייה ויותר מפי 27 בשנה השלישית, כאשר אין ולא תהיה לנאמן או לבעלי המניות הזכאים יכולת להתערב באופן כזה או אחר באופן ניהול הפעילות הנמכרת, דבר המלמד גם על סיכויי קבלתה בסופו של דבר.

3.3. 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 ועוד.

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

3.5. 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 החברה הזרה, 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. הרינו להודיעכם כי בנסיבות העניין סגל הרשות אינו מקבל את עמדת החברה, כמפורט להלן:

4.1. התמורה המותנית מהווה נייר ערך שכן היא מקנה זכות תביעה לקבלת תשלום במזומן מהחברה הזרה, ככל ויתקיימו יעדים כתלות בביצועיה התפעוליים של החברה, אשר מהווים שיעור מהותי מסך התמורה ונפרשים על פני תקופה ארוכה של שלוש שנים.



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידי

רחוב כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל: 02-6556444 פקס: 02-6513160

www.isa.gov.il

4.2 כמו לשונית גם תכליתית מתקיימים הרציונאלים לתחולת דיני ניירות הערך ביחס לזכויות התמורה המותנית, ובכלל זה חשיבות לגילוי אודות החברה בהתאם לחוק ניירות ערך ותקנותיו במשך חיי הזכות לתמורה המותנית ולקיומן של החובות המוטלות על החברה מכוח דיני החברות. אלו יאפשרו לבעלי הזכויות לעקוב ולנטר אחר השקעתם, וכן יאפשרו פיקוח של בעלי הזכויות אחר עמידת החברה ביעדים שנקבעו ובהתחייבותיה.⁴

5. יודגש, כי סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי שאלות אחרות העשויות לעלות מהאמור במכתביכם. בנוסף, מכיוון שעמדה זו מבוססת על העובדות המתוארות במכתבי החברה, יש להבהיר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או בתנאים המתוארים בו, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה.

6. לבסוף, הרינו להודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008), הפנייה המקדמית והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות.

בכבוד רב,

צפנת מזר, עו"ד

מערך רגולציה וייעוץ משפטי

מחלקת תאגידי

⁴ גם רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) קבעה כי תמורה מותנית מסוג זה מהווה "נייר ערך" כהגדרתו בחוק ניירות ערך האמריקאי. ראו מענה רשות ניירות ערך האמריקאית ל- Ambit Biosciences Corporation מאוקטובר 2014, כמו גם חמשת כללי האצבע לבחינה האם יש לראות תמורה מותנית "נייר ערך": <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1340156/000119312514385468/filename1.htm>