



## בית המשפט העליון בשבתו כבית משפט לערעורים אזרחיים

ע"א 3136/14

לפני: כבוד השופט ס' גובראן  
כבוד השופט י' עמית  
כבוד השופט צ' זילברטל

המערערים: יעל כבירי שמיע ואחי

נגד

המשיבה: אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ

ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי תל אביב בתיק  
תצ-001543/09 שניתן ביום 12.03.2014 על ידי כבוד  
השופטת ד' פלפל

תאריך הישיבה: ז' באייר התשע"ה (26.04.2015)

בשם המערערים: עו"ד יצחק אבירם  
בשם המשיבה: עו"ד יוסף בנקל ועו"ד ענבל רוז

### פסק-דין

השופט י' עמית:

עניינו של פסק דין זה במספר סוגיות הנוגעות להצעת רכש עצמית מלאה, שתוצאתה הפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית, נוכח הטענה כי הצעת הרכש לא נקבה ב"שווי ההוגן" למניה.

ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו (כב' השופטת ד' פלפל) מיום 12.3.2014, במסגרתו נדחתה בקשת המערערים לאשר את התובענה בת"א 1543/09 כתובענה ייצוגית, תוך דחיית טענת המערערים כי השווי שנקבע עבור מניות המשיבה בהצעת הרכש המלאה לא היה הוגן.

רקע עובדתי

1. ביום 26.1.2009 פרסמה חברת אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ (להלן: המשיבה או החברה) הצעת רכש עצמית מלאה לרכישת 6,860,823 מניות של החברה, אשר היוו כ-12.88 אחוזים מהונה המונפק, במחיר של 36 ₪ למניה. מטרת הצעת הרכש הייתה להפוך את המשיבה מחברה ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה, לחברה פרטית.

הצעת הרכש הופנתה לכל בעלי המניות של החברה למעט 4,319,091 מניות המוחזקות בידי החברה עצמה והינן "מניות רדומות" לפי סעיף 308 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: החוק או חוק החברות); 157,000 מניות המוחזקות בידי חברת בת בבעלות מלאה של החברה ו-46,250,969 מניות המוחזקות בידי אי די בי חברה לאחזקות בע"מ, שהיא בעלת השליטה בחברה (להלן: אי די בי אחזקות או בעלת השליטה). ביום 23.2.2009, תיקנה המשיבה את הצעת הרכש כך שהמחיר הועלה ל-41 ₪ למניה.

הצעת הרכש הותנתה בשיעור היענות מינימלי להצעה, אשר יושג אם במועד הקיבול האחרון, אחוז הניצעים שלא ייענו להצעת הרכש יהיה פחות מ-5% מההון המונפק של החברה.

2. ביום 26.2.2009 פרסמה החברה הודעה ולפיה ניתנו הודעות קיבול של 4,385,230 מתוך 6,860,823 מניות שהוצע לרכושן, כך ששיעור ההיענות המזערי הושג והצעת הרכש התקבלה. ביום 5.3.2009 נמחקו המניות מהמסחר.

המערערים הגישו ביום 17.5.2009 בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה (להלן: בקשת האישור). בבסיס בקשת האישור ניצבה הטענה כי המערערים, בעלי מניות שהתנגדו להצעת הרכש, נכפו למכור את מניותיהם במחיר הנמוך, לטענתם, משוויין ההוגן של המניות.

יצוין כי המערערים נדרשו מספר פעמים לתקן את בקשת האישור. לענייננו, "בקשת האישור" תהא בקשת האישור המתוקנת האחרונה שהוגשה על ידי המערערים ביום 21.9.2010.

3. בבקשת האישור טענו המערערים לפגמים שונים שנפלו בהצעת הרכש ואשר מחייבים, לטענתם, את ביטולה. נטען, בין היתר, כי הצעת הרכש לא אושרה באסיפת בעלי המניות על אף שמדובר בעסקה חריגה עם בעל שליטה; כי הצעת הרכש עברה רק בשל הסכמה של 0.35% מעל למינימום הנדרש בחוק ותוך שבכלל המסכימים לה נכללו בעלי מניות המקורבים לבעלי השליטה (אביו ואחותו של מר דנקנר); בהתאם לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000 (להלן: תקנות הצעת רכש) היה על המשיבה להציע מחיר שאינו נמוך מ-82 ₪ למניה, הוא המחיר שהציעה המשיבה בהצעת רכש קודמת, שהוצעה בתוך חצי שנה קודם להצעת הרכש מושא דיוננו.

כסעד חלופי לביטול הצעת הרכש עתרו המערערים ל"סעד הערכה" במסגרתו ביקשו להורות לחברה לשלם למערערים ולחברי הקבוצה המיוצגת על ידם את השווי ההוגן של המניות. המערערים העמידו את השווי ההוגן של מניות החברה על 79 ₪ למניה, לכל הפחות, בהתבסס על חוות דעת מומחה מיום 15.5.2009, שצורפה על ידם לבקשת האישור (להלן: חוו"ד קאופמן), ובהמשך תיקנו את הבקשה והעריכו את המניה בסכום של 140 ₪. בנוסף, ביקשו המערערים ללמוד על השווי ההוגן של המניות משתי חוות דעת שנערכו על ידי המשיבה ואי די בי אחזקות בהליכים אחרים.

4. טענת המערערים כי השווי שנקבע למניה לא היה הוגן, התבססה על מספר נתונים, ביניהם: המחיר שהוצע על ידי החברה בהצעת הרכש הקודמת ואשר עמד על 82 ₪ למניה; ההון העצמי למניה או ערך המניה בספרים לפי דו"ח רבעון שלישי 2008 אשר עמד על כ-57 ₪ למניה; שער המניה הממוצע ב-12 החודשים שקדמו להצעת הרכש אשר עמד על 69 ₪. בנוסף, נטען כי על מנת לחשב את ההון העצמי של החברה, יש להתחשב ברווחים העצומים שצמחו לחברה לאחר מחיקת המניה מהמסחר כתוצאה ממימוש השקעה של אחת מחברות הבת שלה בבנק קרדיט סוויס. בהקשר זה נטען כי אלמלא הייתה נמחקת המניה מהמסחר, ובהתאם לרווחים שצמחו לחברה מהשקעה זו לאחר מחיקת המניה, ההון העצמי "הנכון" למניה היה עומד על 79 ₪ למניה. כן נטען כי הצעת הרכש נעשתה בתקופת השפל של מניות החברה ושל החברות הנוספות הקשורות אליה. עוד נטען, כי זמן קצר לאחר הצעת הרכש התרחשה עלייה דרמטית בשערי המניות של אי די בי אחזקות וחברות הבת כור תעשיות בע"מ וחברת השקעות דיסקונט בע"מ, ומכך ניתן להסיק על עלייה מתחייבת שהייתה מתרחשת גם במניות החברה.

5. מנגד, טענה המשיבה, בתמצית, כי המערערים אינם רשאים לעתור לביטול הצעת הרכש וכי הסעד הייחודי העומד לזכותם הוא סעד הערכה; כי הצעת הרכש ענתה על כל דרישות הדין ולא נפל בה כל פגם המצדיק את ביטולה; וכי לא התמלאו התנאים הקבועים בדין לאישורה של התובענה כייצוגית. לעניין אחרון זה נטען כי למערערים אין עילת תביעה אישית נגד החברה וכי לא מתקיימים התנאים המצטברים הקבועים בסעיף 8 לחוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006 (להלן: חוק תובענות ייצוגיות).

המשיבה צירפה חוות דעת של פרופ' חיים בן שחר ופרופ' אשר בלס כמומחים מטעמה (להלן: חוות דעת המשיבה). בחוות הדעת נבחנו חמש שיטות חלופיות להערכת

השווי ההוגן של המניות, ועל פי כל אחת מהן הוערך שווי המניה בפחות מהסכום שהוצע בהצעת הרכש.

פטק דינו של בית משפט קמא

6. בפסק דינו מיום 12.3.2014 דחה בית משפט קמא את בקשת האישור. בראשית הדברים, קבע בית המשפט כי עומדת למערערים עילת תביעה נגד החברה לפי סעיף 5 לתוספת השניה לחוק תובענות ייצוגיות, ועל כן אין מניעה עקרונית לדון בבקשת האישור. לגופם של דברים, דחה בית משפט קמא את טענות המערערים.

7. בתמצית, בית המשפט קבע כי אין לקבל את טענת המערערים כי מדובר בעסקה חריגה עם בעל שליטה המחייבת את האישור האסיפה הכללית. נקבע כי הצעת רכש היא הליך מיוחד הקבוע בחוק המחייב את המציע ממילא לפנות לכלל בעלי המניות באופן אישי, ולכן אין להחיל את סעיף 275 לחוק העוסק באישור עסקאות חריגות עם בעל שליטה. בנוסף, דחה בית משפט קמא את טענת המערערים כי לצורך חישוב הרוב הדרוש יש להפחית מההון המונפק של החברה את המניות הרדומות. כן נדחתה הטענה כי לא היה מקום לכלול בקולות הניצעים את קולותיהם של אביו ואחותו של מר דנקנר, ומכל מקום, מאחר שבסך הכול הם החזיקו ב-578,406 מניות יחדיו, יש לקחת את הסכמתם להצעת הרכש "בצורה פרופורציונית".

אשר לטענת המערערים כי טרם חלפה חצי שנה מאז הצעת הרכש הקודמת של החברה ולכן הייתה החברה מחויבת להציע את המניה במחיר של 82 ש"ח לפחות (הוא המחיר שנקבע בהצעת הרכש הקודמת), קבע בית המשפט כי יש לחשב את תקופת חצי השנה מהיום שבו הוצעה הצעת הרכש הקודמת (7.7.2008) ולא מן היום שבו תוקנה על ידי החברה (27.7.2008), ולכן חלפה חצי שנה מהצעת הרכש הקודמת ועד להצעת הרכש נושא המחלוקת שלפנינו.

8. אשר לסעד הערכה, לו עתרו המערערים כסעד חלופי, קבע בית המשפט כי לא עלה בידי המערערים להניח תשתית ראייתית להוכחת הטענה כי השווי שנקבע למניות בהצעת הרכש לא היה הוגן. בהקשר זה הפנה בית משפט להלכות שנפסקו בע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (28.12.2009) (להלן: עניין עצמון) וברע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ ואח' נ' ממן (28.8.2012) (להלן: עניין קיטאל)) ועמד על כך שהשיטה שנקבעה בפסקי דין אלו, כשיטה המועדפת לחישוב השווי ההוגן היא שיטת DCF. מאחר שחוות הדעת של קאופמן מטעם המערערים לא

בחנה את השווי ההוגן של המניות בשיטת DCF, ומנגד, חוות דעת המשיבה בחנה את שווי המניות הן בשיטת DCF והן בשיטת NAV (ובשתיהן התקבל שווי הנמוך מהמחיר שהוצע למניה בהצעת הרכש), קבע בית המשפט כי לא ניתן להסתמך על חוות דעת המערערים ויש להעדיף את חוות דעת המשיבה.

בנוסף דחה בית המשפט את ניסיון המערערים להסתמך על חוות הדעת שהוגשו מטעם המשיבה בהליכים אחרים, ונקבע, בין היתר, כי הרלוונטיות של חוות דעת אלו לבחינת השווי ההוגן בענייננו מוטלת בספק.

מכאן הערעור שלפנינו.

טענות הצדדים

9. בערעור חוזרים הצדדים על מרבית הטענות שנטענו על ידם בבית משפט קמא, ואיני רואה לחזור ולפרטן. אציין אפוא בקצרה את הטענות המרכזיות של הצדדים.

טענתם המרכזית של המערערים היא כי שגה בית משפט קמא בקובעו שלא הציגו תשתית ראייתית מספקת לטענה כי שווי המניות לא היה הוגן. המערערים טענו כי הוכח שהמחיר שהוצע בהצעת הרכש נקבע מבלי שנתקיים דיון כלשהו בדירקטוריון בנוגע לשווי; כי הצעת הרכש הייתה צריכה לקבל את אישור האסיפה הכללית לפי סעיף 275 לחוק; כי מהדו"חות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של שנת 2009 עולה כי שווי החברה עומד על 4.35 מיליארד ₪, פי שניים מהמחיר שהוצע בהצעת הרכש המשקף שווי חברה של 2.18 מיליארד ₪ בלבד; וכי שיטת DCF אינה השיטה היחידה לבחינת שוויה של חברה ולכן אין לזקוף לחובתם של המערערים את העובדה שלא הוצגה על ידם הערכת שווי לפי שיטה זו.

כן טוענים המערערים כי די בבחינת השווי המאזני של החברה על מנת לקבוע ששווי החברה גבוה בהרבה מהשווי לפי הצעת הרכש, וכי שווי השוק של מניה בבורסה, על פיו קבעה המשיבה את שווי המניה בהצעת הרכש, אינו יכול להעיד על השווי ההוגן.

בנוסף טוענים המערערים כי בחוות דעת המשיבה נפלו פגמים ובשלב המקדמי של אישור תובענה ייצוגית, די באינדיקציות שיש בהן להעיד שהשווי, כפי שנקבע על ידי החברה, לא היה הוגן, על מנת להיעתר לבקשת האישור.

10. מנגד, טוענת המשיבה, כי המערערים לא הציגו תחשיב של שווי הוגן של מניות, לא לפי שיטת DCF, לא לפי שיטת NAV ולא על פי שיטה אחרת כלשהי; כי אין רלוונטיות לחוות דעת אחרות שניתנו בהליכים אחרים המתייחסות, בין היתר, לאירועים שאירעו לאחר הצעת הרכש; כי המערערים מנסים לעשות שימוש באירועים שהתרחשו לאחר הצעת הרכש על מנת "לתקן" את תוצאות המשבר הכלכלי העולמי שהביא לירידת הערך של מניות המשיבה; כי לא נפלו כל פגמים בהצעת הרכש ובכל מקרה, המערערים אינם זכאים לסעד של ביטול הצעת הרכש.

דיון והכרעה

11. המערערים מבססים ערעורם על שני אדנים: טענות בנוגע לפגמים שנפלו בהצעת הרכש וטענות הנוגעות לשוויין ההוגן של המניות לגופן.

אפתח את דיוננו בטענות המערערים הנוגעות לפגמים שנפלו בהצעת הרכש, ובהמשך אבחן את הטענות הנוגעות לשווי ההוגן של המניות. אך תחילה, אקדים סקירה קצרה בנושא של הצעת רכש מלאה; סעד הערכה והשיטה שנקבעה בפסיקה כשיטה המועדפת לחישוב השווי ההוגן של המניות.

הצעת רכש – תשתית נורמטיבית

12. הנושא של הצעת רכש מלאה מוסדר בפרק השלישי שבחלק השמיני של החוק, העוסק ברכישת חברות. הפרק הראשון בחלק זה דן במיזוג; הפרק השני דן בהצעת רכש מיוחדת; והפרק השלישי מושא דיוננו עוסק ב"מכירה כפויה של מניות". סימן א' לפרק השלישי דן בנושא של רכישת מניות המיעוט על ידי בעל השליטה בחברה ציבורית, ובו קבועים הסעיפים הנוגעים לענייננו.

13. הצעת רכש היא הצעה המופנית לציבור בעלי המניות של החברה לרכוש מהמניות שבידיהם, שלא במהלך המסחר בבורסה (ראו: רונן עדיני דיני ניירות ערך 357 (2004) (להלן: עדיני); מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידיים וניירות ערך 717 (2006) (להלן: ימין ווסרמן); ראו גם הגדרת "הצעת רכש" בסעיף 1 לחוק החברות)). הצעות הרכש נחלקות לשלושה סוגים עיקריים: הצעת רכש רגילה, הצעת רכש מיוחדת והצעת רכש מלאה (ראו שם).

ההתפתחות בדיני החברות, ההיסטוריה החקיקתית בישראל, התכליות, ההסדר הנורמטיבי, ההבחנות בין הצעת רכש רגילה, הצעת רכש מיוחדת והצעת רכש מלאה, המפרט שיש לצרף להצעות הרכש, השיטות השונות להערכת "שווי הוגן" וסוגיות נוספות הקשורות בהצעת רכש מלאה – כל אלה נדונו, נסקרו, ונחרשו לכל אורך השדה בהרחבה רבתי בפסקי הדין בעניין עצמון ובעניין קיטאל. לכן, איני רואה לחזור על הדברים, ועל מנת להכניס את הקורא לטרקלין הנושא, אסתפק בציטוט קצר מספרם של המלומדים ימין ווסרמן, העומדים על המאפיינים העיקריים של הצעות הרכש למיניהן:

"בעוד שפנייה של מציע בהצעת רכש רגילה יכולה להיעשות ממניעים שונים, ואינה נתפסת בחוק החברות ככשל שוק העלול לפגוע בציבור בעלי המניות, שונים פני הדברים בשני הסוגים האחרים של הצעות הרכש. הצעת רכש מיוחדת היא הדרך הקבועה בחוק החברות לרכישת דבוקת שליטה או רכישת שליטה לראשונה בחברה ציבורית עם חציית החזקות בשיעור 25 אחוזים או 45 אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, ומטרתה להבטיח יעילות כלכלית בשוק ההשתלטויות. לעומת זאת הצעת רכש מלאה היא הדרך הקבועה בחוק לסיום חייה הציבוריים של החברה, ותכליתה כפולה- האחת, להגן על בעלי מניות המיעוט מפני הידללות מתמשכת בהחזקותיהם ובערך מניותיהם, והשנייה, לאפשר הפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית.

מאפיינים נוספים של הצעת רכש הם זהות המציע וסוג התמורה. בהקשר זה יש שני מקרים מיוחדים: בהצעת רכש עצמית המציע הוא החברה או תאגיד בשליטתה. בהצעת רכש חליפין התמורה המוצעת היא בניירות ערך (ולא במזומן)" (שם, עמ' 717).

אציין כי בעוד שהצעת רכש מלאה או מיוחדת, מוסדרות הן בחוק החברות והן בתקנות הצעת רכש, הצעת רכש רגילה מוסדרת בתקנות הצעת רכש בלבד (ראו יחיאל בהט חברות: החוק החדש והדין כרך ג 130-131 (מהדורה 13, 2015) (להלן: בהט)).

14. בעניין עצמון סקר השופט י' דנציגר את הסעיפים הנוגעים להצעת רכש מלאה. אביא להלן מדבריו (פסקאות 27-29):

"הצעת רכש מלאה תתקבל, כאשר שיעור הניצעים שלא נענו לה נופל מ-5% מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה... הרוב הדרוש לשם קבלת ההצעה על פי סעיף 337(א) לחוק החברות, הוא אם כן, רוב יחסי, המשתנה על פי כמות המניות המוצעת לרכישה. ככל ששיעור החזקותיו של

המציע קטן יותר והוא מבקש לרכוש יותר מניות, כך הרוב הדרוש לקבלת ההצעה גדול יותר, ולהיפך....

[...] מקום בו התקבלה הצעת רכש כאמור, כלומר מספר הניצעים שנענו לה היה כזה ששיעור החזקותיו של המציע עלה על 95%, מחויב המציע לרכוש את כלל מניות החברה הנותרות, המהוות 5% או פחות ממניותיה, באותו המחיר. משמע, מניות אותם ניצעים שלא נענו להצעה יירכשו מהם בכפייה.... כפועל יוצא מהרכישה הכפויה, אם ההצעה היתה לסוג המניות היחיד של החברה או לכל אחד מן הסוגים של מניות החברה שבידי הציבור, תהפוך החברה, לחברה פרטית (סעיף 339 לחוק החברות).

לבסוף, הוראת סעיף 338 לחוק החברות, העומדת במרכז דיוננו, מעניקה לניצעים בהצעת רכש מלאה את האפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה ל'סעד הערכה' במסגרתו רשאי בית המשפט לקבוע, מקום בו התמורה ששולמה עבור המניות היתה פחותה משוויין ההוגן, כי על הרוכש לשלם עבורן את השווי ההוגן. עוד קובעת ההוראה, כי בקשה כאמור תוגש לא יאחר משלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה, וכי ניתן להגישה כתובענה ייצוגית".

מכאן, שהמחוקק ביקש למנוע מצב בו החזקותיו של הציבור בחברה תפחתנה מעשרה אחוזים, ובעל שליטה נדרש לבחור בין רכישת כל מניות החברה או להימנע מלחצות את קו ה-90%. המחוקק מחייב אפוא לפרסם הצעת רכש לכלל בעלי המניות בחברה כך שיתאפשר להם "להיפטר" ממניותיהם מבלי להילכד כמיעוט מבוטל בחברה פרטית, ללא שוק למכירת מניותיהם (ראו בהט, עמ' 98-100; להרחבה ראו עניין עצמון, פסקאות 30-40). ככל שבעל השליטה לא מצליח להשיג בהצעת הרכש המלאה יותר מ-95% מהון המניות, הוא ייאלץ לחזור ולרדת אל מתחת ל-90%. בתמצית, ניתן לומר כי ההסדר החוקי הנוגע להצעת רכש מלאה, מנסה לאזן בין הפגיעה הקניינית בבעלי מניות המיעוט הנכפים למכור את מניותיהם, לבין מצב בו המציע נמצא נסחט על ידם, בבחינת איזון שעשה המחוקק בין חשש ל"גזלן" לבין חשש ל"נצלן".

נקודה נוספת שיש לתת עליה את הדעת במקרה דנן, היא שהצעת הרכש המלאה היא גם הצעת רכש עצמית, כלומר החברה היא שהציעה לרכוש את המניות. בהמשך הדרך נבחן אם לעובדה זו יש נפקות לענייננו.

15. סעיף 338 לחוק החברות מאפשר לניצעים בהצעת רכש מלאה, לפנות לבית המשפט בבקשה ל"סעד הערכה" על מנת שיקבע את השווי ההוגן של המניות. סעד



הערכה מהווה כלי נוסף, מלבד דרישת הרוב שנקבעה בסעיף 337 לחוק לשם קבלת הצעת הרכש, באמצעותו מבקש המחוקק להגן על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט ולדאוג כי לא יקופחו (ראו בהט, עמ' 107-108; עניין קיטאל, פסקה 3 לחוות דעתו של השופט ח' מלצר; עניין עצמון, פסקאות 38-39).

בעניין עצמון נקבע כי השיטה המגשימה את העקרונות על פיהם צריך בית המשפט להעריך את השווי ההוגן של המניות, היא שיטת ה-DCF "המעריכה את החברה על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים, כמו גם על פי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה" (עניין קיטאל, פסקה 64). ועוד נאמר שם:

"הבחירה בשיטה זו משקפת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני העבר (כגון שיטת שווי השוק, שיטת השווי הנכסי או שיטת ה-Delaware block המשוקללת) לשיטת הערכה מודרנית הצופה פני עתיד...".

בדעת הרוב בעניין קיטאל אשרר בית המשפט את דעת הרוב בעניין עצמון וקבע כי ככלל יש להשתמש בשיטת DCF לצורך הערכת שוויין ההוגן של מניות (לחסרונות השיטה ולחריגים שנקבעו לכלל זה, ראו עניין קיטאל, פסקאות 66-70).

אציין כי פסקי הדין בעניין עצמון ובעניין קיטאל ניתנו לאחר פרסום הצעת הרכש בענייננו ולאחר שהוגשה בקשת האישור מטעם המערערים (עם זאת, פסק הדין בעניין עצמון, ניתן לפני שהוגשה בקשת האישור המתוקנת האחרונה מטעם המערערים). כאמור, שני פסקי דין אלה סוקרים בהרחבה נושאים שונים הקשורים בהצעת רכש מלאה, ולא מצאנו אפוא להאריך בסקירת נושאים אלה והקורא מוזמן לעיין שם.

אעבור כעת לבחון את טענות הצדדים לגופן.

טענות המערערים לפגמים שנפלו בהצעת הרכש

16. המערערים טענו כי בהצעת הרכש נפלו הפגמים הבאים: הדירקטוריון נגוע בנגוד עניינים מתוקף היות חבריו נושאי משרה גם בחברות אחרות הקשורות למשיבה; הצעת הרכש התקבלה ללא אישור האסיפה הכללית; אין לכלול את המניות הרדומות לצורך חישוב הרוב שנתקבל בהצעת הרכש; לא חלפו שישה חודשים ממועד הצעת

הרכש הקודמת שהציעה המשיבה, ולכן, לפי תקנות הצעת רכש, הייתה המשיבה מחויבת להציע מחיר שאינו נמוך מהמחיר שהציעה בהצעת הרכש הקודמת; לא נתקיים דיון בדירקטוריון בנוגע לשווי המניות ולא נתקבלה הערכת שווי בזמן אמת; במסגרת קולות הניצעים נלקחו בחשבון מניותיהם של אביו ואחותו של מר דנקנר (בעל השליטה בחברה אי די בי אחזקות) (להלן: מקורבי דנקנר)).

אעמוד על טענות אלה להלן, מן הקל אל הכבד.

(1) ניכוי המניות הרדומות מההון המונפק לצורך חישוב הרוב הדרוש לקבלת הצעת הרכש

17. לטענת המערערים, על מנת לחשב את אחוז הניצעים שלא נענו להצעת הרכש, הרי שבחישוב ההון המונפק של החברה יש להפחית הן את המניות הרדומות שנרכשו על ידי החברה בעבר (4,319,091 מניות המוחזקות על ידי החברה עוד קודם להצעת הרכש) והן המניות שנענו להצעת הרכש (4,385,230). לטענת המערערים, כאשר מחלקים את מספר המניות שלא נענו להצעה (2,475,593) בהון המונפק של החברה, בניכוי המניות הרדומות והמניות שנענו להצעה כאמור לעיל, הרי שהצעת הרכש לא עברה את האחוז הנדרש.

18. על מנת לפשט את הדברים, אציג את חישוב המערערים. אך קודם לכן אשים נגד עינינו את הוראת סעיף 308(א) לחוק:

#### תוצאות רכישה

308. (א) רכשה חברה מניה ממניותיה רשאית היא לבטלה; לא ביטלה החברה את המניה האמורה, לא תקנה המניה זכויות כלשהן (להלן – מניה רדומה), כל עוד המניה הרדומה היא בבעלות החברה.

המלומדים ימין ווסרמן עומדים על תכליתו של הסדר זה:

“כאשר חברה רוכשת את מניותיה שלה מידי בעלי המניות, היא משלמת עבור אותן מניות כסף או שווה כסף לבעלי המניות המוכרים, ומקבלת בתמורה ניירות ערך המייצגים אגד זכויות כלפי החברה (הזכות להצביע באסיפה הכללית; הזכות לקבל דיבידנד; הזכות להשתתף בחלוקת נכסי החברה העודפים בפירוק וכדומה). מזכויות אלה נגזר ערכה הכלכלי של המניה. אין חולק כי עבור צדדים שלישיים המניה היא נכס בעל ערך כלכלי, אולם אם החברה מקבלת לידיה את המניה

שהיא עצמה הנפיקה, אין למניה זו שווי כלכלי אמיתי עבור החברה ונושיה. החברה אינה יכולה להיות בעלת זכויות משפטיות כלפי עצמה מכוח המניה שבה היא מחזיקה.

מאחר שאין משמעות כלכלית או משפטית למצב שבו החייב והנושה מתמזגים לאישיות אחת, נקבע בסעיף 308(א) לחוק החברות כי אם רכשה חברה מניה ממניותיה, רשאית היא לבטלה. אם לא ביטלה החברה את המניה האמורה תהיה המניה 'רדומה' ולא תקנה זכויות כלשהן, כל עוד היא בבעלות החברה. במילים אחרות, החוק מותיר את המניה במצב ביניים שבו הזכויות הצמודות לה מושעות אך לא מתבטלות" (ימין ווסרמן, עמ' 423).

מניות רדומות הן אפוא מניות שרכשה החברה מעצמה ונמצאות בבעלותה. כאשר חברה רוכשת מניות של עצמה היא רשאית לבטלן, אך כל עוד לא ביטלה את המניות והן ממשיכות להיות מוחזקות על ידה, לא יקנו המניות הללו זכויות כלשהן (בניגוד ליתר המניות, המקנות ברגיל לבעליהם זכויות כגון זכויות הצבעה, זכות לדיבידנד ועוד). בענייננו, טרם הצעת הרכש היו בידי החברה 4,319,091 מניות רדומות.

19. לשם הנוחות, אביא להלן את הוראת סעיף 337 לחוק כלשונה:

#### מכירה כפויה

337. (א) התקבלה הצעת רכש מלאה על ידי הניצעים, באופן ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה ויותר ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה נענו לה, יעברו כלל המניות שביקש המציע לרכוש לבעלותו והרישומים של הבעלויות במניות ישונו בהתאם לכך;

הסעיף קובע כי אחד התנאים לקבלת הצעת הרכש, הוא ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה יהיה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק.

המערערים מבקשים לחשב את ההון המונפק של החברה כך שיכלול את המניות כלהלן: הון המניות שמחזיקה בעלת השליטה טרם הצעת הרכש (46,250,000) פלוס 157,000 מניות שמחזיקה חברת הבת של החברה (וביחד 46,407,000) פלוס

מספר המניות שלא נענו להצעת הרכש (2,475,593). לשיטת המערערים אין להתחשב במסגרת הון המניות המונפק במניות הרדומות שהוחזקו על ידי החברה טרם הצעת הרכש (4,319,091) וכן אין להתחשב במספר המניות שנענו להצעת הרכש (4,385,230), שכן לטענתם, משעה שהן נרכשו על ידי החברה בהצעת הרכש, נחשבות אף הן לרדומות. בצירוף המספרים שלעיל מתקבלות 48,882,593 מניות, לשיטת המערערים מהוות את ההון המונפק של החברה. בחלוקה של מספר המניות שלא נענו להצעת הרכש (2,475,593) ב-48,882,593, יוצא שמספר בעלי המניות שלא נענו להצעה עולה על חמישה אחוזים ולכן הצעת הרכש לא השיגה, לטענתם, את הרוב הנדרש.

20. ואילו לטענת המשיבה, יש לחשב את ההון המונפק של החברה באופן הבא: 46,250,000 מניות המוחזקות בידי בעלת השליטה (אי די בי אחזקות) + 157,000 מניות המוחזקות על ידי חברת הבת של המשיבה + 6,860,823 מניות המוחזקות על ידי הציבור, וביחד: 53,268,792 (בניכוי 4,319,091 המניות שהוחזקו על ידי החברה עוד בטרם להצעת הרכש ונחשבות ל"רדומות"). להצעת הרכש נענו 4,385,230 בעלי מניות והתנגדו לה 2,475,593. בחלוקה של מספר מניות המתנגדים (2,475,593) ל-53,268,792 מתקבל המספר 0.046 קרי, פחות מחמישה אחוזים שלא נענו להצעת הרכש ולכן הצעת הרכש קיבלה את הרוב הנדרש.

21. אני סבור כי התחשיב שערכו המערערים הוא חסר בסיס והדין בנקודה זו עם המשיבה.

אין היגיון בטענת המערערים לפיה יש לראות את מניות הניצעים שנענו להצעת הרכש כמניות רדומות ולהפחיתן מההון המונפק של החברה. הטענה נוגדת את השכל הישר, באשר לשיטה זו, יש "לנטרל" את בעלי המניות שהסכימו להצעה, כך שאף פעם לא יושג הרוב הדרוש. עד לחישוב אחוז המתנגדים להצעת הרכש, לא ניתן להשלים את הצעת הרכש, ולכן אין לראות את המניות שנענו להצעה כמניות הנמצאות בבעלות החברה. ובקיצור, המניות מבוטלות או הופכות לרדומות רק עם השלמת הצעת הרכש. לכן, אין לראות את המניות שנענו להצעה כאילו נרכשו כבר על ידי החברה ולהפחיתן מההון המונפק הכולל של המניות.

אציין כי סעיפים 333 ו-340 לחוק החברות קובעים כי מניות שנרכשו בניגוד להוראות החוק הנוגעות להצעת רכש מיוחדת או מלאה "לא תקנינה זכויות כלשהן וייחשבו למניות רדומות, כמשמעותן בסעיף 308, כל עוד הן מוחזקות בידי הרוכש". אולם אין בסעיפים אלו, הקובעים סנקציה של "הרדמת" מניות מקום בו המניות נרכשו

בניגוד להוראות חוק החברות (ראו ימין ווסרמן, עמ' 424 ה"ש 52), כדי ללמד כי מניות שנענו להצעת רכש שנעשתה כדין, הופכות לרדומות מכוח עצם היענותן להצעה.

המערערים הפנו בהקשר זה להחלטת רשות ניירות ערך, אך אין ללמוד ממנה דבר וחצי דבר המחזק באופן כלשהו את דרך החישוב שהציגו המערערים.

סיכומו של דבר, שטענת המערערים לגבי אופן חישוב ההון המונפק של החברה, דינה להידחות. המניות מבוטלות או הופכות לרדומות רק עם השלמת הצעת הרכש, ואין לראות את מניות הניצעים שנענו להצעת הרכש כמניות רדומות ולהפחיתן מההון המונפק של החברה.

(2) לא חלפו שישה חודשים ממועד הצעת הרכש הקודמת ועד להצעת הרכש מושא הדיון

22. המערערים טענו כי ממועד הצעת הרכש הקודמת שהוצעה על ידי החברה, שהייתה הצעת רכש רגילה, במחיר של 82 ₪ למניה, ועד למועד הצעת הרכש הנוכחית, לא חלפו שישה חודשים. וזו דרך הילוכם של המערערים בטענה זו: הצעת הרכש הראשונה תוקנה ביום 27.7.2008 ואילו הצעת הרכש מושא דיוננו הוצעה ביום 26.1.2009, דהיינו ששה חודשים פחות יום. לפיכך, ובהתאם לתקנה 16(ב) לתקנות הצעת הרכש, החברה לא הייתה רשאית להציע בהצעת הרכש הנוכחית מחיר הנמוך מהמחיר אותו הציעה בהצעת הרכש הקודמת.

תקנה 16 (ב) לתקנות הצעת הרכש קובעת כדלקמן:

פרטים על אודות התחייבויות המציע וכוונותיו

(א) התחייב המציע –

... (1)

... (2)

(ב) מתכוון המציע –

(1) לרכוש ניירות ערך נוספים בחברת המטרה באמצעות הצעת רכש נוספת, שתבצע בתוך שישה חודשים מתאריך המיפרט, יודיע על כוונתו וכן יציין את הסוג והכמות של ניירות הערך שבכוונתו לרכוש בהצעת הרכש הנוספת ואת התמורה שבכוונתו להציע; המציע רשאי לקבוע כי התמורה בהצעת הרכש הנוספת תהיה צמודה למדד או לשער מטבע לפי הענין; לענין זה, תהיה זו ראייה לכאורה כי היתה למציע כוונה לבצע הצעת רכש נוספת, אם הוצעה הצעה כאמור, בתוך שישה חודשים מתאריך המיפרט; ואולם ניתן יהיה לבצע

הצעת רכש נוספת בתוך שישה חודשים מתאריך המיפרט גם אם המציע לא הודיע על כוונתו, ובלבד שהתקיימו שני אלה:

- (א) מחיר הצעת הרכש הנוספת שווה או גבוה מהמחיר בהצעת הרכש הראשונה;  
 (ב) המציע התחייב לשלם לניצעים שנענו להצעת הרכש הראשונה את ההפרש בין מחיר ההצעה הנוספת לבין מחיר ההצעה הראשונה.

23. תקנה 1 לתקנות הצעת הרכש מגדירה את תאריך המפרט: "היום שבו הוגש מפרט כאמור לרשות כאמור בתקנה 20". המפרט של הצעת הרכש הקודמת הוגש לראשונה על ידי המשיבה ביום 7.7.2008, כך שחלפה למעלה מחצי שנה (204 יום) עד למועד הגשת המפרט בהצעת הרכש הנוכחית ביום 26.1.2009. מטעם זה דחה בית משפט קמא את טענת המערערים, תוך שהוא מונה את התקופה של ששה חודשים מהיום שבו פרסמה המשיבה את מפרט הצעת הרכש הקודמת לראשונה ולא מהמועד שבו פרסמה המשיבה את התיקון להצעה (27.7.2008).

נוכח הגדרת "תאריך המפרט" כאמור לעיל, ונוכח תקנה 22(ה) לתקנות הצעת רכש הקובעת כי "דין תיקון למפרט כדין מפרט", ניתן לטעון כי מקום בו מדובר בתיקון מהותי, יש לראות את תאריך התיקון כתאריך בו פורסמה הצעת הרכש לראשונה (תקנה 22 עצמה עוסקת ב"תיקון מפרט ביוזמת המציע"). כשלעצמי, איני סבור כך, ואת תיקון מחיר ההצעה יש לראות כמשפיע אך על מועד הקיבול על פי תקנות הצעת רכש. איני רואה לקבוע מסמרות לגבי נפקות התיקון על תאריך פרסום ההצעה ואותר את הדברים בצריך עיון. החשוב לענייננו הוא, שלא הונחה כל תשתית לטענת המערערים כאילו התכוונה החברה במועד הצעת הרכש הרגילה לבצע הצעת רכש נוספת, וברי כי בחודש יולי 2008 החברה לא יכולה הייתה לחזות את המשבר הכלכלי העולמי חודשים מאוחר יותר וששער המניה יצנח בצורה כה חדה. אף אם אקבל את טענת המערערים כי יש לספור את תקופת חצי השנה מהיום שבו תוקן המפרט בהצעת הרכש הקודמת, קרי, 27.7.2008 – ולא מהיום שבו פורסמה הצעת הרכש הקודמת לראשונה (7.7.2008) – הרי שבאותו אופן יש להעמיד את תאריך הצעת הרכש הנוכחית על היום שבו תוקן מפרט הצעת הרכש ולא על היום בו פורסמה ההצעה לראשונה. ביום 23.2.2009 תיקנה המשיבה את הצעת הרכש הנוכחית בכך שהעמידה את מחיר המניה על 41 ₪ למניה במקום 36 ₪ למניה, וחלפה למעלה מחצי שנה בין תיקון הצעת הרכש הקודמת לתיקון הצעה הנוכחית (מיום 27.7.2008 עד יום 23.2.2009 חלפו כמעט שבעה חודשים). מכאן, שבין אם נלך לשיטת המערערים ונקבע כי התאריך הקובע לצורך חישוב תקופת חצי השנה שבין הצעה להצעה הוא תאריך תיקון המפרט,

ובין אם נלך לשיטת המשיבה ונאמר כי התאריך הקובע הוא תאריך פרסום המפרט לראשונה, המסקנה המתחייבת היא כי חלפה למעלה מחצי שנה בין הצעה להצעה.

די באמור לעיל כדי לדחות את טענת המערערים לענין זה.

[במאמר מוסגר: לאור זאת, איני נדרש לטענת המשיבה כי תקנה 16(ב)(1), עליה נסמכים המערערים, לא חלה כלל על ההצעה הראשונה, שהייתה הצעת רכש רגילה. לשיטת המשיבה, מתקנה 9 לתקנות הצעת הרכש - הקובעת את היקף הגילוי הנדרש לגבי הסוגים השונים של הצעות הרכש - ניתן להסיק כי תקנה 16(ב) חלה רק בהצעת רכש מלאה שאינה מותנית, בעוד שבהצעת הרכש נושא דיוננו, מדובר בהצעה מותנית].

(3) הכללת קרובי משפחתו של דנקנר בקולות הניצעים

24. המערערים טענו כי במסגרת קולות הניצעים נלקחו בחשבון קולותיהם של אביו ואחותו של מר דנקנר, בעל השליטה בחברת אי די בי אחזקות, ולכן יש לראותם כחלק מדבוקת השליטה ובעלי העניין ולפסול את הצעת הרכש.

25. בסעיף 331(ג) שעניינו הסכמת בעלי מניות לצורך קבלת הצעת רכש מיוחדת, ובסעיף 341 שעניינו סמכות המציע לרכוש מניות מבעלי מניות מתנגדים בחברה פרטית, נקבע במפורש כי במנין הקולות לא יובאו בחשבון בעל השליטה "לרבות קרוביהם או תאגידים שבשליטתם". לעומת זאת, בסעיף 337 מושא דיוננו, לא כלל המחוקק הערה דומה (בהט, עמ' 104-105). מכאן טענת המשיבה כי מכלל הן נשמע לאו לענייננו.

26. הסוגיה של הכללת קולות הניצעים המקורבים למציע או לבעל השליטה, במסגרת הצעת רכש מלאה, עלתה לדיון במסגרת הדיונים שקדמו לתיקון 16 לחוק (ראו בהט שם) והוצע לתקן את סעיף 337 ולהוסיף כי במנין קולות הרוכש לא יובאו בחשבון מי שיש להם ענין אישי בהצעת הרכש, וכדי שלא להעביר את ההחלטה במיעוט קטן, הוצע גם להוסיף כי הצעת הרכש תתקבל במידה ששיעור המתנגדים לה לא יעלה על שני אחוזים מכלל קולות הניצעים. עם זאת, בסופו של יום לא נתקבל הנוסח האמור ובמקום זאת התווספה לסעיף הדרישה כי "יותר ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה נענו לה". זאת, מבלי לבטל את הדרישה לרוב המיוחס באופן שמספר המתנגדים לא יעלה על חמישה אחוזים.

## עמד על כך השופט דנציגר בעניין קיטאל:

"יוער כי בתיקון מס' 16 לחוק החברות הוכנס בסעיף 337 לחוק החברות תיקון שעניינו קולותיהם של ניצעים בעלי עניין אישי. במסגרת התיקון בחר המחוקק במנגנון 'מרוכך' במסגרתו לא נאסר על הצבעתם של ניצעים בעלי עניין אישי במסגרת הצעת רכש מלאה, אך נקבעה מגבלה לפיה נדרשת הסכמתם של למעלה ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה, בנוסף לדרישה כי שיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק" (שם, פסקה 86, הדגשה במקור – י"ע).

בנוסף התווספו לסעיף המילים "על מי שיש לו ענין אישי יחולו הוראות סעיף 276, בשינויים המחוייבים". סעיף 276 דורש מבעל המניה לגלות את עניינו האישי טרם ההצבעה אך הוא אינו אוסר עליו להשתתף בה (ראו, בהט שם).

אזכיר כי הצעת הרכש בענייננו נעשתה לפני תיקון 16 לחוק, כך שנוסח סעיף 337 דאז הוא הנוסח שלפני התיקון, שלא כלל התייחסות לניצעים בעלי ענין אישי.

27. בענין עצמון ובעניין קיטאל נקבע כי הכללת קולותיהם של בעל השליטה או מקורביו במנין קולות הניצעים, מעבירה את הנטל להוכיח כי השווי שנקבע למניה היה הוגן, אל כתפי המציע (ראו עניין קיטאל, פסקה 71 לפסק דינו של השופט דנציגר; עניין עצמון, פסקאות 72-74). מכך ניתן להסיק לכאורה כי ניתן לכלול את קולות מקורביו של בעל השליטה, כאשר "המחיר" לכך הוא אך העברת הנטל.

כשלעצמי, אני נוטה לדעה כי על אף שהמחוקק לא כלל בסעיף 337 בנוסחו דאז תנאי לפיו במניין קולות הניצעים לא יובאו בחשבון בעלי ענין אישי המקורבים למציע, יש לקרוא את הסעיף כאילו נכללה בו מגבלה כאמור. שאם לא כן, יכול היה בעל השליטה להשאיר בידי מקורביו חלק מהמניות בחברה על מנת שיוכל להשיג את הרוב הנדרש לקבלת הצעת הרכש המלאה (ראו בהט שם). כך נמצאנו מסכלים את ההגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט בחברה, שבגינה קבע המחוקק את כלל הרוב המיוחס מלכתחילה.

28. איני רואה לקבוע מסמרות בנושא משתי סיבות. ראשית, ביני לביני תוקן סעיף 337 לחוק. שנית, ולענייננו, אף אם לא נתחשב בקולותיהם של מקורבי דנקר בכלל קולות הניצעים, אין לכך נפקות, באשר עדיין קיבלה הצעת הרכש את הרוב הדרוש



בסעיף 337, נוכח העובדה שהמספר במכנה של ההון המונפק לא משתנה וגם המספר במונה של המתנגדים אינו משתנה כתוצאה מכך: מספר בעלי המניות אליהם הופנתה הצעת הרכש עמד על 6,860,873 מניות. בניכוי 578,406 מניות שהוחזקו על ידי אביו ואחותו של דנקנר מתקבלות 6,282,467 מניות. מספר הניצעים שנענו להצעת הרכש, בניכוי מניות אביו ואחותו של דנקנר, עומד על 3,806,824. מספר בעלי המניות המתנגדים (כולל בעלי מניות שנמנעו מלהצביע, ככל שהיו כאלו) עומד על 2,475,593. חלוקה של מספר מניות המתנגדים להון המניות המונפק של החברה (העומד על 53,268,792 מניות) מביאה לתוצאה הנופלת מחמישה אחוזים. בנוסף, ועל אף שתיקון 16 לחוק לא חל בענייננו, הרי שהצעת הרכש עומדת גם בתנאי השני שנוסף לסעיף: יותר ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה נענו לה (3,806,824): (6,282,417).

מכאן, שאף אם נקבע כי אין לכלול את מקורביו של דנקנר במנין קולות הניצעים בהצעת הרכש, אלא לראותם כחלק מ"דבוקת השליטה", הרי שהיענותם להצעת הרכש לא פגעה בדרישת הרוב המיוחס שנקבע בסעיף 337 לחוק, ויש לדחות את טענת המערערים.

(4) ניגוד עניינים של הדירקטוריון

29. לטענת המערערים, הדירקטוריון היה נגוע בניגוד עניינים בעת הדיון על הצעת הרכש, בשל זיקתו של הדירקטוריון לחברות אחרות הקשורות למשיבה, בהיות חבריו משמשים נושאי משרה גם בחברות אחרות.

30. כהונתם של דירקטורים במשיבה כנושאי משרה בחברות אחרות הקשורות למשיבה, אין בה לכשעצמה כדי להוכיח כי הדירקטוריון היה נגוע בניגוד עניינים או כי היה לו עניין אישי בהצעת הרכש. סעיפים 270(1) (א)+(ב) לחוק החברות קובעים כי לא יראו "נושא משרה בחברה אם וגם בחברה בת הנמצאת בשליטה ובבעלותה המלאות, כבעל עניין אישי בעסקה בין החברה האם לבין החברה הבת, בשל עצם היותו נושא משרה בשתייהן או בשל היותו בעל מניה או בעל נייר ערך שניתן לממשו במניות בחברה האם", וכן לא יראו "נושא משרה במספר חברות בנות הנמצאות בשליטה ובבעלות מלאה של אותו אדם, כבעל עניין אישי בעסקה בין חברות בנות כאמור, בשל עצם היותו נושא משרה בחברות המתקשרות".

אשר על כן, גם טענה זו דינה להידחות.

טענתם של המערערים לגבי הדירקטורים, מתקשרת לטענה הבאה עליה נעמוד

כעת.

(5) הצעת הרכש לא נעשתה על פי המנגנונים הקבועים בסעיף 275 לחוק

31. המערערים טענו כי הצעת הרכש מהווה "עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה" לפי סעיף 270(4) לחוק ועל כן צריכה לקבל את אישור האסיפה הכללית בהתאם לקבוע בסעיף 275 לחוק.

אשים נגד עינינו את סעיפי החוק הרלוונטיים:

עסקאות הטעונות אישורים מיוחדים

270. עסקאות של חברה המפורטות להלן, טעונות אישורים כקבוע בפרק זה, ובלבד שהעסקה היא לטובת החברה:

...(1)

...(2)

...(3)

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

עסקה עם בעל שליטה

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

(1) ועדת הביקורת, ובעסקה באשר לתנאי כהונה והעסקה – ועדת התגמול;

(2) הדירקטוריון;

(3) האסיפה הכללית, ובלבד שיתקיים אחד מאלה:

(א) במנין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי ענין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצבעה; במנין כלל הקולות של בעלי המניות האמורים לא יובאו בחשבון קולות הנמנעים;

(ב) סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים בפסקת משנה (א) לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

סעיף 275 נמצא בפרק החמישי לחלק השישי בחוק החברות, העוסק באישור עסקאות עם בעלי ענין. סעיף זה הוא חלק ממכלול של סעיפים בהם קבע המחוקק מנגנון של אישורים הנדרשים לאישור עסקאות שהמאפיין העיקרי שלהן, בתמצית, הוא חשש לניגוד עניינים של "בעלי ענין" (כגון נושאי משרה או בעלי שליטה בחברה).

המערערים טוענים כי את הצעת הרכש יש לראות כעסקה עם בעל שליטה, מאחר שבעל השליטה רוכש את המיעוט, באמצעות החברה עצמה. לפיכך, העסקה הייתה צריכה לעבור דרך המנגנון המשולש של אישור ועדת ביקורת, אישור דירקטוריון לא נגועים ואישור אסיפה כללית ברוב מיוחד.

32. המערערים טוענים למעשה לתחולה מצטברת של הוראות סעיף 275 והוראות הסעיפים שעניינם הצעת רכש מלאה. טענה זו נדחתה על ידי בית משפט קמא, אך לא אכחד כי לטעמי, שאלת תחולת המנגנון המשולש הקבוע בסעיף 275 על ענייננו אינה פשוטה כלל ועיקר.

אציין כי בישיבת הדירקטוריון מיום 26.1.2009, במהלכה אושרה הצעת הרכש העצמית, נרשם מפיו של היו"ר נוחי דנקר כללהן:

"התעוררה שאלה האם הצעת הרכש מהווה עסקה שלנושאי משרה/בעלי שליטה בחברה עניין אישי בה... שאז יש לאשרה כעסקת בעל ענין. לדעת היועצים המשפטיים של החברה (אשר מסקנותיהם בענין זה נמצאו מקובלות גם על רשות ניירות ערך), אין בנסיבות האמורות כדי ליצור לנושאי משרה/בעלי שליטה בחברה עניין אישי בהצעת הרכש, ולפיכך, אין צורך באישורים מיוחדים למהלך, אף לא אישור האסיפה הכללת".

אלא שחוות דעת היועצים המשפטיים של החברה או חוות דעת של הרשות לניירות ערך לא הוצגה על ידי המשיבה, ולא ניתן לדעת על מה התבססה מסקנה זו.

בשורות הבאות אעמוד על השיקולים השונים המושכים לכיוונים מנוגדים בסוגיית התחולה המצטברת. על מנת שלא יאבד הקורא את דרכו אקדים ואומר כי הגעתי למסקנה הבאה: ההסדר שנקבע בפרק העוסק בהצעת רכש מלאה, אכן נתכוון

לייתר את הצורך במנגנון המשולש הקבוע בסעיף 275 לחוק. ברם, מקום בו מדובר בהצעת רכש עצמית מלאה, דהיינו, כאשר החברה היא המציעה-הרוכשת, התחולה היא מצטברת ויש להידרש להוראת סעיף 275 לחוק.

33. השאלה הראשונה הצריכה לענייננו היא אם יש בכלל תחולה להוראת סעיף 275 שעניינה בעסקה שלבעל השליטה יש עניין אישי בה.

סעיף 275 "רוכב" על סעיף 270(4) שצוטט לעיל ולפיו ענייננו נתפס לכאורה בגדר "עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי". לכאורה, הצעת הרכש העצמית של החברה לניצעים, היא עסקה עם "אדם אחר" שלבעלת השליטה, אי די בי אחזקות, היה בה עניין. בנקודה זו אנו נדרשים להגדרות של "עסקה" ו"עניין אישי" בסעיף 1 לחוק החברות:

"ענין אישי" - ענין אישי של אדם בפעולה או בעסקה של חברה, לרבות ענין אישי של קרובו ושל תאגיד אחר שהוא או קרובו הם בעלי ענין בו, ולמעט ענין אישי הנובע מעצם החזקת מניות בחברה, לרבות עניין אישי של אדם המצביע על פי ייפוי כוח שניתן לו מאת אדם אחר אף אם אין לאחר עניין אישי, וכן יראו הצבעה של מי שקיבל ייפוי כוח להצביע בשם מי שיש לו עניין אישי כהצבעה של בעל העניין אישי, והכל בין אם שיקול הדעת בהצבעה הוא בידי המצביע ובין אם לאו;

"עסקה" - חוזה או התקשרות וכן החלטה חד צדדית של חברה בדבר הענקת זכות או טובת הנאה אחרת;

ניתן לטעון כי החלטת חברה לבצע הצעת רכש עצמית אינה נחשבת כעסקה שבה לבעל השליטה יש עניין אישי, מאחר שעניינו של בעל השליטה בהצעה, הוא כמו של שאר בעלי המניות, ונובע אך מהחזקת המניות בחברה.

המלומדים ימין ווסרמן גורסים כי אם עקב הצעת הרכש העצמית שיעור החזקותיו של בעל השליטה צפוי לעלות על 45% הרי שלבעל השליטה יש עניין אישי בהצעה, מאחר שבדרך זו הוא יכול לעקוף את החובה להגיש הצעת רכש מיוחדת לצורך חציית רף ההחזקות של 45%. אלא שלא זה המקרה שבפנינו, שבו בעלת השליטה החזיקה כבר בכ-88% מהמניות. ימין ווסרמן גורסים כי במקרה בו חברה ציבורית מבקשת להגדיל את אחזקותיה במניות חברת-בת ציבורית, על ידי הצעת רכש, הרי שאם בין הניצעים נכללים גם בעלי השליטה בחברה הציבורית המציעה, הצעת הרכש מחייבת אישור אסיפת בעלי המניות של החברה המציעה לפי סעיף 275(א)(3)

לחוק החברות. מכאן ניתן להסיק כי אם ההצעה אינה מופנית אל בעלי השליטה, כמו במקרה דנן, לא חלה חובה כאמור (ימין ווסרמן, עמ' 683 ה"ש 206). כן ראו ע' רוזמן "הצעת רכש עצמית" תאגידים ב/61 (דצמבר 2005) (להלן: רוזמן), הגורס כי גם הצעת רכש עצמית שכתוצאה ממנה עולה שיעור האחזקות של בעל מניות מסוים מעבר לסף של 25 אחוזים או 45 אחוזים מזכויות ההצבעה אינה טעונה אישור לפי סעיף 275 לחוק.

מנגד, יש בסיס לטענה כי לאי די בי אחזקות כבעלת השליטה וכמי שהחזיקה בכ-88% ממניות החברה, היה "עניין אישי" בעסקה, על פי מבחן הזיקה המהותית העודפת, שאינה משותפת ליתר בעלי המניות בחברה (ראו, לדוגמה, ע"פ 5307/09 דיוויס נ' מדינת ישראל (3.6.2010)).

34. גם בהנחה כי יש לראות את בעלת השליטה כבעלת עניין אישי, אין הדבר מביא בהכרח למסקנה כי יש צורך במנגנון המשולש הקבוע בסעיף 275. לטעמי, ההסדר שקבע המחוקק לגבי הצעת רכש מלאה, הוא הוראה מיוחדת בנושא של מכירה כפויה של מניות, שאין להחיל לגביה את המנגנון המשולש בסעיף 275 (ובהסתייגות שתובא בהמשך לגבי הצעת רכש עצמית מלאה). אנמק.

סעיף 337 לחוק, לאחר תיקונו, קובע את הרוב הנדרש מקרב בעלי המניות הניצעים על מנת שהצעת רכש מלאה תתקבל:

#### מכירה כפויה

337. (א) התקבלה הצעת רכש מלאה על ידי הניצעים, באופן ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה ויותר ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה נענו לה, יעברו כלל המניות שביקש המציע לרכוש לבעלותו והרישומים של הבעלויות במניות ישונו בהתאם לכך; על מי שיש לו עניין אישי יחולו הוראות סעיף 276, בשינויים המחויבים (סעיף 276 מחייב בעל מניה להודיע לחברה לפני ההצבעה אם יש עניין אישי באישור העסקה – י"ע).

(א1) על אף האמור בסעיף קטן (א), הצעת רכש מלאה תתקבל אם שיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות משני אחוזים מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה.

ככלל, רכישה כפויה של מניות מיעוט בידי בעל שליטה בחברה ציבורית, הן במישרין והן באמצעות החברה שבשליטתו, קרי, בדרך של הצעת רכש מלאה עצמית "מעוררות חשש מובנה לניגוד עניינים ולניצול כוחו של בעל השליטה על מנת להתעשר על חשבון בעלי מניות המיעוט" (עניין קיטאל, פסקה 54 לפסק דינו של השופט דנציגר). רוצה לומר, כי בקביעת ההסדר לגבי הצעת רכש מלאה, המחוקק כבר לקח בחשבון את ניגוד העניינים המובנה, ולכן קבע מנגנון הגנה כפול: דרישה להסכמת רוב הניצעים כך שהמיעוט שלא קיבל את ההצעה לא יעלה על 5%, וסעד ההערכה.

הצעת רכש כפופה אפוא לביקורת שיפוטית, באופן שהמילה האחרונה לגבי השווי ההוגן של המניה מסורה לבית המשפט, שאמור להכריע ולקבוע מהו השווי ההוגן. בהיבט זה, תביעה לסעד הערכה היא עוצמתית יותר מתביעה לבחינת הוגנות העסקה. כך, בעסקת מיזוג, בעלי-מניות המיעוט לא זכאים לסעד של הערכה, ותרופתם היא בפניה לבית המשפט בטענה כי החלטת הדירקטוריון לאשר את המיזוג אינה סבירה. במקרה כאמור, בוחן בית המשפט את סבירות החלטת הדירקטוריון ואם הצעת המיזוג היא הוגנת וסבירה.

בהקשר זה, יש הגורסים כי ניתן לבצע רכישה כפויה של מניות תוך "עקיפת" ההסדר של הצעת רכש מלאה. זאת, בדרך של הסדר על פי סעיף 350 ו-351(א)(5) לחוק החברות (בש"א (מחוזי ת"א) 4139/01 קבוצת כרמל השקעות בע"מ נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ (25.6.2001); בהט, עמ' 100, 138-139; צפורה כהן בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות כרך ב 301 (מהדורה 2, 2008). אך ראה פסק הדין בפר"ק (מחוזי ת"א) 10-08-35560 סלע קפיטל נדל"ן בע"מ נ' בעלי המניות בחברה (7.11.2010)). דרך אפשרית אחרת לעקוף את ההסדר של הצעת רכש מלאה היא באמצעות מיזוג (ה"פ (מחוזי ת"א) 786/07 שני נ' מלמ מערכות בע"מ (21.10.2007); ימין ווסרמן, עמ' 752-755; אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח 401 (2008) (להלן: חמדני וחנס חופש העיצוב); שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז 104 (2003) (להלן: חנס וידלין מיזוג). הרשות לניירות ערך קבעה כי המנגנון של סעיפים 270(4)+275 לא חל מקום בו הסדר פשרה לפי סעיף 350, הכולל עסקה עם בעל השליטה, אושר בידי בית המשפט, ובלבד שמי שיש לו עניין אישי בהסדר לא ישתתף ולא יצביע באסיפות (הדס אהרוני-ברק עסקאות עם בעלי שליטה 101 (2014) (להלן: אהרוני-ברק עסקאות בעלי שליטה)). בדומה, כך גם בענייננו, מאחר שבמסגרת סעד

ההערכה בית המשפט מכריע מהו השווי ההוגן, ניתן לטעון שאין מקום להחלת סעיפים 270(4)+275.

35. זאת ועוד. בניגוד לעילות אחרות שהמחוקק מעמיד לרשות הצד הנפגע, כמו קיפוח המיעוט והפרת חובת אמונים או זהירות, הרי שסעד ההערכה אינו מותנה בקיומו של פגם בהתנהלות בעל השליטה או החברה (הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני, "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" תאגידים ט/4, 13 (2012) (להלן: אהרוני-ברק וחמדני)). מכאן עשויה להישמע הטענה כי הסעד "החזק" ורב העוצמה של הערכה, שאותו יכול להפעיל בעל מניות המיעוט גם בדרך של תובענה ייצוגית, מיתר את הצורך במנגנון הקבוע בסעיף 275 לחוק החברות, להבדיל מהצורך במנגנון זה בעסקאות אחרות של בעלי עניין כמו מיזוג (לדעה אחרת ולפיה דווקא דרך המיזוג חשופה יותר לביקורת של בית המשפט ראו חמדני וחונס חופש העיצוב, עמ' 409. אציין כי גם כאשר עסקאות המיזוג אושרו על ידי האורגנים המוסמכים, אין בכך כדי לחסן את העסקה מפני התערבות בית המשפט – ראו ע"א 2718/09 גדיש קרנות תגמולם בע"מ נ' אלטינט (28.5.2012); ועסקת המיזוג המשולש ההופכי בת"צ (מחוזי ת"א) 26809-11-01 כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ (15.5.2011)).

סעד ההערכה הוא חד-סטרי, ומאפשר רק הגדלה של מחיר המניה (לביקורת על כך ראו זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעת רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381, 409-410 (2001)). עד כמה סעד ההערכה הוא עוצמתי ניתן להדגים מהמקרה שבפנינו, כאשר כל שקל נוסף למחיר המניה משמעו תוספת של כ-6.86 מליון ₪ לעלות הרכישה. כך, לדוגמה, אם ייקבע כי המחיר ההוגן של המניה עומד על 61 ₪, חלף המחיר של 41 ₪ שנקבע בהצעה, יהא על המציע להוסיף כ-137 מליון ₪. נוכח עוצמתו של סעד ההערכה, שניתן בדיעבד ויוצר אי וודאות אינהרנטית מבחינתו של המציע, שאינו יכול לדעת מה המחיר הסופי שיידרש לשלם, נמתחה ביקורת על סעד זה (אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" משפטים לב(2) 303, 325-326 (2002)).

36. ומזוית נוספת: תיאורטית, גם מי שאינו מחזיק כלל במניות חברת המטרה יכול לפנות לבעלי המניות ולהציע הצעת רכש מלאה. אך במרבית המקרים, בעל השליטה בחברת המטרה הוא שמציע את הצעת הרכש המלאה. נוכח שכיחות מצב זה, אילו ביקש המחוקק להחיל על הצעה של בעל השליטה גם את המנגנון שנקבע בסעיף 275, ניתן היה לצפות כי נמצא בחוק או בתקנות ניירות ערך הוראות המחייבות הקמתה של

ועדת דירקטורים בלתי תלויה לצורך הצעת רכש מלאה. היעדר הוראה כאמור, עשוי להעיד על כך שהמחוקק לא סבר כי יש להחיל על ענייננו את המנגנון הקבוע בסעיף 275(4). ובכלל, כפי שיוסבר בהמשך, כאשר בעל השליטה פונה בהצעת רכש מלאה על מנת "לקנות החוצה" את מניות המיעוט, החברה בכלל אינה צד לעסקה והדירקטורים אינם אמורים לאשר את העסקה.

לא למותר לציין כי לצורך הליך של הצעת רכש מיוחדת, הרשות לניירות ערך דורשת אישור אסיפה כללית לפי סעיף 275 (רזמן, ה"ש 7), ומכלל הן לגבי הצעת רכש מיוחדת, נשמע לאו לגבי הצעת רכש מלאה.

37. ועוד. הצעת הרכש במקרה דנן הופנתה ממילא רק לבעלי מניות המיעוט בחברה, כאשר בכלל קולות הניצעים לא הובאו בחשבון מניותיה של בעלת השליטה בחברה. מה הטעם לכנס אסיפה כללית על פי סעיף 275 אם ממילא הניצעים נדרשים להודיע באופן אקטיבי אם הם מקבלים את ההצעה?

זאת ועוד. סעיף 275 קובע כי הרוב הנדרש באסיפה הכללית על מנת לאשר את העסקה הוא רוב מכלל בעלי המניות המשתתפים בהצבעה, שאינם נגועים בענין אישי. כמו כן קובע הסעיף כי במנין הקולות לא יובאו בחשבון קולות הנמנעים. לעומת זאת הרוב שקבע המחוקק בסעיף 337 לאישור הצעת רכש מלאה הוא "רוב יחסי המשתנה על פי כמות המניות המוצעת לרכישה. ככל ששיעור החזקותיו של המציע קטן יותר והוא מבקש לרכוש יותר מניות, כך הרוב הדרוש לקבלת ההצעה גדול יותר, ולהיפך" (עניין עצמון בפסקה 27, הדגשה הוספה - י"ע), הדרישה בסעיף 337 לפיה אחוז המתנגדים יפחת מ-5% דורשת רוב גבוה במיוחד, יותר מהרוב הפשוט הנדרש בהצעת רכש מיוחדת ובחוק החברות בכלל (בהט, עמ' 103). ולענין הנמנעים נקבע כי די בכך שניצע לא נענה להצעה על מנת שקולו ייחשב במנין קולות הניצעים המתנגדים לה (וראו בהרחבה, עניין עצמון בפסקה 36).

יוצא אפוא כי החלת הוראת סעיף 275 על הצעת הרכש בענייננו, מציבה רף נמוך יותר לקבלת הצעת הרכש המלאה, מהרף שקבע המחוקק בסעיף 337, ובכך יש פגיעה דווקא בבעלי מניות המיעוט.

38. כל אלה, מביאים למסקנה לפיה חלף המנגנון המשולש של אישורים מראש כאמור בסעיף 275 לחוק, בחר המחוקק במנגנון מיוחד של קיבול ההצעה ברוב המיוחד הנדרש בסעיף 337 לחוק ובאישור בדיעבד של בית המשפט באמצעות מנגנון ההערכה,



מקום בו הצעת הרכש נתקפת על ידי מי מהניצעים. הרוב המיוחד והגדול הנדרש בסעיף 337 לחוק בצירוף הסעד העוצמתי של הערכה, מייתרים אפוא את הצורך בתחולה מצטברת של המנגנון הקבוע בסעיף 275 להסדר המיוחד שנקבע בחוק לגבי הצעת רכש מלאה.

39. אלא שבנקודה זו לא מסתיים דיוננו בסוגיה, וכאן אסייג את מסקנתנו דלעיל, ואסביר מדוע, למרות זאת, אני סבור כי במקרה דנן – כאשר בהצעת רכש עצמית מלאה עסקינן – צריך היה להפעיל את המנגנון הקבוע בסעיף 275 לחוק.

כותרתו של הפרק השלישי בחלק השמיני לחוק החברות היא "מכירה כפויה של מניות", כאשר ענייננו מתמקד בסימן א' שעניינו הצעת רכש מלאה, וסימן ב' עוסק ברכישת מניות של מתנגדים בחברה פרטית. עיון זהיר בסימן א', מעיד לטעמי על כך שהמחוקק ראה נגד עיניו הצעה של בעל השליטה. כותרתו של סימן א' מדברת בעד עצמה: "רכישת מניות המיעוט בידי בעל השליטה בחברה ציבורית". הסימן פותח בהוראה המרכזית בסעיף 336(א) שכבר צוטט לעיל, ונשים אותו שוב נגד עיננו:

#### הצעת רכש מלאה

336. (א) לא ירכוש אדם מניות של חברה ציבורית או זכויות הצבעה בחברה כאמור (בפרק זה – מניות) או סוג של מניות של חברה ציבורית, כך שלאחר הרכישה תהיה לו החזקה של למעלה מתשעים אחוזים ממניות החברה הציבורית או מסוג המניות, אלא בדרך של הצעת רכש לכלל המניות או לסוג המניות (להלן – הצעת רכש מלאה), אשר תתקבל לפי הוראות פרק זה.

"תהיה לו" ולא לחברה עצמה. מאלף להשוות נוסח זה של המחוקק להוראות

אחרות, כמו הוראת סעיף 328(א) העוסקת בהצעת רכש מיוחדת:

#### רכישה של דבוקת שליטה או שליטה

328. (א) בחברה ציבורית, לא תבוצע רכישה שכתוצאה ממנה ייהפך אדם להיות בעל דבוקת שליטה אם אין בחברה בעל דבוקת שליטה, וכן לא תבוצע רכישה שכתוצאה ממנה יעלה שיעור החזקותיו של הרוכש מעל ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, אם אין אדם אחר המחזיק למעלה מארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, אלא בדרך של הצעת רכש לפי הוראות פרק זה (להלן – הצעת רכש מיוחדת).

או הוראת סעיף 341 לחוק לגבי רכישת בעלי מניות מתנגדים :

סמכות לרכוש מניותיהם של בעלי מניות מתנגדים בחברה פרטית

341. הציע אדם לרכוש מניות או סוג מניות של חברה פרטית (בסימן זה - המציע), ובעלי מניות שבבעלותם שמונים אחוזים מן המניות העומדות להעברה הסכימו בתוך חודשיים להצעה, רשאי המציע בתוך חודש לאחר תום החודשיים האמורים, להודיע, בדרך שיקבע השר, לכל בעל מניה שלא הסכים להצעה (בסימן זה - בעל מניה מתנגד), כי ברצונו לרכוש את מניותיו; במנין בעלי המניות האמורים לא יובאו בחשבון בעל שליטה במציע או מי מטעמו של בעל השליטה או של המציע, לרבות קרוביהם או תאגידים שבשליטתם.

קריאת ההסדר לגבי הצעת רכש מלאה כפשוטה, מעלה כי המחוקק העמיד נגד עיניו את בעל השליטה. הד לכך אנו מוצאים בדבריו של השופט דנציגר בעניין קיטאל:

"בפסק הדין בעניין עצמון בחנתי את תכלית ההסדר הקבוע בסעיפים 336-340 לחוק החברות, שעניינו הצעת רכש מלאה ומכירה כפויה של מניות המיעוט בחברה ציבורית לבעל השליטה. ההסדר קובע כי בעל שליטה בחברה ציבורית רשאי, בהתקיים שורת תנאים, לכפות על כל בעלי מניות המיעוט בחברה ציבורית למכור לו את מניותיהם, אף אם לא כולם נתנו הסכמתם למכירה זו (רכישה החוצה)"

[...] כמו כן, ציינתי כי סעד ההערכה נועד לפתור את בעיית פגיעותו של המיעוט במקרים של רכישה כפויה על ידי בעל השליטה בחברה ציבורית" (שם, פסקה 44, ההדגשות הוספו – י"ע).

40. ודוק: איני בא לומר כי חברה לא יכולה לבצע הצעת רכש מלאה. לא זו הפרקטיקה, ולא כך סבר מחוקק המשנה, ואפנה לתקנה 19א לתקנות הצעת רכש הקובעת כלהלן:

הצעת רכש עצמית

היה המציע בהצעת הרכש חברת המטרה או תאגיד בשליטתה יפורטו במיפרט גם אלה:

...(1)

אלא שלזיהותו של המציע, יש חשיבות לצורך שאלת התחולה המצטברת של מנגנוני האישור הקבועים בסעיף 275 לחוק. כאמור, בבואו לקבוע את ההסדר הנוגע להצעת רכש מלאה, המחוקק ראה נגד עיניו את בעל השליטה כמציע, שאז ההצעה נעשית בין בעל השליטה כמציע לבין בעלי המניות כניצעים, "מעל לראשה" של החברה, שאינה צד לעסקה. לכן, העסקה אינה מותנית באישור דירקטוריון החברה ואף יש המהרהרים לגבי היקף חובת הנאמנות של הדירקטורים ביחס לעסקה זו (חמדני וחנס חופש העיצוב, עמ' 409). אך כאשר ברכישה עצמית עסקינן, החברה היא בעלת דברים ידים של הניצעים והיא "השחקן" הראשי. הצעת הרכש העצמית המלאה לא נעשית על ידי החברה בחלל ריק, וההנחה היא שבעל השליטה הוא שעומד מאחוריה, בהיותו בעל עניין אישי בכך שחברת המטרה עצמה תרכוש את מניות הניצעים (ולכך גם יתרונות מיסוי, אך נושא זה חורג מענייננו).

כאשר החברה היא המציעה, עליה לבחון אם העסקה היא אכן לטובת החברה, ומכאן הצורך במנגנוני האישור של סעיף 275 לחוק – אישור ועדת ביקורת, אישור דירקטוריון לא נגוע והרוב הנדרש באסיפה הכללית. ודוק: העובדה שסעיף 337 לחוק דורש רוב גדול מזה הנדרש בסעיף 275, לא מייתרת את הדרישה לרוב באסיפה הכללית. זאת, מאחר שהשאלה המיקדמית שעל החברה לעסוק בה, היא אם לפנות בכלל בהצעת רכש מלאה, ובהיעדר הרוב הנדרש בסעיף 275, הצעת הרכש המלאה לא תצא כלל לדרכה.

משמעות הדבר היא, שכאשר בהצעת רכש עצמית מלאה עסקינן, אנו נדרשים להליך דו-שלבי. בשלב הראשון יחולו מנגנוני סעיף 275 לחוק, לגבי עצם החלטת החברה לפנות לבעלי המניות בהצעת רכש והמחיר שיוצע לבעלי המניות, ובשלב השני יחול המנגנון הקבוע לגבי הצעת רכש מלאה, כאמור בסעיף 337 לחוק.

ומזוית נוספת: בדלאוור, הפרקטיקה הנוהגת היא שמקום בו בעל השליטה מודיע על כוונתו לבצע הצעת רכש מלאה, הדירקטוריון של חברת המטרה ממנה ועדה המורכבת מדירקטורים עצמאיים בלבד לבחינת העסקה, לניהול מו"מ עם בעל השליטה ולמתן המלצה לבעלי מניות המיעוט (אהרוני-ברק וחמדני, עמ' 18 ה"ש 52, והשוו לחובת הדירקטוריון לחוות דעתו לגבי הצעת רכש מיוחדת כאמור בסעיף 329 לחוק). על דרך של קל וחומר יש מקום למנגנון של דירקטוריון לא נגוע, כאמור בסעיף 275 לחוק, מקום בו ההצעה היא של החברה עצמה.

41. לסיכום נושא זה – ככלל, בהצעת רכש מלאה הנעשית על ידי בעל השליטה אין להיזקק למנגנונים הקבועים בסעיף 275 לחוק. לא כך כאשר הצעת הרכש המלאה היא עצמית, כמו במקרה דנן, ומאחר שלא כך נעשה על ידי החברה, הרי שנפל פגם בהחלטתה של החברה לפנות בהצעת רכש מלאה מבלי לקבל קודם את האישורים הנדרשים בסעיף 275.

(6) העסקה לא אושרה בדירקטוריון ולא הובאה בפניו הערכת שווי בזמן אמת

42. אין חולק כי הצעת הרכש קיבלה את אישור הדירקטוריון, כפי שעולה מפרוטוקול הישיבה מיום 26.1.2009. טענת המערערים היא, כי לא היה דיון רציני ומעמיק בדירקטוריון בנוגע לשווי ההוגן של המניות וכי לא הובאה בפני הדירקטוריון חוות דעת של גורם מקצועי בלתי תלוי לצורך קביעתו, כך שלמעשה השווי נקבע באופן שרירותי.

בית משפט קמא קיבל חלקית את טענת המערערים כי לא היה דיון מעמיק בדירקטוריון בנוגע לשווי המניה:

“הצעת הרכש הועלתה לדיון בדירקטוריון החברה וגם אושרה בו, לרבות מחיר המניה המוצע [...] העד ד”ר סולגניק מנהל כספים ומשנה למנכ”ל המשיבה [...] הוסיף שלאמיתו של דבר לא היה דיון על השווי של המניות. נראה שהשווי נבע משיחות פנימיות שהתקיימו. כנראה הוא לא היה מדויק והתבסס על השיטה בה ניהלה המשיבה בד”ר כ את ספריה, מחיר שוק וספרים, לפי הערך הגבוה יותר, בצירוף פרמיה על ערך המניה בבורסה. קשה לאמר כיום שזו דרך נאותה לקביעת מחיר מניה, לאור פסה”ד של קיטאל ועצמון...”

43. המשיבה טענה כי השווי למניה נקבע בעיקרו על בסיס שווי השוק של המניה בבורסה אשר בששת החודשים שלפני הצעת הרכש היה בצניחה מתמדת עקב המשבר הכלכלי העולמי, כך שמחיר המניה בבורסה צנח לסך של 26.98 ₪ בחודש ינואר 2009. אשר להיעדר הערכת שווי מזמן אמת, טענה המשיבה כי מתקנה 16א לתקנות הצעת רכש עולה שהמציע אינו מחויב לצרף למפרט הערכת שווי של חברת המטרה.

44. לדידי, לצורך קבלת החלטה מושכלת בדירקטוריון, מתבקש כי תונח בפניו חוות דעת מקצועית, של גורם בלתי תלוי, לגבי שווי המניות. אכן, אין חובה בדיון לבצע הערכת שווי מוקדמת טרם פרסום הצעה, וניתן לתמוה על כך שתקנות הצעת

הרכש אינן מחייבות זאת במפורש (להצעה לחייב בהערכת שווי מוקדמת ראו הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" תאגידים ו/3 56 (2009)). כל שנאמר בתקנה 16א הוא שאם בחר המציע לצרף הערכת שווי, עליה להיערך באופן מסויים. לכן, אין בהכרח להסיק מתקנה זו על היעדר חובה להניח חוות דעת בפני הדירקטוריון עובר לקבלת החלטת החברה לפרסם הצעת רכש.

מטבע הדברים, לא משקלה של חוות דעת שניתנה לפני פרסום ההצעה, כחוות דעת שניתנה בדיעבד, לשם תמיכה וביסוס למחיר המוצע, נוכח החשש שהמומחה יתאים הערכתו וישרטט את המעגל לאחר שהחץ כבר נורה (השוו לפסק דינה של השופטת מ' אגמון-גונן בת"צ (מחוזי ת"א) 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ, פסקה 7.2.1.1 (21.12.2015)).

כאשר במכירה או במיזוג של החברה עסקינן, הדירקטוריון חייב להשיג את המחיר הטוב ביותר האפשרי, מה שידוע במקומותינו כ-Revlon Duty, Inc. ) Revlon, Inc. (v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A.2d 173 (Del. 1986)). כאשר בהצעת רכש מלאה עצמית עסקינן, הדירקטוריון נדרש לאשר הצעה המשקפת את השווי ההוגן. בשני המקרים, נדרש הדירקטוריון לקבל החלטה מושכלת, והחלטה כאמור ראוי לטעמי שתקבל על סמך מידע וחוות דעת אובייקטיבית ובלתי תלויה, עובר לאישור ההצעה. זאת, מבלי שאקבע מסמרות לגבי זהות נותן חוות הדעת, אופן עריכתה, היקפה וכיוצא בזה. הדבר מתחייב מחובות הדירקטוריון כלפי בעלי המניות באופן כללי, באשר החלטות בדירקטוריון צריכות להיעשות על בסיס מידע מלא ומקיף. לכך גם יתרון של ממש מבחינת החברה כמציעה, באשר יש בקבלת חוות דעת בלתי תלויה כדי להפחית את אי הוודאות הנובעת מסעד ההערכה הממתין למציע בקצה הדרך, ובנקודה זו אין לי אלא להצטרף לקריאתם-הצעתם של אהרוני-ברק וחמדני ברשימתם הנ"ל.

הדברים נכונים במיוחד בעסקה כגון דא, כאשר רכישת המניות נעשית על ידי החברה עצמה, בצעד המשרת על פניו את האינטרס של בעל השליטה המעוניין להפוך את החברה לחברה פרטית. בעת המשבר הכלכלי הקשה שפקד את הבורסות בעולם בתחילת שנת 2009, חברות רבות נסחרו מתחת להון העצמי שלהם. המחיר שהוצע למניה במסגרת הצעת הרכש, אכן עלה על שווי השוק של המניה, אך ניתן לטעון כי דווקא "הצלילה" בשוק המניות באותה עת, נוצלה על ידי בעל השליטה, שלצידו עומד

גם יתרון המידע, כדי לרכוש את המניות במחיר העולה אומנם על שווי השוק, אך לא בהכרח משקף את השווי הנכון של המניה.

45. כאשר בהצעת רכש מיוחדת עסקינן, קובע סעיף 329 לחוק החברות, שכותרתו "חוות דעת" כלהלן:

329. הוצעה הצעת רכש מיוחדת, יחווה דירקטוריון חברת המטרה את דעתו לניצעים בדבר כדאיותה של הצעת הרכש המיוחדת או יימנע מלחוות את דעתו בדבר כדאיותה של הצעת הרכש המיוחדת, אם אינו יכול לעשות כן, ובלבד שידווח על הסיבות להימנעותו; הדירקטוריון יגלה גם כל ענין אישי שיש לכל אחד מן הדירקטורים בהצעת הרכש או הנובע ממנה.

איננו מוצאים הוראה דומה לגבי הצעת רכש מלאה, אך אין להסיק מכך הסדר שלילי, לאור ההבדל היסודי בין הצעת רכש מיוחדת להצעת רכש מלאה. בעוד לגבי הראשונה יכול להתנהל מו"מ בין המציע לניצעים, ברצותם נענים להצעה וברצותם מסרבים להצעה, הרי שבהצעת רכש מלאה, הניצעים נכפים למכור את מניותיהם.

46. לסיכום נקודה זו. לטעמי, עובר להחלטה על פרסום הצעת הרכש המלאה, היה על הדירקטוריון לקבל חוות דעת מגורם בלתי תלוי לגבי השווי ההוגן של המניה. משלא נעשה הדבר, נפל פגם באופן קביעת המחיר שהוצע למניה בהצעת הרכש, פגם שיש בו כדי להעביר את הנטל אל המשיבה להוכיח כי שווי המניה היה הוגן.

עם זאת, וכנסיבה מקלה, יש לזכור כי הצעת הרכש פורסמה לפני פסקי הדין בעניין עצמון ובעניין קיטאל, כאשר שררה אי וודאות בנושא חישוב השווי ההוגן של המניות. באותה תקופה, יכול היה הדירקטוריון לסבור כי השיטה של "שווי שוק" של המניה בצירוף פרמיה, משקפת שווי הוגן למניה.

47. סיכום ביניים: דחינו את מרבית הפגמים עליהם הצביעו המערערים, אך קיבלנו את טענתם לגבי שני פגמים (תחולת סעיף 275 לחוק וקבלת חוות דעת לפני פרסום הצעת הרכש). בכך עבר הנטל אל המשיבה כפי שיפורט להלן. טרם אבחן אם המשיבה עמדה בנטל זה, אעמוד על השאלה שהניחו המערערים לפתחנו – האם זכאים המערערים לסעד של ביטול הצעת הרכש?

האם סעד הערכה שולל את סעד הביטול?

48. המערערים ביקשו לבטל את הצעת הרכש ולהחזיר להם את המניות בעין, ולחלופין כי בית משפט יעריך מחדש את שוויין ההוגן של המניות (סעד הערכה). המשיבה טענה כי הסעד של ביטול הצעת הרכש לא עומד לזכות המערערים אלא סעד הערכה בלבד. טענה זו היא הטענה שברצוני לבחון כעת.

49. סעיף 338(א) לחוק החברות קובע כלהלן:

#### סעד הערכה

338. (א) בית המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה כאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(א) או (א1), לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה פחות משוויין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט.

האם סעד הערכה שקבע המחוקק בסעיף 338 לחוק שולל את הסעד של ביטול על פי דיני החוזים?

50. סעד ההערכה כשלעצמו, מעורר שאלה לא פשוטה באספקלריה של דיני החוזים: "כיצד ניתן להסביר את הזכות שמעניק המחוקק לבעלי מניות מקרב המיעוט שהסכימו להצעת הרכש לתבוע מאוחר יותר את המציע ולטעון כי השווי שהסכימו לו אינו הוגן?" (השופט דנציגר בעניין קיטאל, פסקה 100). גם לאחר תיקון מס' 16, רשאים כל הניצעים לדרוש סעד של הערכה, כולל ניצעים שהסכימו להצעת הרכש. אלא שהמחוקק קבע בסעיף 338(ג) מנגנון הסכמי, לפיו רשאי המציע לקבוע כי ניצע שנענה להצעה שהתקבלה לפי סעיף 337 לחוק, לא יהיה זכאי לדרוש סעד של הערכה (עניין קיטאל, פסקה 83). עוד נאמר בהקשר זה בעניין קיטאל:

"... דא עקא, המחוקק קבע בסעיף 338 הסדר מיוחד, אשר אין חולק כי הוא הסדר שחורג מדיני החוזים הקלאסיים, אשר מאפשר גם לניצעים שהסכימו להצעת הרכש לתבוע סעד הערכה ולהוכיח כי התמורה ששולמה להם אינה הוגנת" (שם, פס' 100).

(וראו גם השקפת השופט מלצר בעניין קיטאל בפסקה 12 לפסק דינו, לפיה מי שסירב להצעת רכש מלאה אין לאשרו כתובע ייצוגי לגבי מי שנענו להצעת הרכש).

51. השאלה שנדונה לעיל לגבי סעד ההערכה, מתחדדת עוד יותר, אילו קיבלנו את טענת המערערים כי עומד להם גם סעד של ביטול. קשה ליישם את דיני החוזים הכלליים בסוגיה שבפנינו ובדיני החברות בכלל. עמד על כך השופט ג'ובראן בעניין קיטאל, בדונו בשאלה אם הסכמת הרוב בהצעת רכש מקימה חזקה בדבר הוגנות התמורה ואם יש לצמצם את סעד ההערכה למקרים חריגים של פגם בהצעה או בשווי השוק:

"...המקרה הנוכחי מדגים בצורה טובה את הקושי בניסיון ליישם את דיני החוזים על המקרה הספציפי. כך, אף שטעות והטעייה הן, בנסיבות מסוימות, עילות לביטול חוזה בדיני החוזים הכלליים, הניסיון ליישמן במצב של הצעת רכש המבוססת על טעות בהצגת ערך החברה יכול להתגלות כניסיון לא פשוט. לדוגמא, אף אם נניח שהמזיע הטעה במכוון את הניצעים, וכי על בסיס ההטעייה התקבלה הצעת הרכש, עולה השאלה האם יוכל בעל מניות לבטל את הצעת הרכש מכוח דיני החוזים אף ביחס לאותם בעלי מניות שאינם מעוניינים בכך. בדומה, אם נפלה טעות בהערכת השווי במסגרת הצעת הרכש, יידרשו בתי המשפט לשאלה האם מדובר בטעות יסודית המאפשרת את ביטולו החד צדדי של החוזה. ברי, כי יכול שהטעות תהיה יסודית לדעת חלק מבעלי המניות, בעוד שעבור אחרים היא לא תיתפש כטעות יסודית. בהמשך לכך, גם הקביעה כי הפרת הוראות חוק החברות לעניין הצעת רכש מהווה הפרת חובה חקוקה, מצביעה על כך שהמחוקק הכיר בקשיים הנובעים מהחלת דיני החוזים על מקרים מסוג זה, וביכר מסלול נזיקי. לבסוף, עצם קיומו של סעד ההערכה מוביל למסקנה כי המחוקק ביקש ליצור מערכת דינים ספציפית, המאפשרת הגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט, וזאת, מבלי לבטל את עסקת הרכש כולה. מובן כי אין בדברי עד כה כדי להביא לתוצאה כי בכל מקרה לא יעמדו לניצעים בהצעות רכש סעדים מכוח דיני החוזים, ואפשר כי יתעוררו מצבים שבהם לא יהיה מנוס משימוש בכלים אלו. יחד עם זאת, נוכח ההבדל בין אופיים של חוזים שגרתיים, לאופייה של הצעת רכש, יש לראות בסעד ההערכה ככלי ייחודי, המתאים למצב שאינו נפוץ בדיני החוזים הכלליים, ומעניק הגנה לבעלי מניות המיעוט..." (שם, פסקה 12 לפסק דינו, הדגשות הוספו – י"ע).

ואכן, דומה כי מלומדי המשפט רואים כדבר מובן מאליו שסעד ההערכה מוציא מפניו את סעד הביטול: "מדובר בתביעה הדומה להפקעה במובן זה שרכישת המניות בידי בעל השליטה (=ההפקעה) היא מעשה עשוי, שאין מחקים ומערערים אחריו, אלא בוחנים כיצד יש לפצות את בעל המניות על ההשקעה שנלקחה ממנו" (אהרוני-ברק עסקאות עם בעלי שליטה, עמ' 251; כן ראו: ימין ווסרמן, עמ' 758 בטכסט הצמוד לה"ש 128; אהרוני-ברק וחמדני, עמ' 13).



52. הסעד של ביטול, כפי שנתבע על ידי המערערים, משמעו שכל הניצעים, כולל אלה שהסכימו להצעת הרכש, ייאלצו להחזיר לחברה את התמורה שקיבלו כנגד קבלת המניות בחברה (ולא למותר לציין כי חלק מאותם ניצעים הם בתי השקעות או גופים מוסדיים שהעבירו את התמורה למשקיעים). כל זאת, מבלי לצרף אותם להליך ומבלי שנשמעה עמדתם. אמנם, על פי סעיף 11 לחוק תובעות ייצוגיות זכאי כל אחד מחברי הקבוצה להודיע על רצונו שלא לקחת חלק בהליך הייצוגי, אך מאחר שסעד הביטול וסעד ההערכה אינם יכולים לדור בכפיפה אחת, עלול להיווצר מצב א-נומלי בו חלק מבעלי המניות לשעבר יתבעו במסגרת תובענה פרטית להחזיר את הגלגל לאחור ולהשיב את הכסף שקיבלו כנגד המניות שנרכשו מהם, וחלק יבקשו לשמר את המצב כפי שהוא תוך הגדלת התמורה לניצעים. כך בדיוק אירע במקרה שבפנינו (ראו החלטותיו של השופט א' גרוניס (כתוארו אז) ברע"א 7471/09 אי די בי חברה לפתוח בע"מ נ' שמיע (20.10.2009); רע"א 2262/10 אי די בי חברה לפתוח בע"מ נ' שמיע (19.4.2010)).

53. את סעד ההערכה שנקבע על ידי המחוקק בסעיף 338 לחוק החברות, יש לראות אפוא כהסדר מיוחד שיצר המחוקק במסגרת דיני החברות, כחריג לדיני החוזים הרגילים. אפנה גם למנגנון הנזיקי שנקבע בסעיף 340(ב) ולפיו "הפרת הוראות פרק זה היא הפרת חובה חקוקה כלפי בעלי המניות בחברה".

לא למותר לציין כי סעד ההערכה עצמו נתפס כחריג לדיני החוזים, מאחר שהוא מאפשר גם לניצע שהסכים להצעה להצטרף לתביעה. לא למותר לציין כי יש בסעד ההערכה כדי לעודד הגשת תביעות, באשר לתובע אין מה להפסיד, מאחר שסעד זה מגביל את בית המשפט אך לאפשרות העלאת המחיר שהוצע עבור המניות ולא להפחתתו (לביקורת על כך, ראו עניין עצמון, פסקאות 44-45).

54. המסקנה המתבקשת היא כי בדומה לעקרון "ייחוד העילה" (לדוגמה, בחוק הפיצויים לנפגעי תאונות דרכים, התשל"ה-1975), קבע המחוקק הסדר של "ייחוד הסעד", כך שסעד ההערכה שולל את הסעד של ביטול הצעת הרכש. כך נקבע גם על ידי בית המשפט המחוזי בת"צ (מחוזי ת"א) 6730-08-13 היילברון נ' קבוצת עזריאלי בע"מ (19.2.2015), שם נאמר על ידי השופטת ד' קרת-מאיר:

"... כמו כן, אין בסעיפים הרלוונטיים המתייחסים להצעת רכש כפויה הוראה כלשהי המאפשרת את ביטול הצעת הרכש. פגמים ברצון או פגמים בהליך לא יובילו לביטול הצעת הרכש אלא יילקחו בחשבון בעת קביעת

הנטל המוטל על מי שמבקש סעד הערכה [...] לסיכום נראה כי בדרך כלל, לא יהיה מקום להעניק סעד של ביטול הצעת הרכש והשבת המניות לידי הניצעים- לא על פי סעד הערכה ולא על פי עילות תביעה חיצונית לסעד זה" (הדגשה הוספה – י"ע).

55. השורה התחתונה היא שבמסגרת ההסדר של הצעת רכש מלאה, המחוקק בחר בעקרון "ייחוד הסעד". סעד ההערכה הוא הסעד הבלעדי העומד לתובע בבואו לתקוף את שווי המניה בהצעת הרכש והוא מוציא מפניו את הסעד של ביטול על פי דיני החוזים הרגילים.

עם זאת וכפי שנקבע בעניין קיטאל, אין משמעות הדבר כי לא עומדים לניצעים בהצעת רכש כפויה סעדים אחרים מלבד סעד הערכה, החל מהרדמת המניות, דרך סעדים שמעניק חוק החברות בשל הפרה של חובת אמונים וחובת הזהירות של נושאי משרה, וכלה באכיפה פלילית והטלת סנקציות בגין אי גילוי או הטעייה מצד רשות ניירות ערך (וראו בהרחבה פס' 59 לעניין קיטאל; ימין ווסרמן, שם; חנס וידלין מיזוג, עמ' 115-116).

העברת הנטל אל המשיבה

56. עמדנו על כך שנפלו פגמים בדרך בה קיבל הדירקטוריון את ההחלטה בדבר שווי המניה במסגרת הצעת הרכש. כפי שנקבע בענין קיטאל, להנחת תשתית ראייתית לפגמים שנפלו בהצעת הרכש יש נפקות בכל הנוגע לשאלת נטל ההוכחה. וכך נאמר שם:

"אכן, אין חולק כי במקרים בהם מניח הניצע תשתית ראייתית לכאורית כי בהצעת הרכש נפלו פגמים מהסוג האמור, אזי הוא מרים את נטל ההוכחה הראשוני כי ההצעה אינה משקפת שווי הוגן, אף מבלי להידרש להערכת שווי על פי שיטת ה-DCF. במצב דברים זה יעבור הנטל אל המציעים להוכיח כי לא נפלו פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש, ולחילופין להוכיח באמצעות הערכת שווי על פי שיטת ה-DCF כי ההצעה שיקפה שווי הוגן על אף הפגמים (שם), פסקה 59, הדגשה הוספה – י"ע).

57. הנה כי כן, בשלב זה עבר הנטל אל המשיבה להוכיח כי לא נפלו פגמים בהצעת הרכש, ולחלופין כי השווי שנקבע למניות היה הוגן. משהגעתי למסקנה כי אכן נפל פגם בדרך בה נתקבלה ההחלטה לגבי שווי המניה במסגרת ההצעה, נותר לבחון אם המשיבה עמדה בנטל להראות כי שווי המניה היה הוגן, ועל כך אעמוד להלן.

## הערכות השווי שהגישו הצדדים

58. הצעת הרכש הרגילה שפרסמה המשיבה ביום 7.7.2008 הייתה לרכישה של 7.5% מהון המניות של החברה במחיר של ₪ 82 למניה. הצעת הרכש מושא דיוננו - הצעת רכש עצמית מלאה - נעשתה ביום 26.1.2009 לפי מחיר של ₪ 36 למניה (אציין כי בין הצעת הרכש הרגילה להצעת הרכש מושא דיוננו, החברה חילקה דיבידנדים בסכום כולל של 9.68 ₪ למניה). בעת פרסום ההצעה של ₪ 36 למניה, שער הנעילה של מניית החברה בבורסה עמד על 26.98 ₪. ההצעה התבססה על ממוצע שערי המניות בבורסה בששת החודשים שקדמו לתאריך ההצעה, שעמד על 44.94 ₪, ונאמר בהצעה כי המחיר המוצע נמוך בכ-19.9% משער המניה הממוצע בששת החודשים הקודמים (אציין כי על פי דעת המיעוט בעניין קיטאל, ממוצע השערים של המניה בששת החודשים שקדמו להצעה, היא הדרך הראויה להערכת השווי ההוגן של המניה).

כאמור, ביום 22.2.2009, כמעט כחודש לאחר פרסום הצעת הרכש, תוקן מפרט ההצעה והיא הועלתה לסכום של 41 ₪ למניה. שער הנעילה של מניית החברה בבורסה עמד באותה עת על 38.28 ₪, אך יש לזכור כי מחיר המניה עלה ו"התאים" עצמו כתוצאה מפרסום הצעת הרכש כחודש לפני כן.

[במאמר מוסגר: המשיבה טענה בדיון בפנינו כי ההצעה תוקנה לאחר שהניצע המוסדי דרש את תיקון ההצעה כתנאי להיענותו להצעה. מאחר שנושא זה לא נטען כדבעי ומאחר שלא הונחה בפנינו תשתית ראייתית לכך, איני נדרש לסוגיה של "חזקת המציע המתוחכם"].

59. על פי חוות דעתם של מומחי המשיבה, פרופ' בן שחר ופרופ' בן בסט, לפי שיטת ה-DCF שווי המניה בעת פרסום ההצעה עמד על 34 ₪ ועל פי שיטת ה-NAV (NET ASSET VALUE) שווי המניה עמד על 23.2 ₪. מומחי המשיבה הוסיפו ובחנו שיטות הערכה חלופיות נוספות, כמו שיטת הערכה היחסית (RELATIVE VALUATION) בדרך של השוואת היחס בין שווי השוק לערך בספרים של חברות החזקה מקבילות שמניותיהן נסחרות בבורסה; שיטת העסקה הקודמת המתואמת, תוך התאמת המחיר של המניה בהצעת הרכש מיום 7.7.2008 להתפתחויות שהתרחשו בשוק המניות עד לחודש ינואר 2009; ועל פי מחיר השוק של המניה, שעמד על 26.98 ₪

ביום שקדם לפרסום מפרט הצעת הרכש בחודש ינואר 2009. נמצא כי על פי כל חמש שיטות ההערכה, המחיר למניה שהוצע בהצעת הרכש היה גבוה יותר.

60. על מנת לבסס את טענתם כי השווי שנקבע למניות לא היה הוגן, צירפו המערערים את חוות דעתו של הכלכלן קאופמן כמומחה מטעמם, ולפיה העריך קאופמן את שוי המניה – בהתבסס על רווחיה של חברת הבת כור – בסכום של 79 ₪ (אציין כי בהמשך תוקנה התביעה ושווי המניה הועמד על 140 ₪, אך לא הוגשה חוות דעת תומכת).

עיון בחוות הדעת של קאופמן מעלה כי היא אינה אלא השוואה של מחיר המניה לפני הצעת הרכש ולאחריה, ובהמשך, פיתוח של תזה או מודל, שאותו כינה המומחה "שער הפנטום" של המניה. דהיינו, כיצד המניה הייתה מתנהגת במצב הדברים ההיפותטי, אילו הייתה ממשיכה להיסחר, על פי השוואה לעליה בשערי המניה של בעלת השליטה והחברות הבנות. קאופמן הסביר בחוות דעתו את התזה של "שער הפנטום" כלהלן:

"מדובר במקרה נדיר של הצעת רכש בו ניתן לדמות את המשך הגרף של המניה לאחר מחיקת המניה למסחר. גם חברת האם של המציעה (אדבא) נסחרת, וגם חברות הבנות שלה, כור ודסקש. לגבי שלוש החברות הללו שהמשיכו להיסחר, נראה גרף המניה בצורת האות U, כאשר הצעת הרכש נעשתה בתחתית הגרף. במקרה של מניית המציעה, רואים גרף בצורת האות L. חסרה הזרוע המטפסת הלאה.

[...] הביטוי 'שער פנטום' נבחר, כדי לתאר את השער של מניית המציעה, אילו הייתה ממשיכה להיסחר, כלומר, אילולי נקטעה זרוע מגרף ה-U של המניה".

תזה זו של קאופמן – שלא הובאו סימוכין לביסוסה והיא אינה מבוססת על אף אחת משיטות החישוב המקובלות להערכת שווי חברה – לוקה בפגם אינהרנטי של התחשבות בהתפתחויות מאוחרות להצעה. הצעת רכש נבחנת בזמן אמת, על פי הנתונים הידועים בעת פרסומה, ולא בדיעבד, על סמך נתונים שנתבררו כעבור חודשים ושנים. הדברים נכונים במיוחד במקרה שבפנינו, שהערכת השווי נעשתה בתקופת שפל בשוק המניות, בעיצומו של המשבר הכלכלי העולמי, וכאשר לא ניתן היה לחזות בזמן אמת אם ומתי השוק יתאושש.

61. זאת ועוד. אף המערערים אינם חולקים כי הערכת השווי מטעמם לא נעשתה בהתאם לשיטת DCF (היא השיטה שנקבעה כאמור בפסקי הדין עצמון וקיטאל כשיטה לבחינת השווי ההוגן) ולא על פי שיטת הערכה מקובלת אחרת. עיון בחוות הדעת של קאופמן מעלה כי הוא עצמו סבר שאת השווי ההוגן של המניה יש לבחון על פי שיטת NAV, שיטת השווי הנכסי הנקי. אלא שקאופמן לא בחן את ההצעה בשיטה זו משסבר כי לצורך חישוב השווי הנכסי, על החברה להעמיד לרשות מעריך השווי מסמכים שלא היו ברשותו בעת מתן חוות הדעת.

כאמור, מומחי המשיבה ביצעו הערכת שווי גם על פי השיטה הנכסית NAV והגיעו למסקנה כי השווי אף נמוך יותר מזה שנערך על פי שיטת ה-DCF.

62. מחוות הדעת של קאופמן עולה כי הצעת הרכש נעשתה בתקופה של שפל בשוק המניות, אך בכך אין כל רבותא. הייתה זו התקופה של המשבר הכלכלי ששטף את השווקים בעולם, כדי כך, שבסקירתה השנתית לשנת 2008 תיארה הבורסה שנה זו כ"אחת השנים הקשות בתולדות שוקי ההון בעולם וגם בישראל...". אני אף נכון להניח כי בעלת השליטה והחברה אכן ביקשו לנצל את השפל בשווקים באותה תקופה, וזו הסיבה בגינה פנתה החברה בהצעת רכש מלאה דווקא בתקופה זו, בעוד שכחצי שנה לפני כן נעשתה הצעת רכש רגילה. עם זאת, יש לזכור כי בעת שהצעת הרכש פורסמה, עדיין שררה אי וודאות בשווקים, והייתה גם אפשרות לירידה נוספת בשוק המניות.

63. למעשה, ניתן היה לדחות את התביעה ואת הערעור דכאן אך מן הטעם שלא הוגשה חוות דעת כהלכתה מטעם המערערים, ולא הונחה תשתית ראייתית של ממש לגבי השווי ההוגן של המניה. כפי שנאמר בעניין קיטאל, מבקש האישור בתובענה ייצוגית יכול להרים את הנטל אם יגיש "הערכת שווי בהתאם לשיטת ה-DCF המוכיחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משווין האמיתי של המניות".

וכלשונו של בית משפט קמא בפסק דינו:

"כדי לאושש את תביעתו, אמור היה ב"כ המבקשים להגיש חוות דעת מומחה בשיטת ה-DCF, לפחות לאחר פרסום פס"ד קיטאל;  
כדי לאושש את תביעתו, אמור היה ב"כ המבקשים להגיב בחו"ד נגדית של מומחה מטעמו, לחוה"ד של המשיבה שהן שיטת ה-NAV והן שיטת ה-DCF נזכרו בה;  
...[...]

מומחה המבקשים לא התבקש להגיש חו"ד נוספת לגבי המחיר, גם לאחר שבוצע גילוי מסמכים בתיק; מסתבר גם כי הוא לא נקט לפי אמת החישוב של שיטת ה-NAV (עמ' 187) באשר לא ביצע ניכוי של ההתחייבויות, עקב מחסור במסמכים.

התוצאה היא – שבתמיכה לבקשה הוגשה חו"ד מומחה חלקית, לפי שיטה בסיסית שונה מזו שנקבעה בביהמ"ש העליון.

...[...]

האם הצליח ב"כ המבקשים להוכיח כי למרות שהאמור בחברת אחזקות, יש מקום להחריג את הערכת השווי ההלכה הכללית שנקבעה בקיטאל, ולפעול לפי שיטה אחרת?

התשובה שלילית.

לכן הפועל היוצא הוא – שבידי ב"כ המבקשים חו"ד לא מושלמת, בשיטה לא נכונה, ובמובן זה אין תמיכה לבקשתו.

[...]

אם 'נזרום' עם ב"כ המבקשים ונאמר, שאין לקבל את האמור בשיטת חישוב ה-DCF, של מומחי המשיבה, כי אז אין בפני בית המשפט, שום חוות דעת לענין הערכת שווי;

אם לכך נוסיף את העובדה, כי נושא הערכת השווי הינו דבר שבמומחיות, לגביו קבעה הפסיקה שיש צורך לקבל חו"ד מומחה, כי אז אין לקחת בחשבון את 'התיקון' שנעשה ע"י ב"כ המבקשים (סעיף 97 לסיכומים), ונוצר מצב של טיעונים חסרי תשתית ראייתית לצורך קביעת השווי ההוגן של המניה (הדגשה הוספה – י"ע).

64. הלכות עצמון וקיטאל מציבות משוכה ראייתית של ממש בפני התובע הייצוגי, מאחר שעל מנת להראות כי שווי המניה בהצעה היה בלתי הוגן, התובע נזקק לנתונים עסקיים של החברה כדי להראות כי המחיר שהוצע עבור המניה, נמוך מזה שמתקבל על פי על פי שיטת ה-DCF. לכך השלכה גם על היקף גילוי המסמכים. אלא שבמקרה דנן, המשיבים ביקשו וקיבלו מסמכים הרלוונטיים לשיטת ה-DCF (ראו החלטת הנשיא א' גרוניס ברע"א 6762/12 אי די בי חברה לפתוח בע"מ נ' כבירי שמיע (3.12.2012)).

מכאן, שלאחר פסקי הדין בעניין עצמון וקיטאל, עמדה בפני המערערים האפשרות לתקן את חוות הדעת מטעמם, או להגיש חוות דעת משלימה על פי שיטת ה-DCF, אך הם בחרו שלא לעשות כן. חזקה על המערערים כי אם היו מוצאים שעל פי הנתונים שהועברו אליהם, ניתן להגיע למסקנה שונה לגבי השווי ההוגן של המניה על פי שיטת ה-DCF או על פי כל שיטה אחרת, היו עושים כן. משלא עשו כן, יש לזקוף זאת לחובתם (והשוו ת"צ (מחוזי ת"א) 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ מבני תעשייה

ומלאכה בע"מ (2.10.2014); ת"צ (מחוזי ת"א) 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH  
 PLATEAU ACQUISITION INC (2.4.2015), שם צירפו המבקשים חוות דעת כלכלית בהתאם  
 לשיטת ה-DCF, ונתקבלו הבקשות לאישור התובענות הייצוגיות).

65. ומזוית נוספת. גם אם נראה את חוות דעתו של קופמן מטעם המערערים –  
 וכאמור קשה לראותה כחוות דעת של ממש – הרי שבסופו של יום, הערכאה הדיונית  
 ביכרה את חוות דעתם של מומחי המשיבה על פני מומחה המערערים, ואין דרכה של  
 ערכאת הערעור להתערב בכגון דא (השוו לעניין עצמון, פסקה 75 והאסמכתאות שם).

משלא הוגשה חוות דעת של ממש מטעם המערערים, הם ביקשו להסתמך על  
 שתי חוות דעת שהוגשו בהליכים אחרים. לכך אתייחס להלן.

66. חוות הדעת של רו"ח פרלמן: חוות הדעת ניתנה במסגרת תביעה נגזרת שהוגשה  
 כנגד בעלת השליטה אי די בי אחזקות (תנ"ג 45914-09-12). התביעה – שלסופו של יום  
 הסתיימה בפשרה – עוסקת בחלוקות דיבידנדים שביצעה אי די בי אחזקות בשנים  
 2008-2010, ובוחנת אם חלוקת הדיבידנדים עומדת במבחן יכולת הפרעון כנדרש  
 בסעיף 302 לחוק החברות. לא למותר לציין כי בחוות דעת זו, ביקש המומחה לשכנע  
 את בית המשפט במצבה הטוב של אי די בי אחזקות, שאפשר לה לבצע עשר חלוקות  
 דיבינדר במהלך התקופה הנ"ל.

ברם, מבחן יכולת הפרעון לצורך חלוקה מותרת לפי סעיף 302 לחוק אינו זהה  
 למבחן השווי ההוגן לצורך סעד ההערכה על פי סעיף 338 לחוק. אכן, מפרוטוקול  
 ישיבת הדירקטוריון מיום 26.1.2009, בו אושרה הצעת הרכש מושא דיוננו, עולה כי  
 ישיבת הדירקטוריון הוקדשה רובה ככולה לסקירה של מבחני החלוקה, ובהחלטה  
 האופרטיבית נאמר כי התקבלה "לאחר שדירקטוריון החברה בחן וקבע כי רכישת  
 המניות נשוא הצעת הרכש עומדת במבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות". הסיבה  
 לכך היא, שרכישה עצמית של מניות בידי החברה עצמה נחשבת כחלוקה, ועל כן נדרש  
 דירקטוריון החברה לבחון אם היא עומדת במבחני החלוקה באספקלריה של סעיף 302.

67. אני נכון להניח כי הערכה אופטימית של חברה לצורך סעיף 302 לחוק,  
 משקפת במידת מה גם את הערכת החברה את השווי העצמי שלה. אך לא ניתן להסיק  
 מחוות דעתו של רו"ח פרלמן לענייננו משלוש סיבות.

ראשית, על פי הלכות עצמון וקיטאל, במצב הדברים הרגיל, הערכת השווי של החברה נעשית בשיטת ה-DCF. ואילו בחינת עמידתה של החברה במבחן כושר הפרעון נעשית בדרך אחרת מהדרך בה נבחן השווי ההוגן. המתודה והקריטריונים לבחינת "יכולת הפרעון", אינם זהים לדרך בה נעשית "הערכת שווי", הגם שיכולים לחפוף בחלקם. כך, בעוד הערכת שווי נעשית בשיטת ה-DCF, הערכת יכולת הפרעון נקבעת, בין היתר, גם על פי תזרים המזומנים החופשי (FREE CASH FLOW) FCF.

שנית, בית המשפט אינו אמור "לחלץ" מתוך חוות דעת הנוגעת ליכולת הפרעון של בעל השליטה לצורך עמידה בתנאי סעיף 302 לחוק החברות, את ערך החברה לצורך קביעת השווי ההוגן לפי סעיף 338 לחוק, תוך עריכת חישובים ואקסטרפולציות הנוגעים ליחס בין בעל השליטה לבין החברה (ולא נעלם מעיני כי החברה היא החזקה היחידה של אי די בי אחזקות).

שלישית, מחוות הדעת עולה שהשווי הנמוך ביותר של אי די בי אחזקות היה בתאריכים של חלוקת הדיבידנד ביום 6.10.2008 (3.75 מיליארד) וביום 31.3.2009 (2.790 מיליארד), כאשר הצעת הרכש מושא דיוננו של המשיבה, התפרסמה בחודשים ינואר-פברואר, בין שני תאריכים אלה. מכאן, שייתכן כי חוות הדעת הנוגעת ליכולת הפרעון של בעלת השליטה (אי די בי אחזקות) אף עשויה לתמוך בעקיפין בעמדתה של החברה.

68. חוות דעת פאהן קנה: המערערים ביקשו להסתמך על חוות דעת זו, שבחנה את השווי הכלכלי הפנימי של המשיבה.

אלא שחוות הדעת הוכנה בחודש אפריל 2013, היא נכונה ליום 30.9.2012, דהיינו, כשלוש שנים וחצי לאחר מועד הצעת הרכש מיום 23.2.2009. ברי כי בתקופה זו התרחשו אירועים שונים שהשפיעו על הערכת השווי. כפי שנאמר לעיל, לצורך בחינת השאלה אם המחיר שהוצע משקף שווי הוגן של המניה, שווי החברה צריך להיבחן בזמן אמת, ולא על פי התפתחויות מאוחרות. נזכיר שוב, כי בחודש ינואר-פברואר 2009, המשבר היה עדיין בעיצומו ולא ניתן היה לצפות ולהעריך מתי וכיצד יסתיים.

69. תיזה מרכזית של המערערים, כפי שבאה לידי ביטוי בסיכומיהם, היא כי שווי מניות לא יכול להיות נמוך מההון העצמי החשבונאי של החברה המופיע בדו"חות הכספיים של החברה. לשיטת המערערים, מאזני החברה נערכים על פי כללי חשבונאות



שמרניים וזהירים, כך שדו"חות החברה מהווים בסיס מינימלי להערכת השווי, בבחינת חסם תחתון להערכת שווי החברה. לשיטתם, מאחר שבדו"חות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של שנת 2009, ההון העצמי של החברה עמד על 4.35 מיליארד ₪, מחיר המניה בהצעת הרכש לא יכול לעמוד על 41 ₪ שכן הוא משקף לחברה שווי של 2.18 מיליארד בלבד. למיצער, ההון העצמי של החברה נכון ל-30 בספטמבר 2008, מביא לתוצאה של 57 ₪ למניה.

ובקיצור, לשיטת המערערים, ההון העצמי החשבונאי המופיע בדו"חות הכספיים של החברה משקף שווי כלכלי של מניה ואמור להוות ערך מינימום לקביעת שוויין ההוגן של מניות בהצעת רכש מלאה.

70. דין הטענה להידחות.

המערערים לא טרחו לבסס טענתם זו בחוות הדעת שהגישו או בכל דרך אחרת. ובכלל, לשיטת המערערים, לצורך סעד הערכה, אין צורך בחוות דעת מומחה שיעריך את השווי ההוגן של המניות. די לעיין במאזנים ובדו"חות הכספיים של החברה המפורסמים לציבור (עסקינן כאמור בחברה ציבורית) ולחלק את ההון העצמי בדו"ח למספר המניות של החברה, ואם התמורה שהוצעה למניה היא נמוכה משווי המניה על פי חישוב זה, הרי שהשווי אינו הוגן (ההון העצמי מתקבל מהפחתת עמודת ההתחייבות מעמודת הנכסים במאזן. שווי מניה על פי גישה זו מתקבל באמצעות חלוקה אריתמטית של ההון העצמי המופיע בדו"ח למספר מניות החברה).

אף המומחה מטעם המערערים לא התיימר לקבוע כי שווי מניה משקף את הערך החשבונאי של נכסי החברה והתחייבויותיה בפועל. וכך נאמר בחוות הדעת:

"סופו של דבר, לפי חוות דעתי, על בית המשפט לקבוע כי השווי ההוגן של מניה במצב של רכישה כפויה (כבפירוק) הוא לפי שווי הנכסי והזכויות של החברה לפי ערכם בפועל, ולא לפי ערך המניה בבורסה בעת ביצוע הצעת הרכש, שווי אותו אני מעריך לשלב זה, לאור רווחי כור על 79 ₪ למניה, וזאת בטרם תבוצע בדיקה מקיפה של נכסי החברה" (הדגשות הוספו – י"ע).

המומחה מציין כי השיטה הנכונה בעיניו לחישוב השווי ההוגן של חברת אחזקות כמו זו שבפנינו, היא שיטת השווי הנכסי. עם זאת, כפי שהוא עצמו מציין, על

מנת לקבוע את השווי לפי שיטה זו עליו לבצע בדיקה מקיפה של נכסי החברה, בדיקה שאין מחלוקת כי לא נעשתה.

ועיקרו של דבר. כללים חשבונאיים לחוד ומחיר השוק לחוד, ואין זו תופעה חריגה שמחיר חברה בשוק נמוך מהערך בספרים. חישוב ההון העצמי מבוסס על כללים חשבונאיים בעוד הערכת שווי בשיטת ה-DCF מבוססת על הערכות כלכליות, ואין זה נדיר כי שווי חברה יכול להיות נמוך או גבוה מערכה של החברה בספרים. אם השוק היה מתנהל על פי התזה של המערערים, הרי שבכל מצב של פירוק חברה, היינו מצפים כי הנושים ובעלי המניות יקבלו את ערך החברה בספרים, והיינו מצפים כי ציבור המשקיעים ירכוש את כל המניות שערכן בספרים גבוה ממחירם בשוק. כידוע, לא כך מצב הדברים בחיי המעשה.

ולבסוף, התזה של המערערים נבחנה "בשטח" על ידי מומחי המשיבה, שמצאו כי בתקופה הרלוונטית, חברות במדד ת"א 25 נסחרו בפועל במחיר שוק הנופל מערכן בספרים. במהלך המשבר הפיננסי, גם ערך החברות הבנות של החברה ירד באופן משמעותי מתחת לערכן בספרים. בנוסף, בחנו המומחים מחקרים בחו"ל מהם עולה תוצאה דומה, ולפיה הערך בספרים של חברות היה גבוה מערכן בשוק.

71. טענה נוספת עליה נשענת חוות דעת קאופמן היא כי יש להתחשב במימוש ההשקעה של כור, חברת בת של המשיבה, במניות בנק קרדיט סוויס, לצורך חישוב השווי ההוגן של המניות. לפי טענה זו, מימוש מניות קרדיט סוויס על ידי חברת הבת כור, שנעשתה בסמוך לאחר שהושלמה הצעת הרכש, הביאה לרווחים גדולים של מאות מליוני שקלים בחברה. לפיכך, ועל פי תזת "שער הפנטום", יש לחשב את העלייה ההיפותטית שהייתה מתרחשת במניות החברה, אילולא נמחקה מהמסחר.

72. גם טענה זו דינה להידחות.

השופט דנציגר אומר בפרשת קיטאל כי "את הרווחים הצפויים מהשקעותיהם העתידיות של החברה, הידועות לבעל השליטה עובר למועד הרכישה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה". לכן, ברמת העקרון, בבואנו להעריך שווי הוגן של מניות, ייתכן שמיוש השקעה של חברת בת שעתיד להשפיע על ערך החברה, הוא נתון שיש להתחשב בו. אלא שחוות הדעת של קאופמן מטעם המערערים, לא מציגה הערכת שווי על פי אף אחת מהשיטות המקובלות בעולם הפיננסי, כך שלא ניתן להתבסס על נתון זה בלבד כדי להגיע למסקנה ששווי המניות לא היה הוגן.

ועיקרו של דבר. במקרה דנן, המדובר ברווחים שנצמחו לאחר פרסום הצעת הרכש. מחוות דעתם של מומחי המשיבה עולה כי מחיר מניית קרדיט סוויס הגיע לשפל ביום 9.3.2009, לאחר השלמת הצעת הרכש, ורק מאוחר יותר הכפילה המניה את מחירה. שוב, מדובר בבחינה בדיעבד של הדברים, ולא על פי הנתונים בזמן אמת עובר לפרסום הצעת הרכש, כאשר עד לאותו מועד, ערך השקעתה של כור בקרדיט סוויס ירד באופן משמעותי, וכאמור, אף המשיך לרדת לאחר פרסום הצעת הרכש.

73. בשורה התחתונה, המערערים לא הגישו למעשה חוות דעת לגבי שווי החברה, הם לא ביקשו לעדכן או לתקן את חוות דעתו של המומחה מטעמם, והשגותיהם ותחשיביהם לגבי השווי ההוגן של המניה מבוססים על הנחות, השערות ו"בליל של חישובים", כטענת המשיבה. המערערים העלו אמנם טענות בנוגע לאופן בו חישוב מומחי המשיבה את השווי ההוגן של המניה ובעיקר תקפו נתונים שהוכנסו או הושמטו לטענתם בחישוב. אולם, הטענות נטענו בעלמא מבלי שהמערערים טרחו לגבותן בחוות דעת נגדית מטעמם, ומבלי שהציגו מה התוצאה המתקבלת על פי אחת מבין השיטות המקובלות לחישוב שווי המניה.

מנגד, המשיבה נסמכה על חוות הדעת של המומחים מטעמה, שהציגו את השווי ההוגן של המניות בחמש שיטות חלופיות, ביניהן בחינה של השווי ההוגן בשיטת DCF בחישוב על פי DDM (היוון זרמי הדיבידנדים). זאת, כאשר מומחי המשיבה סברו כי כאשר מרבית רווחי החברה מחולקים כדיבידנדים, מקובל כי שיטת ה-DDM עדיפה (עמ' 24 לחוות הדעת), ובהתאם לשיטה זו העמידו את שווי המניה על 34 ₪.

אציין כי בית משפט קמא קיבל את טענת המערערים כי גובה הדיבידנד שחולק גבוה מזה שהעריכו המומחים מטעם המשיבה, אך לא מצא כי ניתן לתקן את חוות הדעת בהתאם לחישובי המערערים, ללא חוות דעת מומחה מטעמם. הנמקה זו מקובלת עלי. בנוסף, גם אם אניח שנפל פגם בדרך החישוב של המומחים על פי שיטת ה-DDM, אין בכך כדי להושיע את המערערים. זאת, מאחר שגם אם מתעלמים מההערכה על פי שיטה זו, עדיין עומדות במקומן ההערכות על פי שיטות אחרות, ולפיהן ההצעה משקפת את השווי ההוגן במועד הצעתה.

74. השופטת חיות היטיבה לסכם את הדעות השונות בעניין קיטאל באומרה:

"ככל שניתן לחלץ אמירה אחת מוסכמת מתוך חוות הדעת של חבריי, דומה כי אף אחת מהן אינה דוגלת בגישה לפיה קיימת שיטה אחת אשר אין בלתי לקביעת השווי ההוגן בהקשר זה, ומוסכם על הכל כי מצבים שונים ועסקים שונים המאפיינים את פעילותה של החברה הנתונה, מנתיבים במידה רבה את שיטת ההערכה המתאימה".

המערכים טענו אפוא כי שיטת ה-DCF שנקבעה בפסיקה כשיטה המקובלת והמועדפת, אינה השיטה היחידה להערכה, וכאשר בחברת אחזקות עסקינן, החישוב צריך להיעשות בשיטת ה-NAV (NET ASSET VALUE). אלא שבכך מתפרצים המערכים לדלת פתוחה, באשר גם מומחי המשיבה סברו כך, בציינם כי כאשר מדובר בחברת אחזקות שמניותיה נסחרות בבורסה, כמו המשיבה, טבעי יותר להעריך את השווי על פי מחיר השוק או בשיטת NAV (אציין כי חוות דעת פאהן קנה נערכה, בעקבות פסק הדין בעניין קיטאל, בשיטת ה-DCF). לפיכך העריכו המומחים את שווי החברה גם לפי שיטת NAV, ועל-פיה העמידו את שווי המניה על סכום נמוך יותר של 23.2 ₪. מכאן, שגם בשיטה זו אין כדי להושיע את המערכים.

75. מומחי המשיבה העלו טענה שהמערכים בחרו שלא להתייחס אליה ואזכיר אותה בקצרה.

אין חולק כי המחיר למניה על פי הצעת הרכש מהווה פרמיה על שווי המניה בשוק עובר לפרסום ההצעה. אם המערכים האמינו באמת ובתמים כי השווי ההוגן של המניה גבוה יותר, יכולים היו להעמיד את עצמם באותו מצב בו היו קודם להצעת הרכש, ולהשקיע את התמורה שקיבלו עבור מניותיהם - בבעלת השליטה אי די בי אחזקות או בחברות הבת הנסחרות בבורסה (כור תעשיות, כלל ביטוח, כלל תעשיות והשקעות, ודסק"ש) - ולהשתתף ברווחים העתידיים של הקבוצה, ושלא כך אף נעשה על ידם בפועל. לטענת המשיבה, בדרך זו יכולים היו המערכים להרוויח יותר מהפרמיה שקיבלו עבור מניותיהם. ואכן, כפי שהוצג על ידי מומחי המשיבה בחוות דעתם, השקעה של 41 ₪ בחודש מרץ 2009 במניות חברות הבנות, הייתה מכפילה את ערכה כבר בחודש מאי 2009, עם התאוששות שוק המניות, ומניות החברות בקבוצה אף המשיכו לעלות בשנת 2010.

לאור התוצאה אליה הגעתי איני רואה להידרש לטענה זו, ואסתפק באמירה כי ניתן לחלוק על ההנחה לפיה לצורך בחינת השווי ההוגן של המניה, יש להתחשב באפשרויות ההשקעה שעמדו בפני המערערים.

76. לסיכום נקודה זו.

עמדנו על כך שנפלו פגמים בדרך בה נתקבלה ההחלטה על הצעת רכש מלאה עצמית וההחלטה לגבי המחיר שהוצע למניה. ברם, בהינתן שסעד הביטול לא עומד למערערים ולא ניתן להשיב את הגלגל לאחור בחלוף הזמן, נותרנו עם הסעד של הערכה והשאלה אם למרות העברת הנטל אל המשיבה, יש תוחלת לתביעה הייצוגית.

הראינו כי מול חוות הדעת של המשיבה, הבוחנת את שווי המניה על פי שיטות חישוב שונות, לא הציגו המערערים חוות דעת, כך שהמשיבה עמדה בנטל שהועבר אליה. במצב דברים זה, ועל אף שאנו נמצאים בשלב של אישור התובענה הייצוגית, הרי שאין תוחלת לתביעה ואין טעם לאישורה. אין מקום לאשר תובענה ייצוגית אך בשל התקווה שמא יעלה בידי המערערים, בשלב הבא, להניח תשתית לתביעתם, ויפיים לעניינינו דברי השופט דנציגר בעניין קיטאל:

”בנסיבות אלה, איני סבור שהיה מקום לקביעתו של בית המשפט כי די בפער העצום בין שווייה של קיטאל ושווי מניותיה לפי הצעת הרכש לבין שווייה הנכסי לפי הערכת המומחה כדי להצביע על רכישה בשווי נמוך משווי הוגן ולבסס עילת תביעה. ודוק, הותרת החלטתו של בית המשפט המחוזי על כנה – לרבות הקביעה כי ממן יוכל בשלב מאוחר יותר להגיש הערכת שווי מעודכנת ומקיפה יותר – פירושה אישור להגיש תביעה ייצוגית לשיעורין ולבצע 'מקצה שיפורים' (או 'מסע דייג' בלשונה של השופטת נאור בעניין דייט) בהמשך הדרך באמצעות הגשת חוות דעת נוספת ומקיפה יותר. זאת אין לאפשר. כפי שצויין בעניין דייט, אין מקום לאפשר לתובע להתחיל בשלב שלאחר אישור התובענה ב'מסע דייג', דהיינו בניהולה מחדש של התביעה על בסיס שונה מניהולה בשלב הראשון” (שס, בפס' 90).

על אחת כמה וכמה במקרה דנן, בו המערערים לא הגישו כל חוות דעת המתבססת על אחת משיטות החישוב המקובלות. לכן, על אף הפגמים שנפלו בדרך קבלת ההצעה, נוכח המסקנה כי בסופו של יום התמורה ששולמה לניצעים משקפת את השווי ההוגן של המניה במועד ההצעה, דין הערעור להידחות.

77. ואלו התחנות והמסקנות שעברנו בדרכנו:

(-) במסגרת ההסדר של הצעת רכש מלאה, המחוקק בחר בעקרון "ייחוד הסעד", כך שסעד ההערכה מוציא מפניו את הסעד של ביטול על פי דיני החוזים הרגילים.

(-) המניות מבוטלות או הופכות לרדומות רק עם השלמת הצעת הרכש, ואין לראות את מניות הניצעים שנענו להצעת הרכש כמניות רדומות ולהפחיתן לצורך החישוב מההון המונפק של החברה.

(-) מהצעת הרכש הרגילה ועד להצעת הרכש (העצמית) המלאה מושא דיוננו, חלפו ששה חודשים, בין אם מונים את המועדים על פי תאריכי פרסום המיפרט המקורי ובין אם מונים אותם על פי תאריכי פרסום המיפרט המתוקן.

(-) בהוראת סעיף 337 לחוק בנוסחו דאז אין התייחסות להצבעת מקורבים לבעל השליטה, הגם שראוי היה לכלול הוראה מעין זו. גם אם נקבע כי אין לכלול את מקורביו של דנקנר במנין קולות הניצעים בהצעת הרכש, הרי שהיענותם להצעת הרכש לא פגעה בדרישת הרוב המיוחס שנקבע בסעיף 337 לחוק.

(-) כהונתם של דירקטורים במשיבה כנושאי משרה בחברת האם או בחברות בנות, אין בה לכשעצמה כדי להוכיח כי הדירקטוריון היה נגוע בניגוד עניינים.

(-) בהצעת רכש מלאה הנעשית על ידי בעל השליטה אין להיזקק למנגנונים הקבועים בסעיף 275 לחוק. כאשר הצעת הרכש המלאה היא עצמית, אזי יש להחיל את הוראת סעיף 275 לחוק במצטבר להסדר שנקבע בחוק לגבי הצעת רכש מלאה. במקרה דנן, משלא נעשה הדבר על ידי החברה, נפל פגם בדרך קבלת ההצעה.

(-) עובר להחלטה על פרסום הצעת הרכש המלאה, היה על הדירקטוריון לקבל חוות דעת מגורם בלתי תלוי. במקרה דנן, משלא נעשה כן, נפל פגם בדרך קבלת ההצעה.

(-) בפגמים שנפלו בהצעה, כאמור לעיל, יש כדי להעביר את הנטל אל המשיבה להראות כי המחיר שהוצע למניה משקף "שווי הוגן".

(-) המשיבה עמדה בנטל שהועבר אליה להוכיח כי המחיר שהוצע משקף שווי הוגן של המניה. מנגד, המערערים לא הציגו חוות דעת הנוקטת ולו באחת משיטות החישוב המקובלות, ולא הניחו תשתית שיש בה להעיד על תוחלת התביעה אם תאושר הבקשה לאישור התביעה הייצוגית.

78. אשר על כן, הערעור נדחה. עם זאת, נוכח מסקנתי לגבי הפגמים שנפלו בדרך גיבוש ההצעה, איני רואה לעשות צו להוצאות בערכאה זו.

ש ו פ ט

השופט ס' ג'ובראן:

אני מסכים.

ש ו פ ט

השופט צ' זילברטל:

אני מסכים לתוצאה אליה הגיע חברי השופט י' עמית, לפיה דין הערעור להידחות ללא צו להוצאות. התוצאה האמורה מתחייבת מהקביעה לפיה עלה בידי המשיבה להוכיח כי המחיר שהוצע משקף שווי הוגן של מניותיה, ולמסקנה זו ניתן להגיע מבלי שיידרש להביע דעה לגבי סוגיות שונות, ובכללן החלת הוראת סעיף 275 לחוק החברות במקרה של הצעת רכש עצמית מלאה. ניתן להשאיר, אפוא, בצריך עיון סוגיה זו (ואחרות שההכרעה בהן אינה דרושה לצורך המסקנה האופרטיבית של דחיית הערעור).

ש ו פ ט

הוחלט כאמור בפסק דינו של השופט י' עמית.

ניתן היום, י"ח בשבט התשע"ו (28.1.2016).

ש ו פ ט

ש ו פ ט

ש ו פ ט

---

העותק כפוף לשינויי עריכה וניסוח. 14031360\_E10.doc עכב  
מרכז מידע, טל' 077-2703333 ; אתר אינטרנט, [www.court.gov.il](http://www.court.gov.il)