



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

לפני: כב' השופטת, ד"ר מיכל אגמון-גונן

המבקש:

1. דניאל מגן
באמצעות ב"כ יואל פרייליך ואמיר פז ממשרד גיסין ושות',
עורכי-דין

נגד

המשיבים:

1. אוליצקי כריה (1990) בע"מ
באמצעות ב"כ עוה"ד גל הררי ושני סדוף-פרל

2. אופק א. אחזקות (2005) בע"מ
3. אליהו אלתר
4. אבירם עמית
באמצעות ב"כ עוה"ד עופר דורון ויוסי טמשה
ממשרד כהן, בן נר, דורון ושות' עו"ד

1
2

החלטה בבקשה לאישור תובענה כייצוגית

3 מהו תפקידם של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון, האם די ברגולציה המוטלת עליהם לשלול
4 ניגוד עניינים אפשריים בינם לבין קבוצות עסקיות ובינם לבין החוסכים, והאם הצבעה של משקיע
5 מוסדי לטובת הצעת רכש מלאה (במטרה להפוך חברה לחברה פרטית) מהווה ראייה מספקת
6 להוגנות המחיר שהוצע בגין מניות המיעוט בהצעת הרכש. זו השאלה המרכזית המתעוררת
7 בבקשת האישור שלפניי.
8

9

10 לפני בקשה לאישור תובענה ייצוגית שבמרכזה תובענה לסעד ההערכה בגין הצעת רכש מלאה
11 שהציעה חברת אוליצקי כריה (1990) בע"מ, במטרה להפוך לחברה פרטית. המבקש תובע סעד
12 הערכה, כיוון שלטענתו המחיר ששולם בגין המניות במסגרת הצעת הרכש לא היה מחיר הוגן.
13 הבקשה מעוררת שלש שאלות מרכזיות. הראשונה, מהו ההליך הראוי לקביעת מחיר המניות בהצעת
14 רכש מלאה; השנייה, האם העובדה שבמסגרת הניצעים שהסכימו להצעת הרכש היה ניצע שהינו
15 משקיע מתוחכם או משקיע מוסדי, שוללת את האפשרות לנהל תובענה ייצוגית בעילה לפיה שווי
16 התמורה היה בלתי הוגן. במסגרת שאלה זו מתעוררות שאלות משנה רבות לגבי תפקידם של
17 המשקיעים המוסדיים בשוק ההון; והשלישית, הנוגעת למבקש שלפניי, היא האם המבקש ראוי
18 להיות תובע מייצג לאור הרשעתו בעבר בעבירות הרצת מניות על פי חוק ניירות ערך.
19
20



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 **1. רקע הדברים**

2 התובע, רו"ח **דניאל מגן** (להלן: **המבקש** או **מגן**), השקיע בחברת **אוליצקי כריה (1990) בע"מ** (להלן:

3 **חברת אוליצקי** או **החברה**). לימים נמחקו מניות החברה מהמסחר ולבסוף, הגישה החברה הצעת

4 רכש מלאה לבעלי מניותיה על מנת להפוך לחברה פרטית. התובע טוען, כי המחיר שהוצע לבעלי

5 המניות עבור מניותיהם במסגרת הצעת הרכש היה נמוך בצורה ניכרת משווייה האמיתי של החברה,

6 ועל כן זכאים בעלי המניות לסעד ההערכה.

7

8 החברה התאגדה ביום 17.10.90 כחברה פרטית בתחום עבודות עפר, תשתיות, הקמת כבישים וכריה,

9 באמצעות חברות בנות בשליטתה. מניותיה החלו להיסחר בבורסה לניירות ערך (להלן: **הבורסה**)

10 בחודש נובמבר 1993. כעבור כשבע שנים (ב-23.7.00), בשל היקף מסחר דל במניותיה, נכללו מניות

11 החברה ברשימת השימור של הבורסה. לאחר שנתיים, משלא עמדה החברה בכללי השימור, נמחקו

12 (ביום 27.4.02), מניותיה ממסחר בבורסה. בחלוף מספר שנים בהן מניותיה לא נסחרו, החליטה

13 החברה לחזור ולהפוך לחברה פרטית. לצורך כך, פרסמה החברה, בחודש ספטמבר 2009, הצעת

14 רכש, היא ההצעה נשוא תביעה זו והבקשה לאישורה כייצוגית (להלן: **בקשת האישור**). מדובר

15 בהצעת רכש מלאה לפי סעיף 336 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: **חוק החברות**), במסגרתה

16 הוצע לרכוש את כלל המניות שנותרו בידי הציבור, 470,644 מניות (להלן: **הצעת הרכש**).

17

18 יש להדגיש, כבר בשלב זה, כי הצעת הרכש הוצעה 7 שנים לאחר שמניות החברה נמחקו ממסחר,

19 ושקדמה לה הצעת רכש נוספת באותה שנה (להלן: **הצעת הרכש הראשונה**). בחודש מרץ רכשה

20 החברה, במסגרת הצעת הרכש הראשונה, 360,407 מניות שהוחזקו על ידי הציבור, במחיר של 2.4 ₪

21 **למניה** (כמות המניות שנרכשה שיקפה הענות חלקית להצעת הרכש מיום 5.3.09). ביום 2.4.09 רכשה

22 החברה בעסקה מחוץ לבורסה 1,000 מניות גם כן במחיר של 2.4 ₪ למניה.

23

24 המבקש החזיק עובר להצעת הרכש ב-46,228 מניות. נסיבות רכישת המניות (המועד בו נרכשו, האם

25 הצעת הרכש הייתה על הפרק באותו מועד וכיו"ב), לא הובהרו בתובענה או בבקשת האישור.

26

27 הצעת הרכש פורסמה בחודש ספטמבר 2009. במסגרתה הוצע לרכוש 470,644 מניות במחיר של 5.75

28 ₪ למניה. ביום 18.11.09 פורסמה הצעת רכש מתוקנת באותם תנאים (ההצעה המקורית לא הוצגה

29 בגדרי הליך), אלא שהפעם המציעה לא הייתה רק החברה אלא גם המשיבים 4-2: חברת **אופק א.**

30 **אחזקות (2005) בע"מ** (להלן: **אופק אחזקות**) וה"ה **אליהו אלתר ואבירם עמית** (החברה הייתה

31 אמורה לרכוש 376,869 מניות; אופק אחזקות 79,901 מניות, מר אבירם 13,700 מניות ומר אלתר

32 174 מניות).

33



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 חברת אופק אחזקות הינה חברה פרטית שהתאגדה ביום 13.1.05, כשהון המניות שלה מורכב ממאה
2 מניות בנות 1 ש"ח ערך נקוב כל אחת, המוחזקות בנאמנות עבור יחידי משפחת אוליצקי, בעלי
3 השליטה בחברה, בחלקים שווים (ארבעה בני משפחה שעבור כל אחד מהם מוחזקים בנאמנות 25%
4 ממניות חברת אופק).

5
6 המשיב 3, מר אליהו אלטר, היה דירקטור בחברה והמשיב 4, מר עמית אבירם, היה מנהל הכספים
7 של החברה ובנוסף, מנהל הכספים באוליצקי עבודות עפר כבישים ופיתוח בע"מ, חברת-בת של
8 החברה.

9
10 ההון המונפק של החברה עמד על 7,218,000 מניות, מתוכן 1,457,069 הוחזקו ע"י החברה עצמה והיו
11 מניות רדומות.

12
13 ביום הגשת מפרט הצעת הרכש החזיקו המציעים יחד עם בעלי השליטה בחברה ב-6,747,356 מניות,
14 מתוך 7,218,000 מניות בנות 1 ע.נ. בחברה (מתוכן 1,457,069 מניות רדומות המוחזקות בידי
15 החברה). בנוסף, חברת בת של החברה, אוליצקי אחזקות בע"מ, החזיקה ב-88,139 ממניות החברה.
16 היינו החברה עם חברת הבת שלה החזיקו ב-1,545,208 מניות המהוות כ-20% ממניות החברה
17 והציבור החזיק ב-470,644 מניות המהוות כ-6.5% ממניות החברה (כולל המניות הרדומות) ומקנות
18 כ-8% מזכויות בהון ובהצבעה בחברה. המבקש החזיק ב-46,228 מניות, המהוות כ-10% מהמניות
19 שהוחזקו בידי הציבור.

20
21 בעלי המניות הניצעים כללו את הניצעים המפורטים:

- 22 1. ה"ה ירון תמיר ויוחאי גולד, שהחזיקו ב-168,917 מניות, המהוות 35.89% מסך המניות שנרכשו
23 (מר תמיר החזיק ב-50,403 מניות ומר גולד החזיק ב-45,000 מניות). ה"ה תמיר וגולד הם בעלי
24 חברת ההשקעות פרוסט, ולטענת החברה הינם בעלי ידע ונסיון בשוק ההון, היו מעורים בעסקי
25 החברה והשתתפו באסיפות הכלליות (ראו תצהיר מר אבירם בסעיף 17, וכן נספח 2 לתצהירו).
- 26 2. אילן ושלומית לוי שהחזיקו יחד 73,514 מניות (מר אילן לוי החזיק ב-50,403 מניות והגב'
27 שולמית לוי החזיקה ב-10,684 מניות), המהוות 15.61% מסך המניות שנרכשו. לטענת החברה,
28 אילן ושלומית לוי הינם משקיעים בשוק ההון שהיו מעורים בעסקי החברה קודם להצעת הרכש.
- 29 3. גבי ציפורה גלינצמן שהחזיקה ב-19,386 מניות ואשר הייתה בהליך פשיטת רגל, ועל כן, לאור
30 פניית החברה לכונס הנכסים הרשמי (להלן: הכנ"ר), מונתה לה מנהלת מיוחדת, עו"ד ענת
31 וקסלבאום, שהודיעה על הסכמה להצעת הרכש.
- 32 4. מר ניסן יהודאי, בעל מניות רשום שהחזיק ב-8,000 מניות.

33



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 יתרת הניצעים החזיקו במניות באמצעות חברי בורסה (הבנקים מזרחי, דיסקונט, בינלאומי, לאומי
2 והפועלים). המבקש החזיק ב-46,228 מניות באמצעות בנק הפועלים ובנק המזרחי.
3
4 המחזיקים ב-253,287 מניות הסכימו להצעת הרכש (ראו נספח 4 לתצהיר אבירם). לפי דו"ח מיידי
5 שפרסמה החברה ביום 22.11.09, מבין הניצעים מקרב הציבור, שהחזיקו במניות באמצעות חברי
6 בורסה, בחרו 4.4% להיענות להצעת הרכש. בעקבות קבלת הצעת הרכש ורכישת מניות הניצעים
7 שהסכימו לכך, הגיעו המשיבים להחזקה של למעלה מ-95% מהון המניות המונפק והנפרע של
8 החברה. במצב דברים זה, מכוח סעיף 337 לחוק החברות, החברה רשאית הייתה לרכוש ברכישה
9 כפויה גם את מניות הניצעים שהתנגדו להצעת הרכש. במסגרת הרכישה הכפויה נרכשו 197,971
10 מניות (וכן 19,386 מניותיה של גב' גליצמן), מתוכן כרבע (46,228 מניות) הן מניות המבקש.
11

2. ההליכים עד כה

12 התובענה ובקשת האישור הוגשו לבית המשפט ביום 22.2.10. ביום 2.5.10 הוגשה בקשה מטעם
13 המשיבים לעכב את ההליכים בתיק עד למתן החלטת בית המשפט העליון ברע"א 779/06 קיטאל
14 החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ ואח' נ' ממנ ואח' (להלן: עניין קיטאל), שדן בשאלת סעד ההערכה.
15 המבקש התנגד לכך, וביום 9.6.10 ניתנה החלטתו של כב' השופט עמירם בנימיני, שדן בשעתו
16 בתובענה, אשר קבע כי לאור זהות הסוגיות יש לעכב את ההליכים עד להכרעת בית המשפט העליון
17 בעניין קיטאל. המבקש הגיש בקשת רשות ערעור לבית המשפט העליון על ההחלטה לעיכוב הליכים,
18 וביום 6.10.10 קבע כב' השופט (כתארו אז) א' גרוניס, כי דין הבקשה להידחות, וכי זהות הסוגיות
19 והעובדה שעניין קיטאל נדון בפני הרכב מורחב של 7 שופטים מחייבת עיכוב הליכים.
20

21
22 ביום 28.8.12 ניתן פסק דינו של בית המשפט העליון בעניין קיטאל, וביום 5.9.12 הגיש המבקש
23 בקשה לחידוש ההליכים בתובענה.
24

25 ביום 10.12.12 הוגש כתב תשובה מטעם המשיבים שבמסגרתו ביקשו המשיבים כי התובענה תסולק
26 על הסף. תשובה לתגובה הוגשה ביום 11.2.13.
27

28 ביום 30.4.13 התקיים דיון מקדמי לפני כב' השופט עמירם בנימיני. בפתח הדיון ציין ב"כ המבקש,
29 כי החברה לא נכללה כתובעת ומשיבה בכתב התביעה ובבקשת האישור. זאת, לטענתו, בשל טעות
30 טכנית (החברה מופיעה בכותרת ככזו שההליך מתנהל בעניינה). לאור זאת, ביקש המבקש להגיש
31 בקשה מתוקנת וכתב תביעה מתוקן. כב' השופט בנימיני אישר הגשת כתבי טענות מתוקנים והותר
32 את שאלת ההוצאות להמשך ההליך. בעקבות החלטה זו הוגש ביום 14.5.13 כתב תביעה מתוקן
33 ובקשת אישור מתוקנת, שבה הוספה החברה כנתבעת.
34



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 ביום 22.7.13 הוגשה בקשה לסילוק התובענה ובקשת האישור על הסף כלפי החברה בשל התיישנות.
2 ביום 15.8.3 הוגש כתב תשובה לבקשת האישור המתוקנת. ביום 30.9.13 הוגשה תגובת המבקש
3 לבקשה לסילוק על הסף כנגד החברה. לאחר ארכות הוגשו ביום 10.11.13 התשובה לתגובת המבקש
4 לבקשה לסילוק על הסף, הן תגובה לתשובה לאישור התובענה כייצוגית.

5
6 בעקבות פרישתו של כב' השופט בנימיני, התיק הועבר לדיון לפניי וביום 3.2.14 התקיים דיון מקדמי
7 בבקשת האישור. לאור השאלות שהועלו, הנוגעות הן להשפעת המשקיעים המוסדיים, או
8 המשקיעים המתוחכמים או המומחים, על האפשרות לנהל תובענה ייצוגית בנוגע לסעד ההערכה, הן
9 בנוגע לכשירות התובע הייצוגי עצמו, ולאור השאלות המורכבות העולות בתובענה הוריתי לצדדים
10 לסכם בשאלות הבאות:

11 **"האם ראוי שתובענה תתנהל כתובענה ייצוגית בשים לב לעובדה שזהות בעלי**
12 **המניות שהסכימו להצעת הרכש ידועה ברובה ובין המסכימים יש נציגים של בית**
13 **השקעות, משקיעים מוסדיים ובמקרה הספציפי שלנו אף הכנ"ר. השאלה**
14 **השנייה נוגעת להתאמת התובע הייצוגי המבוקש".**
15

16 כן אפשרתי לרשות ני"ע (להלן: הרשות), להגיש עמדתה בשאלה הראשונה וזו אכן הוגשה. הוריתי
17 לצדדים להגיב להחלטת הרשות, ובהחלטתי קבעתי כי תגובות הצדדים לעמדת הרשות יהיו
18 סיכומים בשאלה האם ראוי לנהל את התובענה כייצוגית, בהנחה כי יוכחו העובדות הנטענות. זאת,
19 בנוסף לחומר הרב שכבר שהוגש במסגרת ההליך. לאור האמור, החלטה זו ניתנת הן בבקשה לסילוק
20 על הסף, הן בבקשה לאישור התובענה כייצוגית.

21

22 **3. עמדת רשות ניירות ערך**

23 כיוון שהצדדים בטיעוניהם נתנו פרשנויות שונות לעמדת רשות ניירות ערך, אביא את עיקרי עמדת
24 הרשות. הרשות הבהירה בעמדתה, כי היא אינה מתייחסת למחלוקות בין הצדדים אלא רק מביעה
25 עמדה עקרונית בשאלה מהי ההשלכה של ציבור משקיעים ידוע ומומחה על האפשרות להגיש
26 תובענה ייצוגית לסעד ההערכה. הרשות מבהירה, כי כעיקרון ניתן להגיש תביעה לסעד ההערכה
27 בהליך של תובענה ייצוגית. על כך אין חולק, והדבר קבוע במפורש בסעיף 338 לחוק החברות הדן
28 בסעד ההערכה. עוד מציינת הרשות, דבר הקבוע גם הוא בחוק החברות, כי נכון למועד הגשת
29 התובענה, רשאים היו לבקש סעד הערכה גם ניצעים שהסכימו להצעת הרכש. גם על כך לא חולקים
30 המשיבים. עוד מזכירה הרשות בעמדתה, כי כפי שנקבע בעניין **קיטאל**, הסכמת רוב הניצעים אינה
31 מעידה על הוגנות המחיר, שכן הסכמת רוב הניצעים נדרשת כתנאי לביצוע הצעת הרכש שהיא
32 שעומדת בבסיס תביעה לסעד הערכה.
33



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1 באשר לשאלה שבית המשפט הציב, אותה מגדירה הרשות כך: **"האם העובדה שזהותם של אלה**
2 **שנענו להצעת הרכש ידועה וכי מדובר בבעלי מניות מיוחדים [בעלי מומחיות בשוק ההון] אמורה**
3 **לשנות ממסקנה זו [לפיה ניתן להגיש את התובענה כייצוגית]"**, הרשות משיבה בשלילה.

4
5 לעניין זה נאמר בנייר העמדה כך (החל בסעיף 23):

6 **"23. כאשר מוגשת הצעת רכש מלאה כל אחד מבעלי המניות מהציבור מבצע**
7 **החלטת השקעה על בסיס הערכותיו, צרכיו, ונסיבותיו המיוחדות. השאלה אם**
8 **בעל מניות מסוים נענה או לא נענה להצעה ומיהו אותו בעל מניות אינה רלבנטית**
9 **באופן מיוחד לשאר בעלי המניות, ואינה מעידה בהכרח כי הצעת הרכש המלאה**
10 **בוצעה במחיר שמשקף את השווי ההוגן של המניות. לו ההנחה הייתה הפוכה לא**
11 **הייתה כל הצדקה לאפשר תביעה לסעד ההערכה, שכן היענות רוב בעלי המניות**
12 **להצעה הייתה מעידה על הוגנות המחיר.**

13
14 **25. ידיעת זהותו של בעל מניות שנענה להצעת הרכש המלאה, או של מספר בעלי**
15 **מניות שנענו להצעת הרכש המלאה, גם אינה מייצרת את העובדה כי לצד בעלי**
16 **המניות ה"ידועים", ישנו מספר בלתי ידוע, ולרוב גדול, של בעלי מניות אנונימיים**
17 **שהתנגדו להצעה. ההליך הייצוגי נועד להגן בעיקר על קבוצה זו (אך לא רק, שכן -**
18 **כאמור לעיל - גם בעלי המניות שנענו להצעת הרכש המלאה עשויים להיכלל**
19 **בקבוצה). בנוגע לקבוצה זו מתעוררות לרוב אותן בעיות עימן כלי התובענה**
20 **הייצוגית מבקש להתמודד דוגמת העדר תמריץ מספיק להגשה ולניהול תביעות**
21 **אינדיבידואליות, וקושי לאתר נפגעים אחרים לשם הגשת תביעה שאינה ייצוגית.**
22 **בענייננו, אין מחלוקת כי זהותם ומספרם של מחזיקיהם של מעל 150,000 מניות**
23 **(שמהוות כ-30% מסך המניות שנרכשו במסגרת הצעת הרכש) אשר לא נענו**
24 **להצעת הרכש אינה ידועה, כיוון שהם מחזיקים את מניותיהם באמצעות חברי**
25 **בורסה.**

26 **26. שאלה נוספת - שאינה רלבנטית לענייננו - היא מה הדין כאשר זהותם של כל**
27 **בעלי המניות מהציבור, גם אלה שנענו להצעת הרכש המלאה וגם אלה שלא נענו**
28 **לה, ידועה ואם במצב כזה ראוי לנהל את ההליך כתובענה ייצוגית. אולם, כאמור,**
29 **שאלה זו אינה רלבנטית לענייננו.**

30 **27. שאלה נוספת היא אם העובדה כי בין אלה שנענו להצעת הרכש זהותם ידועה**
31 **יש בעלי מניות "מיוחדים" אמורה להשפיע על הניתוח לעיל. דומה כי לכך כיוון**
32 **בית המשפט הנכבד כאשר ביקש לדעת את עמדת הרשות בנוגע לשאלה אם**
33 **העובדה שבין הניצעים שהסכימו יש "נציגים של בית השקעות", "משקיעים**
34 **מוסדיים" ו-"הכנ"ר" מלמדת כי תובענה ייצוגית אינה הדרך הראויה לברר את**
35 **הסוגיה.**

36 **28. לעמדת הרשות גם עובדות אלה אינן אמורות לשנות את המסקנה.**

37 **29. ראשית, הרשות סבורה כי מבחינה עובדתית לא ברור כלל אם במקרה הנוכחי**
38 **בין הניצעים שנענו להצעת הרכש היו גם "נציגים של בית השקעות", "משקיעים**
39 **מוסדיים" או "הכנ"ר":**

40 **א. "נציגים של בית השקעות" - להבנת הרשות אין טענה כי ה"ה ירון תמיר,**
41 **יוחאי גולד, אילן לוי ושולמית לוי היו "נציגים של בית השקעות" אלא רק כי**
42 **מדובר במשקיעים פרטיים שהינם משקיעים מנוסים.**

43 **בנוסף, להבנת הרשות יש מחלוקת עובדתית בנוגע לשאלה אם אכן נוהל מול**
44 **גורמים אלה מו"מ אותנטי או אפקטיבי על מחיר הצעת הרכש, שעשוי - אולי -**
45 **לחזק את ההנחה כי התמורה שהוצעה במסגרת הצעת הרכש הייתה הוגנת.**

46 **בנוסף, להבנת הרשות גם אם התנהל מו"מ אותנטי או אפקטיבי בין אותם פרטים**
47 **לבין המציעים אז לפי ההלכה הפסוקה אין בכך כדי ליתר את הצורך לקבוע את**
48 **שווי המניות על פי שיטת ה-DCF. זאת כיוון שבהלכת עצמון ובהלכת קיטאל**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1 נקבע כי אחד המקרים בהם ניתן יהיה לחרוג משיטת ה-DCF הוא כאשר בסמוך
2 לפני הצעת הרכש המלאה נערכה עסקה מרצון מחוץ לבורסה במחיר שאינו נמוך
3 ממחיר הצעת הרכש המלאה. סיטואציה זו בכל מקרה לא התקיימה בענייננו.
4 ולבסוף, גם אם ייקבע כי יש לייחס משקל להיענותם של בעלי מניות אלה להצעת
5 הרכש המלאה, דומה כי לכל היותר יש לעשות כן במסגרת הדיון בהוגנות
6 התמורה, ולא לקבוע בשל כך א-פריורית כי לא ראוי לנהל תובענה ייצוגית.
7 בהקשר זה יצוין כי גם אם נענו משקיעים "מיוחדים" להצעה, הרי שתביעות
8 לסעד הערכה מבוססות לעתים קרובות גם על טענה בדבר היעדר גילוי רלבנטי
9 לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת. הדבר אף מובא בחשבון בחוק עצמו (ראי
10 בסעיף 338 (ד) לחוק החברות). אשר על כן גם אם משקיעים "מיוחדים" נענו
11 להצעה, וגם אם היה רוב גדול מאוד לקיבול ההצעה - עדיין יכול להיות בסיס
12 לסעד הערכה, והדבר טעון בירור במסגרת התובענה הייצוגית.
13 ב. "משקיעים מוסדיים" - להבנת הרשות בכתבי הטענות אין אזכור להסכמה של
14 משקיעים מוסדיים להצעת הרכש.
15 ג. "הכנ"ר" - להבנת הרשות מי שנענה להצעת הרכש היא מנהלת מיוחדת לנכסי
16 חייבת שהיתה מצויה בפשיטת רגל שמונתה על ידי כונס הנכסים הרשמי, ולא
17 כונס הנכסים הרשמי עצמו שלא בחן בעצמו את מחיר הצעת הרכש (עניין
18 שממילא אינו מתפקידו ושחורג מסמכויותיו). מכל מקום, לכתבי הטענות גם לא
19 צורפו מסמכים שמלמדים על בחינה כלכלית או אחרת כלשהי שבוצעה בהקשר זה
20 על ידי כונס הנכסים הרשמי או המנהלת המיוחדת שמונתה על ידו.
21 30. שנית, גם אותם בעלי מניות "מיוחדים" מקבלים החלטות על בסיס הערכות,
22 צרכים, ונסיבות מיוחדים וספציפיים, לא ניתן ללמוד מהם בהכרח על השווי
23 ההוגן ועל איכות התביעה, ושאינן בהם כדי ליתר את הגשת התובענה הייצוגית.
24 העובדה שבית השקעות מסוים נענה להצעת רכש מלאה לא משקפת בהכרח את
25 עמדתו כי השווי הוגן - ייתכן כי החליט לשנות מדיניות השקעה, לשנות הרכב
26 תיק השקעות, או "לחסל" פעילות נוסטרו, ועוד ועוד.
27 בדומה, גם העובדה שמנהל מיוחד לנכסי חייב המצוי בפשיטת רגל נענה להצעת
28 רכש מלאה אינה מלמדת על הוגנות מחיר הצעת רכש זו. ברור כי לאותו מנהל
29 מיוחד ישנם שיקולים נוספים ומגוונים (דוגמת צורך במימוש נכסים מהיר), ולא
30 ניתן להניח כי החלטותיו בהקשר זה עדיפות באופן כלשהו על החלטות של כל בעל
31 מניות אחר שהחליט לא להיענות להצעה.
32 31. לכן לעמדת הרשות העובדה כי להצעת הרכש נענו בעלי מניות "מיוחדים"
33 שזהותם ידועה אינה מייצגת את הצורך בתובענה הייצוגית, אינה הופכת את
34 התביעה הייצוגית ללא ראויה, ואינה מבססת מסקנה כי המחיר שהוצע במסגרת
35 הצעת הרכש היה הוגן.
36
37 33. ככלל, ולסיכום עמדת הרשות, הרשות סבורה כי המחוקק גילה את דעתו כי
38 לצורך הגשת
39 תובענה ייצוגית לפי סעיף 338 לחוק החברות - שהיא תביעה כלכלית במהותה -
40 אין חשיבות רבה לשאלה מה סבר ואיך נהג כל אחד מיחיד הקבוצה, ומה הייתה
41 זהותו. כל אחד מבעלי המניות מקבל החלטה בנוגע להצעת רכש מלאה מתוך
42 עמדה ומערכת שיקולים אחרת, ועל בסיס הערכה, נסיבות וציפיות שונים, ולכן
43 ככלל לא ניתן להסיק מהיענותם או מאי-היענותם להצעת רכש כזו כי המחיר
44 שהוצע היה הוגן או לא, וזאת גם כאשר זהותם של בעלי המניות שנענו להצעה
45 ידועה.
46 34. השאלה הראויה לבחינה היא אם השווי שהוצע לבעלי המניות מהציבור היה
47 שווי הוגן, והדרך הראויה לברר שאלה זו היא באמצעות הגשת תובענה ייצוגית.
48 ככל שתצליח התובענה, כל בעלי המניות - הן אלה שנענו להצעת הרכש המלאה
49 והן אלה שלא נענו לה - יהיו זכאים לקבל תמורה הוגנת בגין המניות שנרכשו
50 מהם."
51



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1
 2 הבאתי לעיל את עמדת הרשות כמעט במלואה, שכן לטעמי יש שני נושאים שאינם מובחנים דיים
 3 בעמדת הרשות. הראשון, שגם ניצעים שהסכימו להצעת הרכש זכאים להגיש תובענה ייצוגית לסעד
 4 הערכה, כפי שקובע החוק והובהר בעניין קיטאל (מאוחר יותר שונה החוק, וכיום רשאי מציע לכלול
 5 הוראה לפיה מי שהסכים להצעה לא יהיה רשאי לתבוע סעד הערכה, אולם התיקון לא חל על
 6 ענייננו). השני, מהי השפעת הסכמתם של משקיעים מומחים ומשקיעים מוסדיים, והאם הסכמה כזו
 7 גורמת לכך שאין סיכוי סביר כי השאלה שבמחלוקת לעניין קביעת שווי החברה תוכרע לטובת
 8 הקבוצה, ומכאן שעליה להביא לדחיית בקשת האישור, או שמא הדברים יפים רק לדיון בתובענה
 9 לגופה בשאלת קביעת השווי. אני מציינת דברים אלו, כי כל אחד מהצדדים טוען כי עמדת הרשות
 10 תומכת בעמדתו שלו, כשכל אחד מהם מפנה לחלק אחר בעמדת הרשות.

11

12

4. טענות הצדדים

13 **המבקש** עומד על כך שהמחיר ששולם עבור המניות בהצעת הרכש לא היה מחיר ראוי ולא ייצג את
 14 שווין ההוגן של המניות, ומביא מספר אינדיקציות לכך, בין השאר, כי לא הוכנה חוות דעת כלכלית
 15 עבור להצעת הרכש וכי לצורך קביעת היחס בין כמות המניות להון העצמי של החברה, כללה החברה
 16 גם מניות רדומות.

17

18 **המבקש** חוזר על כך, כי מכוח סעיף 338 לחוק החברות, העוסק בסעד ההערכה, ניתן להגיש תובענה
 19 לקבלתו באמצעות תובענה ייצוגית. לטענתו, יעיל יותר לנהל תובענה כאמור כתובענה ייצוגית בשל
 20 פיזור בעלי המניות בחברה ציבורית. עוד טוען המבקש, כי מאותה סיבה הנזקים שנגרמו לכל אחד
 21 מבעלי המניות מקרב הציבור הינם זניחים. לטענתו, במקרה זה אין מחלוקת כי היה שיעור לא
 22 מבוטל של בעלי מניות מפוזרים מקרב הציבור.

23

24 אשר לזהות הניצעים המתוחכמים, טוען **המבקש**, כי במקרה זה הניצעים שקיבלו את הצעת הרכש
 25 לא היו משקיעים מוסדיים אלא יחידים שבעלותם בית השקעות (ה"ה מר ירון תמיר ומר יוחאי
 26 גולד). עוד טוען המבקש לגבי אילן ושלומית לוי, כי בניגוד לטענת המשיבים לא נוהל עמם מו"מ,
 27 אלא הובהר להם, לאור חוסר הסחירות במניות החברה, כי זו ההצעה הטובה ביותר שתבוא לפתחם.

28

29 **המבקש** מוסיף ומתייחס גם לשאלה העקרונית של השפעת הסכמת משקיעים מוסדיים על ניהול
 30 התובענה כיייצוגית ומציין, כי למשקיעים מוסדיים ובתי השקעות אינטרסים נפרדים שאינם עולים
 31 בקנה אחד עם האינטרסים של המשקיעים מן הציבור ולעיתים: **"האינטרס המנחה את המשקיעים**
 32 **מן הציבור והאינטרס המנחה את המשקיעים הגופים המוסדיים לפרקים אף סותרים זה את זה**
 33 **באופן חזיתי"**. לעניין זה מפנה המבקש לאמור בסעיף 30 לעמדת הרשות לפיו למשקיע מוסדי



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 יכולים להיות נימוקים להסכים למכירת מניות במסגרת הצעת רכש, השונים מאלו של בעלי המניות
2 מקרב הציבור.
3
4 אשר להצבעת המנהלת המיוחדת לנכסי גב' גלינצמן, טוען **המבקש**, כי במסגרת הליכי פשיטת רגל
5 לא שווי המניות עומד לנגד עיני המנהל המיוחד כי אם מימוש מהיר של הנכסים, ועל כן אישור של
6 המנהלת המיוחדת להענות להצעת הרכש, אינו מעיד כלל ועיקר על הוגנות המחיר.
7
8 אשר ליכולתו שלו לשמש תובע ייצוגי טוען **המבקש**, כי אין להטיל בו כל דופי. המבקש אינו מכחיש
9 כי הוא הורשע בהליך פלילי בעבירה של הרצת מניות. אך, לטענתו, מדובר היה במקרה שארע לפני
10 למעלה מחמש עשרה שנה קודם להגשת התובענה וכי ממצאיה של חוות דעת פסיכיאטרית שהוגשה
11 באותו הליך, אליה הפנו המשיבים, לא התקבלה ע"י בית המשפט. המבקש מוסיף, כי במסגרת
12 ההליך הפלילי הביע חרטה על מעשיו וסיים לשלם את חובו לחברה בגין אותה פרשה. לטענתו, הינו
13 אדם נורמטיבי העוסק כיום בתפקיד בכיר בשוק ההון שראוי לשמש כתובע ייצוגי. לעניין זה מפנה
14 המשיב להרשעתם של החברה והמשיב 4 בעבירות מס.
15
16 **המשיבה 1**, החברה, טוענת, ראשית, כי על בית המשפט לדון בטענתה כי התביעה כנגדה התיישנה.
17
18 **המשיבה 1** טוענת עוד, כי הבסיס הרעיוני לתובענה הייצוגית הוא כי הנזקים שנגרמו לחברי הקבוצה
19 לא יביאו איש מהם להגיש תביעה בשל הנזק הנמוך יחסית שנטען שנגרם לכל אחד מחברי הקבוצה.
20 בסיס רעיוני זה אינו מתקיים, לטענת המשיבה 1, בענייננו, שכן המבקש עצמו, וכן ניצעים אחרים
21 מחזיקים בכמות מניות משמעותית. כך, הנזק שנגרם למבקש לטענתו שלו עומד על מעל 800,000 ₪,
22 כ-10% משווי התובענה כולה. לטענתה, מתוך הניצעים הלא ידועים (28%) חלק הסכימו לקבל את
23 ההצעה (המחזיקים ב-56,340 מניות), כאשר רק 16% מתוכם לא נענו להצעה (76,370 מניות).
24
25 אשר להסכמת מציע מתוכם כאינדיקציה לנאותות המחיר הפנתה **המשיבה 1** לעניין **קיטאל**, שם
26 נקבע כי קבלת הצעת רכש מלאה ע"י מציע מתוכם מהווה ראיה להוגנות המחיר, גם אם לא
27 ראיה מכריעה. עוד מפנה המבקשת להחלטת כב' השופטת רות רונן בת"צ (ת"א) 20457-03-11
28 **מיכאל ספרא נ' מ.ת.מ מבני תעשייה ומלאכה בע"מ** (מיום 9.6.14, להלן: **עניין מ.ת.מ**), בו נקבע כי
29 הסכמת של ניצע מתוכם מעבירה נטל ממשי על המבקש להבהיר מדוע הסכמה של ניצע מתוכם
30 כאמור לא תהווה ראיה מכרעת, או לחלופין נטל להעלות טענות "כבדות משקל" כנגד ההצעה.
31
32 **המשיבה 1** טוענת, כי במקרה שלפנינו ירון תמיר ויוחאי גולד שהחזיקו יחד קרוב ל-200,000 מניות,
33 הינם בעלי ידע רב בשוק ההון, בעלי תואר במימון ובעלי חברת ההשקעות "פרוסט". לטענתה, גם
34 אילן ושלומית לוי הם משקיעים בשוק ההון ומעורים בנכסי החברה.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1
2 עוד מוסיפה **המשיבה 1**, כי גם הסכמת המנהלת המיוחדת מטעם הכני"ר, הגב' ציפורה גלינצמן,
3 למכירת המניות ואישור הצעת הרכש, מהווה אינדיקציה להגונות המחיר שנקב בהצעה.
4
5 **המשיבה 1** מוסיפה וטוענת, כי לאור שיעור ההחזקות הגבוה של המבקש במניות החברה, היה עליו
6 להגיש תובענה אישית, שכן מטרת התובענה הייצוגית לשמש כלי בידי "האזרח הקטן" במלחמתו
7 בתאגידים הכלכליים הגדולים.
8
9 **המשיבה 1** מוסיפה ושוללת את תום ליבו וכשירותו של המבקש לשמש כתובע ייצוגי. החברה טוענת
10 כי המבקש, שהינו רואה חשבון בהשכלתו ופעיל בשוק ההון ובתחום ניהול ההשקעות, הסתיר מבית
11 המשפט כי ניצל לרעה את מעמדו זה, עת עשה בו שימוש למניפולציות בשוק ההון, מעשים בשלהם
12 הורשע בעבירה של השפעה בדרכי תרמית על שער ניירות ערך, עבירה לפי סעיף 54א(2) לחוק ניירות
13 ערך, התשכ"ח-1968. המשיבה 1 מפנה לעניין זה לת"פ 3299/01 **מדינת ישראל נ' דניאל מיצנגנדלר**
14 (פסק דין מיום 30.5.02 שניתן בעניינו של המבקש בשמו הקודם), שבו, במסגרת גזר הדין נקבע, כי
15 למבקש הפרעה נפשית וכן כי ראוי להרחיקו מפעילות בשוק ההון. המשיבה 1 טוענת, כי עצם
16 העובדה שהמבקש הסתיר מידע זה מבית המשפט, ואף שינה את שמו לאחר ההליך הפלילי לדניאל
17 מגן, מהווה חוסר תום לב מצדו, וכבר מסיבה זו יש לדחות את הבקשה.
18
19 **המשיבה 1** מוסיפה וטוענת לעניין זה, כי המבקש אינו מפרט את הנסיבות בהן רכש את מניותיו.
20 המבקש טען, כי רכש את המניות חמש שנים קודם להצעת הרכש, היינו, כשמניות החברה כבר לא
21 נסחרו. החברה טוענת, כי רכישה של כמות מניות גדולה בנסיבות אלו מעלה את החשש כי מדובר
22 ברכישה לצורך הגשת תביעה. לכך מצטרף, כך לטענת החברה, סירובו של המבקש לנהל עמה מו"מ
23 כשפנתה אליו, עובר להצעת הרכש, ולציין מהו הסכום הראוי בגין מניותיו.
24
25 **המשיבים 2-4** הגישו גם הם תגובה שבמסגרתה הם מעלים את מרבית הטענות שהעלתה החברה,
26 ולשם הקיצור לא אחזור על הדברים. אציין רק כי המשיבים 2-4 מפרטים לגבי מו"מ ממושך שנוהל
27 עם ירון תמיר ויוחאי גולד כמו גם עם אילן ושולמית לוי. לטענתם מדובר היה במו"מ אמיתי, כשכל
28 הנתונים הוצגו לניצעים, וכי מו"מ זה הביא להעלאת מחיר התמורה בהצעת הרכש. המשיבים 2-4
29 דוחים את טענת המבקש, לפיה מר לוי מסר לו כי הוא נענה להצעת הרכש בליט ברירה לאור חוסר
30 הסחירות במניה שלא אפשר לו לממש את השקעתו. המשיבים 2-4 טוענים, כי מדובר בעדות שמועה,
31 שלא גובתה בתצהיר, וכי בזמן אמת הצטרפו בני הזוג לוי לירון תמיר (שניהל את המו"מ בשמו ובשם
32 שותפו). לעניין זה מפנים המשיבים 2-4 לסעיפים 16-20 לתצהיר אבירם.
33



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 המשיבים 2-4 טוענים עוד, כי עמדת הרשות מתייחסת למשקיעים מוסדיים המחזיקים במניות
2 עבור אחרים, בעוד שבענייננו מדובר במשקיעים, אנשי שוק ההון, שהחזיקו במניות באופן אישי.
3
4 באשר לכשירותו של המבקש להיות תובע מייצג טוענים המשיבים 2-4, כי לאחר שנקבע בפסק הדין
5 הפלילי כי ראוי להרחיק את המבקש משוק ההון, בחר המבקש להחליף את שמו מדניאל מיצנגנדר
6 לדני מגן. מעבר לכך, לטענתם, המבקש לא הסתפק בחזרתו לפעול בשוק ההון באופן אישי, אלא
7 שהוא שותף בחברת סטרייב קפיטל ובעל השליטה בקבוצת טופ אלפא קפיטל, לה שייך בית
8 ההשקעות טופ אלפא. מכאן שגם המבקש ידע כי השווי בו נרכשו המניות הוא שווי הוגן, וכל מטרתו
9 בכך שלא נענה להצעת הרכש, הייתה שיוכל להגיש תביעה זו. לכך מוסיפים המבקשים, כי לאחר
10 השלמת הצעת הרכש פנה אליהם המבקש וטען, כי שווייה הכלכלי של החברה עומד, על פי שיטת ה-
11 DCF, על 124 מיליון ₪. המשיבים השיבו לו ביום 10.2.12 והציעו לו לרכוש את מניות החברה
12 בסכום בו נקב. המבקש כלל לא טרח להתייחס לדברים.
13

5. טענת ההתיישנות של החברה

14 בפתח הדברים יש לדון בטענת ההתיישנות שהעלתה החברה. החברה טוענת, כי התובענה נגדה
15 התיישנה כיוון שהתובענה במקורה הוגשה רק כנגד המשיבים 2-4. לטענת המבקש, מדובר בתקלה
16 טכנית, שכן החברה הופיעה בפתיח של התובענה. ב"כ המבקש העלו טענה זו בדיון שהתקיים לפני
17 כב' השופט בנימיני, אולם, לאור התנגדות החברה, הורה כב' השופט בנימיני לב"כ המבקש להגיש
18 בקשה לתיקון כתבי הטענות, לצורך הוספת החברה, וקבע כי במקרה כזה לחברה יעמדו כל טענותיה
19 לרבות הטענה כי התביעה כנגדה התיישנה, ובלשונו: **"שמורות לחברה כל טענות ההגנה העומדות**
20 **לזכותה, כולל ההתיישנות"**. המבקש הגיש בקשה לתיקון כתבי הטענות והוספת החברה, והחברה
21 העלתה טענת התיישנות, תוך שהיא מבקשת, כי בשל טענה זו תסולק התובענה נגדה על הסף.
22
23

24 המבקש טוען לעניין זה, כי בראש כל כתבי הטענות מתנוסס שם החברה וכי טענות המשיבים נסמכו
25 על תקלה טכנית בניסוח הכותרת של הבקשה, שנוסחה ככותרת בתחום חדלות הפרעון, כך
26 שלכאורה מדובר בעניין הנוגע לחברה, בעוד הכוונה הייתה, כמובן, כי החברה תהיה הן נתבעת, הן
27 משיבה. המבקש טוען עוד, כי בתוכן בקשת האישור, להבדיל מהכותרת, ההתייחסות למשיבים 2-4,
28 היא כמשיבים 2-4 בעוד ההתייחסות למשיבה 1 היא לחברה עצמה. עוד טוען המבקש, כי החברה
29 קיבלה התראה בטרם נקיטת הליכים ביום 28.1.10 (נספח ח' לבקשת האישור המקורית), פניה
30 שנענתה ע"י ב"כ החברה, בשם החברה (ובשם המשיבים 2-4) ביום 10.2.10. עוד מוסיף המבקש, כי
31 פנה לב"כ החברה והמציא לו את התובענה ובקשת האישור מיד עם הגשתם כדן.
32

33 א. הטעמים לקביעת תקופת התיישנות קצרה לתביעת סעד ההערכה



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 סעיף 338 לחוק החברות קובע הוראת התיישנות ספציפית וקצרה במיוחד בכל הנוגע להגשת תביעה
2 לסעד ההערכה, תקופה בת שישה חודשים בלבד (ובעת הגשת ההליך הנדון עמדה על שלושה
3 חודשים). תקופת התיישנות הקצרה נקבעה במטרה שהרוכש יוכל לכלכל את צעדיו; הרוכש הוציא
4 ברכישת החברה סכומים ניכרים, ועל כן עליו לדעת האם להשאיר כספים נוספים לצורך ההליך,
5 ולצורך תשלום סעד ההערכה אם כך אכן יקבע. בנוסף, כל המסמכים, הפרוטוקולים, חוות הדעת,
6 כולם זמינים בסמוך לאחר השלמת הצעת הרכש. רציונל נוסף לקביעת תקופה קצרה זו הוא בשל
7 מעורבות צדדים שלישיים, בעיקר מלווים, שמעוניינים לדעת אם הם מצויים בסיכון בהקשר זה של
8 תביעה לסעד ההערכה. החברה טוענת לעניין זה, כי כל השנים דיווחה כי לא מתנהלת נגדה תביעה זו
9 בגין סעד ההערכה ומלוויה ונושיה גם הם כלכלו צעדיהם בהתאם.

10

11 ב. חוסר תום לב בהתנהלות המשיבים

12 אני סבורה שיש לדחות את טענת התיישנות כיון שהמשיבים פעלו בנוגע לכך בחוסר תום לב;
13 החברה ידעה על כך שהמבקש מתעתד להגיש תובענה בגין סעד ההערכה, והיו מגעים בעניין זה עם
14 עורך דינה; החברה קיבלה את כתב התביעה ובקשת האישור באמצעות בא כוחה. בבקשת האישור,
15 בתיאור המשיבים, מופיעה החברה, ולאחריה המשיבים 2-4, כך שברור כי זו הוגשה גם כנגד
16 החברה. בבקשת הדחייה שהגישה החברה לעכב את הדיון עד מתן החלטה בעניין **קיטאל**, היא לא
17 הזכירה ולו ברמז את טענת התיישנות. החברה העלתה את הטענה לפיה התובענה ובקשת האישור
18 לא הוגשו נגד החברה בשלב מאוחר לאחר הגשת מספר רב של כתבי בי-דין מטעמה, לרבות כאלו
19 בהם יש התייחסות לגופו של עניין. בנוסף, החברה היא זו שהציעה את הצעת הרכש המלאה, כשלא
20 ברור למה הוספו המציעים הנוספים (המשיבים 2-4) ובעיקר, החברה עצמה התייחסה להצעת הרכש
21 כהצעה אחת ולא הבחינה בין המציעים השונים ועל כן אין לאפשר לה לטעון כעת, בשל אופן ניסוח
22 של כתבי הטענות מטעם המבקש, כי התובענה לא הוגשה נגדה, וכי משהוגשה תובענה מתוקנת,
23 לאור החלטת כבי' השופט בנימיני, היא התיישנה.

24

25 **אפרט להלן לגבי טעמים אלו.**

26

27 **(1) ניסוח כתבי הטענות ומועד העלאת הטענה לפיה החברה אינה צד להליך**

28 מהמסמכים עולה בבירור, כי כוונת התובע, המבקש, הייתה להגיש את התובענה ובקשת האישור
29 בראש ובראשונה כנגד החברה. אמנם, בעמוד הראשון של כתבי הטענות מופיעה החברה כמי שהדיון
30 בעניינה, כאשר כנתבעים ומשיבים מצויינים שמותיהם של הנתבעים 2-4 בלבד. אולם, בהמשך,
31 ההתייחסות לחברה היא כאל נתבעת 1 בכתב התביעה, ומשיבה 1 בבקשת האישור. גם תוכן כתב
32 התביעה מבהיר לחלוטין כי זו הוגשה גם כנגד החברה שכן כתב התביעה כולו מתייחס לחברה
33 ולנתבעים 2-4 כמקשה אחת. יותר מכל מעיד על כך הסעד שנתבע והוא המחיר ההוגן בגין **כל**
34 **המניות** שנרכשו במסגרת הצעת הרכש. כך גם בבקשת האישור. בתיאור המשיבים נפתח הסעיף



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 הראשון בתיאור החברה (סעיף 4 לבקשה המקורית) וסעיף 5 דן במשיבה 2, חברת אופק החזקות
2 ובהמשך במשיבים 3 ו-4.
3
4 בבקשה לחידוש הליכים, שהוגשה בעקבות פסק הדין בעניין **קיטאל** (שהגיש המבקש ביום 5.9.12),
5 פותח המבקש בבקשה כי בית המשפט יקבע מועדים **"להגשת תשובת החברה"**. בהמשך בסעיף 1
6 מציין המבקש, כי הגיש תובענה ובקשת אישור **"כנגד החברה והמשיבים"**. כלומר התייחסות
7 המבקש מתחילת הדרך היא כי התובענה ובקשת האישור הוגשו גם נגד החברה, אלא שהניסוח
8 הפריד בין החברה, הנתבעת והמשיבה העיקרית, למשיבים הנוספים.
9
10 מנגד, בבקשת במשיבים למתן ארכה להגשת כתב הגנה ותגובה לבקשת האישור שהוגשה ביום
11 22.4.10, לא הזכירו המשיבים את טענת ההתיישנות. בסעיף 4 לאותה בקשה הם מציינים, כי:
12 **"המשיבים כופרים בזכות הנטענת ע"י התובע לקבלת סעד מבית המשפט הנכבד,**
13 **כופרים בזכותו לייצג את בעלי המניות שהשתתפו בהצעת הרכש וכופרים בהערכת**
14 **השווי של מניות החברה שצורפה על ידי התובע לתביעתו ובכוונתם להתגונן בפני**
15 **התביעה ולהגיש התנגדות לאישור התביעה כתובענה ייצוגית"**.
16
17 אם תרצו, מדובר במעין סיכום טענות המשיבים. ואולם, המשיבים לא טענו דבר וחצי דבר לעניין
18 ההתיישנות.
19
20 ביום 2.5.10 הגישו המשיבים בקשה לעיכוב הליכים זמני בתובענה ובבקשת האישור עד לקבלת
21 החלטת בית המשפט העליון בעניין **קיטאל**. ביום 3.5.10 הגישו השלמה לבקשה וביום 4.5.10 הגישו
22 בקשה לדחיית המועד להגשת כתבי טענות עד להחלטה בבקשה לעיכוב הליכים. בשלושת כתבי
23 הטענות האמורים לא נזכרה טענת ההתיישנות. בתשובה לתגובת המבקש לבקשה לעיכוב הליכים
24 שהגישו ביום 25.5.10, הרחיבו המשיבים לעניין התובענה ובקשת האישור, והבהירו כי התובענה
25 ובקשת האישור כורכות יחד ארבע קבוצות משקיעים שמאפייניהם שונים לחלוטין זה מזה (סעיף
26 3.3 לתשובה); עוד טענו לעניין אופן הערכת שווי החברה (פרק 4 לתשובה על סעיפי המשנה שבו). גם
27 כאן לא נזכרה טענת ההתיישנות וכך גם בהודעות עדכון שנמסרו בהמשך ע"י המשיבים.
28
29 החברה טוענת, כי היא לא עשתה כן כיון שמעולם לא נתבעה. אולם, כפי שאראה בהמשך, בא כוחה
30 קיבל המצאה בשמה, כמו גם מכתב התראה לפני הגשת תביעה, לו השיב גם בשם החברה, וגם
31 המשיבים 3-4, נושאי משרה בחברה היו מודעים לכך. היינו, החברה לא נהגה בתום לב כשהתעלמה
32 מהתובענה שהוגשה.
33
34 כדי להדגיש עניין זה אפנה לתגובת המשיבים לבקשה לחידוש ההליכים בתובענה. כאמור, בבקשה
35 לחידוש ההליכים חזר המבקש לאורך כל הבקשה על כך שהתובענה ובקשת האישור הוגשו גם נגד



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1 החברה. אם עד שלב זה ניתן היה, אולי, לומר בדוחק, כי המשיבים 2-4 "לא הבינו" כי כוונת המבקש
2 הייתה להגיש תובענה ובקשת אישור גם כנגד החברה, הרי שבבקשה זו הדבר חוזר באופן מפורש
3 לאורך כל הבקשה. יש לזכור, כי המשיבים 3 ו-4 הם גם נושאי משרה בחברה. למרות זאת, בתגובה
4 שהגישו המשיבים לבקשה לחידוש ההליכים הם אינם מעלים כל טענה בעניין זה.
5

6 ביום 19.12.12 הגישו המשיבים 2-4 כתב תשובה לבקשה לאישור התובענה כתובענה ייצוגית. רק אז,
7 בסעיף 4.1. לתשובה, הם מציינים כי החברה, לעמדתם, אינה נתבעת בתובענה ואינה משיבה בבקשת
8 האישור. המשיבים 2-4 מוסיפים וטוענים, כי בשל כך יש לדחות גם את התובענה כנגדם על הסף.
9 בסעיף 4.1 טוענים המשיבים 2-4 כי: **"משתבע מגן (ועקב כך צירף גם לבקשה) אך את המשיבים,
10 שרכשו ביחד כחמישית בלבד מהמניות, דינה של התביעה והבקשה להידחות על הסף, שכן
11 המבקש לא עמד בנטל להוכיח כי המשיבים רכשו את מניותיו ועל פי הנסיבות סביר יותר שאין
12 הדבר כך."**
13

14 לסיכום, החברה הייתה מודעת מלכתחילה לכך שהתביעה ובקשת האישור הוגשו כנגדה הן ישירות
15 באמצעות בא-כוחה, הן באמצעות המשיבים 3 ו-4 שהיו נושאי משרה בחברה. החברה אף הגישה את
16 כתבי טענותיה בדומה לאלו של המבקש, היינו, עם החברה בכותרת, ובהמשך המשיבים, זאת, ככל
17 הנראה כדי לא לעורר חשד אצל המבקש, כי נפל פגם בכתבי הטענות מטעמו. רק שנתיים לאחר
18 הגשת התובענה נזכרו המשיבים לטעון כי כיון שהתובענה לא הוגשה נגד החברה, וכיון שלא ידוע מי
19 מבין המשיבים רכש אילו מניות, יש לדחות את התובענה נגדם על הסף.
20

(2) ידיעת החברה

21 גם אם יהיה מי שיטיל ספק בכך שאין מדובר בתקלה טכנית, שאל להם למשיבים לנצל, הרי שבפועל
22 החברה ידעה לאורך כל הדרך על כך שהתובענה ובקשת האישור הוגשו גם כנגדה. גם מטעם זה אין
23 לאפשר לה לטעון כעת טענת התיישנות. זאת, הן מכוח השתק, הן מכוח חובת תום הלב
24 במשפט הדיוני.
25

26
27 החברה היא זו שהציעה מלכתחילה את הצעת הרכש. כפי שאפרט בהמשך, היא נדרשה, לטענתה,
28 לצורך ביצוע ההצעה, לצרף כמציעים את המשיבים 2-4, שהם חברה בשליטת בעלי השליטה בחברה,
29 משפחת אוליצקי, כמו גם מי שהחזיקו במניות שליטה בחברה והיו בעלי תפקיד בה (המשיבים 3 ו-
30 4). מייד לאחר השלמת הצעת הרכש ורכישת מניות המבקש במסגרת רכישה כפויה, פנה המבקש
31 לחברה והעלה את הטענה כי התמורה ששולמה בגין המניות לא הייתה הוגנת. ביום 28.1.2010 פנו
32 ב"כ המבקש לחברה, לאופק אחזקות, למר אליהו אלטר ומר אבירם עמית. כל הארבעה מכותבים
33 למכתב (נספח 4 לבקשת האישור המתוקנת). במכתב שוטחים ב"כ המבקש את טענותיהם לפיהן



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 מחיר המניות אינו מייצג שווי חברה ראוי והוגן. המכתב הועבר באמצעות הפקס לחברה עצמה. ביום
2 31.1.10 התקבל אישור לפקס על ידי ליבי.
3
4 ביום 10.2.15 ניתנה תשובה למכתב, ע"י עו"ד עופר דורון, ממשרד כהן, בן-נר דורון ושות', שמתחילת
5 הדרך ייצג את המשיבים 2-4 (לטענתו, רק אותם). מכל מקום, עו"ד דורון פותח את מכתבו כך:
6 **"בשם מרשיי, המכותבים על מכתבך, הנני מאשר קבלת מכתבך מיום 28.1.10.**
7 **מרשי קראו בעיון רב את טענותיך וטענות מרשך, המפורטות במכתבך הנ"ל,**
8 **ומצאו לנכון לדחותן מכל וכל."**
9
10 היינו, בשלב זה החברה ויתר המשיבים מיוצגים בידי אותו בא כוח, שעונה לגופן לטענות המבקש.
11 לא זו אף זו. בסעיף 4 למכתבו מציין עו"ד דורון, כי הוסמך בשם מרשיו, לרבות החברה, לנהל מו"מ
12 עם המבקש למכירת מניות החברה לידיו בסכום עליו עמד כשווי הוגן.
13
14 המבקש העלה טענה זו בבקשה המתוקנת לאישור. אז הגישה החברה (ביום 22.7.13) בקשה לסילוק
15 התובענה והבקשה על הסף וטענה להתיישנות. החברה התייחסה לטענת התובע לפיו לא העלתה
16 טענה זו קודם וטענה כי עד לשלב הגשת התובענה ובקשת האישור המתוקנות כלל לא הייתה צד
17 להליכים. עם זאת, החברה לא מתייחסת לטענה לפיה המכתב שקדם לתביעה הומצא לבאי כוחה
18 שהשיבו עליו בשמה, כמו גם לכך שכתב התביעה והבקשה לאישור הוגשו בסמוך לאותו בא כוח, שכן
19 זה כתב בתשובתו כי הוא מייצג הן את החברה הן את יתר הנתבעים. כך גם בתגובה שהגישה
20 לבקשת האישור. רק בתשובה לתגובת המשיב לבקשה לסילוק התובענה על הסף (מיום 10.11.13)
21 מתייחסת החברה להמצאת התביעה ובקשת האישור למשרדו של עו"ד דורון, כיון שזה הגיב גם
22 בשמה לפנייה מוקדמת בעניין שווי המניות. החברה מאשרת את ההמצאה, אך מוסיפה כי: **"לו**
23 **הייתה החברה צד להליך, כי אז היה נקבע כי ההמצאה לעו"ד דורון כמוה כהמצאה לחברה. ואולם,**
24 **משהחברה אינה צד להליך, הרי אין להמצאה לעו"ד כל משמעות כלפי החברה."**
25
26 אני סבורה, כי גם טענה זו מהווה התנהלות בחוסר תום לב. מספר ימים לפני המצאת התובענה
27 ובקשת האישור כתבו ב"כ המבקש לחברה וליתר המשיבים מכתב לפני הגשת תביעה, וקיבלו
28 תשובה מעו"ד דורון לפיה הוא מייצג את כלל המשיבים. כמה ימים לאחר מכן מגיע כתב תביעה
29 ובקשת אישור למשרדו, הנושאת את שם החברה. כפי שציינתי מקריאת התביעה ובקשת האישור
30 עולה כי הכוונה הייתה כי אלו תוגשנה גם כנגד החברה. משכך, חובה היה על החברה, באמצעות
31 עו"ד דורון, או באמצעות המשיבים 3 ו-4, להפנות את תשומת לב ב"כ המבקש, כי היא אינה רואה
32 בכך כתב תביעה כנגדה, או לכל הפחות, לא להעלות בהמשך טענת התיישנות.
33



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 המבקש, כשקיבל תשובה עניינית למכתבו בשם החברה, והמציא את כתב התביעה והבקשה לאישור
 2 לחברה, ובשום שלב במשך כתבי הטענות הראשונים, בהם כתבי טענות שכללו טענות לגופו של עניין,
 3 לא נטען דבר בעניין, רשאי היה להסתמך על כך.
 4
 5 החברה העלתה טענת התיישנות, העלתה את הטעמים בבסיס קביעת טענת התיישנות בקצרה, אך
 6 כל שטענה הוא כי ידיעתה שלה על הגשת התביעה אינה שקולה כנגד הגשתה בפועל כנגדה. ובכן, גם
 7 אם ידיעה אינה מחליפה הגשת תובענה בפועל, לצורך הפסקת מירוץ התיישנות, הרי שידעה על כך
 8 שהצד שכנגד חולק על זכות הנתבע היא יסוד בדיני התיישנות. במקרה זה, הידיעה אינה שקולה
 9 אמנם להגשת תביעה, אך די בה, בנסיבות ענייננו, כפי שאבהיר להלן, כדי למנוע מהחברה מלהעלות
 10 טענת התיישנות.

11
12
13
14

(3) צירוף המשיבים 2-4 כמציעים בהצעת הרכש

15 החברה היא הנתבעת הראשית והמרכזית בתובענה ובבקשת האישור. החברה היא זו שקבעה את
 16 מחיר המניה, והיא זו שהייתה אמורה, על פי הצעת הרכש המקורית, לרכוש את כלל המניות.
 17 הנסיבות להצעת הרכש המתוקנת, כפי שאפרט, אינן ברורות כלל ועיקר, והדבר אף נעשה בניגוד
 18 לעמדת רשות ניירות ערך. אמנם, עצם הצירוף והרכישה אינם נתקפים בהליך שלפניי, אולם, לצרף
 19 באופן כזה את המשיבים 2-4 כמציעים מחד, ומאידיך להסתתר מאחוריהם כאשר מוגשת תובענה
 20 לסעד הערכה, לטעמי מהווה גם היא התנהגות בחוסר תום לב. החברה למעשה לא הבהירה מדוע
 21 בכלל נדרשה למשיבים 2-4 לצורך הגשת הצעת הרכש, והנסתר לעניין זה, רב על הגלוי.

22
23

בתגובה המקורית לבקשת האישור נאמר כך (בסעיף 23 לתגובה המקורית):

24 "בחודש ספטמבר 2009, פורסמה הצעת רכש מלאה, לפי סעיף 336 לחוק החברות
 25 אשר במסגרתה הוצע לרכוש את כלל מניות החברה הנמצאות בידי הציבור. ביום
 26 18.11.09 פורסמה הצעת רכש מלאה מתוקנת, נושא התובענה, לפיה המציעים
 27 בהצעת הרכש יהיו אוליצקי כריה, המשיבה 1 (אופק) המשיב 2 (אליהו אלתר)
 28 והמשיב 3 (עמית אבירם). כפי שהוסבר בהצעת הרכש, התאגדותם של המציעים
 29 נועדה אך להוציא לפועל את הצעת הרכש, והמציעים לא החזיקו יחד במניות
 30 החברה."
 31 (ההדגשה שלי – מי א' ג')

32

33 כלומר, החברה מפנה להצעת הרכש המתוקנת כדי להבהיר מדוע נדרשה למשיבים 2-4. עיון בהצעת
 34 הרכש המתוקנת מעלה שעל אף האמור בה, הבהרה לעניין הצורך במשיבים 2-4 אין. הסיפא לפסקה
 35 לעיל נובעת ממחלוקת שהייתה לחברה עם הרשות לניירות ערך. הרשות הייתה בעמדה, כי שלושת
 36 המציעים (המשיבים 2-4) מחזיקים במשותף מעל 90% מהמניות בחברה ועל כן אין הם רשאים
 37 להיות מציעים בהצעת רכש. החברה סברה, כי הם אינם מחזיקים יחד במניות החברה והתאגדותם



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 באה, כאמור, רק לשם הוצאה לפועל של הצעת הרכש. אם נקבל את עמדת המשיבים עצמם בעניין
2 זה, הרי שהחברה והמשיבים האחרים התאגדו יחד רק למטרת רכישת המניות, ועל כן יש להתייחס
3 אליהם כמקשה אחת.

4
5 זאת ועוד. בסעיף 10.1 להצעת הרכש מתייחסת החברה למקורות הרכישה, ולפיו: **"בכוונת החברה**
6 **לממן את הצעת הרכש למניות הניצעים ממקורותיה העצמיים"**. החברה ממשיכה ומציינת כי
7 המקורות המהותיים הינם הלוואה שנטלה החברה ויתרת עודפים ראויים לחלוקה. אם מדובר
8 במקורותיה העצמיים מדוע נדרשים הרוכשים הנוספים? ההסבר ניתן בסעיף 12 להצעת הרכש
9 ולפיו:

10 **"הדירקטוריון אישר את הרכישה העצמית עד לגבול החלוקה העומד במבחני**
11 **סעיף 302(א) לחוק החברות... יתרת מניות הניצעים תירכש ע"י אופק, שהינה**
12 **חברה פרטית בשליטת יחידי משפחת אוליצקי (בעלי השליטה בחברה), עמית**
13 **אבירם ואליהו אלטר."**
14

15 הסעיפים הללו סותרים לכאורה זה את זה. אם הרכישה היא רק מיתרת עודפים הראויים לחלוקה,
16 אזי אכן היה מקום למגבלה הנובעת מדיני החלוקה, ואז היה מקום, על פני הדברים לצורך במקורות
17 מימון נוספים (לאו דווקא בתוספת מציעים). אולם, נאמר כי הרכישה היא ממקורותיה העצמיים של
18 החברה, והייתה הפניה מפורשת גם לכספי הלוואה.

19
20 מקורה של אותה הלוואה גם הוא אינו מפורט. האם המציעים האחרים הם שהלוו לחברה? הפרטים
21 על סכום ההלוואה והיתרה לתשלום מופיעים בסעיף 10.2 להצעת הרכש, מצוין תאריך נטילת
22 ההלוואה, הריבית ומועדי הפרעון, אך לא מצוין שם המלווה. ובכך אם יש הלוואה מדוע יש צורך
23 במציעים הנוספים? ובכלל, מדוע בעלי השליטה אינם תורמים ממקורותיהם לחברה? מדוע עליהם
24 לצרף מציעים נוספים? כאמור, רב הנסתר על הנגלה.

25
26 **(4) התייחסות החברה לכלל המציעים כמקשה אחת**
27 החברה, בדיוק כמו המבקש, התייחסה לאורך כל הדרך אל המציעים בהצעת הרכש כמקשה אחת.
28 כעת להיתמם ולטעון כאילו המבקש השמיט במכוון את החברה, זו טענה שאין לה על מה לסמוך. כך
29 גם טענתם של המשיבים 2-4, שנטענה במסגרת התשובה, לפיה יש לדחות גם את התובענה נגדם על
30 הסף, שכן אם תדחה התובענה נגד החברה בשל התיישנות, אין עוד לדעת מי המציעים רכש אילו
31 מניות ועל כן יש לסלק גם את התובענה נגדם על הסף.

32
33 המשיבים 2-4 טוענים, כי הם רכשו רק 93,775 מניות מתוך 470,664 מניות שנרכשו במסגרת הצעת
34 הרכש, ועל כן שוב לא ניתן לדעת האם המשיבים 2-4 רכשו את מניות המבקש. גם טענה זו מועלית
35 בחוסר תום לב לאור התנהלות החברה, ועל כן אין לקבלה. ראשית, הנתונים בעניין זה הם אצל



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 החברה. כל מה שציינו המשיבים 2-4, בסעיף 4.1 לתשובה המקורית הוא כי המבקש לא הוכיח
2 שהמשיבים 2-4 הם אשר רכשו את מניותיו וכי: **"על פי הנסיבות סביר יותר שאין הדבר כך"**. שנית
3 ובעיקר, החברה עצמה לא ערכה הבחנה מי מבין המציעים רכש אילו מניות (להבדיל מהכמויות) ועל
4 כן המבקש רשאי גם הוא להתייחס לכלל המציעים באותו אופן.
5
6 המבקש טוען, כי יש לראות בתביעה ככזו שהוגשה נגד החברה כיון שסעד ההערכה הינו סעד
7 הצהרתי בו מתבקש בית המשפט להצהיר על השווי ההוגן של מניות החברה. החברה, מנגד, טוענת
8 כי מדובר בתובענה כספית לכל דבר ועניין, ועל כן, משעה שלא צורפה, שוב אין התביעה מתנהלת
9 נגדה. ובכן, סעד ההערכה אינו סעד הצהרתי, שכן מדובר בתביעה כספית שהמבקש כימת אותה
10 במדויק. עם זאת, בנסיבות העניין שלפניי, החברה עצמה התייחסה, לאורך כל הדרך, לכל המציעים
11 כמקשה אחת, ועל כן, היא מנועה, לטעמי, מלהעלות כעת טענה לפיה חלים בעניינה דיני ההתיישנות,
12 כשהמבקש פעל באותו אופן והתייחס בתביעתו לכלל המציעים כמקשה אחת, גם אם השמיט את
13 שמה של החברה כנתבעת או משיבה.
14
15 הצעת הרכש עצמה והודעת הקיבול מעידות על הדברים. הודעת הקיבול המצורפת להצעת הרכש
16 מופנית לחברה – אוליצקי כריה בע"מ. בגוף ההודעה מוזכרים ארבעת המציעים **המוגדרים יחד**
17 **כ"מציעה"**. העברת המניות מהניצעים היא למציעה, היינו לכל הארבעה, ללא ייחוד מניות מסוימות
18 למי מהם. בשטר העברת המניות נאמר, כי בעל המניות מעביר כנגד התמורה את מניותיו ל:
19 **'אוליצקי כריה (1990) בע"מ/אופק א. אחזקות (2005) בע"מ/עמית אבירם/אליהו אלתר' ("מקבל**
20 **ההעברה")...הנני מעביר למקבל ההעברה _____ מניות...ואני מקבל ההעברה, הנני מסכים לקבל**
21 **את המניות הנ"ל..."**. בתחתית השטר לצד הסימון * (כוכבית), שמופיע אחרי פירוט כל המציעים,
22 כתוב: מחק את המיותר. כך, אחת משתיים, או שאכן נמחק המיותר ובכל פעם נשאר רק שם אחד
23 מהארבעה, ואז המידע הזה מצוי בידי החברה, ואין אנו צריכים להתבסס על הסתברויות. או,
24 לחילופין, שלא נמחק דבר, וכשם ש"המציעה" היא כל הארבעה, כך גם כפי שמוגדר בשטר העברת
25 המניות, "מקבל ההעברה" הם גם כן כל הארבעה. נראה כי בפועל האפשרות השנייה היא זו
26 שהתממשה, שכן, על פי שטר העברת מניות שצורף לתגובה המקורית של מר יהודאי ניסן, מכוחו
27 העביר מר ניסן 8,000 מניות, ובה נשארו רשומים כל הארבעה ולא נמחקו שלושה. בנוסף, הודעת
28 קיבול של מחזיק לא רשום מופנית ל: **"חברה יחד עם אופק א. אחזקות (2005) בע"מ, עמית אבירם**
29 **ואליהו אלתר (יחד להלן: "המציעה"), הציעה המציעה הצעת רכש..."** היינו מניות אלו מופנות
30 למציעה הכוללת את כל ארבעת הרוכשים. ועוד, להודעה על רכישה כפויה, בהתאם לסעיף 337 לחוק
31 החברות, מצורפת המחאה בתמורה למניות הנרכשות, כשעל החתום: **'אוליצקי כריה (1999)**
32 **בע"מ/אופק א. אחזקות בע"מ/עמית אבירם/אליהו אלתר."**
33



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 בנוסף, המשיבים, כשהם מנסים להראות שהמחיר ראוי, מפנים להסכמת הכנ"ר למחיר, וכן
 2 לניצעים המתוחכמים. ובכן, אם לא יודעים למי מכר המבקש את מניותיו גם למי מכרו
 3 הניצעים המתוחכמים את מניותיהם ולמי מכרה המנהלת המיוחדת מטעם הכנ"ר את מניות
 4 החייבת. זאת ניתן ללמוד מההתכתבות בין ב"כ החברה לכנ"ר שצורף כנספח לתגובה המקורית ובה
 5 נאמר: **"מצאתי לנכון לייצע אותך על קיומה של הצעת רכש פתוחה לרכישת מניות החברה"**,
 6 וההסכמה ניתנה על פי הצעת הרכש ללא שצויין מי בדיוק יקבל את המניות. כיון שמדובר בבעלי
 7 השליטה ואורגנים של החברה לא ניתן לקבל שמחד הם טוענים כי המחיר היה הוגן בהתבסס על
 8 קבלת ההצעה בידי ניצעים מסוימים, ומאידך טוענים כי אין לדעת מי מבין המציעים רכש אילו
 9 מניות.

10
 11 אם כך הם פני הדברים, אזי החברה ראתה בארבעת הרוכשים גוף אחד. למעשה, השלושה הנוספים
 12 נדרשו ככל הנראה בשל בעיות מימון, אף כי הדבר לא נאמר במפורש. לא ברור מדוע נזקקו לפורמט
 13 זה תחת מתן הלוואה ע"י השלושה לחברה, אולם הדבר אינו מענייננו. עם זאת, בזמן הצעת הרכש
 14 החברה לא עשתה כל אבחנה בינה לבין הרוכשים האחרים, הגדירה אותם כ"מציעה" מכאן,
 15 וכ"מקבל העברה", משם, כך כולם כאחד, כל הארבעה. על כן, אין להתיר לה כיום לטעון כי יש
 16 להבחין בינה לבין הניצעים האחרים, לטעון כי לא ידעה על התובענה ולהעלות טענת התיישנות.

17
 18 ג. תום הלב במשפט הדיוני

19 הפסיקה החילה את עקרון תום הלב על המשפט הדיוני. כך, למשל, בבש"א 2236/06 חממי נ' אוחיון
 20 (2006), נקבע כי תורת תום הלב:

21 **"מתפרשת כיום גם על פעולות משפטיות בעלות אופי דיוני: עיקרון תום הלב חל**
 22 **בסדרי הדין. חובתו של בעל דין להפעיל את כוחותיו המשפטיים-דיוניים בדרך**
 23 **מקובלת ובתום לב. עליו לפעול כאדם סביר והוגן בנסיבות המיוחדות של**
 24 **המקרה."**

25
 26 עם זאת, מטבע הדברים המבחן הוא גמיש. כך, קבעה כב' הנשיאה ד' ביניש בבש"א 6479/06 בנק
 27 דיסקונט לישראל בע"מ נ' משה שנפ (2007, להלן: עניין בנק דיסקונט), בפסקה 5 לפסק דינה:

28 **"השאלה מהו שימוש לרעה בהליך השיפוטי, אינה ניתנת לתשובה אחידה**
 29 **וממצה. קשה להגדיר מראש מתי תעלה התנהגות של בעל-דין כדי ניצול לרעה של**
 30 **ההליך השיפוטי; קל יותר לזהות את הפסול שבהתנהגות זו כאשר נתקלים בה.**
 31 **בדומה לעקרון תום-הלב, אף האיסור על ניצול לרעה של הליכי-משפט מבוסס**
 32 **בעיקרו על אמת-מידה אובייקטיבית, הנבחנת בהתאם לנסיבותיו של כל מקרה**
 33 **לגופו. כוונותיו הסובייקטיביות של בעל-הדין והשאלה האם פעל בזדון עשויות**
 34 **להשליך על המסקנה האם עשה שימוש לרעה בהליכי משפט; עם זאת, עיקרו של**
 35 **המבחן בעניין זה הינו סבירות והגינות, קרי- כיצד היה נוהג בעל דין סביר והגון**
 36 **בנסיבות העניין. התפיסה שבבסיס אמת-המידה האמורה הינה כי השמירה על**
 37 **האינטרס האישי של בעל-דין צריכה להיעשות תוך התחשבות בציפיות הדיוניות**
 38 **המוצדקות של הצדדים האחרים להליך, ותוך מילוי חובותיו של בעל-הדין כלפי**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 **בית-המשפט; זאת, על-מנת לאפשר דיון והכרעה במחלוקות שהובאו בפני בית-**
2 **המשפט, תוך הבטחת הליך שיפוטי תקין והוגן לפרט ולציבור בכללותו."**
3
4
5 יששכר רוזן צבי, בספרו **ההליך האזרחי** (התשע"ה-2015, להלן: **רוזן צבי, ההליך האזרחי**), מנתח
6 באופן מעמיק ומקיף את סוגית תום הלב הדיוני, וסבור כי יש להיזהר בהפעלתו, בעיקר כדי למנוע
7 פגיעה בשוויון. בעמ' 244 הוא מציין:

8 **"בשל הבעייתיות האינהרנטית של תום הלב הדיוני, "כלל האצבע" צריך להיות**
9 **שיש לעשות בו שימוש רק במצבים שבהם הוא נדרש למניעת תוצאה בלתי צודקת**
10 **בעליל וכאשר אין בנמצא כלי פרוצדורלי אחר, צר ובעל סייגים ברורים יותר, כגון**
11 **תורת השתק מכוח מצג, שאפשר להגיע באמצעותו לאותה תוצאה."**
12

13 בנסיבות עניינו, שפורטו לעיל, אני סבורה כי החברה התנהלה בחוסר תום לב דיוני. בתחילה, שעה
14 שהומצאה התביעה לבא כוחה, וזה לא ציין כי לטעמו אין מדובר בתובענה נגד החברה. גם המשיבים
15 3-4, המשמשים כנושאי משרה בחברה, לא טרחו לעשות כן. נראה היה כי החברה ניצלה את הניסוח
16 הלקוי של כתבי הטענות מטעם המשיב, כדי לנסות לזכות ביתרון דיוני, והעלתה את הטענה רק
17 בחלוף שנים, ואז טענה כי התובענה נגדה הוגשה בחלוף מעל שלוש שנים, חלף שלושה חודשים. זאת,
18 כדי להעצים את הרושם שאכן מדובר באיחור ממשי. כאשר, בפועל, ניתן היה לתקן זאת מיד עם
19 הגשת התובענה.
20

21 בעניין **בנק דיסקונט** קבע בית המשפט העליון קווים מנחים למתן סעדים בגין הפרת חובת תום הלב
22 הדיונית, ביניהם כי על בית המשפט לאזן בין טיב ההתנהגות חסרת תום הלב וחומרתה לבין עוצמת
23 הפגיעה בזכויות בעל הדין.
24

25 במקרה זה, לאור תקופת ההתיישנות הקצרה בתובענה לסעד ההערכה מזה ומהות התובענה מזה,
26 תביא קבלת טענת ההתיישנות לשלילת כל אפשרות להגיש תובענה כנגד החברה בגין רכישת מניות
27 בהצעת הרכש המלאה במחיר שאינו הוגן. כיוון שתקופת ההתיישנות לסעד ההערכה היא קצרה
28 במיוחד (עמדה בשעתו על 3 חודשים), המשמעות של קבלת טענת התיישנות היא שאיש לא יוכל
29 לתקוף את החברה בגין המחיר בו נרכשו מניות המיעוט.
30

31 תוצאה זו קשה במיוחד שעה שהיה בעל מניות, המבקש, שטרח והגיש את התובענה במועד בשם
32 בעלי המניות כולם.
33

34 נראה לי שלאור העובדה שהחברה ידעה לאורך כל הדרך כי כוונת המבקש הייתה להגיש את
35 התובענה ובקשת האישור גם כנגדה, והיא ניצלה את הניסוח הלקוי של כתבי הטענות כדי להעלות
36 טענת התיישנות, האיזון הראוי הוא לדחות את טענת ההתיישנות ולאפשר למבקש לנהל את ההליך
37 נגדה.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1
2 רזון צבי, ההליך האזרחי מביא כדוגמא לשימוש בתום הלב במשפט הדיוני, את כלל הידיעה
3 שהחליף את ההמצאה במקרים מסוימים בהם בתי המשפט סברו שבעלי דין ניצלו טעויות בתום לב
4 של הצד שכנגד (שם, בעמ' 249), גם לעניין זה הוא מזהיר מפני סטנדרטים פתוחים מדי שעלולים גם
5 הם להביא לפגיעה בשוויון. נראה כי אימוץ עקרונות אלו במקרה שלפני לא יביא לפגיעה בשוויון
6 שכן, מדובר ממש בניצול לרעה של זכויות דיוניות.

7
8 במקרה שלפני מדובר בתובענה שעניינה רכישת מניות על מנת להפוך את החברה לחברה פרטית.
9 המציעים, בהם החברה, ראו בעצמם גוף אחד, הציגו כך את עצמם כלפי כל הניצעים, בהם המבקש,
10 ועורך דינם אף קיבל בשם החברה מכתב התראה לפני תביעה ואף השיב למבקש. כן קיבל המצאת
11 כתב התביעה ובקשת האישור בשם החברה. נושאי המשרה בחברה, המשיבים 3 ו-4, היו צד להליך
12 לכל אורכו. כלומר, לחברה היה ברור שכוונת המבקש היא להגיש את התובענה ובקשת האישור גם
13 כנגדה. האמת היא שאין כל הגיון ותוחלת להגיש תביעה לסעד הערכה שלא נגד החברה. החברה
14 ידעה זאת וניצלה את טעותו של המבקש.

15
16 בנסיבות אלו מתקיימים לטעמי היסודות של השתק, כיוון שהחברה ידעה על הטעות, המבקש
17 הסתמך עליה, וכעת יגרם לו, ובמקרה זה לבעלי המניות כולם, נזק ממשי אם טענת ההתיישנות
18 תתקבל. בנוסף, לטעמי מקרה זה הינו מסוג המקרים שבהם ניתן לומר כי מדובר בחוסר תום לב
19 בהעלאת הטענה בכלל, ובפרט במועד בו הועלתה.

20
21 לאור כל האמור לעיל, אני דוחה את טענת ההתיישנות של החברה ועמה את הבקשה לסילוק על
22 הסף. כעת פתוחה הדרך לדון בבקשה לאישור התובענה כייצוגית. מכאן ולהבא, ההתיישנות
23 למשיבים תהיה לרבות החברה.

6. התנאים לאישור התובענה כתובענה ייצוגית

א. כללי

24
25 התנאים להגשת תובענה ייצוגית מפורטים [בסעיפים 3, 8 ו-44 לחוק תובענות ייצוגיות](#). ישנם שישה
26 תנאים בהם על מבקש האישור לעמוד כדי שהתובענה תאושר כתובענה ייצוגית. לעניין זה נקבע
27 ברע"א 09/2128 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' רחמים עמוסי (2012, להלן: עניין עמוסי):

- 28
29
30 **1. עניין התובענה – "לא תוגש תובענה ייצוגית אלא בתביעה כמפורט בתוספת**
31 **השניה או בענין שנקבע בהוראת חוק מפורשת כי ניתן להגיש בו תובענה ייצוגית"**
32 **(סעיף 3(א) לחוק).**
33 **2. זהות התובע – ככל הנוגע להגשת בקשה לאישור תובענה ייצוגית בידי יחיד,**
34 **ישנה דרישה ל"אדם שיש לו עילה בתביעה או בענין כאמור בסעיף 3(א)" (סעיף**
35 **4(א)(1) לחוק). אולם, אם תנאי זה בלבד אינו מתקיים, יאשר בית המשפט את**
36 **התובענה הייצוגית אך יורה בהחלטתו על החלפת התובע המייצג (סעיף 8(ג)(2)).**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 3. השותפות בקבוצה – "התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט
- 2 המשותפות לכלל חברי הקבוצה" (סעיף 8(א)(1) לחוק).
- 3 4. סיכויי התובענה – קיימת אפשרות סבירה שהשאלות הנ"ל תוכרענה במסגרת
- 4 התובענה לטובת הקבוצה (שם).
- 5 5. התאמת המסגרת למחלוקת – "תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת
- 6 להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין" (סעיף 8(א)(2) לחוק).
- 7 6. התאמת המסגרת לחברי הקבוצה – קיים יסוד סביר להניח כי עניינם של כלל
- 8 חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת ובתום לב (סעיפים 8(א)(3) ו-8(א)(4)
- 9 לחוק).
- 10

11 לאור האמור לעיל, התנאים לאישורה של תובענה ייצוגית לפי חוק תובענות ייצוגיות הם כדלקמן:

12 (1) למבקש עילת תביעה אישית באחד מן העניינים הכלולים בתוספת השנייה לחוק, או בהוראת

13 חוק מפורשת; (2) התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי

14 הקבוצה; (3) יש אפשרות סבירה שהשאלות המשותפות דלעיל תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה;

15 (4) תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין; (5) קיים יסוד

16 סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת; (6) קיים יסוד סביר להניח

17 כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בתום לב.

18

19 בטרם אבחן תנאים אלו אציין, כי הבקשה שלפניי מעוררת שאלות רבות ונכבדות כמו ההשפעה

20 שצריכה להיות להצבעת משקיעים מוסדיים או משקיעים מתוחכמים בעד הצעת הרכש על ההליך,

21 האם מי שיש לו עבר פלילי בניירות ערך ראוי שיהיה תובע מייצג בתובענה ייצוגית באותו עניין, ועוד.

22 לאור זאת, בחרתי שלא לדון לעומק בכל הטענות שהועלו, ולהתמקד במרכזיות שבהן, כדי שלא

23 להפוך את ההליך המקדמי להליך העיקרי, כפי שקבעה כב' השופטת (כתוארה אז) ד' ביניש בע"א

24 2718/09 "גדיש" קרנות תגמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (2012, להלן: עניין אלסינט), בפסקה 19

25 לפסק דינה:

26 "לשלב הדיון בבקשה לאישור תובענה כייצוגית נודעה חשיבות רבה. חשיבותו

27 נובעת מהצורך לאתר את נקודת האיזון הראויה בין השאיפה שלא להפוך הליך

28 מקדמי זה להליך עיקרי שבמסגרתו מתבררות עילות התביעה גופן באופן המעכב

29 את הדיון ופוגם ביעילותו, מחד גיסא; אולם גם מתוך הכרה בכך שעצם ההחלטה

30 לאשר תובענה ייצוגית מטילה על הנתבעים נטל כבד ועלולה לתמרץ אותם

31 להתפטר אף במקרים בהם לא קיימת הצדקה מהותית להגשת התביעה, מאידך

32 גיסא. עמד על כך הנשיא ברק: "את דיני התובענה הייצוגית... יש לפרש על-פי

33 התכלית המונחת ביסודם. יש לעשות הכול כדי להגשים את המטרות המונחות

34 ביסוד החקיקה, תוך שמירה על מנגנוני ההגנה אשר ימנעו ניצול התובענה

35 הייצוגית לרעה. אכן, אין להתייחס אל התובענה הייצוגית כאל בן חורג. יש לראות

36 בה אמצעי חשוב להגשמת זכות הפרט והכלל. עם זאת, יש לשמור מפני ניצול

37 האמצעי הזה לרעה. מכאן חשיבותו הרבה של השלב הראשון בתובענה הייצוגית,

38 שעניינו אישור (מלא או מותנה) של בית המשפט לתובענה הייצוגית. זהו

39 הפרוזדור שבאמצעותו ניתן להיכנס לטרקלין, הוא הדיון במשפט גופו. אין להפוך

40 את הפרוזדור למשכן קבע. הליך האישור צריך להיות רציני ויעיל. אסור לו, להליך

41 זה, להוות גורם המצנן תובעים ראויים מלהגיש תביעה ייצוגית. עם זאת, ראוי לו

42 להיות גורם השולל מתובעים בלתי ראויים את המשך התביעה הייצוגית" (רע"א

43 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מט(5) 774, 787 (1995).



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1

2

וכפי שקבע גם כב' המשנה לנשיא, השופט א' ריבלין, בעניין עמוסי, בפסקה 15 לפסק דינו:

3

"אשר על כן, ברי כי תכלית החוק היא להורות לבית המשפט לבצע בחינה

4

מקדמית של סיכויי התובענה לשם הגנה מידתית על זכויות הנתבעים. לעניין זה,

5

די לו לבית המשפט לעקוב בדקדקנות אחר לשון המחוקק ולראות האם קיימת

6

"אפשרות סבירה" להכרעה לטובת קבוצת התובעים; הא, ותו לא. החמרת

7

התנאים לאישור תובענה כייצוגית, ובירור רוב רובה של התביעה כבר בשלב

8

אישור התובענה כייצוגית, חורגת מהאיזון שקבע המחוקק, ועל כן היא אינה

9

ראויה. נוסף על כך, דיון שמתבצע באופן זה אינו יעיל, מכיוון שנוצרת כפילות בין

10

הדיון בגוף התובענה לבין הדיון בבקשת האישור; חוסר היעילות הטמון בכפילות

11

זו גדל מקום בו פונים הצדדים פעמיים לערכאת הערעור. ...עוד יש לציין כי בירור

12

עיקר התובענה בשלב המקדמי, אף מסכל את מטרת החוק להגן על הנתבעים.

13

כאשר ברור כי אישור התובענה כייצוגית שקול למעשה לקבלת התביעה, הפגיעה

14

במוניטין של הנתבע והסיכון הרב לו הוא חשוף באים לידי ביטוי כבר כשהוגשה

15

בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגדו. בדרך זו, בקשת אישור תובענה ייצוגית

16

בסכום עתק, אשר פעמים נותרת תלויה ועומדת כנגד נתבע במשך שנים ארוכות,

17

גורמת לאפקט זהה לתביעת עתק אשר תלויה ועומדת כנגד הנתבע. ברי כי לא לכך

18

התכוון המחוקק בפצלו את הדיון לשני שלבים. לשם השוואה, המחוקק

19

האמריקאי דרש מבית המשפט להכריע בשאלת אישור התובענה כייצוגית מוקדם

20

ככל...נוכח כל זאת, אין הצדקה להרחבת היריעה בשלב המקדמי של אישור

21

התובענה הייצוגית. יש להקפיד על בירור התנאים המוגדרים בחוק, והם לבדם.

22

ודוק: אמנם אין צורך כי בית המשפט יכריע בכל השאלות המשפטיות

23

והעובדתיות בשלב אישור התובענה הייצוגית, אך אין בכך כדי לומר כי אל לו

24

להכריע באף לא אחת מהן. פעמים, כאשר מדובר בתיק מורכב אשר מכיל שאלות

25

משפטיות ועובדתיות רבות, עשוי בית המשפט להידרש להכרעה פוזיטיבית בחלק

26

מהן, על מנת שיוכל לקבוע כי קיימת אפשרות סבירה להכרעה כוללת לטובת

27

התובעים. כך למשל, לפעמים ידרש בית המשפט להכריע בשאלת פרשנותו של

28

חוק מסוים, בטרם יוכל לקבוע כי קיימת אפשרות סבירה כי חוק זה חל על

29

המקרה שבפניו."

30

31

32

בהחלטה זו ניסיתי לאזן ולדון רק באותן שאלות שאין מנוס מלדון בהן כדי לקבוע האם יש סיכוי

33

סביר כי השאלות יוכרעו לטובת הקבוצה.

34

35

ב. עילת תביעה אישית

36

עילת התביעה לה טוען המבקש היא, כי מחיר התמורה ששולם עבור המניות בגין הצעת הרכש

37

המלאה לא היה מחיר הוגן. לעניין זה קבע כב' השופט י' דנציגר בע"א 10406/06 דן עצמון נ' בנק

38

הפועלים בע"מ (2009, להלן: עניין עצמון), בסעיף 41:

39

"ארבעה תנאי סף, שאינם מורכבים, מצביה הוראת סעיף 338 לחוק החברות. על

40

פי התנאי הראשון, על המבקש להיות ניצע בהצעת רכש מלאה. ודוק: דלתות בית

41

המשפט פתוחות על פי ההוראה, בפני "כל מי שהיה ניצע", מבלי להתנות את

42

הזכות לבקש את הסעד באי-היענותו של הניצע להצעה. תנאי זה, הטעון בירור,

43

יידון בהמשך הדברים. על פי התנאי השני, הצעת הרכש המלאה צריכה להתקבל

44

כאמור בסעיף 336(ג) או בסעיף 337(א) לחוק החברות. סעיפים אלה מגבילים,

45

כזכור, את קבלתה של הצעת רכש בשיעור מתנגדים מקסימלי [עד פחות ממחצית

46

מהון המניות לפי סעיף 336(ג), או עד פחות מ-5% מהון המניות לפי סעיף



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1 אם הצעת הרכש לא התקבלה והמזיע רכש רק את מניותיהם של אותם
 2 ניצעים שנענו לה - ומבלי שהחזקותיו עברו, כמובן, את רף ההחזקה של 90%
 3 ממניות החברה - הרי שניצעים אלו אינם זכאים לסעד של הערכה. התנאי
 4 השלישי הוא תנאי פרוצדוראלי, המגביל את אפשרות הגשת הבקשה לסעד
 5 ההערכה לתקופה של שלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה [סעיף
 6 338(ב) לחוק החברות]. התנאי הרביעי חל רק על אותו תובע המבקש כי בקשתו
 7 תוגש כתובענה ייצוגית. או אז, עליו לעמוד בתנאים לאישור תובענה ייצוגית, כפי
 8 שהם קבועים בחוק תובענות ייצוגיות."
 9

10 בענייננו, המבקש היה ניצע בהצעת הרכש המלאה ואין חולק כי המבקש רכש מניות בחברה קודם
 11 להצעת הרכש - מכאן שמתקיים התנאי הראשון; הצעת הרכש התקבלה - מכאן שמתקיים התנאי
 12 השני; והתובענה הוגשה בתוך 3 חודשים - מכאן שתקיים התנאי השלישי. על בחינת התנאי הרביעי,
 13 הכולל למעשה שורה של תנאים שעל המבקש לעמוד בהם מכוח חוק תובענות ייצוגיות, אעמוד להלן.
 14

7. הקבוצה והסיכוי כי השאלות יוכרעו לטובתה

15 כעת אבדוק אם מתקיימים התנאים בסעיף 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות ולפיו: **"התובענה**
 16 **מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה, ויש אפשרות**
 17 **סבירה שהן יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה"**.
 18

19 במקרה של סעד הערכה אין קושי בהגדרת הקבוצה, שכן מדובר בכל מי שמכרו מניות באותה הצעת
 20 רכש בין בהסכמה, בין ברכישה כפויה. על כן, אעבור לבחון האם המבקש השכיל להראות ברמה
 21 הנדרשת לשלב זה כי המחיר ששולם עבור המניות במסגרת הצעת הרכש לא היה הוגן, היינו כי יש
 22 אפשרות סבירה שטענותיו יוכרעו לטובת הקבוצה.
 23

24 במסגרת זו אבחן את הבסיס הרעיוני להצעת רכש מלאה; אבחן אינדיקציות שונות בנוגע לאי הוגנות
 25 המחיר עליהן הצביע המבקש, ובהן העדר הליך מסודר ושקוף לקביעת שווי החברה וכנגזרת מכך,
 26 שווי המניות בהצעת הרכש; ומנגד, אינדיקציות להוגנות המחיר, ובהן הצבעה של משקיעים
 27 מומחים או מוסדיים.
 28

7.1 הצעת רכש מלאה

א. על הצעות רכש וכשלי שוק

29 הצעת רכש מוגדרת בס' 1 לחוק החברות כ**"הצעה לרכישת מניות המופנית לציבור בעלי המניות**
 30 **של החברה"**. כאשר מדובר בחברה ציבורית שמניותיה רשומות למסחר בבורסה יכול כל אדם
 31 לרכוש את מניותיה במסגרת המסחר בבורסה ("איסוף מניות"). הצעת רכש היא למעשה טכניקה
 32 נוספת לרכישת מניותיה של החברה. במקום לרכוש את המניות במסגרת המסחר בבורסה יכול מי
 33 שמעונין לרכוש את המניות לפנות לציבור בעלי המניות של החברה ולהציע לקנות מהם שיעור
 34 מסוים של מניות בו הוא מעונין במחיר נתון. הדין מסדיר הצעת רכש במקום בו מתקיים כשל שוק
 35



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 וקובע שלוש מדרגות לעניין זה: הצעת רכש מיוחדת מתחייבת ברכישת גרעין שליטה, בהעדר דבוקת
2 שליטה בחברה (25%); ברכישת 45% כאשר אין מי שמחזיק ביותר מ-50% (סעיף 328 לחוק
3 החברות), והצעת רכש מלאה מחויבת ברכישה של מעל 90% ממניות החברה (סעיף 336 לחוק
4 החברות). הצעות רכש אחרות אינן מעוררות קשיים ועל כן הן אינן כפופות להתערבות רגולטורית
5 באשר לאופן ההצעה, אלא רק לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש) התש"ס-2000 (להלן: **תקנות ניירות
6 ערך**), שעיקרן יחס שוויוני לכלל הניצעים, חובות גילוי ומתן זמן הולם להיענות להצעה.
7

8 כיוון שהתיק שלפניי עוסק בהצעת רכש מלאה, לא אדון בהצעת רכש מיוחדת והדינים החלים עליה
9 (לעניין הצעת רכש מיוחדת ראו דבריו של כבי' השופט ס' ג'ובראן, החל בפסקה 19 לפסק דינו בעניין
10 **קיטאל**. עוד ראו לעניין זה: שרון חנס ועמרי ידלון, "כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת", **עיוני
11 משפט** כז (3) 787 (2004); אוריאל פרוקצ'יה, "כשלים בהערות על הצעת רכש מיוחדת", **עיוני משפט
12 כח** (2) 603 (תשס"ה-2004); שרון חנס ועמרי ידלון, "תשובה לתגובה של פרופ' פרוקצ'יה", **עיוני
13 משפט** כח (2) 613 (2004); אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט
14 ועסקים** ח 401, 409 (2008); תא (ת"א-יפו) 48851-02-12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייב
15 מדיקל בע"מ** (20.5.12; 16.7.12); רע"א 4104/12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' דב גולדשטיין
16 (19.6.12)** ורע"א 1896/12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' דב גולדשטיין** (5.4.12); ע"א 5105 **אדיר
17 שפירא נ' Dexia Credit Local** (2012) ודנ"א **Dexia Credit Local נ' אדיר שפירא** (2013); ע"א
18 7414/08 **תרו תעשיות רוקחות בע"מ נ' Sun Pharmaceuticals Ltd.** (2010)).
19

ב. הצעת רכש מלאה

21 בעניינינו נדונה הצעת רכש מלאה, בה קובע המחוקק תנאים לעסקה שתוצאתה חציית רף ה-90% על
22 ידי בעל מניות שליטה. הצעה שתוצאתה הפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית. דומה כי לאחר פסקי
23 הדין בעניין **עצמון** ובעניין **קיטאל**, אין מקום עוד להרחיב בעניין זה מעבר להפניה לאותם פסקי דין.
24 עם זאת, בחינת הבסיס הרעיוני להסדר תשלך על השאלות המתעוררות בהליך שלפניי, על כן אעמוד
25 על הדברים בקצרה.
26

27 חוק החברות קובע בסעיף 336, כי לא ירכוש אדם מניותיה של חברה ציבורית כך שלאחר הרכישה
28 יחזיק ביותר מ-90% ממניות החברה אלא בדרך של הצעת רכש. הסעיף קובע:

29 **"סימן א': רכישת מניות המיעוט בידי בעל השליטה בחברה ציבורית**

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



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 (ב) החזיק אדם מניות בשיעור הגבוה משיעור של תשעים אחוזים מכלל מניות
2 החברה הציבורית כאמור בסעיף קטן (א) או מסוג מניות, לא ירכוש מניות נוספות
3 כל עוד הוא מחזיק מניות בשיעור האמור.
4

5 כהשלמה לכך, נקבע בסעיף 337 לחוק החברות, כי אם התקבלה הצעת הרכש, כך ששיעור ההחזקות
6 של הניצעים שלא נענו לה נופל מ-5% מהון המניות של החברה, ויותר ממחצית הניצעים שאין להם
7 עניין אישי בקבלת ההצעה יענו לה, מחויב המציע לרכוש את כלל המניות הנותרות באותו המחיר.
8 זוהי רכישה כפויה. במקרה כזה עומדת לניצעים הזכות לפנות לבית המשפט ולבקש כי יקבע השווי
9 ההוגן של המניות שנרכשו מהם, הוא סעד ההערכה (סעיף 338 לחוק החברות). יש להדגיש, כי
10 במסגרת תיקון 16 תוקנו סעיפים אלו, ונוסח הסעיפים כיום שונה במעט מהנוסח שחל בעת הצעת
11 הרכש נשוא ההליך שלפניי.

12
13 עם זאת, הבסיס הרעיוני חל כאז כן היום. בעל שליטה בחברה עשוי להיות מעוניין לרכוש את מניות
14 המיעוט. שאיפה כזו יכולה להיות לגיטימית ולנבוע, למשל, מהרצון להפוך את החברה לחברה
15 פרטית כדי לחסוך בעלויות, או כדי ליצור סינרגיה תוך איחוד בין חברות שונות של בעל השליטה,
16 וכיו"ב, טעמים עסקיים-כלכליים לגיטימיים. עם זאת, שאיפה זו יכולה להיות מונעת מרצון להפיק
17 רווח על חשבון המיעוט. ללא הסדר מתאים עלול בעל השליטה לנצל את מעמדו ואת יתרון המידע
18 שלטובתו, כדי להעביר לבעלותו את החברה במלואה, היינו לרכוש את מניות המיעוט במחיר שאינו
19 הולם את שווין.

20
21 כשל השוק המחייב התערבות נובע מכך שבשלב מסוים רכישה של מניות על ידי בעל השליטה
22 בחברה עלולה לעורר חשש אצל בעלי המניות מקרב הציבור, שהם יהפכו להיות מיעוט זניח; המסחר
23 במניות החברה בבורסה יצטמצם באופן שעלול להביא למחיקת המניות מן המסחר בורסה. פגיעה
24 כזו בסחירות של המניות גוררת עמה כמובן ירידה בשווין (שכן לבעל המניות היחיד לא כדאי
25 להשקיע את המשאבים הנחוצים למכירת המניות בעסקה "פנים אל פנים"). על כן, לו הצעת הרכש
26 לא הייתה מוסדרת, כל בעל מניות עלול היה להסכים למכור את מניותיו לבעל השליטה במחיר
27 שאינו משקף את שווין, רק בשל החשש שיתר בעלי המניות יסכימו לכך ואם הוא לא יעשה כמותם
28 הוא ייקלע למצב בו הוא מחזיק במניות מיעוט זניחות שיימחקו מן המסחר. מתעוררות בעיית
29 התיאום ודילמת האסיר, המהוות כשל שוק שעלול להביא לעשייתן של עסקאות לא אופטימליות
30 מבחינת היעילות המצרפית.

31
32 בה"פ (ת"א) 786/07 נפתלי שני נ' מ.ל.מ מערכות בע"מ (2007), עמדתי על הבסיס הרעיוני של הצעת
33 רכש מלאה ואביא מדברים שאמרתי שם:

34 "הבסיס הרעיוני לחובה להציע הצעת רכש במקרים אלו מקורו בהגינות המסחר
35 והשוויון בין בעלי המניות... מטרת החובה לבצע הצעת רכש בסעיף 336 היא הגנה
36 על בעלי מניות מיעוט שיהפכו, לאחר הרכישה, להיות מיעוט של פחות מעשרה



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 אחוזים בחברה. במקרה כזה, קיים חשש כי המניות יאבדו את סחירותן, או אף
2 ימחקו כליל מהמסחר בבורסה (delisting). כך, בעלי המניות יוותרו כמיעוט זעום
3 בחברה שאינה נסחרת, כך שלמעשה לא יוכלו עוד למכור את מניותיהם... מטרתו
4 של סעיף 336 היא למנוע לחץ על בעלי מניות המיעוט שנוכחים לדעת כי בעל
5 השליטה רוכש מניות בבורסה, או רוכש מניות מבעלי מניות בודדים, למכור את
6 מניותיהם בכל מחיר. זאת, כדי לא להיוותר כמיעוט המחזיק במניות שאיבדו את
7 סחירותן."
8
9
10 החוק קובע רף אחזקות מקסימלי, כשבעל שליטה המבקש לעבור אותו, מחויב לרכוש מניות נוספות
11 בדרך של הצעת רכש מלאה. בדו"ח הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש (משרד המשפטים, ירושלים,
12 תשנ"ה-1994), הובהר הבסיס הרעיוני לחיוב בהצעות רכש בכלל, ובעמ' 223 התייחסה הוועדה
13 לסיטואציה שבה עוסק סעיף 336: **"בדומה, אם לבעל המניות הדומיננטי כבר יש 90% מן ההון
14 המוצא בחברה, והוא מבקש להגדיל את אחזקותיו עוד יותר, מוצע שיותר לו לעשות כן רק על ידי
15 רכישת כל יתר המניות המוצאות בדרך של הצעת רכש... אם המיעוט שנתר הוא קטן מידי הוא
16 מאבד את סחירותו בבורסה, ובמקרים קיצוניים הוא נמחק מהמסחר"** (ההדגשה שלי – מ' א' ג').
17 דברים דומים נאמרו בהצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ס"ח התשנ"ו-1995, דברי ההסבר לסעיף
18 393 בעמ' 119, לפיהם הרעיון היה למנוע מצב בו: **"אחזקותיו של בעל השליטה יעלו כך שיצטמצם
19 באופן ניכר המסחר במניות החברה. החשש מפני פגיעה בסחירות המניה עשוי להביא לכך שבעלי
20 המניות מן הציבור ימכרו את מניותיהם לבעל השליטה במחיר הנמוך מערכן."**
21
22 כפי שציינתי, בהחלט קיימים שיקולים כלכליים-מסחריים לגיטימיים לעבור משליטה של עד 90%
23 לשליטה מלאה של 100%, היינו להפוך חברה ציבורית לחברה פרטית (ראו ס' 339 לחוק החברות).
24 כאמור, שינוי הסטטוס יכול להקל על השליטה בניהול ענייני החברה ולחסוך לבעל השליטה עלויות
25 רבות הכרוכות בניהולה של החברה כציבורית (עלויות דיווח, אסיפה כללית, ועדות, חובות כלפי
26 המיעוט וכיו"ב). במצב כלכלי משברי לעיתים כדאי לו לרכוש את שארית המניות במחירים נמוכים.
27 גם ביצוע צעדי התייעלות מעדיפים לעשות לאחר הפיכת החברה לפרטית.
28
29 ידידה צ' שטרן "רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות" משפטים כא 409, 478 (1992) עמד על
30 הדברים בהקשר של סעיף 236 לפקודת החברות, שאפשר כפיית המכירה אם נעטרו להצעה מעל
31 90% מבעלי מניות חברת המטרה, ודבריו יפים גם לענייננו:
32 **"סעיף 236 מניח הנחה מסחרית סבירה, כי משיקולים של מדיניות כלכלית רצוי
33 לאפשר לרוב מכריע של בעלי המניות, המעוניינים לנהל את החברה כרצונם,
34 לרכוש את השליטה המלאה בה, כך שתימנע האפשרות שמיעוט שולי יטריד את
35 הרוב על ידי בדיקה בציציות שיקול דעתו המסחרי. עם זאת, יש להבטיח כי
36 שילוח המיעוט מהחברה יעשה באורח הוגן... אם רוב מכריע של בעלי המניות
37 הסכים לתנאי הרכישה, יש להניח שסרבנות המיעוט אינה מוצדקת..."**
38



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 על כן, נקבעה פרוצדורה לפיה אם ההצעה התקבלה – הרוכש ירכוש את כל המניות – כלומר גם את
2 אלה שבידי בעלי מניות שלא הסכימו להצעת הרכש. הבסיס הרעיוני לכך הוא כי ציבור המשקיעים
3 מעוניין בכללי משחק שיקדמו את האינטרסים הכוללים שלו כציבור, גם במחיר של פגיעה
4 באינטרסים של בעל מניות מסוים בהשקעה ספציפית שלו. אם ההצעה לא התקבלה ע"י כלל בעלי
5 המניות, לא יכול הרוכש לקנות מניות שיביאו אותו להחזקה של למעלה מ-90% (סי' 337(ב)).
6
7 לעניין זה היה שינוי מהותי בתיקון מס' 16. ההסדר במקורו עסק ברכישת מניות מעל ל-90%.
8 בתיקון 16 נקבע (בסעיף 336), כי בנוסף למניות חברה ציבורית, לא יוכל בעל שליטה לרכוש זכויות
9 הצבעה בחברה כך שלאחר הרכישה תהיה לו אחזקה של למעלה מתשעים אחוז ממניות החברה או
10 מסוג המניות המקנה זכויות הצבעה של למעלה מ-90%, אלא בדרך של הצעת רכש מלאה. מטרת
11 התיקון היא למנוע את צמצום יכולת המסחר במניות החברה עד למצב בו בעלי מניות מהציבור
12 ימכרו אותם לבעל השליטה בערך הנמוך משוויין. המחוקק מעוניין גם להבהיר, כי בכל מצב בו לבעל
13 השליטה זכויות הצבעה כאמור, העולות על 90%, יידרש הוא להגיש הצעת רכש מלאה. אמנם,
14 התיקון לא חל בענייננו, אך ניתן ללמוד ממנו על המגמה והבסיס הרעיוני שביסוד החובה להציע
15 הצעת רכש מלאה.
16
17 חשש נוסף שקיים בהצעת רכש מלאה הוא כי בעל השליטה יעשה שימוש ביתרון המידע שיש
18 ברשותו וירכוש את מניות המיעוט במחיר לא הוגן. על חשש זה עמדו הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני
19 במאמרם: "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה", **תאגידיים** 3/56
20 (2009 להלן: **אהרוני-ברק וחמדני, הצעת רכש מלאה**)). לטענתם, חוק החברות ותקנות ניירות ערך,
21 כמו גם הפסיקה, אינם מתמודדים עם היתרון המוקנה לבעל השליטה עקב נגישותו למידע לא פומבי
22 המצוי ברשות החברה.
23
24 המחברים מציעים להתגבר על בעיות זו הן באמצעות תיקון החוק והתקנות, תוך הרחבת חובות
25 הגילוי המוטלות על המציע בהצעת רכש מלאה, הן באמצעות הטלת חובה על הדירקטוריון לספק
26 לבעלי מניות המיעוט חוות דעת עצמאית אודות כדאיות העסקה. עוד מציעים המחברים, כי בתביעה
27 לסעד ההערכה, יוטל הנטל על בעל השליטה להראות כי לא עשה שימוש במידע המצוי ברשות
28 החברה, או, לחלופין, כי העמיד לרשות הציבור את כל המידע שעמד לרשותו ושמקורו בחברה.
29
30 כפי שאפרט בהמשך, חשש זה עולה במקרה שלפניי בהקשר של הליך קביעת מחיר המניות בהצעת
31 הרכש. היינו, כי בעלי השליטה ניצלו ידע שיש בידיהם כדי לקבוע מחיר נמוך מהשווי ההוגן למניות
32 שנרכשו.
33



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 אמנם, ניתן לקבל את דברי המשיבים לפיהם, לאחר שבע שנים בהם המניות לא נסחרו והחברה לא
 2 נהנתה מאפשרויות גיוס ההון, בחר בעל השליטה להפוך את החברה לפרטית. עם זאת, העובדה
 3 שחיכה 7 שנים מלמדת שניסה להביא לכך שהמניות ימכרו במהלך התקופה במחירים נמוכים יותר.
 4 הראיה היא הצעת רכש שבוצעה 7 חודשים קודם להצעת הרכש נשוא הליך זה, ובמהלכה נרכשו
 5 מניות החברה ב-2.4 ש"ח בלבד ורכישה, באותה שנה של 1,000 מניות בעסקה מחוץ לבורסה באותו
 6 מחיר. על כן, בנסיבות אלו יש להקפיד במיוחד כי המחיר הוגן, ולוודא שבעלי מניות לא יתנו את
 7 הסכמתם להצעת הרכש, רק משום שהם שבויים כבר שבע שנים בחברה שמניותיה אינן נסחרות,
 8 ואין בה אפשרות יציאה.

9

10 ג. רכישה כפויה

11 כאשר רק חלק מהניצעים מסכימים להצעת הרכש, החוק מחייב את בעל השליטה לרכוש גם את
 12 המניות הנותרות, כפי שארע במקרה שלפניי (ראו לעניין זה את השיקולים בקביעת מנגנון הרכישה
 13 הכפויה: אריה בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות", עיוני משפט יג', 71, 90 (תשמ"ח-1988)).

14

15 סעד זה נקבע כדי למנוע מבעלי מניות בודדים למנוע מבעל שליטה להפוך את החברה בשליטתו
 16 לחברה פרטית, והם עשויים לנקוט טקטיקה סחטנית כדי למנוע מימוש הצעת הרכש.

17

18 עמד על כך כב' השופט ס' גובראן בעניין קיטאל בסעיף 28 לפסק דינו:

19 "בעסקאות מסוג הצעת רכש מלאה, הרווח העודף על פרמיית השליטה נובע
 20 מהפיכתה של החברה מחברה ציבורית לפרטית. במצב זה, לו היה יכול בעל מניות
 21 בודד לסרב להצעה, הייתה ההצעה כולה נכשלת. לפיכך, לכל בעל מניות היה נוצר
 22 תמריץ להיוותר בעל המניות האחרון, ולדרוש תמורה מוגדלת עד לגובה הרווח
 23 הצפוי משינוי מבנה השליטה. משכך, לו לא היה קיים מנגנון של מכירה כפויה,
 24 אף הצעות רכש יעילות ומיזוגים יעילים לא היו מתממשים, שכן כל בעל מניות
 25 בודד היה מעדיף להתנגד להצעת הרכש ולהיוותר בעל מניות המיעוט האחרון.
 26 כשל שוק זה, הוא המצדיק את אלמנט הכפייה הקיים בעסקאות מיזוג ובהצעת
 27 רכש מלאה. במילים אחרות, בעוד שבהצעת רכש מיוחדת ניתנת לבעל המניות
 28 אפשרות לספוג את עלויות שינוי מבנה השליטה באם הערכתו האישית את
 29 התשואה הצפויה מהמניה שונה מהערכת בעלי המניות שנעתרו להצעה,
 30 בעסקאות הכוללות מכירה כפויה אפשרות זו אינה קיימת."

31

32 ד. סעד ההערכה

33 סעיף 338 לחוק החברות עוסק בסעד ההערכה (appraisal) וקובע, כי בעל מניות שהיה ניצע בהצעת
 34 רכש מלאה שהתקבלה יכול לפנות לבית משפט בבקשה לקבוע שהשווי ששולם היה פחות מהשווי
 35 ההוגן של המניות וכי יש לשלם את השווי ההוגן.

36

37 בבואו של בית המשפט לקבוע מהו אותו שווי הוגן, שעליו מדובר בסעיף 338 לחוק החברות, על בית
 38 המשפט לקחת בחשבון, מחד, כי הצעות רכש מלאות מסוימות מבוצעות לשם ניצול הזדמנות של



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 בעל השליטה לרכוש שליטה מלאה בחברה תוך ניצול יתרון המידע שברשותו לשם התעשרות על
 2 חשבון בעלי מניות המיעוט מקרב הציבור; ומאידך, כי הצעות רכש מלאות רבות אינן מבוצעות
 3 מתוך מניע פסול אלא מתוך רציונאל עסקי לגיטימי להפוך את החברה לחברה פרטית.
 4
 5 החוק הישראלי נותן למעשה הגנה כפולה לבעלי מניות המיעוט במקרה של רכישה החוצה. הראשון
 6 מנגנון ההצבעה והשני סעד ההערכה. בפסקי הדין בעניין **עצמון** ובעניין **קיטאל**, קובע בית המשפט,
 7 כי אין לראות בהסכמת מרבית הניצעים ראייה להוגנת המחיר, שכן קביעה כזו הייתה חותרת תחת
 8 ההגנה הכפולה שהעניק המחוקק לבעלי מניות המיעוט במצב זה. בעניין **קיטאל**, כב' השופט י'
 9 דנציגר קבע, כי עמדה זו מקבלת משנה תוקף לאור תיקון 16. תיקון 16 נחקק לאחר פסק הדין בעניין
 10 **עצמון**, בו עמד בית המשפט על ההגנה הכפולה, ועל אף שנערכו מספר תיקונים בסעיפים העוסקים
 11 בהצעת רכש מלאה וסעד ההערכה, בעקבות פסק הדין, המחוקק לא מצא לנכון לבטל את ההגנה
 12 הכפולה (ראו פסקה 58 לפסק דינו)

13
14 בעניין **קיטאל** עמד כב' השופט י' דנציגר על תכלית סעד ההערכה (בפסקה 44 לפסק דינו):

15 "ההסדר קובע כי בעל שליטה בחברה ציבורית רשאי, בהתקיים שורת תנאים,
 16 לכפות על כל בעלי מניות המיעוט בחברה ציבורית למכור לו את מניותיהם, אף אם
 17 לא כולם נתנו הסכמתם למכירה זו ("רכישה החוצה")... מטרתו העיקרית של
 18 ההסדר הינה לסייע בעריכתן של עסקאות רכש יעילות, תוך הבטחת הגינות
 19 המסחר ותוך שמירה על זכויות בעלי מניות המיעוט... סעד ההערכה הקבוע
 20 בסעיף 338 לחוק הינו מרכיב חשוב בהסדר, מכיוון שמנגנון הפיקוח השיפוטי
 21 שקבוע בו לבחינת הגינות התמורה מאזן את הפגיעה בזכויותיהם הקנייניות של
 22 בעלי מניות המיעוט ומגן עליהם מפני ניצול כוחו של בעל השליטה... סעד
 23 ההערכה נועד לפתור את בעיית פגיעותו של המיעוט במקרים של רכישה כפויה
 24 על ידי בעל השליטה בחברה ציבורית. בבואו של בית המשפט לקבוע מהו אותו
 25 שווי הוגן, שעליו מדובר בסעיף 338 לחוק החברות, על בית המשפט לקחת בחשבון
 26 מחד כי הצעות רכש מלאות מסוימות מבוצעות לשם ניצול הזדמנות של בעל
 27 השליטה לרכוש שליטה מלאה בחברה תוך ניצול יתרון המידע שברשותו לשם
 28 התעשרות על חשבון בעלי מניות המיעוט מקרב הציבור ומאידך כי הצעות רכש
 29 מלאות רבות אינן מבוצעות מתוך מניע פסול אלא מתוך רציונאל עסקי לגיטימי
 30 להפוך את החברה לחברה פרטית ולחסוך עלויות הנובעות מניהולה כחברה
 31 ציבורית."
 32
 33

34 הלכת עניין **קיטאל** קבעה את שיטת ה-DCF (Discount Cash Flow), היוון תזרים מזומנים, להלן:
 35 DCF), כשיטה בה יש לבחון את שווי החברה. בית המשפט ציין שם, כי במקרים מסוימים לא יהיה
 36 צורך בשימוש בשיטת ה-DCF, וזאת בניסבות בהן מתקיימת אינדיקציה טובה להוגנות התמורה
 37 (כגון במקרה בו נעשית, בסמוך למועד הצעת הרכש, עסקה מרצון, מחוץ לבורסה, בין בעל מניות
 38 בחברה ובין המציע, בה נמכר בלוק של מניות).

39
40 כעת אעבור לבחון אינדיקציות שונות המעידות על הוגנות או אי הוגנות המחיר.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1

2

7.2. גורמים המשפיעים על שאלת הוגנות המחיר

3

במקרה שלפניי, כל אחד מהצדדים הפנה לגורמים שונים המצביעים על הוגנות או חוסר הוגנות המחיר. לטעמי, יש להתייחס לשיקולים אלו כבר בשלב בקשת האישור. שכן, אם מדובר בראיות ממשיות לכך שהמחיר אינו הוגן, יש לאשר את התובענה, גם אם בהמשך הדרך יתחייב דיון בהערכות השווי השונות כדי לקבוע במדויק את השווי ההוגן. מנגד, אם יש ראיות ממשיות להוגנות התמורה, כאלו שהיו מייתרות גם את הצורך בהערכת שווי בשיטת ה-DCF, אזי יש לדחות את בקשת האישור.

8

9

10

המבקש טוען, כי בענייננו קיימות מספר אינדיקציות לכך שהמחיר לא היה הוגן: המחיר נקבע ללא כל הליך מסודר וללא חוות דעת מזמן אמת באשר להוגנות המחיר; הצעת רכש רגילה ומכירה מחוץ לבורסה באותה שנה נעשו במחיר של 2.4 ₪ למניה, ולא ברור כיצד "עלה" ערך החברה בתוך מספר חודשים לערך של 5.75 למניה; מחיר המניה בהצעת הרכש, שאמור להיות מחושב לפי שיטת ה-DCF היינו חברה כעסק חי, נמוך אפילו ממחיר המניה יחסית להון, שהוא שווי החברה בפירוק; הערכת השווי שבוצעה ע"י המשיבים לאחר ובעקבות הגשת התובענה.

16

17

מנגד טוענים המשיבים, כי ישנן שתי אינדיקציות מרכזיות להוגנות המחיר: האחת, כי משקיעים מתוחכמים או מוסדיים הצביעו בעד הצעת הרכש; השנייה, כי מנהלת מיוחדת של חייבת בהליכי פשיטת רגל (הגבי גלינצמן) הסכימה למכור את מניות החייבת במסגרת הצעת הרכש.

19

20

21

אדון להלן בטענות אלו.

22

23

24

7.2.1 גורמים המהווים אינדיקציה לכך שהמחיר ששולם אינו מחיר ראוי

25

7.2.1.1 אופן קביעת מחיר המניה בהצעת הרכש

26

אחד החששות המרכזיים, עליו עמדתי לעיל, הוא החשש שבעל השליטה ינצל את המידע שיש בידיו על החברה, מידע שאינו גלוי לציבור ולבעלי מניות המיעוט, וכך יצליח לקבוע מחיר נמוך למניה, נמוך משווין ההוגן של המניות ולגרוף רווחים עודפים מהפיכת החברה לחברה פרטית. **אהרוני-ברק וחמדני, הצעת רכש מלאה מדגישים לעניין זה (בעמ' 61):**

29

30

31

"ככלל, עסקה המתבצעת משיקולי חסכון עלויות או יצירת סינרגיה מקדמת את הרווחה החברתית. לעומת זאת, עסקה המתבססת על יתרון המידע של בעל השליטה עלולה לפגוע ברווחה החברתית במספר מישורים. ראשית, משטר משפטי המתיר פגיעה כלכלית בבעלי מניות המיעוט יכביד, בסופו של דבר, על אפשרות גיוס ההון בידי חברות ציבוריות ובכך ישפיע לרעה על שכלול השוק. שנית, קיים חשש, כי העסקה עצמה לא תהיה יעילה... לבסוף, האפשרות של

36



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 בעלי שליטה לנצל את יתרון המידע לשם רכישה מוזלת של מניות המיעוט עלולה
2 להשפיע לרעה גם על אופן ניהול החברה עובר להצעת הרכש... לדוגמא, בעל
3 שליטה המתכנן לרכוש את מניות המיעוט עלול לעכב החלטה על הוצאתו לפועל
4 של פרויקט רווחי עד לאחר הצעת הרכש."
5

6 אמנם, מדובר בחברה ציבורית הפועלת במשטר של גילוי, אולם, חובות הגילוי אינן חלות על מידע
7 צופה פני עתיד (מידע רך) ופעולות שעשויות להשפיע על מחיר המניה אך טרם הוחלט על ביצוען, ועל
8 כן אינן חייבות בדיווח. זו אחת הסיבות לכך ששווי שוק לא התקבל כדרך לחישוב שווי חברה בעניין
9 קיטאל. נקבע, כי כל עוד קיימים פערי מידע בין בעל השליטה וההנהלה לבין בעלי מניות המיעוט,
10 אזי מחיר השוק אינו משקף בהכרח את שווי החברה. כך ככלל, כך בוודאי בחברה שנמחקה
11 מהמסחר.

12
13 לאור האמור, בית המשפט, בבואו לבחון האם מחיר המניות בהצעת הרכש היה הוגן, צריך לבחון,
14 בין היתר את ההליך שבו נקבע המחיר; איזה מידע היה בידי הניצעים קודם להצעת הרכש, האם
15 הוכנו חוות דעת חיצוניות עובר להצעת הרכש, האם ניתנה הצהרה כלשהי מצד בעל השליטה או מצד
16 הדירקטורים על כדאיות העסקה וכיו"ב. ככל שההליך נערך בשקיפות, בבסיס חוות דעת, ואף נערך
17 מו"מ עם משקיעים מוסדיים (על כך בהרחבה להלן) יהיו בכך אינדיקציות, ולו ראשוניות, להוגנות
18 המחיר.

19
20 במקרה שלפניי לא ברור כלל ועיקר על מה התבסס המחיר שבו הוצע לרכוש את המניות במסגרת
21 הצעת הרכש. חמור מכך, המשיבים מאשרים כי הם שקבעו את המחיר על סמך ידיעותיהם
22 והיכרותם את החברה. החברה לא קיבלה חוות דעת חשבונאית המעריכה את שווי החברה לצורך
23 הצעת הרכש קודם להצעת הרכש. כל שנאמר לעניין זה בתשובה לבקשת האישור, בסעיף 7.1:

24 **"ע"ת הוחלט באוליצקי כריה על פנייה למסלול הצעת רכש, העריכו המציעים – על**
25 **סמך היכרותם עם נתוני החברה – כי שוויה ההוגן נע סביב ה-5 ₪ למניה".**
26

27 כלומר, המציעים, שהם בעלי העניין שבידיהם יתרון המידע, קבעו את שווי החברה **"על סמך**
28 **היכרותם עם נתוני החברה"**. היינו, המציעים כמעט מודים כי הם ניצלו את יתרון המידע בכדי
29 להעריך ולקבוע את מחיר המניה. משל הפקדת החתול על שמירת השמנת. למעשה, המציעים אינם
30 מנסים לטעון כי ערכו הערכת שווי, או כי מסרו מידע רלבנטי לבעלי מניות המיעוט, אלא מבססים
31 את הוגנות המחיר על כך שבעלי מניות "מתוחכמים" הסכימו להצעת הרכש, ואף ערכו מו"מ מקדים
32 להצעת הרכש, במסגרתו עלה המחיר מ-5 ₪ למניה, המחיר הראוי לדעת המציעים, ל-5.75 ₪ למניה,
33 המחיר בו הסכימו בעלי המניות עמם נערך המו"מ לטענת החברה, לרכוש את המניות.

34
35 אני סבורה, כי קביעת המחיר בידי בעלי השליטה על סמך ידיעותיהם שלהם מבססת את החשש, כי
36 החברה הפכה לפרטית תוך שבעלי השליטה מנצלים את המידע שברשותם על מנת לקבוע מחיר נמוך



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 משווין ההוגן של המניות. ללא ספק, דרך זו של קביעת המחיר מהווה ראייה מספיקה, בשלב זה של
2 בקשת האישור, בכדי להטיל ספק ממשי בהוגנות מחיר המניות.
3
4 ההגנה על בעלי מניות, כולל בעלי מניות מתוחכמים, מחייבת שיהיו לפנייהם נתונים טרם קבלת
5 ההחלטה. לטעמי, גם אם מדובר במשקיעים מתוחכמים או משקיעים מוסדיים (בכך אעסוק
6 בהמשך), עליהם לדרוש ולקבל נתונים בסיסיים. האמירה לפיה המחיר המקורי הוא על פי הערכה
7 של המציעים, אינה מהווה הליך ראוי אלא להפך.
8
9 אמנם, כפי שטוענים המשיבים, אין חובה שבדין לבצע הערכת שווי מוקדמת; תקנות ניירות ערך,
10 הקובעות חובות גילוי בנוגע להצעת רכש מלאה, אינן מחייבות את המציע לפרט את ההליך שבו
11 נקבע מחיר ההצעה ואף אינן קובעות חובה להציג הערכת שווי מוקדמת בצירוף להצעת הרכש. סעיף
12 1א רק קובע שעל מציע המעוניין לצרף הערכת שווי, לערוך את הערכת השווי באופן מסוים. זאת,
13 בניגוד להוראות הדין בארה"ב המחייבות גילוי מקיף מצד המציע גם בהצעת רכש מלאה (ראו,
14 אהרוני-ברק וחמדני, הצעת רכש מלאה, עמ' 69, ה"ש 48 והאסמכתאות שם. עוד ראו: הדס
15 אהרוני-ברק, עסקאות עם בעלי שליטה, 385 (תשע"ד-2014).
16
17 יתכן, שכפי שמציעים אהרוני-ברק וחמדני, הצעת רכש מלאה, יש מקום לתיקון תקנות ניירות ערך
18 לעניין זה. אולם, גם ללא תיקון כאמור, ניתן לומר כי קביעת מחיר המניה אך ורק על סמך
19 ידיעותיהם של בעלי העניין מעלה חשש כי מדובר במחיר לא הוגן המתבסס על יתרון המידע של בעל
20 השליטה. לו הייתה מועברת לניצעים חוות דעת חיצונית קודם להצעת הרכש, או נתונים
21 משמעותיים אחרים, היה עובר הנטל למבקש להראות איזה פגם נפל באותה הערכה או בנתונים
22 שנמסרו.
23
24 המשיבים סומכים ידיהם על חוות הדעת בשיטת ה-DCF, שאותה הגישו עם הגשת התשובה לבקשת
25 האישור. לטעמי, הערכת שווי או חוות דעת חיצונית מזמן אמת היו מהוות אינדיקציה טובה יותר
26 להוגנות המחיר מאשר חוות דעת המוגשת מטעם מי שקבע את המחיר, בדיעבד, לאחר הגשת
27 התביעה, כשמחיר הצעת הרכש הוא נתון. חוות דעת המוגשת בדיעבד, לאחר הגשת תביעה לסעד
28 ההערכה, שבמסגרתה מוצדק המחיר שנקבע בשעתו, מעלה לכל הפחות ספקות באשר למידת
29 האובייקטיביות שלה נראה כי "הזמנת" חוות דעת במחיר נתון ממעריך שווי קודם למיזוג למשל,
30 תהווה הפרת חובות הדירקטורים (ראו: William M. Lafferty, Lisa A. Schmidt, and Donald J.
31 Wolfe, Jr., "A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware
32 Law", 116 Penn State L. Rev. 837 (2012)). כלומר, כאשר למעריך השווי קיים שווי נתון להגיע
33 אליו, כפי שקורה כשחוות דעת מתבקשת בדיעבד, קשה יותר להשתכנע באובייקטיביות של חוות
34 הדעת.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1
2 בעקבות פסק הדין בעניין **קיטאל**, גיבשו ד"ר הדס אהרוני ברק ופרופ' אסף חמדני גישה שתקל על
3 בית המשפט בתובענות לסעד ההערכה. במאמרם: הדס אהרוני ברק ואסף חמדני, **"בעקבות פסק דין**
4 **קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה"**, **תאגידיזם** ט/4, 17 (2012), להלן: **אהרוני-ברק וחמדני,**
5 **בעקבות קיטאל**), מציעים המחברים להכביד משמעותית את נטל ההוכחה על התובע בהליך של סעד
6 ההערכה במקרה שבו:

7 **"עם הודעת המציע על הצעת רכש מלאה פעלה החברה באופן הבא: דירקטוריון**
8 **החברה הקים ועדה המורכבת מדירקטורים בלתי תלויים, אשר תפקידה לבחון**
9 **את המחיר המוצע לבעלי מניות המיעוט בהסתמך על מכלול המידע הקיים בידי**
10 **החברה, ולחוות את דעתה אודות הוגנות המחיר. ועדה זו תהא רשאית להיעזר**
11 **במומחים בלתי תלויים לשם גיבוש עמדתה, ותפרסם לציבור את הערכות השווי**
12 **שהוצגו בפניה. לאור הלכת קיטאל, סביר להניח כי הערכות שווי אלו יערכו לפי**
13 **שיטת DCF."**
14

15 במקרה כזה לא יהא די בהגשת חוות דעת נגדית, אלא יהא צורך להראות כי נפל פגם בעבודת
16 הוועדה או במידע שעמד לרשותה.

17
18 בהמשך ארחיב לעניין זה כשאדון בשאלה מהי ההשלכה של הצבעת משקיע מוסדי בעד הצעת רכש
19 מלאה, אולם, לענייננו, במקרה שלפניי לא נערך כל הליך בשום פורום, לא התקבלה כל חוות דעת
20 בזמן אמת, לא בשיטת ה-DCF ולא בכל דרך אחרת ולא הועבר כל מידע לניצעים. המשיבים עצמם
21 אינם טוענים כי הועבר מידע לניצעים אלא רק שבעקבות מו"מ שערכו עם חלק מהניצעים, עלה
22 המחיר מ-5 ש"ח למניה ל-5.75 ש"ח למניה. במצב דברים זה, קשה לקבל את דברי המשיבים, כי השווי
23 שנקבע על ידם על סמך ידיעתם שלהם את מצב החברה, הינו שווי הוגן שאינו פוגע בבעלי מניות
24 המיעוט.

25
26 כפי שנקבע **בעניין קיטאל**, הנטל להוכיח כי מחיר המניה אינו הוגן מוטל בסופו של יום על המבקש.
27 אולם, כאשר המבקש מצביע על כך שלא נערך כל הליך מסודר לקביעת שווי המניות, לטעמי עובר
28 הנטל לבעל השליטה, למציעים, להראות, כי לפני בעלי המניות הובא מלוא המידע הרלוונטי כדי
29 שיוכלו לקבל החלטה מושכלת. המשיבים לא טענו, וממילא לא הוכיחו, דבר לעניין זה.

30
31 ההליך הראוי הוא הליך בו מוזמנת חוות דעת עוד קודם להצעת הרכש. חוות דעת אובייקטיבית בה
32 לא מתבקש מי שמכין את חוות הדעת להגיע למחיר הקבוע מראש. כשחוות הדעת נערכת ללא
33 "מחיר מטרה" בצורה אובייקטיבית, יהיה קשה יותר לבעל מניות לטעון שהמחיר אינו הוגן. בעיקר
34 כאשר מי שהכין את חוות הדעת הוא גוף מקצועי בתחום. כמובן שגם במקרה כזה, וכפי שנאמר
35 בעניין **קיטאל**, עדיין יתכנו הערכות שונות לאותה חברה, ואז יהיה מקום לבחון זאת. בנוסף, על
36 ההליך להתנהל בשקיפות, כך שיהיה ברור כי בעלי מניות המיעוט קיבלו את כל המידע הרלבנטי



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 שבידי בעלי השליטה טרם קבלת ההחלטה. לחוות דעת המוזמנת לאחר מעשה, לאחר הצעת הרכש,
2 ולמעשה בתגובה לתובענה, יש להתייחס בחשדנות יתרה.

3
4 בעניינינו, העובדה שהמציעים לא הצביעו על כל נתון שמסרו לבעלי המניות קודם להצעת הרכש, לא
5 היה כל הליך לקביעת המחיר ולא הוכנה כל חוות דעת עובר להצעת הרכש, מהווה ראיה לכאורה
6 שהמחיר אינו ראוי, וכי השאלה של הוגנות המחיר (או יותר במדויק אי הוגנות המחיר) תוכרע
7 לטובת הקבוצה.

7.2.1.2 מחיר הצעת רכש קודמת

8
9 כאמור, שבעה חודשים קודם להצעת הרכש נשוא ההליך שלפניי, ביום 5.3.09, נערכה הצעת רכש
10 רגילה. המחיר בו נרכשו אז המניות עמד על 2.4 ₪ למניה. החברה רכשה במסגרת הצעת הרכש
11 360,407 מניות במחיר זה. חודש מאוחר יותר, ביום 2.4.09, רכשה החברה בעסקה מחוץ לבורסה
12 1,000 מניות באותו מחיר של 2.4 ₪ למניה.

13
14
15 לעניין זה נאמר בכתב התשובה של המשיבים 2-4, בסעיף 84.3, כך:

16 "בעניינינו, היעדר הסחירות במניות הייתה עובדה קיימת ומוגמרת משך שנים
17 ארוכות. אותם בעלי מניות חלשים, אשר אנו חוששים כי ימכרו מניותיהם בשווי
18 נמוך מההוגן, בשל היעדר הסחירות, "קפצו מהסירה" לאורך השנים, ולכל
19 המאוחר, עשו כן, בעת הצעת הרכש הרגילה הקודמת בחודש מרץ של אותה
20 השנה. בעת הצעת הרכש הנוכחית הנבחנת, נמצאו על הסיפון, אך בעלי מניות
21 "עמידים", שהפגינו "אורך רוח" משך שנים, ושלא ייטו לממש את מניותיהם
22 במחיר נמוך, רק בגלל אי-סחירות..."

23
24 אין דעתי כדעת המשיבים;

25
26 ראשית, המשיבים מודים, כי המחיר בהצעת הרכש הראשונה היה נמוך באופן ניכר מהשווי ההוגן
27 של המניות, אותו העריכו, בסמוך לאחר מכך, ב-5 ₪ למניה.

28
29 שנית ובעיקר, מסקנתי מנתונים אלו היא שונה. הצעת רכש מלאה היא הסיכוי האחרון לצאת
30 מהחברה למי שמעוניין בכך. ההפרש במחיר בין הצעת הרכש הרגילה הקודמת בה עמד שווי מניה על
31 2.4 ₪, לבין הצעת הרכש המלאה, בה עלה המחיר ל-5.75 ₪, מלמד על כך כי בעלי המניות האחרונים
32 שנותרו היו מעוניינים לצאת אחרי 7 שנים של אי סחירות ולא רק נוכח אי סחירות עתידית, כפי
33 שפעמים רבות קורה בהצעת רכש מלאה. על כן, יש לבחון היטב ובשבע עיניים, האם המחיר של 5.75
34 ₪ למניה מהווה שווי הוגן, או שמא הוא משקף רצון של בעלי מניות לצאת מחברה שאינה נסחרת
35 במשך 7 שנים, ואשר הצעות רכש קודמות היו במחירים כל כך נמוכים, שלא מכרו את מניותיהם עד
36 אותה עת.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1
2 מכל מקום, גם העובדה שבתוך ששה חודשים מתפרסמות שתי הצעות רכש, כאשר בראשונה המחיר
3 עומד על 2.4 ש"ח למניה, ובשנייה 5.75 ש"ח למניה, ללא כל הסבר, מצביעה על הבעייתיות בהליך קביעת
4 השווי. הערכת שווי אובייקטיבית, לו הייתה נערכת קודם להצעת הרכש המלאה, הייתה בוודאי
5 לוקחת בחשבון את הצעת הרכש הראשונה, ומבהירה את הנימוקים להפרש זה.

6

7

7.2.1.3. מחיר המניות יחסית להון החברה

8 טענה נוספת של המבקש היא כי המחיר למניה נמוך אפילו מחלקן היחסי של המניות בהון העצמי
9 של החברה. על פי פרסומי החברה, ההון העצמי של החברה ליום 30.6.09 עומד על 46,432,000 ש"ח.
10 אם מחלקים סכום זה למספר המניות (7,218,000), כולל מניות רדומות שאינן מעניקות זכויות), הרי
11 ששווי כל מניה אמור להיות 6.43 ש"ח. אם מפחיתים מהמניות את כמות המניות הרדומות (ומחלקים
12 ל-5,760,991 מניות), אזי שווי כל מניה על פי ההון העצמי צריך להיות 8.06 ש"ח למניה.

13

14 המשיבים טוענים בהקשר זה, כי הדרך שנבחרה לבחינת שווי חברה היא שיטת ה-DCF, ועל כן אין
15 להעריך את שווי החברה בכל אופן אחר. אולם, המבקש לא ביקש להעריך כך את שווי החברה ביחס
16 להון, אלא רק להציג אינדיקציה לכך שהמחיר אינו מחיר הוגן. המשיבים טוענים לעניין זה, כי
17 היחס בין מחיר המניה להון המניות הוא למעשה השווי בפירוק, בעוד שבמסגרת שיטת ה-DCF,
18 ההערכה היא של החברה כעסק חי צופה פני עתיד. אכן, כך הם פני הדברים, אך הדבר פועל לטובת
19 המבקש שכן, ככלל שווי בפירוק נמוך משווי כעסק חי, ועל כן, העובדה שהשווי בפירוק במקרה זה
20 גבוה מהשווי של החברה כעסק חי, מהווה לכל הפחות ראיה לכך שהמחיר אינו הוגן.

21

22 ברע"א 6762/12 אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ נ' יעל כבירי שמיע (2012) קבע כבי הנשיא א' גרוניס,
23 בפסקה 4 לפסק דינו:

24

25 "הבחירה בשיטת ה-DCF משקפת למעשה את ההנחה כי עסקאות של רכישה
26 כפויה של מניות המיעוט בידי בעל שליטה בחברה ציבורית, "מעוררות חשש
27 מובנה לניגוד עניינים ולניצול כוחו של בעל השליטה על מנת להתעשר על חשבון
28 בעלי מניות המיעוט" ... זאת, בכך שהיא מאפשרת הערכת שווי על בסיס נתונה
29 העסקיים של החברה ולא אך לפי בחינת שווי השוק של המניות בסמוך למועד
30 הצעת הרכש. מן העבר השני, יש לזכור כי שיטת ה-DCF מציבה בפני התובע
31 משוכה ראייתית משמעותית, בהשוואה לשיטות המסורתיות. כך, על מנת
32 להעביר את נטל ההוכחה לכתפי הנתבע, במובן זה שיהא על הנתבע להראות כי
33 הצעת הרכש הייתה הוגנת, הרי לפי השיטה שנבחרה בעניין קיטאל, הנטל
34 הראשוני הוא על התובע הייצוגי להציג נתונים מפורטים לגבי נתוני העסקיים
35 של החברה (לחלופין), הוא יכול להצביע על נסיבות אחרות העשויות להפוך את
36 נטל ההוכחה."

36

37

38 המבקש בתובענה הלך בשתי הדרכים; המבקש הגיש הערכת שווי בשיטת ה-DCF וגם הצביע על
39 פרמטרים נוספים המצביעים על כך כי שווי המניות אינו השווי ההוגן.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1
2 גם אם נתייחס להערכת השווי שבוצעה עבור המשיבים לאחר הגשת התובענה ע"י חברת גיזה, הרי
3 ששווי החברה כפי שהוערך ע"י גיזה עומד על 30,915,000 ₪, נכון ליום 30.9.09 ואילו ההון העצמי
4 של החברה באותו מועד עמד על 47,329,000 ₪. מדובר בפער משמעותי, המשליך או על הערכת
5 השווי או על הערך הנכסי כפי שהוצג בספרי החברה (על בסיס עלות), ומכל מקום מהווה בסיס
6 ראייתי לכך שהמחיר ששולם בגין המניות אינו בהכרח שווין ההון.
7

7.2.1.4 עדכון הערכת השווי של החברה

8
9 אין בכוונתי לדון בטענות ההדדיות של הצדדים זה לגבי הערכת השווי של זה, שכן, לאור הראיות
10 האחרות לשווי ההון של המניות, אין לטעמי צורך בכך בשלב בקשת האישור. עם זאת, בטרם אדון
11 בשאלה האם הצבעת הניצע המתוחכם או משקיע מוסדי מייתרת את הצורך בהוכחת שווי בשיטת
12 ה-DCF, אעמוד על נתון אחד, שאינו נוגע לתוכן חוות הדעת של המשיבים, אך מעורר גם הוא
13 תהיות. חוות הדעת מטעם החברה נערכה באפריל 2010 ועודכנה למעלה משנתיים לאחר מכן
14 בצדמבר 2012. שיטת ה-DCF צופה פני עתיד, ומתבססת על נתונים הידועים ונכונים למועד הצעת
15 הרכש. היינו, בעת עריכת חוות הדעת בשנת 2010 כל הנתונים היו לפני החברה המעריכה. עדכון
16 חוות הדעת, מעלה חשש, לכאורי, כי נתונים שקרו לאחר הצעת הרכש, נכנסו לתוך הערכה. בהעדר
17 כל הסבר לעדכון זה, אין דרך להפריך את החשש. כמובן, שכלל שיתקיימו הוכחות בתביעה לגופה,
18 יחקרו המומחים, ויתכן וינתנו תשובות לתהיות אלו, אולם, זוהי אינדיקציה נוספת לבעייתיות,
19 לכאורה, במחיר בו נרכשו המניות.
20

7.2.2 גורמים המהווים אינדיקציה להוגנות המחיר

7.2.2.1 אישור הכנ"ר באמצעות המנהלת המיוחדת לנכסי ציפורה גלינצמן

21
22 המשיבים טוענים, כי אינדיקציה להוגנות הצעת הרכש היא כי מנהלת מיוחדת שמונתה לחייבת
23 ציפורה גלינצמן, אישרה למכור את מניות החייבת. על העובדות בבסיס טענה זו אין מחלוקת; גבי
24 ציפורה גלינצמן החזיקה ב-19,386 מניות רגילות. הגבי גלינצמן נמצאה בהליך פשיטת רגל (פש"ר
25 ת"א) 1861/02. החברה פנתה למשרדי הכנ"ר וידעה אותו על הצעת הרכש הפתוחה לרכישת מניות
26 החברה. הכנ"ר השיב, כי ימנה מנהל מיוחד לנכסי החייבת כדי לבחון האם יש לממש את המניות
27 במסגרת הצעת הרכש וביקש כי יוארך מועד הקיבול, שאכן נדחה ליום 22.11.09. ביום 22.11.09
28 ניתנה הסכמת המנהלת המיוחדת, עו"ד ענת וקסלבאום, להיענות להצעת הרכש, בכפוף לאישור בית
29 המשפט. אולם, בשל העובדה שבמועד האחרון לקיבול טרם ניתן אישור בית המשפט, לא נכללו
30 מניות הגבי גלינצמן כמניות שהמחזיקה בהן אישרה את הצעת הרכש.
31
32



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 המבקש טוען, כי אין באישור המנהלת המיוחדת משום ראייה להוגנות המחיר, וזאת לאור העובדה
2 שהשיקולים לגבי חייב בפשיטת רגל שונים במהותם מאלו של מחזיק רגיל במניות, כאשר המניע
3 העיקרי לגבי חייב בפשיטת רגל הוא מימוש כמה שיותר מנכסיו.

4
5 לעניין זה הדין עם המבקש. ראשית, בתשובת המנהלת המיוחדת מיום 22.11.09 (נספח ב' לתשובה
6 לבקשת האישור) אין כל אינדיקציה כי ההחלטה להיענות בחיוב להצעת הרכש נובעת מהערכת שווי
7 המניות בהצעת הרכש כהוגנת, ולא משיקולים אחרים בדבר גובה החוב למשל והאפשרות לסגור את
8 חלקו. לו הייתה לפניי הבקשה שהוגשה לבית המשפט ניתן היה ללמוד על הנימוקים לה ולבחון האם
9 ההיענות נובעת מהערכה כי שווי המניות הוא השווי ההוגן. בנוסף, בית המשפט של פשיטת רגל אינו
10 "חותמת גומי" על בקשות או המלצות של המנהלת המיוחדת. כך, בלי לבחון את הבקשה ומבלי
11 לבחון את החלטת בית המשפט, לא ניתן לדעת כלל ועיקר האם המלצת המנהלת המיוחדת אומצה
12 אם לאו, ומאיזה נימוקים.

13
14 שנית ובעיקר, במכתב הפניה של ב"כ אוליצקי לכנ"ר הוא מציין: **'ערך המניות המוחזקות על ידכם,**
15 **עומד להערכתי על סך של כ-175,000 ₪ [במחיר הצעת הרכש] ונראה כי מדובר בהזדמנות פז**
16 **להכניס כספים לקופת הפש"ר"'**. היינו, ב"כ החברה בעצמו ער לכך שמדובר בהזדמנות להכניס
17 סכום בלתי מבוטל לקופת הפש"ר, בחברה שאינה נסחרת.

18
19 אך בהעדר הבקשה כמו גם החלטת בית המשפט, לא ניתן לראות בכך ראייה להוגנות המחיר.

20 21 7.2.3. הצבעה של משקיעים מוסדיים או משקיעים מתוחכמים כראיה להוגנות המחיר

22 7.2.3.1 על המשקיעים המוסדיים - כללי

23 המשקיעים המוסדיים הם שחקני מפתח בשוק ההון הישראלי. הם מחזיקים בחלק משמעותי
24 מהמניות שאינן מוחזקות בידי בעלי שליטה בחברות הציבוריות וכן באגרות חוב. הם אלו
25 המשקיעים את מרבית הכספים שמחזיק הציבור (קרנות פנסיה, קופות גמל, קרנות השתלמות,
26 קרנות נאמנות). בתחילת שנת 2015 החזיקו המשקיעים המוסדיים בנכסי חוסכים ומשקיעים
27 בסכום של כ-1.2 טריליון ₪, כשיש גידול מתמיד במספר החוסכים ובסכומים המנוהלים ע"י
28 המשקיעים המוסדיים (ראו דו"ח הממונה על שוק ההון לשנת 2014, לוח ג-12, ניתן לצפייה:
29 http://mof.gov.il/hon/documents/chapter3_report2014.pdf).

30
31 החזקה בשיעורים משמעותיים אלה מקנה בידי המשקיעים המוסדיים כוח רב. כוח זה מחייב
32 אחריות כמו גם פיקוח של הרשויות העוסקות בתחום. אחריות המשקיעים המוסדיים נובעת מהיקף
33 הנכסים האדיר שהם מנהלים עבור אחרים. יש לזכור, כי מאחורי כלל המשקיעים המוסדיים
34 עומדים מיליוני חוסכים, עובדים פנסיונרים ומשקיעים אחרים, הסומכים עליהם ומפקידים את



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 עתידם בידיהם. המשקיעים המוסדיים מנהלים כספים של אחרים ועל כן מוטלת עליהם חובה
2 לפעול בראש ובראשונה לטובת העמיתים או המשתתפים, ובנוסף, יש להם אחריות כוללת לשוק
3 ההון. למשקיעים המוסדיים בשל גודלם ומומחיותם אפשרות לבחון מדיניות ניהול של חברות,
4 ביצועים של חברות והנהלותיהם, וכן לבחון עסקאות שמבצעת החברה והדורשות אישור באסיפה
5 כללית. על כן, יש לרתום את כוחם של המשקיעים המוסדיים, המלווה בידע, לטובת שוק ההון
6 וציבור המשקיעים.
7

8 יש לזכור נתונים אלו כשאנו דנים בשאלה מהי ההשלכה שיש להצבעה של משקיע מוסדי על הוגנות
9 המחיר בהצעת רכש. אולם, טרם אכנס לעובי הקורה ברצוני להבחין בין משקיעים מוסדיים לבין
10 משקיעים אחרים בעלי מומחיות בשוק ההון.
11

7.2.3.2 הבחנה בין משקיעים מוסדיים לבין משקיעים מתוחכמים אחרים

12 בהחלטתי על הגשת עמדת הרשות לניירות ערך, הוריתי לרשות להביע עמדתה בשאלה מה ההשלכה
13 של הצבעת בעלי מניות מסוימים בעד הצעת הרכש. ציינתי לעניין זה משקיעים מוסדיים ונציגי בית
14 השקעות, אותם כינו הצדדים משקיעים מתוחכמים. הרשות התייחסה בעיקר למשקיעים
15 מתוחכמים, או בעלי מומחיות בשוק ההון כלשונה, אך כללה בכך גם משקיעים מוסדיים (סעיף 25
16 לעמדת הרשות). עמדת הרשות הייתה, כאמור, כי לא צריכה להיות להצבעה של אותם בעלי
17 מומחיות בשוק ההון השפעה על שאלת הוגנות המחיר בתובענה לסעד ההערכה.
18

19
20 אני סבורה, כי כאשר אנו עוסקים בהשלכות ההצבעה של משקיע על השאלה אם מחיר הצעת הרכש
21 הוגן, יש להבחין, תחילה, בין משקיעים מוסדיים לבין משקיעים בעלי מומחיות בשוק ההון המכונים
22 גם משקיעים מומחים, או משקיעים מתוחכמים, המשקיעים בשמם שלהם ומנהלים את כספם
23 שלהם. זאת, בשל הפיקוח והחובות הרבים המוטלים על משקיעים מוסדיים כתוצאה מכך שהם
24 מנהלים כספים של אחרים.
25

26 אין מחלוקת, כי המשקיעים המוסדיים הם משקיעים בעלי ידע בשוק ההון, או משקיעים
27 מתוחכמים. אולם קיימים משקיעים בשוק ההון שעיסוקם בכך שהינם משקיעים מומחים או
28 מתוחכמים, אך אינם מנהלים כספי אחרים ועל כן אינם משקיעים מוסדיים. כך למשל, בעניין אחר,
29 בנוגע להנפקות סגורות למשקיעים מומחים, קבעה הרשות, כי מי שיש לו ידע בשוק ההון, אין צורך
30 למסור לו פרטים מסוימים הנדרשים לאחרים.
31

32 כך, בנייר שהוכן לקראת תיקון התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך בנושא הגדרת משקיע מתוחכם
33 (ניתן לצפייה ב-http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_1579.pdf), נאמר:



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 "חוק ניירות ערך קובע כי הצעת ניירות ערך לציבור חייבת בפרסום תשקיף.
2 תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו על פי תשקיף או נרשמו למסחר חייב גם בדיווח
3 שוטף על פי חוק ניירות ערך ותקנותיו.
4 אחד החריגים לדרישה לפרסום תשקיף הינה הצעה למשקיעים אשר המחוקק
5 סבור שאין צורך אמיתי או אינטרס ציבורי להגנה עליהם בעת שמוצעים להם
6 ניירות ערך.
7 משקיעים אלה מאופיינים ביכולת שלהם לקבל החלטת השקעה מושכלת בכוחות
8 עצמם כך שההגנות הקבועות בחוק מתייתרות ואינן נדרשות לגביהן.
9 משקיעים אלה מכונים בדרך כלל "משקיעים מוסדיים", "משקיעים
10 מתוחכמים" או "משקיעים מסווגים".
11
12 בהמשך נקבע, כי קיימים שימושים נוספים להגדרת "משקיע מתוחכם":
13 "השימוש בהגדרת "משקיעים מתוחכמים" נדרש גם בהקשרים אחרים בדיני
14 ניירות ערך, בהם יש לדעת המחוקק להבחין בין המשקיע ה"קטן" אליו מכוונות
15 הגנות המחוקק לבין אותם משקיעים מתוחכמים.
16 נושא נייר זה היא השאלה מי צריך להיכלל ברשימת אותם משקיעים
17 מתוחכמים."
18
19 ההקשר בו דן המסמך הינו הצעת ניירות ערך למשקיעים מתוחכמים, שאז פוטרים את המנפיק
20 מחובת פרסום תשקיף, שכן אותו משקיע מתוחכם יכול להעריך את ניירות הערך המונפקים. מדובר
21 הן במשקיעים מוסדיים, הן ביחידים וחברות הסוחרים בהיקפי מסחר משמעותיים בסכומים
22 גדולים, המכונים משקיעים מתוחכמים. מטרת התיקון הייתה לקבוע רשימה של גופים או יחידים
23 אשר לגביהם ניתן לומר כי יש להם את היכולת להגן על עצמם באופן אשר מייתר את הגנות החוק,
24 משום שהינם בעלי נגישות לאותו מידע אשר אמור להיות גלוי למשקיע תחת הגנות הדין. לאחר
25 סקירת הגדרות דומות בעולם נקבע, כי משקיע מתוחכם יכול את כל הגופים (המוסדיים) שהיו
26 קודם לכן בקטגוריה זו ועליהם יתווסף יחיד או תאגיד המשקיע בהיקפים גדולים, וכאשר מדובר
27 בתאגיד הוא בעל הון עצמי מסוים. בהמשך נדון תיקון לגבי "משקיע כשיר" שעניינו במכרזים
28 מוסדיים לרכישת אג"ח וגם הגדרה זו כוללת יחידים מומחים בשוק ההון בעלי היקף מסחר מסוים.
29
30 במובן זה של הבחנה בין המשקיע הלא מומחה, "המשקיע הקטן" בלשון הרשות, לבין משקיעים
31 בעלי מומחיות בשוק ההון, דינם של משקיעים מוסדיים כדין משקיעים מתוחכמים אחרים. גם
32 בהקשר שלפנינו, במובן זה, הן המשקיעים המתוחכמים, הן המשקיעים המוסדיים, הם בעלי ידע
33 ויכולת להעריך את שוויין של המניות.
34
35 אולם, בענייננו השאלה אינה האם וכיצד העריכו המשקיעים את שווי המניות, אלא מדוע הסכימו
36 להצעת הרכש והאם הסכמתם מעידה בהכרח כי סברו שמחיר המניות הוגן. מי שטוען כי יש השלכה
37 להצבעת משקיעים מסוימים בהצעת רכש, מניח הן כי אותו משקיע יודע, בשל מומחיותו, להעריך
38 את שווי המניות, הן כי יצביע בעד הצעת הרכש רק אם שווי המניות הוא הוגן.
39



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 כאן מתפצלות דרכיהם של משקיעים מוסדיים, המנהלים כספי אחרים, למשקיעים מתוחכמים
2 אחרים המנהלים את כספם שלהם.
3
4 משקיעים מתוחכמים מכירים את השוק, ויתכן כי הם יודעים להעריך האם המחיר שהוצע הוא
5 ראוי אם לאו. עם זאת, לא מוטלות עליהם כל חובות לטובת אחרים, כיון שהם מנהלים את כספם
6 שלהם. כך יתכן, כי משקיע מתוחכם, כמו במקרה שלפנינו, ה"ה ירון תמיר ויוחאי גולד, בעלי חברת
7 ההשקעות פרוסט, ידעו להעריך אם המחיר ראוי אם לאו. כאשר הם מחזיקים במניות באופן פרטי,
8 הם עשויים להסכים להצעת הרכש, אף אם הם סבורים כי המחיר אינו הוגן, מאינטרסים אחרים,
9 שאינם נוגעים כלל לחברה ולהוגנות המחיר. כך, למשל, יתכן כי משקיע זקוק לכסף כדי לרכוש
10 דירה, להחזיר חובות או לכל מטרה אחרת. כיון שהוא מנהל את כספו שלו, אזי היענות להצעת
11 הרכש אינה בהכרח אינדיקציה להוגנות המחיר.

12
13 בניגוד אליהם, כאשר מדובר במשקיעים מוסדיים, הפיקוח, כמו גם החובות המוטלים עליהם,
14 נובעים מכך שהם מנהלים כספים של אחרים, ובמקרה זה כספים בהיקפים אדירים של "משקיעי
15 הקצה" החוסכים לפנסיה, בעלי קרנות ההשתלמות, ולמעשה הציבור כולו. מכוח אותן חובות
16 עליהם לפעול לטובת כלל החוסכים, והם אינם רשאים לקחת אינטרסים אחרים בחשבון.

17
18 מכאן אעבור לסקור את תפקיד המשקיעים המוסדיים בשוק ההון, ניגודי עניינים פוטנציאליים
19 לגביהם וכיצד הם באים על פתרונם. זאת, כדי להכריע בשאלה מה צריכה להיות ההשלכה של
20 הצבעתם בעד הצעת רכש.

21
22 **7.2.3.3 תפקיד המשקיעים המוסדיים בשוק ההון**

23 על רקע הניסיון, הידע והמומחיות של המשקיעים המוסדיים, לצד ניהול כספי חוסכים בהיקפים
24 עצומים, יש מקום כי לא יסתפקו בהשקעה פסיבית במניות או באגרות חוב של חברות נסחרות, אלא
25 ינקטו פעולות אקטיביות כדי לשמור על ממשל תאגידי תקין וכדי לדאוג לאינטרסים של המשקיעים.
26 פעילותם המקצועית והתקינה של הגופים המוסדיים חיונית כדי להבטיח ששוק ההון ישמש כמנוע
27 צמיחה לכלכלה הישראלית.

28
29 אחת הבעיות החמורות בשוק ההון הישראלי הינה ניגודי עניינים בין בעלי מניות שליטה לבין בעלי
30 מניות מקרב הציבור. זאת, בשל ריכוזיות השליטה בחברות בארץ. דיני החברות מנסים לצמצם פער
31 זה בעיקר על ידי מתן כוח למיעוט בהצבעות הנגועות בניגוד עניינים של בעל השליטה. תיקונים
32 מהשנים האחרונות לחוק החברות קבעו ראשית, כי עסקה בה מעורב בעל שליטה, בעל עניין, תאושר
33 רק אם היא לטובת החברה (בניגוד למצב לפני התיקון בו נקבע כי עסקה כזו תאושר אם אינה פוגעת
34 בטובת החברה). שנית, הועלה הרוב הנדרש לאישור עסקה עם בעל עניין משליש מבעלי המניות



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 שאינם קשורים לבעל העניין, לרוב של בעלי מניות אלו (מחצית). במקרים רבים, מרבית בעלי
 2 המניות שאינם קשורים לבעל העניין הם המשקיעים המוסדיים. המשקיעים המוסדיים עשויים
 3 לצמצם את ניגודי העניינים ולהגן על המיעוט, לאור גודלם, מומחיותם ובעיקר לאור חובתם לפעול
 4 לטובת המשתתפים או המחזיקים. על כן, במהלך השנים הוטלו חובות על משקיעים מוסדיים
 5 להשתתף בהצבעות בחברות ובעיקר בהצבעות המחייבות הסכמה של רוב בעלי מניות המיעוט,
 6 הצבעות שביסודן החלטה הנגועה בניגוד עניינים.

7
 8 ההכרה בחשיבות השתתפותם האקטיבית של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון מקובלת כיום
 9 בשוקי הון במדינות רבות והתגברה על רקע מגמה של גידול ניכר בשיעורי האחזקות של משקיעים
 10 מוסדיים בחברות הציבוריות. העמדה המקובלת היא כי פעילותם של משקיעים מוסדיים יכולה
 11 לשמש אמצעי לפיקוח אפקטיבי על חברות, המבוססת על התפישה הכללית בדבר עדיפות מנגנוני
 12 השוק על פני התערבות רגולטורית (או צמצומה לאופן בו יפעלו המשקיעים המוסדיים). למעשה,
 13 הכלים שניתנו לבעלי מניות המיעוט מכוח חוק החברות, כגון היכולת למנוע אישור עסקאות של
 14 בעלי שליטה, דוגמת העסקה הנתקפת במקרה שלפניי, מקבלים משמעות רק אם נעשה בהם שימוש.
 15 השימוש המושכל צריך להיעשות בעיקר על ידי המשקיעים המוסדיים.

7.2.3.4 המשקיעים המוסדיים כשומרי סף הממשל התאגידי

16
 17 קיומו של בעל שליטה מעלה חשש מפני פגיעה בבעלי מניות המיעוט במצבים של ניגוד עניינים
 18 ביניהם. החשש לניצול מעמד בעל השליטה לטובתו, על חשבון בעלי מניות המיעוט, מתעורר במצבים
 19 של ניגוד עניינים, כמו במקרה שלפניי, בהצעת רכש מלאה, בו מעלה המבקש חשש כי הצעת הרכש
 20 הייתה במחיר נמוך משווין האמיתי של המניות, לאור פערי המידע לטובת בעל השליטה. כאשר בעל
 21 השליטה מעורב בעסקה, האינטרס שלו בביצוע העסקה שונה מזה של בעלי מניות המיעוט.
 22 אסף חמדני, ריכוז השליטה בישראל, היבטים משפטיים, מחקר מדיניות 78, המכון הישראלי
 23 לדמוקרטיה, תש"ע-2008, מדגיש את הבעייתיות בחברה יש בעל שליטה מהותי, ומביא את הדוגמא
 24 של הצעת רכש מלאה (בעמ' 64):

26 "בעל שליטה עשוי להחליט על רכישת שליטה מלאה בתאגיד ומחיקתו מן
 27 המסחר בבורסה. דרך אחת להשלמת עסקה זו, המכונה בעגה המקצועית,
 28 "going private" היא מיזוג בין החברה הציבורית לחברה פרטית בבעלות מלאה
 29 של בעל השליטה. דרך נוספת היא פנייה ישירה לבעלי מניות המיעוט בהצעה
 30 לרכוש מהם את מניותיהם, באמצעות הליך של הצעת רכש מלאה לפי סעיף 336
 31 לחוק החברות. אמנם רכישת מניות המיעוט בהליך של הצעת רכש מלאה אינה
 32 דורשת מעורבות פורמלית של התאגיד, אך היא יוצרת סכנה לפגיעה בבעלי מניות
 33 מהציבור משתי סיבות עיקריות: ראשית, בעל השליטה נתון בניגוד עניינים
 34 מובהק עם שאר בעלי המניות — בעל השליטה מעוניין כי מחיר הרכישה יהיה
 35 נמוך ככל האפשר, ואילו ציבור המשקיעים מעוניין לקבל את התמורה המרבית
 36 בגין מכירת המניות; שנית, יש חשש שהמניע לעסקה הוא רצונו של בעל
 37 השליטה — שמעמדו מקנה לו גישה למידע בנוגע למצבו הפיננסי של התאגיד



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 והצפי להתפתחות עסקיו בעתיד — לרכוש את מניות המיעוט במחיר הנמוך 2 משוויין האמתי." 3

4 עם זאת, קיימים צמתים נוספים בהם המשקיעים המוסדיים, כבעלי מניות מיעוט, עשויים להשפיע.
5 הפעולות האקטיביות של המשקיעים המוסדיים יכולות לבוא לידי ביטוי במישורים שונים:
6 השתתפות באסיפת בעלי מניות ואסיפת בעלי אגרות חוב, מעורבות בגיבוש הרכב הדירקטוריון,
7 ניהול דין ודברים מול החברה במטרה להביא לשיפור הממשל התאגידי או לשיפור בתנאי עסקת
8 בעלי עניין שעומדת על הפרק, הגשת תובענות ייצוגיות ונגזרות, מעורבות בהסדרי חוב, מעורבות
9 בניסוח תנאים בשטרי נאמנות, ועוד. במקרה שלפניי מדובר בהצבעה על הצעת רכש מלאה. היינו,
10 המשקיעים המוסדיים נדרשים לבחון האם המחיר המוצע בגין המניות בהצעת הרכש, משקף את
11 שווי החברה ומהווה מחיר הוגן.
12

13 להלן אסקור את חובות ההשתתפות של בעלי המניות באסיפה כללית. כאמור, לא זו השאלה
14 בעניינינו, אך הדברים יפים, מקל וחומר, להצבעה על הצעת רכש מלאה, שכן מדובר בהצבעה על
15 המניות שבידי המשקיעים המוסדיים באופן ישיר.
16

17 בתחילת שנות ה-90 נקבעה בחוק החובה על משקיעים מוסדיים להשתתף באסיפות כלליות, באם
18 על סדר יומן עומדת הצעה שעשויה לפגוע בעמיתים או בבעלי היחידות או כדי לקדם את עניינם.
19 הדבר נקבע בסעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן: **חוק השקעות**
20 **משותפות בנאמנות**). חובות דומים נקבעו לגבי קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח – כל
21 אותם גופים המחזיקים בכספי חוסכים.
22

23 לכאורה, לא היה צורך לקבוע חובה מפורשת בעניין זה, שכן ניתן היה להניח שחובה זו נגזרת ממילא
24 מהחובה הכללית של המשקיעים המוסדיים לנקוט בפעולות הנדרשות על מנת להבטיח את התשואה
25 על כספי העמיתים ובעלי היחידות. אולם, הניסיון באותה עת הראה כי ללא קביעת חובה מפורשת,
26 נמנעו המשקיעים המוסדיים ברוב המקרים מהשתתפות באסיפות. למעשה, היעדר פעולה אקטיבית
27 מצד המשקיעים המוסדיים הוא שהוביל את המחוקק להטיל עליהם חובה ספציפית להשתתף
28 באסיפות. הנחת המוצא הייתה שהצבעתם תשרת לא רק את טובת העמיתים והחוסכים בגוף
29 המוסדי, אלא גם את טובת כלל בעלי המניות בחברה ותסייע בכך לשכלול שוק ההון הישראלי.
30

31 למעשה, כל עסקה בה יש חלוקה לא שוויונית ע"י בעלי שליטה, מפקחת ע"י המשקיעים המוסדיים,
32 בין בהצבעה לאישור עסקאות בעלי עניין, בין אם באישור הצעת רכש כמו במקרה שלפנינו. כפי
33 שציין Paces, Alessio, **Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers**
34 : בעמ' 286 (2013)



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 **"non-pro-rata distributions by controlling shareholders are ultimately**
2 **policed by institutional investors"**
3

4 להלן אסקור בקצרה את ההתפתחויות בדין לעניין מעורבות משקיעים מוסדיים בחברות בהן הם
5 משקיעים.
6

7 א. ועדת חמדני

8 בתחילת שנת 2008, על רקע צמיחה משמעותית בהיקף הנכסים המנוהל על ידי הגופים המוסדיים
9 בישראל, פרסמה הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון
10 בישראל, בראשות פרופ' אסף חמדני (להלן: **ועדת חמדני**), את המלצותיה. ועדת חמדני חזרה ועמדה
11 על חשיבות מעורבות הגופים המוסדיים בהצבעות באסיפות כלליות, במינוי דירקטורים ובעניינים
12 אחרים. אשר לאסיפות כלליות, בשל העובדה כי השתתפות באסיפות כלליות כרוכה בעלויות עבור
13 הגופים המוסדיים, הדו"ח המליץ להקל על הגופים המוסדיים בשניים: ראשית, צמצום חובת
14 ההשתתפות הקיימת על הגופים המוסדיים כך שתהייה זיקה בין הנסיבות בהן תוטל חובה על
15 הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעה לבין ההחלטות לגביהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי
16 מניות המיעוט. היינו, כאשר יש יכולת השפעה ממשית על תוצאות ההצבעה. שנית, עידוד
17 המשקיעים המוסדיים להיעזר בגורמים מקצועיים המתמחים בגיבוש המלצות לגוף המוסדי כיצד
18 להצביע (להלן: **חברות הייעוץ**). ועדת חמדני עמדה על היתרונות שיש בהסתייעות בחברות הייעוץ,
19 ובהם יכולתן של חברות הייעוץ להזייל עלויות בפיקוח על חברות ציבוריות ולסייע בהתמודדות עם
20 החשש מפני ניגוד עניינים. עם זאת, הוועדה המליצה לתת לשוק חברות הייעוץ להתפתח ולא
21 להסדיר אותו רגולטורית, לפחות לא באותו שלב.
22

23 ב. תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים

24 המלצות הדו"ח אומצו ועוגנו בחקיקה הרלבנטית. בשנת 2009 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים
25 פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009 (להלן: **תקנות**
26 **הפיקוח**) וחוזר גופים מוסדיים 11-9-2009 (להלן: **חוזר גופים מוסדיים**), שעניינו קביעת הוראות
27 לעניין הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון. התקנות והחוזר הסדירו את הנושאים
28 שהמליצה עליהם ועדת חמדני. התקנות תוקנו בשנת 2014, תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים
29 (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית) (תיקון), התשע"ד-2014 (ק"ת תשע"ד מס'
30 7383 מיום 12.6.14, עמ' 1196). כיום קובעות תקנות הפיקוח חובת השתתפות בהצבעות בהן הגוף
31 המוסדי יכול להשפיע. מדובר בעיקר בהחלטות בהן נדרש רוב בעלי מניות מקרב הציבור, שאינם
32 קשורים לבעל השליטה.
33

34 כיום קובעות התקנות בתקנה 2 שעניינה חובת השתתפות והצבעה, כדלקמן:

35 **"(א) משקיע מוסדי ישתתף ויצביע באסיפה כללית של תאגיד שהוא בעל זכות**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 הצבעה בו, בעד או נגד הצעת החלטה המובאת לאישור.
 2 (ב) על אף האמור בתקנת משנה (א), חובת ההשתתפות וההצבעה לא תחול
 3 באסיפה כללית של תאגיד, אם התקיים אחד מאלה:
 4 (1) באסיפה כללית של בעלי מניות בתאגיד שהוא חברה ציבורית כהגדרתה בחוק
 5 החברות, לא נדרש על פי דין או על פי הוראה אחרת רוב שאינו רוב רגיל לאישור
 6 הצעת החלטה, למעט באסיפה כללית שנושא ההצעה המובא לאישורה נמנה עם
 7 אחד מן הנושאים האלה:
 8 (א) שינוי תקנון התאגיד שיש בו כדי לפגוע בעניינם של בעלי המניות;
 9 (ב) מינויים ופיטורים של דירקטורים;
 10 (ג) התקשרות של התאגיד אשר לדירקטור יש בה ענין אישי;
 11 (ד) אישור מיזוג לפי סעיף 320 לחוק החברות;
 12 (2) באסיפה כללית של בעלי מניות בתאגיד, בעל השליטה בתאגיד מחזיק בניירות
 13 ערך בשיעור שיקנה לו את הרוב הנדרש לקבלת הצעת החלטה שעל סדר יומה
 14 של האסיפה הכללית, בהנחה שכל שאר מחזיקי המניות יצביעו נגדה; לענין זה,
 15 יהיה המשקיע המוסדי רשאי להסתמך על דיווח התאגיד במסגרת זימון
 16 האסיפה;
 17 (3) זכות ההצבעה של המשקיע המוסדי נובעת מהשקעה בנייר ערך חוץ והאסיפה
 18 הכללית התקימה מחוץ לישראל."

19
 20 במקביל ובאותו מועד הוצא חוזר גופים מוסדיים 11-9-2009 שקבע בדומה הוראות לענין הגברת
 21 מעורבות המשקיעים המוסדיים בשוק ההון.

22
 23 ג. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), תשע"ו-2015
 24 בשנת 2015 הותקנו תקנות השקעות משותפות בנאמנות מכוח חוק השקעות משותפות בנאמנות.
 25 תקנות אלו הותקנו גם הן בעקבות המלצות דוח ועדת חמדני, ולאחר דיונים ברשות לניירות ערך
 26 (התקנות פורסמו בק"ת תשע"ו מס' 7567 מיום 2.11.2015 עמ' 124). התקנות מאמצות את החובה
 27 להשתתף באסיפות באותם מקרים בהם מדובר בצמתים בחיי החברה, בהן יש למשקיע המוסדי
 28 יכולת השפעה על תוצאות ההצבעה (כחלק מבעלי מניות המיעוט הנדרשים לאשר הצעות מסוימות).

29
 30 התקנות קובעות, בסעיף 1 שכותרתו: "חובת השתתפות והצבעה":

31
 32 1. (א) מנהל קרן ישתתף ויצביע באסיפת מחזיקים כאמור בסעיף 77 לחוק, בעד או
 33 נגד הצעת החלטה המובאת לאישור.
 34 (ב) על אף האמור בתקנת משנה (א), חובת ההשתתפות וההצבעה לא תחול
 35 באסיפות שמתקיים בהן אחד מאלה:
 36 (1) באסיפות של בעלי מניות בחברות ציבוריות שבהן לא נדרש לפי דין או לפי
 37 הוראה אחרת רוב שאינו רוב רגיל לאישור הצעת החלטה, למעט אסיפות
 38 לאישור הצעות לשינוי בתקנון החברה שיש בו כדי לפגוע בעניינם של בעלי
 39 המניות, אסיפות בנוגע למינויים ופיטורים של דירקטורים, אסיפות בנוגע
 40 להתקשרות של החברה שלדירקטור יש בה ענין אישי ואסיפות לאישור מיזוג
 41 לפי סעיף 320 לחוק החברות;
 42 (2) באסיפות של בעלי מניות בחברות ציבוריות שבו מחזיק בעל השליטה בתאגיד
 43 במניות בשיעור שיקנה לו את הרוב הנדרש לקבלת הצעת החלטה בעל סדר יומה



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 של האסיפה, בהנחה שכל שאר בעלי המניות יצביעו נגדה; לעניין זה, מנהל הקרן
2 רשאי להסתמך על דיווח התאגיד במסגרת זימון האסיפה.
3

4 היינו, כל הגופים המוסדיים חויבו להשתתף באותם עניינים בהם יש להם יכולת השפעה על תוצאות
5 ההצבעה.
6

7 לכאורה, לאור חובות הנאמנות המורחבות החלות על המשקיעים המוסדיים, ניתן היה להניח שיש
8 לראות בהצבעת המשקיעים המוסדיים ראייה מכרעת להוגנות הצעת הרכש. אולם, כפי שאפרט
9 להלן, הועלה חשש, הן בספרות המקצועית, הן בעמדת רשות ני"ע, כי הצבעות משקיעים מוסדיים,
10 בעיקר בשוק ריכוזי, נגועות, הן עצמן, בניגודי עניינים, פעמים עם בעל השליטה עצמו.
11

12 7.2.3.5 ניהודי עניינים פוטנציאליים של המשקיעים המוסדיים עצמם

13 הטענה העומדת בבסיס עמדת הרשות, שבה תומך המבקש, היא כי גם משקיע מוסדי עשוי לפעול
14 משיקולים שונים כאשר הוא מסכים להצעת רכש, גם אם הוא יודע שהמחיר אינו מייצג את שווי
15 המניות. לעניין זה הפנה המבקש לעמדת הרשות, בה נאמר בסעיף 30:

16 "שנית, גם אותם בעלי מניות "מיוחדים" מקבלים החלטות על בסיס הערכות,
17 צרכים, ונסיבות מיוחדים וספציפיים, לא ניתן ללמוד מהם בהכרח על השווי
18 ההוגן ועל איכות התביעה, ושאינן בהם כדי לייצר את הגשת התובענה הייצוגית.
19 העובדה שבית השקעות מסוים נענה להצעת רכש מלאה לא משקפת בהכרח את
20 עמדתו כי השווי הוגן - ייתכן כי החליט לשנות מדיניות השקעה, לשנות הרכב
21 תיק השקעות, או "לחסל" פעילות נוסטרו, ועוד ועוד."
22

23 לא ברור אם הרשות מתייחסת בדבריה אלו רק למשקיעים מומחים או גם למשקיעים מוסדיים,
24 מכל מקום טענה זו עולה גם בספרות. כך, אהרוני-ברק וחמדני, בעקבות קיטאל, סבורים כי אין
25 לתת משקל מיוחד גם להצבעת משקיעים מוסדיים. זאת, לאור ניהוד עניינים ושיקולים שאינם
26 לטובת בעלי המניות. בעמ' 30 למאמר הם מציינים:

27 "כאמור לעיל דעת הרוב [בעניין קיטאל] מייחסת משקל מיוחד למעמד הגופים
28 המוסדיים בשוק ההון... נקבע כי כאשר גוף מוסדי מסכים להצעה, ויש
29 באחזקותיו כדי לטרפד אותה, מבקש סעד ההערכה נדרש להוכיח כי הסכמה זו
30 לא מהווה אינדיקציה כאמור או כי משקלה הראייתי נמוך... במישור העקרוני,
31 אנו סבורים כי קביעה זו אינה נקייה מספקות. גופים מוסדיים הם אמנם
32 מתוחכמים, אולם הם מנהלים את כספם של אחרים, וסובלים מבעיית נציג בין
33 העמיתים להנהלת הגוף המוסדי. גופים מוסדיים אף עלולים להיות מושפעים
34 מניהודי עניינים הנובעים מפעילויות עסקיות שלהם בנוסף לניהול כספי
35 עמיתים... בהקשר של הצעת רכש מלאה יש לציין, כי דווקא גופים מוסדיים
36 עלולים לפעול משיקולי נזילות או משיקולים של הצגת רווחים לטווח הקצר.
37 לסיכום, לנוכח מבנה התמריצים הבעייתי של הגופים המוסדיים, אין לייחס
38 משקל מיוחד לאופן ההצבעה שלהם"
39

40 המחברים ממשיכים ותוהים מה יקרה אם בהצעת רכש מסוימת חלק מהמשקיעים המוסדיים
41 יצביעו בעד וחלק יצביעו נגד. בהמשך, אתייחס גם לשאלה זו.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1

2 היינו החשש הוא כפול; האחד, כי הצבעה בעד הצעת רכש תהיה מבוססת על נימוקים שאינם נוגעים
3 להוגנות ההצעה כמו קשיי נזילות או הצגת רווחים לטווח קצר. השני, כי ההסכמה תינתן בשל ניגודי
4 עניינים של הגוף המוסדי עצמו.

5

6

א. הבסיס לחשש

7 אכן, קיימים נתונים ומחקרים המצביעים על פוטנציאל לניגוד עניינים של המשקיעים המוסדיים.
8 מעורבות משקיעים מוסדיים בחברה בה יש בעל שליטה מוגבלת לאותן החלטות בהן קולו של בעל
9 השליטה אינו יכול להישמע, החלטות המתקבלות, מכוח הוראות הדין ע"י בעלי מניות המיעוט.
10 אולם, קיימת בעיה נוספת בחברות עם בעל שליטה. בשוק הון קטן יחסית וריכוזי כשוק ההון
11 הישראלי קיים חשש לגבי ניגודי עניינים העלולים להיווצר בין טובת העמיתים בגוף המוסדי לבין
12 טובת הגוף המוסדי או בעל השליטה בו. ניגודי עניינים אלו הם משני סוגים. האחד, ניגוד עניינים
13 מובנה בין הגוף המוסדי לעמיתים בו. השני, הוא ניגוד עניינים הנובע מקשרים עסקיים בין הגוף
14 המוסדי לחברה בה הוא משקיע.

15

16 על ניגוד העניינים הראשון, בין גופים מוסדיים לחוסכים, עמד אסף חמדני, "המשבר העולמי, גופים
17 מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים, משפטים מ' 319 (2011), בעמ' 321:

18

19 "ביסוד מערכת היחסים שבין גופים מוסדיים לחוסכים באמצעות עומד
20 קונפליקט בין האינטרס של הגופים המוסדיים לזה של החוסכים... הגופים
21 המוסדיים מנהלים את כספי החוסכים תמורת דמי ניהול. אינטרס החוסכים הוא
22 להשיג תשואה מרבית על ההשקעות שלהם (בהתחשב בסיכון ובניכוי דמי ניהול),
23 ואילו האינטרסים של הגופים המוסדיים הוא להפיק רווח מרבי – בעיקר מגביית
24 דמי ניהול – מניהול של כספי חוסכים."

25 אחת הדוגמאות לאפשרות הפגיעה בעמיתים היא אי השקעת משאבים נאותים בהגנה על אינטרסים
26 של העמיתים. אם ניקח כדוגמא את המקרה שלפניי, בדיקה לא הולמת של הצעת הרכש. חמדני
27 במאמרו מנתח סוגיה זו ועומד על פתרונות אפשריים, אולם, לענייננו, יש לקחת בחשבון גם ניגוד
28 עניינים זה.

29

30 ליכט, אמונאות, עומד גם הוא על ניגוד עניינים זה (בעמ' 175):

31

32 "חלק ניכר של ענף המשקיעים המוסדיים בישראל (קופות פנסיה, קופות גמל
33 וקרנות השתלמות) נהנה מקבל שבוי ומהכנסות מובטחות בדמות דמי ניהול,
34 הנגבים מהפקדות שוטפות ומן הצבירה של חסכונות העמיתים. עובדה זו מקהה
35 מאד את ההנעה להשקיע משאבים ולהתעמת כדי להשיג הכנסות ורווחים..."

36 בעייתיות זו עולה מדו"ח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי
37 באמצעות רכישת אגרות חוב לא ממשלתיות (2010, דו"ח ועדת חודק). הוועדה ציינה כי המשקיעים



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 המוסדיים נכשלו בתמחור הנכסים שרכשו, כך שלא נתנו ביטוי לקשר בין סיכון לתשואה (שם בעמ'
2 20).

3
4 בנוסף לניגוד עניינים זה, קיים, כאמור, ניגוד עניינים אחר הוא בין הגוף המוסדי לבין החברה בה
5 הוא משקיע ומובן כי גם ניגוד עניינים זה פוגע בחוסכים.

6
7 על החשש לניגוד עניינים בין הגוף המוסדי לחברה בה הוא משקיע עמדה גם הוועדה להגברת
8 התחרויות במשק (ראו: דו"ח הוועדה להגברת התחרויות במשק – המלצות סופיות והשלמה
9 לדו"ח הביניים (21012); טיוטת המלצות הוועדה להגברת התחרויות במשק (2011). הודעה עמדה
10 על כך שבין הבעיות שמעוררת הריכוזיות במשק, לפחות חלק מהמשקיעים המוסדיים נתונים
11 בניגודי עניינים אפשריים לאור השתייכותם לקבוצות עסקיות, בשל עניינם של בעל השליטה וחברות
12 אחרות בקבוצה כלפי מתחרים, נושים ולקוחות (ראו: עמ' 17-34 לדו"ח הביניים).

13
14 דניס ורשבסקי וגיתית גור גרשגורן, 'הצבעות באסיפות כלליות של חברות: הצבעות הגופים
15 המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי', נייר עבודה, הרשות לניירות ערך, ספטמבר 2011 (להלן
16 ורשבסקי וגור: נייר עבודה), מציינים לעניין זה:

17 "הטענה שמנהלי גופים מוסדיים לא תמיד פועלים לטובת העמיתים באסיפות
18 כלליות נטענת לעיתים קרובות. קשרים עסקיים וקשרי בעלות, היעדר כלי ניתוח
19 והתעלמותם של הגופים המוסדיים מחשיבות האופן שבו הם צריכים להשמיע את
20 קולם, הם רק מקצת הגורמים לכך שמשקיעים מוסדיים עלולים שלא לשמור על
21 אינטרסים של חוסכים ועמיתים. רבדים מרובים של סוכנים מוסיפים לקושי
22 והופכים את הזירה התאגידית למורכבת יותר בהשוואה לבעיית הסוכן
23 המסורתית."
24

25 במחקר שנעשה על שוק ההון בארץ לגבי השקעות מוסדיים בחברות עם בעל שליטה, הגיעו
26 המחברים אסף חמדני וישי יפה למסקנה, כי כדי להבטיח הצבעת מוסדיים לטובת המיעוט, יש
27 לטפל בניגודי העניינים של המשקיעים המוסדיים עצמם ראו: Assaf Hamdani and Yishay
28 Yafeh, *Institutional Investors as Minority Shareholders*, *Review of Finance* 17, pp. 691-
29 725 (2013) (להלן: חמדני ויפה).

30
31 במאמר הם עומדים על כך שבחברה עם בעל שליטה דומיננטי, כמו במקרה שלפנינו, קטנה השפעת
32 המשקיעים המוסדיים. לדבריהם, בעמ' 692:

33 **The presence of a dominant shareholder alters the corporate**
34 **governance role of institutional investors along three dimensions:**
35 **First, it limits institutional investors voting influence—when a**
36 **dominant shareholder holds the majority of voting rights, the extent**
37 **to which institutional investors can use their votes as a mechanism for**
38 **disciplining corporate insiders is limited. Second, whereas the main**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 **conflict in dispersedly owned firms is between management and**
 2 **shareholders, in concentrated ownership environments, the focus is**
 3 **on the diversion of resources by controlling shareholders through**
 4 **self-dealing and other forms of "tunneling". Finally, the prevalence**
 5 **of family-controlled business groups may create novel conflicts of**
 6 **interest, for example, when dominant families own institutional**
 7 **investors that purchase securities of (group-affiliated and other)**
 8 **firms and then participate in shareholder meetings.**

9 (הדגשה שלי – מי אי ג').

10

11 המחקר בחן, ראשית, האם משקיעים מוסדיים בישראל משתמשים בכוחם להצביע נגד הצעות של
 12 בעל השליטה כאשר ניתן כוח לבעלי מניות מיעוט; האם משקיעים מוסדיים עושים שימוש בכוחם
 13 כדי למנוע (להטיל וטו) על עסקאות בניגוד עניינים של בעל השליטה; והאם ניגודי עניינים הקשורים
 14 לקשרים העסקיים או הבעלויות של המשקיעים המוסדיים משפיעים על אופן הצבעתם.

15

16 ההשערה הייתה, כי משקיעים מוסדיים המשקיעים בחברות עם בעל מניות שליטה יהיו פעילים
 17 יותר כאשר ניתן להם כוח כבעלי מניות מיעוט, היינו כאשר יש להם כוח השפעה. עם זאת, נמצא
 18 שכאשר אין על המשקיעים המוסדיים חובה ברורה להצביע, אזי העובדה שיש למשקיעים המוסדיים
 19 כוח להשפיע, אינה משחקת תפקיד מרכזי בהחלטתם האם להשתתף באסיפה ולהצביע. אשר
 20 להצבעות על הצעות של בעלי השליטה, חמדני ויפה הגיעו למסקנה, כי אין קורלציה ברורה בין אופן
 21 ההצבעה ליכולת ההשפעה באמצעות ההצבעה. לעומת זאת, הם מצאו קשר ממשי בין ניגודי עניינים
 22 של המשקיעים המוסדיים עצמם לבין הסבירות שיצביעו כנגד הצעות בעלי השליטה. כך למשל,
 23 מצאו כי משקיעים מוסדיים הנמצאים בבעלות חברות ציבוריות או הקשורים לקבוצה עסקית
 24 מסוימת, ייטו יותר לתמוך בהצעות בעלי השליטה מאשר משקיעים מוסדיים הנמצאים בבעלות
 25 חברות פרטיות או חברות שאינן חלק מקבוצה (שם, בעמ' 712). ממצאים אלו, לדעת החוקרים,
 26 מטילים ספק ביעילות המדיניות המקנה כוח לבעלי מניות המיעוט ומחייבת את המשקיעים
 27 המוסדיים להצביע, בלא שמסדירים את סוגיית ניגודי העניינים. לדבריהם (בעמ' 695):

28

29 **One possible conclusion from these findings is that, in order to induce**
 30 **institutional investors to play an active role in corporate governance**
 31 **in the presence of strong corporate insiders, legislation that**
 32 **empowers minority shareholders by subjecting certain transactions**
 33 **to a disinterested shareholder vote would not suffice; lawmakers**
 34 **should pay close attention to conflicts of interest, possibly by forcing**
 35 **institutional investors to provide one service only (asset management)**
 36 **and by requiring them to be independently owned."**

37

37 עם זאת, המחברים מסייגים מסקנות אלו בכך שהם אינם מודעים להליכים של מו"מ מוקדם בין
 38 בעלי מניות השליטה למשקיעים המוסדיים, במטרה לקבל את הסכמתם, מו"מ שעשוי להביא
 39 לשיפור ההצעות לטובת בעלי מניות המיעוט. עוד הם מסייגים זאת בכך שאין בידם מידע באשר



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 להצעות שבעלי השליטה כלל אינם מעלים להצבעה בשל התנגדות גורפת של המשקיעים המוסדיים
2 עוד לפני העלאה פורמלית של ההצעה לדיון. אדגיש הסתייגויות אלו בהמשך הדברים.
3
4 לאור סייגים אלו, מסכמים חמדני ויפה ואומרים, כי אין תשובה חד משמעית לשאלה האם די
5 במנגנונים המגבירים את מעורבות המשקיעים המוסדיים כדי לתרום לממשל תאגידי ראוי ולהגנה
6 על בעלי מניות המיעוט.
7
8 המסקנה המרכזית היא כי לא די בהגברת כוחו של המיעוט, אלא יש לטפל בניגודי עניינים של
9 המשקיעים המוסדיים כדי להבטיח שהצבעותיהם יהיו לגופה של החלטה. למסקנה דומה בהקשר
10 לשוק בארה"ב ראו: Yair Listokin, *If you give shareholders power, do they use it? An*
11 *empirical analysis*, 166 **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, 38–53
12 (2009).
13
14 אחד הפתרונות למניעת ניגודי עניינים הייתה ההמלצה של ועדת חמדני לעודד פעילותם של גופים
15 מקצועיים שיספקו לגופים המוסדיים המלצות בדבר אופן ההצבעה. בתקנות ובחוזר שהבאתי לעיל
16 הייתה התייחסות לעניין זה.
17
18 ב. טענות כנגד ניגודי העניינים הפוטנציאליים
19 בפרק זה אעלה שתי טענות כנגד החשש מפני פעולה בניגוד עניינים של המשקיעים המוסדיים. בכך,
20 אין כוונתי לומר, כי לא יתכנו מקרים כאלו, או כי מקרים כאלו יהיו לא יישנו. הכוונה היא לומר,
21 כי אין מקום לטענה כללית וגורפת בדבר "ניגודי עניינים של משקיעים מוסדיים" עד כדי הטענה כי
22 בשל ניגודי עניינים אלו, אין מקום לתת משקל להצבעתם.
23
24 **הטענה הראשונה** נוגעת לחקיקה ולהמלצות לערב את המשקיעים המוסדיים כמה שיותר בשוק
25 ההון (בעקבות דוח ועדת חמדני). החקיקה בנוגע למשקיעים מוסדיים כשומרי סף מבוססת על
26 ההנחה, כי המשקיעים המוסדיים עושים עבודתם נאמנה, שאחרת לא היה מקום להטיל עליהם
27 חובות השתתפות.
28
29 העדויות האמפיריות בארץ ובעולם תומכות בטענה שהאקטיביזם של המשקיעים המוסדיים תורם
30 לשיפור הממשל התאגידי בחברות הציבוריות. כך, למשל, במחקר מהעת האחרונה, שנערך ב-43
31 מדינות בארה"ב עולה, כי ככלל כשנקבעים בחקיקה חובות המחייבים משקיעים מוסדיים להצביע,
32 משתפר הממשל התאגידי באמצעות השתתפותם והצבעתם של המשקיעים המוסדיים באסיפות
33 כלליות. המחקר פורסם במאמר: Peter Iliev, Karl, V. Lins, Darius P. Miller & Lucas Roth,
34 "Shareholders Voting and Corporate Governance around the World", *Rev. of Financial*



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק היצוני:

1 Studies, vol 28, 2167 (2015). המחקר התמקד בהצבעת משקיעים מוסדיים בין השנים 2003-2009
2 לאור חובות הדיווח שהיו על המשקיעים המוסדיים לעניין הצבעותיהם. המחברים מציינים כאחת
3 ממסקנות המחקר (בעמ' 2171) כי: "The dissenting votes cast by U.S. institutional investors
4 have governance related outcome" (עוד ראו לעניין ההשלכות של הצבעת משקיעים מוסדיים
5 והנתונים הנדרשים לצורך עריכת מחקרים בשאלה זו: Ben W. Heineman, Jr. & Stephen Davis,
6 **Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution**, Yale School
7 of Management (2011).

8
9 עוד עלו ממצאים בדבר שיפור ההגנה על המשקיע ותרומה לצמיחה הכלכלית. הממצאים
10 האמפיריים מעידים שמעורבות משקיעים מוסדיים באספות כלליות, הביאה לצמצום פוטנציאל
11 ניגוד העניינים בין החברה ובעלי השליטה בה לבין בעלי המניות הייצוניים. במקרים רבים, המו"מ
12 המוקדם בין המשקיעים המוסדיים לבין מנהלי החברות, ביחס להחלטות בניגוד עניינים שעלו
13 להצבעה באסיפה כללית, היה מוצלח לטובת כלל בעלי המניות. משקיעים מוסדיים הצליחו לשנות
14 החלטה או אפילו לבטל החלטה (על הצבעת בעלי מניות וממשל תאגידי ראו: Peter Iliev, Karl, V.
15 Lins, Darius P. Miller & Lucas Roth, "Shareholder Voting and Corporate Governance
16 Around the World" **Rev. of Financial Studies**, (2015), Volume 28, Available at SSRN:
17 <http://ssrn.com/abstract=1702546> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1702546>

18
19 כפי שציינתי לעיל, **חמדני ויפה** במאמרם מציינים, כי ייתכן ויש השפעה חיובית למשקיעים מוסדיים
20 שאינה באה לידי ביטוי במחקר, כיוון שהתוצאות אינן משכללות שני פרמטרים. הראשון, הליכים
21 מוקדמים של מו"מ בין בעלי מניות השליטה לבין המשקיעים המוסדיים, במסגרתם מנסים בעלי
22 השליטה להעלות הצעות שיניחו את דעת המשקיעים המוסדיים. השני, הצעות שאינן עולות כלל
23 להצבעה לאור התנגדות מראש של המשקיעים המוסדיים. כלומר, גם המחקר עצמו מסויג בהקשר
24 זה.

25
26 בתמיכה לכך נטען, כי המשקיעים המוסדיים אכן תורמים ומשפרים את הממשל התאגידי וההגנה
27 על בעלי המניות, אך זאת לא בהצבעות עצמן, אלא במסגרת מו"מ שמנהל עמם בעל השליטה קודם
28 להצבעה. בספר Paccos, Alessio, **Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers** 189 (2013),
29 מצוין המחבר, כי מרבית ההשפעה של המשקיעים
30 המוסדיים לא נעשית בהצבעה עצמה אלא במו"מ שקודם לה, ללא שקיפות: "Institutional action
31 therefore takes place behind closed doors". גם לעניין הצעת רכש, בהחלט יתכן, כי המשקיעים
32 המוסדיים ינהלו מו"מ שיביא להעלאת מחיר המניה במסגרת העת הרכש, עד לסכום שיהווה
33 בעיניהם שווי הוגן של המניות.

34



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 **הטענה השנייה**, נוגעת להגדרת "ניגוד עניינים" בכלל ועל ידי הרשות לניירות ערך בפרט. חוק ניירות
2 ערך וחוק החברות אינם מגדירים מיהו בעל עניין ומהו ניגוד עניינים (למעט באחזקות מסוימות).
3 ככל שמרחיבים יותר את הגדרת ניגוד העניינים, נראה, מטבע הדברים, יותר "ניגודי עניינים", גם
4 אצל משקיעים מוסדיים.

5
6 בניגוד למגמה בחקיקה המגבירה את מעורבות המשקיעים המוסדיים בהתבסס על ההנחה כי הם
7 פועלים לטובת החוסכים, קבעה הרשות לניירות ערך בחוות דעתה כי יראו כבעל עניין אישי, בעל
8 מניות המקיים קשרים פיננסיים או עסקיים מהותיים עם החברה או בעל שליטה בה. חוות הדעת
9 ניתנה בהקשר של עסקת צים לרכישת אניות (החלטה 5-101 של הרשות לניירות ערך: עניין אישי
10 בעסקאות עם בעלי שליטה (אוקטובר 2004). בהחלטה נקבע:

11 **"מליאת הרשות קיבלה החלטה לראות בעל מניות המקיים קשרים פיננסיים או**
12 **עסקיים מהותיים עם החברה או עם בעל שליטה בה כבעל עניין אישי באישור**
13 **עסקאות החברה עם אותו בעל שליטה, ולפיכך מניותיו לא יעולו להיכלל במסגרת**
14 **שליש [היום מחצית] בעלי המניות שאין להם עניין אישי."**
15

16 הגדרה זו, שלא נבחנה בבית המשפט, שוללת במקרים רבים מהמשקיעים המוסדיים את הזכות
17 להצביע כבעלי מניות מיעוט ומרחיבה מאד את המקרים בהם יראו ניגוד עניינים. באותו עניין היה
18 מדובר בבנק, שנתן שירותים פיננסיים לקבוצה.

19
20 מנגד, **בדו"ח חמדני**, שתמך, כאמור, בהגברת מעורבות המשקיעים המוסדיים בשוק ההון, נאמר
21 (בעמ' 16), כי **"לא כל ניגוד עניינים בכוח של גוף מוסדי עולה בהכרח כדי עניין אישי"**. דו"ח חמדני
22 מתייחס להחלטת רשות ניירות ערך ומציין (בעמ' 17):

23 **"קיים חוסר בהירות מסוים באשר לשאלה מתי קיומם של קשרים פיננסיים או**
24 **קשרים עסקיים מהותיים או מתמשכים בין גוף מוסדי (או בעל שליטה בו)**
25 **לחברה הציבורית (או בעל שליטה בה) אשר לגביו נדרש הגוף המוסדי להצביע**
26 **יעלה כדי 'ענין אישי' עבור הגוף המוסדי."**
27

28 שאלה זו אינה מתעוררת במקרה שלפניי, ולא ארחיב בה (לעניין זה ראו דברים שכתבתי במאמר:
29 מיכל אגמון-גונן, **"הטוב (בעלי מניות המיעוט)!! הרע (בעלי מנות השליטה)!! ובית המשפט –**
30 **התערבות בית המשפט בעסקאות בעלי עניין שעברו את הליכי האישור בחברה"**, בתוך: **ספר יוסף**
31 **גרוס: מחקרים בדיני חברות ומשפט עסקי**, 47,59 (בעריכת אהרן ברק, יצחק זמיר ודוד ליבאי,
32 תשע"ה-2015); כן ראו, **עמיר ליכט, דיני אמונאות**, שם בעמ' 173).

33
34 עם זאת, ככל שמרחיבים את הגדרת ניגוד העניינים, אזי קיים חשש גדול יותר לניגוד עניינים. אם
35 מקבלים את עמדת דו"ח חמדני, הרי שממילא יצטמצמו המקרים בהם נראה ניגוד עניינים. יתכן כי
36 שאלה זו תתעורר בעתיד לא במסגרת השתתפות באסיפות, אלא דווקא במסגרת הצבעה בהצעות
37 רכש של משקיעים מוסדיים.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
30
31
32
33
34
35
36
37

ג. הסדרה למניעת ניגודי העניינים

לאור האמור, אין בסיס מוצק לחשש הגורף מפני ניגודי עניינים בהצבעת המשקיעים המוסדיים. עם זאת, אין ספק כי המחקרים מעלים חשש כי מקרים כאלו קיימים. על כן, ננקטו צעדים רבים ומשמעותיים כדי למנוע או לצמצם פעולה בניגוד עניינים של המשקיעים המוסדיים. אעמוד על כך להלן:

(1) חובות אמונים

מעצם העובדה שהמשקיעים המוסדיים מחזיקים ומנהלים כספים של אחרים הוטלו עליהם, מאז ומתמיד, חובות, וזאת בדומה לכל מי שמנהל את ענייניו של אחר.

החובה העיקרית לענייננו היא חובת האמונים או האמונות. חובת האמון מוטלת על מי שיש בידיו כוח הנתון למען אחר וקיים חשש כי מי שבידו כוח ינצל אותו לרעה. הנשיא ברק בע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253 (1984), קבע (בעמ' 278 לפסק הדין) כי:

"עקרון האמון הוא בעל תחולה רחבה. הוא חל בכל מקום שבו נותנים לאחד כוח ושליטה על זולתו... רשימת המצבים בהם קיימים יחסי אמון, אינה סגורה, והריהם מתקיימים במגוון רב של יחסים משפטיים... כל אלה מחייבים, כי בצד הכוח תעמוד אחריות, שכן כוח ללא אחריות סופו שרירות."

וכפי שמסכם את הדברים פרופ' עמיר ליכט, שקרא לתחום "דיני אמונות", בספרו: **דיני אמונות: חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי**, 33 (התשע"ג-2013, להלן: **ליכט, אמונות**):

"כוח של פלוני על רעהו, שבגדרו הראשון יכול להשפיע לפי שיקול-דעתו על ענייניו של האחרון, היא תופעה המחייבת פיקוח. ההכרח בפיקוח נובע מניסיון החיים, לפיו כוח ללא אחריות סופו שרירות... הפתרון האמיתי לבעיה הוא בקביעה כי על האמונאי (fiduciary) חלה חובת אמון (loyalty), אשר בגדרה עליו לפעול לטובת הנהנה."

חובת האמון היא החובה לפעול לטובת הנהנה. זאת ברמת ההפשטה הגבוהה ביותר. חובה זו כוללת, מטבע הדברים, כחובה מרכזית את החובה להימנע מניגוד עניינים (ראו, **ליכט, אמונות**, עמ' 52).

על הגופים המוסדיים חלות חובות כלפי העמיתים. הן חובת הזהירות – לפעול במיומנות ולנקוט אמצעים סבירים לשמירה על כספי החוסכים, הן חובות אמון, כאמונאים (בלשונו של **עמיר ליכט**), לפיהן עליהם לפעול אך ורק לטובת החוסכים ולהימנע מלהעדיף כל שיקול ועניין על פני טובת העמיתים/החוסכים (כך למשל ס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל); סעיף 75 לחוק השקעות משותפות בנאמנות וסעיפים 10(ב) ו-13(א) לחוק הנאמנות). לאור החובות המוטלים על הגופים המוסדיים, עליהם לפעול אך ורק לטובת החוסכים, "משקיעי הקצה", המשקיעים מהציבור. לאור זאת, הם אינם רשאים לקחת בחשבון פרמטרים אחרים.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1

2

(2) ממשל תאגידי

3

גם דיני החברות, הקובעים הוראות הנוגעות לממשל תאגידי, מסדירים את פעולת המשקיעים

4

המוסדיים גם לטובת החוסכים. בנוסף, נקבעו הוראות בנוגע לממשל תאגידי של גופים מוסדיים,

5

כמו החובה להקים וועדת השקעות.

6

7

אסף חמדני, גופים מוסדיים, מבהיר, כי החלת חובת ממשל תאגידי על גופים מוסדיים נועדה להגן

8

על ציבור החוסכים. ובלשונו:

9

"דרישות הממשל התאגידי החלות על חברות ציבוריות נועדו לסייע בהגנה על האינטרסים של בעלי מניות מהציבור. לעומת זאת, דרישות הממשל התאגידי החלות על גופים מוסדיים נועדו להגן על ציבור החוסכים-לקוחות ולהבטיח כי החלטות ההשקה של הגופים המוסדיים יתקבלו משיקולים של טובת החוסכים בלבד. במילים אחרות, דרישות הממשל התאגידי החלות על הגופים המוסדיים בתור שכאלה לא נועדו להגן על בעלי המניות שלהם (או של החברות המנהלות שלהם)."

15

(הדגשה שלי – מ' א' ג').

16

17

עמד על כך הנשיא ברק בבג"ץ 6432/02 איגוד קופות הגמל הענפיות נ' שר האוצר (2003), בהקשר

18

לשאלה האם רשאי שר האוצר להתקין תקנות ולחייב בגופים המוסדיים הקמת ועדת השקעות בלתי

19

תלויה:

20

"לקופות הגמל מועברים מדי שנה סכומים גדולים מאת העמיתים, אשר מפקידים את כספם בקופה בתקווה כי יצמח ויבטיח את עתידם. קופת הגמל משמשת כנאמן של עמיתה והיא אמורה לפעול על-מנת להשיא את רווחיהם. לאור הענקת חופש פעולה נרחב לקופות הגמל בבחירת השקעותיהן אך טבעי הוא כי ההחלטה כיצד להשקיע את כספי הקופה כדי שייבאו את התוצאות האופטימליות עבור עמיתי הקופה, מחייבת מקצועיות, הבנה של השווקים והמכשירים הפיננסיים הקיימים והמתפתחים בארץ ובעולם. זהו הרקע ליצירת ועדת ההשקעות כמוסד תאגידי חדש."

21

22

23

24

25

26

27

28

29

30

כלומר, הן המחוקק, הן בתי המשפט, ערים, מחד, לניגודי עניינים אפשריים של המשקיעים

31

המוסדיים, ומאידך, החוק והפסיקה מטפלים בניגודי עניינים אלו.

32

33

(3) החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2014 (להלן: חוק הריכוזיות)

34

חוק הריכוזיות גם הוא קבע הוראות שאמורות למנוע ניגודי עניינים בכלל ושל המשקיעים

35

המוסדיים בפרט. החוק מבוסס על התפישה לפיה המשק בישראל מתאפיין בריכוזיות בין ענפית

36

יתרה בהשוואה לשווקים אחרים בעולם. הריכוזיות מתבטאת בכך שמספר מצומצם של אנשי

37

עסקים או משפחות שולטים על שיעור ניכר הן מהנכסים הריאליים, הן מהנכסים הפיננסיים במשק,

38

במסגרת מספר מצומצם של קבוצות עסקיות (מרביתם במבנה פיראמידלי). המבנה הריכוזי מעורר

39

חששות רבים עליהם עמדה הוועדה שהמלצותיה הן את הבסיס לחקיקה. וכפי שהובהר בדברי

40



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 ההסבר להצעת חוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות התשע"ב-2012, ה"ח התשע"ב 706, בעמ'
2 : 1084

3

4 "המבנה הריכוזי מעורר חשש לפגיעה באיתנות המערכת הפיננסית, לפגיעה
5 בתחרות העסקית ואף לפגיעה בציבור החוסכים, בבעלי מניות המיעוט בחברות
6 הציבוריות ובמחזיקי איגרות חוב בחברות איגרות חוב. המלצות הוועדה מבקשות
7 להגביר את התחרותיות במשק הישראלי, להבטיח שוק תחרותי ויעיל, להגן על
8 ציבור המשקיעים ולחזק את איתנותם של המתווכים הפיננסיים ואת יציבותם.
9 המלצות הוועדה התייחסו לשלושה מישורי פעולה. מישור הפעולה הראשון נועד
10 להסדיר את חלוקת נכסי הציבור באופן שימנע פגיעה בתחרות ויפחית את
11 הריכוזיות הכלל-משקית. מישור הפעולה השני נגע להגבלה על פעולתן של
12 קבוצות עסקיות מורכבות הבנויות בצורת "פירמידה". מישור הפעולה השלישי
13 נגע לתנאים להחזקה של גוף פיננסי משמעותי וגוף ריאלי משמעותי בידי אותו
14 בעל שליטה. המלצות הוועדה ביקשו להביא להפרדה בין מי ששולט בנכס ריאלי
15 משמעותי לבין מי ששולט בנכס פיננסי משמעותי."

16

17

18 לענייננו קיים חשש של ניגודי עניינים, עליו עמדתי לעיל, הנובע, בין היתר ממבנה ריכוזי זה של
19 השוק הישראלי. החוק ביקש לצמצם את הפירמידות, למנוע מאותו בעל שליטה להחזיק הן בנכסים
20 ריאליים הן בנכסים פיננסיים וכן להגביר את התחרות. הוראות החוק שעניינן צמצום הפירמידות,
21 ובעיקר הפרדת אחזקות בנכסים ריאליים ופיננסיים, יביאו עמם גם צמצום בניגודי העניינים בין
22 ובתוך קבוצות עסקיות.

23

24

(4) תקנות הפיקוח והחוזרים

25 בתקנות הפיקוח ובחוזר נקבעו גם הוראות המחייבות את המשקיעים המוסדיים לקבוע כיצד יצביעו
26 במקרה של ניגוד עניינים, ומורות כי ההליך כולו ינוהל בשקיפות, היינו על המשקיע לקבוע מדיניות
27 מראש בעניינים אלו.

28

29 עוד קובעות תקנות הפיקוח הסדר לניגוד עניינים בתוך המשקיע המוסדי, כאשר הוא משקיע במספר
30 חברות. התקנות קובעות שכשמשקיע מוסדי מחזיק בלפחות 5% מסוג כלשהו של אמצעי שליטה
31 בתאגיד שבו מתבצעת הצבעה, חייב המשקיע המוסדי להצביע באופן עליו יחליטו הנציגים
32 החיצוניים בוועדת ההשקעות שלו, או במקרים מסוימים להעביר את ההחלטה לחברת ייעוץ
33 חיצונית. ניתן לאמץ כללים אלו גם להצבעה באסיפת רכש באותם מקרים בהם קיים חשש לניגוד
34 עניינים.

35

36 כך, בתיקון לתקנות הפיקוח נקבעה גם חובת אישור נציגים חיצוניים לאופן ההצבעה במקרה של
37 ניגוד עניינים פוטנציאלי של המשקיע המוסדי עצמו. על אף שמדובר בהצבעה באסיפה כללית,
38 הדברים אלו יפים גם לענייננו, שכן הם עוסקים בניגוד עניינים של המשקיע המוסדי. תקנה 4 קובעת:

39 "א) משקיע מוסדי המחזיק ניירות ערך של תאגיד, שבעל השליטה במשקיע



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 המוסדי מחזיק בתאגיד לפחות 5% מסוג כלשהו של אמצעי שליטה, ישתתף
2 ויצביע באסיפה הכללית של התאגיד כאמור בתקנה 2 באופן שיאושר בידי רוב
3 הנציגים החיצוניים בוועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי; לעניין זה, בקביעת
4 שיעור ההחזקה של בעל השליטה בתאגיד, לא יובאו בחשבון שיעורי ההחזקה של
5 המשקיע המוסדי בתאגיד ושל משקיעים מוסדיים אחרים הנמצאים בשליטה
6 אותו בעל השליטה.
7

8 ...
9 (ג) משקיע מוסדי המחזיק ניירות ערך של תאגיד פיננסי, או של תאגיד השולט
10 בתאגיד פיננסי או של תאגיד בנקאי שקיבל רישיון לפי סעיף 4(א)(1) או (ב)
11 לחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, ישתתף ויצביע באסיפה הכללית של
12 התאגיד, כאמור בתקנה 2 באופן שיאושר בידי רוב הנציגים החיצוניים בוועדת
13 ההשקעות של המשקיע המוסדי, אם נושא הצעת ההחלטה המובאת לאישור
14 האסיפה הכללית נמנה עם אחד מן הנושאים האלה:
15 (1) אישור מדיניות תגמול לפי הוראות סעיף 267א לחוק החברות;
16 (2) אישור עסקאות הטעונות אישור של האסיפה הכללית לפי הוראות סעיפים
17 272(ג), 272(ג1), 273(ב) ו-275 לחוק החברות.
18

חוזר גופים מוסדיים 6-9-2014

19 ביום 10.6.14, במקביל לתיקון תקנות הפיקוח, הוציאה הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון חוזר
20 שכותרתו: **"הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, שמטרתו הטמעת המלצות
21 וועדת חמדני"**. בפתח החוזר נאמר:

22 "בשנת 2009 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)
23 (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009 (להלן: "התקנות")
24 וחוזר גופים מוסדיים שמספרו 11-9-2009 שעניינו קביעת הוראות לעניין הגברת
25 מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון (להלן: "החוזר"). התקנות והחוזר
26 הסדירו את הנושאים שהמליצה עליהם הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים
27 להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, אשר הגישה את
28 המלצותיה בחודש ינואר 2008. בין הנושאים שהוסדרו היו הנושאים שלגביהם
29 יחויב הגוף המוסדי להשתתף באספות כלליות ואת אופן ההתקשרות עם גורם
30 מקצועי אשר עוסק במתן המלצות לגופים מוסדיים ביחס לנושאים העולים
31 להצבעה באספות כלליות.
32 הניסיון שהצטבר במהלך השנים מאז פרסום התקנות והחוזר, ביחס לדרך
33 פעולתם של הגופים המוסדיים באספות כלליות וביחס לאופן ההתקשרויות בינם
34 לבין הגורם המקצועי, הצריך מספר תיקונים בחוזר אשר יתייחסו בעיקר לאופן
35 ההתקשרות של הגוף המוסדי עם הגורם המקצועי ולמידת ההסתמכות שלו על
36 המלצת הגורם המקצועי. תיקונים אלה נעשו בחוזר גופים מוסדיים 7-9-2014
37 לעניין תיקון הוראות החוזר המאוחד- ניהול נכסי השקעה (השתתפות גופים
38 מוסדיים באספות כלליות) ובחוזר זה".
39

40 סעיף 3 שכותרתו קביעת מדיניות הצבעה, קובע:

41 "ועדת השקעות של משקיע מוסדי תקבע מדיניות הצבעה בנוגע להצעות החלטה
42 לגביהן חלה על המשקיע המוסדי חובת השתתפות, לרבות בנוגע לעניינים
43 הבאים:
44 הליכי בדיקה לצורך גיבוש עמדה ביחס להצעות החלטה;
45 הליך ואופן קבלת החלטות הצבעה בהצעות לגביהן קיים ניגוד עניינים העלול
46 להשפיע על אופן הצבעה;
47 אופן הטיפול בפניות מצד הנהלות התאגידים או בעלי שליטה בהם שמטרתן



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 להשפיע על אופן ההצבעה;
 2 סוגי הצעות החלטה לגביהן יתקשר המשקיע המוסדי עם גורם מקצועי לצורך
 3 גיבוש המלצות הצבעה.
 4 ועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי תבחן באופן שוטף את מדיניות ההצבעה
 5 שלה כאמור ותעדכנה במידת הצורך.
 6 משקיע מוסדי לא יצביע בניגוד למדיניות ההצבעה שקבעה ועדת ההשקעות, אלא
 7 לאחר שקיבל את אישורה של הוועדה מראש."
 8
 9 בהמשך נקבעה חובה לפרסם הן את מדיניות ההצבעה, הן את אופן ההצבעה בפועל, כן נקבעה חובת
 10 פרסום אמות מידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי.

11
 12 גם בתקנות השקעות משותפות בנאמנות נקבעו הוראות לעניין קביעת מדיניות השקעה במקרה של
 13 ניגוד עניינים:

14 "א) דירקטוריון מנהל קרן יקבע מדיניות הצבעה בנוגע להצעות החלטה, לרבות
 15 בנוגע לעניינים אלה:
 16 (1) הליכי בדיקה לצורך גיבוש עמדה לגבי הצעות החלטה;
 17 (2) הליך ואופן קבלת החלטות ההצבעה בהצעות שלגביהן קיים ניגוד עניינים
 18 העלול להשפיע על אופן ההצבעה;
 19 (3) אופן הטיפול בפניות מצד הנהלות התאגידים או בעלי שליטה בהם שמטרתן
 20 להשפיע על אופן ההצבעה;
 21 (4) סוגי הצעות החלטה שלגביהן יתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות
 22 הצבעה, כמפורט בתקנה 5.
 23 ב) דירקטוריון מנהל הקרן יביא לידיעת הנאמן את מדיניות ההצבעה שנקבעה
 24 לפי תקנת משנה א)."
 25

26 בהמשך נקבעו הוראות לגבי דיווח על סטייה ממדיניות ההשקעה.
 27
 28 כאשר מוטלות כל החובות לעיל, ומתווספת לכך שקיפות מלאה בתהליך קבלת ההחלטות, יש בכך
 29 כדי לצמצם מאד את המקרים בהם יפעל המשקיע המוסדי בניגוד עניינים.

30
 31 (5) הצבעה באמצעות חברות ייעוץ
 32 אחד הפתרונות לניגודי העניינים הוא מתן חוות דעת בהצבעות בהן עלול להתעורר ניגוד עניינים, על
 33 ידי חברות ייעוץ (ראו לעניין זה: **ורשבסקי וגור, נייר עבודה**). אנטרופי, אחת מחברות הייעוץ,
 34 הוציאה מסמך ובו היא מציגה את מדיניות ההצבעה באסיפות הכלליות (2015). ניתן לצפייה ב:
 35 [http://entropy-frs.co.il/wp-content/uploads/2015/04/%D7%9E%D7%93%D7%99%D7%A0%D7%99%D7%95%D7%AA-](http://entropy-frs.co.il/wp-content/uploads/2015/04/%D7%9E%D7%93%D7%99%D7%A0%D7%99%D7%95%D7%AA-%D7%9C%D7%A9%D7%A0%D7%AA-2015-%D7%9E%D7%A1%D7%9E%D7%9A-%D7%A0%D7%A7%D7%99.pdf)
 36 [%D7%9C%D7%A9%D7%A0%D7%AA-2015-%D7%9E%D7%A1%D7%9E%D7%9A-%D7%A0%D7%A7%D7%99.pdf](http://entropy-frs.co.il/wp-content/uploads/2015/04/%D7%9E%D7%A1%D7%9E%D7%9A-%D7%A0%D7%A7%D7%99.pdf)
 37

38
 39 פרק 6.1 מתווה קווים מנחים בנושא מיזוגים ורכישות ובו נאמר:
 40 "אנו נבחן את רמת השקיפות הניתנת בעסקאות מהותיות, ובייחוד שקיפות
 41 בכל הקשור למחיר העסקה, הערכות שווי חיצוניות, מסמכי נאותות, מסמכי
 42 פרופורמה וכיוצא בזה.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 (ד) אנו נבחן האם במבנה העסקה שנבחר לביצוע המיזוג, בעלי המניות זוכים
 2 להגנה הראויה והאם מבנה העסקה יוצר חשש לפגיעה בזכויותיהם ביחס לבעלי
 3 מניות אחרים. זאת בדגש מיוחד בעסקאות למחיקת ממסחר של חברות ציבוריות
 4 המבוצעות בדרך של מיזוג משולש הופכי.
 5 (ה) אנו ניתן דעתנו לתשלומים והוצאות שכר הכרוכים בעסקה ובהעברת
 6 השליטה".
 7

8 כלומר, ככל שבעל העניין יראה הערכות שווי חיצוניות, שבהן שקיפות התהליך בו הגיעו לתמורה
 9 (לרבות מו"מ), כך יפחת החשש לניגוד עניינים. כמובן שיבחנו גם פרמטרים נוספים.

(6) הפסיקה

12 הפסיקה עמדה על ניגוד עניינים אפשריים (אמנם בהקשר של ניצעים מתוחכמים, שאינם בהכרח
 13 משקיעים מוסדיים) וקבעה, כי ככלל תהווה הצבעה של משקיע מתוחכם ראייה להוגנות ההצעה
 14 (בעיקר אם היה בקולו להכריע את גורל ההצעה, ואם התקיים מו"מ רציני עמו). אולם, ניתן יהיה
 15 להביא ראיות לניגוד עניינים במקרה נתון, שייבחנו על ידי בית המשפט.

17 בעניין קיטאל, התייחס כב' השופט י' דנציגר לניצעים מתוחכמים, וקבע (בפסקה 95 לפסק דינו) כי
 18 הצבעה שכזו תהווה ראייה להוגנות המחיר:

19 "סבורני כי המסקנה שגזר בית-המשפט המחוזי מהסכמתה של חברת אנליסט
 20 להצעת הרכש בדבר הוגנות הצעת הרכש הינה מסקנה סבירה בנסיבות העניין.
 21 אנליסט הינה ניצע גדול ובלתי תלוי (ובלשונו של בית-המשפט המחוזי – 'ניצע
 22 מתוחכם') ובכוחה היה 'לטרפד' את הצעת הרכש, בשים לב להיקף אחזקותיה
 23 בחברות. בנסיבות אלה יש ליתן להסכמתה להצעת הרכש משקל ראייתי נכבד, אף
 24 אם לא מכריע. סבורני כי ניתן לראות בהסכמתו של ניצע בנסיבות כאלה
 25 אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה, בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם
 26 להצעת הרכש, במסגרתה רוכש מציע בלוק מניות בחברה. בנסיבות אלה הנטל
 27 המוטל על מבקש סעד ההערכה הינו להוכיח כי הסכמתו של ניצע מסוגה של
 28 אנליסט אינה מהווה אינדיקציה שכזו או כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא
 29 נמוך. אכן, שקולניק טען כי אנליסט הייתה מצויה בניגוד עניינים ולכן הסכמתה
 30 אינה מהווה אינדיקציה להוגנות ההצעה. כאמור, טענה זו נדחתה בבית-המשפט
 31 המחוזי ונקבע כי הטענה לא הוכחה מבחינה עובדתית. שקולניק שב וטען טענה זו
 32 גם במסגרת הערעור לפנינו, מבלי לבסס אותה בראיות כלשהן מלבד אמירה
 33 כללית בדבר ניגוד עניינים שנובע מתפקידה של אנליסט כחתם בהנפקת החברות
 34 בעבר. בנסיבות אלה לא עמד שקולניק בנטל ההוכחה להוכיח שהסכמתה של
 35 אנליסט מקורה בניגוד עניינים. כפועל יוצא, סבורני כי קביעותיו העובדתיות
 36 והמשפטיות של בית-המשפט המחוזי בנקודה זו אינן מקימות עילה להתערבותו
 37 של בית משפט זה".
 38

39 בת"צ (ת"א) 11-03-20457 מיכאל ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ (2014), נדון עניין
 40 דומה. גם שם נטען, כי המחיר בהצעת רכש שהוצעה לא היה הוגן ונתבקש סעד הערכה. כב' השופטת
 41 רות רונן קבעה שכאשר מציע מתוחכם נענה להצעת רכש לאחר שערך מו"מ לעניין המחיר, יש להניח
 42 כי המחיר, בעקבות המו"מ, הוא מחיר הוגן. בסעיף 54 לפסק דינה היא מציינת:



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 "מכאן, כי בנסיבות המתאימות, הסכמה של ניצע מתוחכם להצעת רכש, עשויה
 2 להוות "אינדיקציה חלקית" להוגנות התמורה, אינדיקציה שהיא בעלת "משקל
 3 ראייתי נכבד", אף אם לא מכריע. לאור הקושי שפורט לעיל בביצוע הערכות שווי,
 4 ישנו לדעתי טעם רב במתן משקל להסכמה מושכלת של בעל-מניות משמעותי
 5 ומתוחכם למכירת מניותיו במחיר מסוים כאינדיקציה להוגנות המחיר, ודאי
 6 מקום שמדובר בהסכמה שהיא תולדה של משא-ומתן, וכאשר הסכמתו של הניצע
 7 המתוחכם היא מהותית לכך שהצעת הרכש תתקבל. הסכמה כזו עשויה להעיד על
 8 כך כי גיבוש המחיר הוא תולדה של התמקחות בין שני צדדים המצויים בשני עברי
 9 המתרס, ודי בכך כדי להעיד שהמחיר הוא הוגן."

10

11 אולם, כב' השופטת רות רונן הבהירה כי אמנם מדובר בראיה בעל משקל ניכר, אולם, למבקש יש
 12 שתי אפשרויות להזים זאת. הראשונה, להסביר מדוע בנסיבות המקרה אין לייחס משמעות
 13 להסכמת הניצע המתוחכם הצעת הרכש. השנייה, כי:

14

15 "יכול המבקש להעלות – כנגד עמדת המשיבות – טענות כבדות משקל משלו
 16 לשווי ההוגן של החברות. הסכמת הניצע המתוחכם היא כאמור ראייה בעלת
 17 משקל ראייתי נכבד, אך לא מכריע. המבקש יכול להרים את הנטל שהועבר אליו
 18 גם אם יציג טענות כבדות משקל לגופו של עניין ביחס לשווי ההוגן, ולהביא לכך
 19 שבית המשפט יקבע שנכון לשלב זה של הדיון ישנה "אפשרות סבירה" כי
 20 טענותיו יתקבלו, חרף הקושי שהסכמת הניצע המתוחכם יוצרת".

21

22 על פסק הדין הוגשה בקשה לעיון חוזר: תא (ת"א-יפו) 14-07-37739 מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה
 23 בע"מ נ' מיכאל ספרא (מיום 8.6.15, לפני כב' השופטים דניה קרת-מאיר, חאלד כבוב ודוד רוזן). כב'
 24 השופטת דניה קרת מביאה מעניין קיטאל בהקשר זה ומציינת (עמ' 14 לפסק דינה):

25

26 "אם קיימות אינדיקציות נכבדות וכבדות משקל הגוברות, לכאורה, בשלב בקשת
 27 האישור, על אותה אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה העולה מהסכמתו של
 28 הניצע המתוחכם, אין מניעה כי יותר למבקש סעד ההערכה להעלותו במסגרת
 29 הדיפת החזקה. יתרה מזאת, טענות כבדות משקל כנגד עמדת החברות נכללות
 30 בהחלט במסגרת האפשרות אשר ניתנה למבקש הסעד להוכיח כי משקלה
 31 הראייתי של ההסכמה הוא נמוך."

32

33

34 פסק דין נוסף במסגרתו נטענה הטענה, כי הצבעת או מעורבות משקיעים מוסדיים מהווה ראייה
 35 להוגנות הצעת הרכש הוא ת"צ (ת"א-יפו) 44884-0313 אהרן דוד מלאכי נ' Elad High Plateau
 36 Acquisitions (2.4.15). אולם באותו עניין לא הוכחה מעורבותם של משקיעים מוסדיים וכב'
 37 השופטת דניה קרת קבעה, כי הטענה למעורבות משקיעים מוסדיים במו"מ הועלתה כטענה
 38 ערטילאית, ללא קיום תשתית ראייתית ועל כן לא דנה בעניין לגופו.

39

40 בעקבות פסק הדין בעניין מ.ת.מ. ציינו שרון חנס וברק ירקוני, "הגנת המיעוט בהצעת רכש" אתר
 41 הממשל התאגידי של אוניברסיטת תל אביב (פורסם ביום 26.12.14):

42



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 ראוי כי בעתיד בית המשפט ינהג בזהירות בעת דחיית תביעות דומות לאור משא
 2 ומתן מוקדם עם משקיע מוסדי. הסכמות מעין אלו יתרבו בוודאי בעתיד, בתגובה
 3 לקביעה השיפוטית שניתנה כאן. בפרט קיים חשש כי בעל השליטה ינהל משא
 4 ומתן עם מספר משקיעים מוסדיים, ויבחר בזה שהסכים למחיר הנמוך ביותר כדי
 5 להשביע את רצונו של בית המשפט. אם כן, על בית המשפט להתעמק במהלך
 6 המשא ומתן, בזהותו של המשקיע המוסדי, ובמאפייני החזקתו במניות החברה.
 7 (ניתן לצפייה ב- <http://www7.tau.ac.il/blogs/law/2014/12/26/1511/>
 8 (הדגשות שלי – מי א' ג').
 9

10 היינו, הפסיקה מכירה מחד בייחוד מעורבות המשקיעים המוסדיים, אך מאידך מאפשרת סתירה
 11 של ראיות כנגד חזקה זו.

12
 13 **7.2.3.6. הצבעה של משקיע מוסדי תהווה ראיה להגינות מחיר הצעת הרכש, ככל שאין ראיות**

לסתור

14
 15 לאור כל האמור לעיל אני סבורה, כי הצבעת משקיע מוסדי בעד קבלת הצעת רכש מהווה ראיה
 16 כמעט מכרעת להגינות המחיר בהצעת הרכש, בהעדר ראיות ספציפיות לסתור, כבר בשלב בקשת
 17 האישור.

18
 19 אני סבורה, כי אם המדינה מאפשרת למשקיעים המוסדיים לנהל כספי חוסכים, לרבות חסכון
 20 פנסיוני בסכום כולל של כ-1.2 טריליון ₪, לא ניתן באותה נשימה לומר כי אין לתת משקל
 21 להצבעתם של המשקיעים המוסדיים בעד הצעת רכש, בשל ניגודי עניינים שהם נגועים בהם. זאת,
 22 כאמירה כללית ומבלי להצביע על ניגוד עניינים מסוים במקרה נתון.

23
 24 אמנם, הרשויות השונות הן שמחזיקות בעמדות השונות. רשות ניירות ערך, כפי שעולה מנייר
 25 העמדה שהגישה, סבורה כי נימוקים שונים מהוגנות העסקה עלולים להנחות את המשקיעים
 26 המוסדיים בהצבעתם בעד הצעת רכש מלא (זאת, תוך הרחבת ההגדרה לניגודי עניינים המחרפה
 27 חשש זה). מנגד, גופי הפיקוח על המשקיעים המוסדיים, בעקבות דו"ח חמדני, סבורים כי יש להגביר
 28 את מעורבות הגופים המוסדיים בחברות בהן הם משקיעים, בין השאר באמצעות חיובם להשתתף
 29 ולהצביע באסיפות הכלליות. זאת, על בסיס ההנחה שבהצבעתם יפעלו המשקיעים המוסדיים לטובת
 30 החוסכים. אותם גופי פיקוח אף מטילים על הגופים המוסדיים כללים למניעת ניגודי עניינים. אין
 31 להלום שהמדינה, על כלל זרועותיה, המעוניינת בטובת החוסכים, אותו ציבור המשקיע בשוק ההון
 32 באמצעות הגופים המוסדיים, תחזיק בעמדות מנוגדות באשר להצבעת הגופים המוסדיים.

33
 34 חשוב לזכור ולהזכיר, כי מדובר בכספי הפנסיה של מרבית העובדים במשק. מדו"ח הממונה על שוק
 35 ההון לשנת 2014, עולה כי יש גידול משמעותי בשוק החיסכון הפנסיוני. הדו"ח מצביע על עלייה של
 36 כ-12% בקרנות פנסיה, כ-10% בביטוחי חיים וכ-6% בקופות גמל. הממונה מציינת, כי (עמ' 21
 37 לדו"ח):



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 "הגידול המתמיד בנכסי קרנות הפנסיה החדשות, הנובע בעיקר מגידול בשיעורי
2 ההפקדות, גידול בשכר במשק, הפקדות של מצטרפים חדשים לקרנות ותשואה
3 חיובית על הנכסים. גידול זה ממשיך את המגמה לה היינו עדים בשנים האחרונות
4 במסגרת הסדרי פנסיה חובה".
5
- 6 כאמור, החיסכון הפנסיוני (כמו גם חסכונות אחרים של הציבור) בהיקף של למעלה מאלף
7 מיליארד (טריליון) ₪ מנוהל בידי המשקיעים המוסדיים. סכומים אלו, על פי דו"ח הממונה,
8 צפויים לעלות. לאור זאת, ההסדרה בעניינם רחבה. ככל שקיימים ניגודי עניינים הרגולטורים
9 הרלבנטיים מטפלים בהם, ואם אין די בכך, יש להגביר את הפעילות בהקשר זה (ראו: אירית חביב
10 סגל, "דיני חברות" בתוך: ספר השנה של המשפט בישראל, תשנ"א, 1 (בעריכת אריאל רוזן צבי,
11 תשנ"ב), העומדת, בעמ' 21 על הצורך בהתערבות רגולטורית החורגת מעניינים הקשורים בגילוי.
12 עוד ראו: נעם שר, "דיני ניירות ערך – מגמות מרכזיות", עיוני משפט כב (1) 265 (תשנ"ט-1999),
13 העומד, בעמ' 302, על התפתחות ההתערבות הרגולטורית בהקשר של המשקיעים המוסדיים. כן
14 ראו הסקירה לעיל).
- 15
- 16 אולם, מקום שהמדינה קבעה הסדרים רבים בעניין זה, ושוכנעה כי די בהסדרה, במשטר
17 הרגולטורי שנקבע, כדי לאפשר למשקיעים המוסדיים להחזיק ולנהל את חסכונותיהם של מרבית
18 האזרחים, מכך נגזר כי סומכים על המשקיעים המוסדיים כי יפעילו את שיקול דעתם המקצועי,
19 ועל כן צריכה להיות משמעות מיוחדת להצבעתם.
- 20
- 21 אם נאמר אחרת, היינו, כי ככלל, או במקרים רבים, לא פועלים המשקיעים המוסדיים לטובת
22 החוסכים, אזי, כיצד מאפשרים להם לנהל את חסכונות אזרחי המדינה?
23
- 24 לאור האמור, הצבעה של משקיע מוסדי צריכה להיות ראייה מכרעת כבר בשלב זה של בקשת
25 האישור. אם הצבעה של משקיע מוסדי מהווה אינדיקציה להוגנות המחיר, עד כדי כך שיתכן אף
26 שבשלב התובענה העיקרית לא יידרש חישוב שווי החברה בשיטת DCF, מה טעם יש בניהול תובענה
27 כייצוגית, כשבשלב בקשת האישור מוצגת אינדיקציה כזו. היינו, ככל שיש משקיע מוסדי שהצביע
28 בעד הצעת הרכש ואין ראייה או טענה ספציפית מעוגנת בראשית לניגוד עניינים באותה הצבעה, אזי
29 סביר להניח כי השאלה המכרעת, היינו שווי המניות, לא תוכרע לטובת הקבוצה, שכן ייקבע שהשווי
30 בו נרכשו המניות הוא שווי הוגן. כמובן כי ככל שהמבקש, במקרה מסוים, מצביע על ניגוד עניינים
31 ספציפי של הגוף המוסדי שהצביע באופן ההצבעה, או אז יהיה מקום לדון בכך, אם במסגרת בקשת
32 האישור, אם במסגרת התובענה עצמה.
- 33
- 34 **7.2.3.7 מהכלל אל הפרט**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 על אף כל חובות השקיפות, הגילוי, והעברה לגופים חיצוניים, עדיין יתכנו מקרים כי הצבעה
2 מסוימת של משקיע מוסדי לא תשקף את העובדה שהמחיר הוא הוגן, אלא שיקול אחר. בין אם
3 שיקול זה הוא לטובת החוסכים, כמו שעדיף למכור במחיר מסוים גם אם הוא נמוך מהשווי ההוגן,
4 ולהעביר את ההשקעה לאפיק מבטיח יותר, ובין אם היא נובעת מניגוד עניינים.

5
6 אם תהיה ראייה ממשית בכיוון זה, ולא אמירה כללית בעלמא על ניגודי עניינים פוטנציאליים, אזי
7 בית המשפט ידון בכך לגופה. ראייה לכך, יכולה להיות למשל, כי שני משקיעים מוסדיים השתתפו
8 בהצבעה כאשר אחד הצביע בעד ההצעה ואחד כנגדה. אז יהיה מקום לבחון יותר לעומק את שווי
9 המניות. כן יהיה מקום, כפי שמציינים ירקוני וחנס: "**להתעמק במהלך המשא ומתן, בזהותו של
10 המשקיע המוסדי, ובמאפייני החזקתו במניות החברה.**"

11
12 כך, בעניין **קיטאל** נטענה טענה כללית בדבר ניגוד עניינים של אלסינט, המציע המתוחכם באותו
13 מקרה. בית המשפט בחן את הראיות ודחה את הטענה. היינו, יש לבחון לגופן רק טענות ספציפיות
14 לניגוד עניינים במקרה נתון. ניתן יהיה להתבסס על אישור משקיע מוסדי להצעת הרכש בנסיבות
15 בהן לא תהיה כל אינדיקציה לניגוד עניינים, או להסכמה משיקולים שאינם נוגעים להוגנות המחיר.

16
17 בענייננו טוענים המשיבים כי נערך מו"מ עם המשקיעים המתוחכמים או המוסדיים, בעוד שהמבקש
18 טוען כי אין מדובר במשקיעים מוסדיים, ומכל מקום, לפחות אחד מהם, מר לוי, מכחיש שנערך עמו
19 מו"מ. מבלי להכריע בשאלה האם נערך עם מר לוי מו"מ, הרי שבמקרה שלפניי מדובר במשקיעים
20 מתוחכמים ולא במשקיעים מוסדיים. מדובר באנשים פרטיים, מומחים בשוק ההון, שהצביעו בגין
21 נכסים שלהם עצמם. במקרה כזה, וככל שיוכח שהתנהל מו"מ, וכי אכן מדובר במומחים שהצביעו
22 לטובת הצעת הרכש כי העריכו שהמחיר הוגן, אז תהיה בכך ראייה להוגנות העסקה, אך חלשה מזו
23 שהייתה לו היה מדובר במשקיע מוסדי. כשמדובר במשקיעים מוסדיים הראיה כמעט מכרעת.

24
25 כנגד כך הציג המבקש ראיות ממשיות לכך שהמחיר שנקבע לא היה הוגן, הן בנוגע להליך קביעת
26 המחיר, הן בנוגע ליחס בין מחיר המניות להון החברה. בנוסף, המציא המבקש חוות דעת בשיטת ה-
27 DCF.

28
29 לאור העובדה שההנחה הנוגעת למשקיע מתוחכם אינה משמעותית בנסיבות המקרה, ולאור הראיות
30 שהמציא המבקש מזה, אני סבורה כי יש סבירות כי השאלה המרכזית, האם מחיר המניות בהצעת
31 הרכש לא היה הוגן, כטענת המבקש, תוכרע לטובת הקבוצה.

32
33
34 **8. האם התובענה הייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1 כעת אבחן את התנאי החמישי לאישור התובענה כייצוגית והוא כי התובענה הייצוגית היא הדרך
 2 היעילה וההוגנת ביותר להכרעה במחלוקת, כנדרש בסעיף 8(א)(2) לחוק.
 3
 4 לעניין זה מעלים המשיבים שתי טענות. הראשונה, כי לאור קיומם של מספר משקיעים המחזיקים
 5 בשיעור ניכר מן המניות שנרכשו, כשלכל אחד מהם נגרם נזק משמעותי, לרבות המבקש שדי בנוק
 6 שנגרם לו להצדיק הגשת תביעה אינדיבידואלית, היה מקום לדון בתובענות אישיות ולא בתובענה
 7 ייצוגית. השנייה, כי קיומו של מו"מ עם חלק מהניצעים (יורם תמיר ויוחאי גולד, ואילן ושולמית
 8 לוי) המחזיקים בשיעור ניכר מהמניות שהוצע לרכוש, תחייב דיון מקיף לעניין המו"מ, כך שלא יהיה
 9 יעיל לנהל את התובענה כתובענה ייצוגית.
 10
 11 על הטענה הראשונה, לעניין היעילות בהגשת תובענה ייצוגית בידי מי שסבל בעצמו נזק ניכר, עמד
 12 כב' השופט עופר גרוסקופף בהרחבה בת"צ (מרכז) 09-05-14144 איפקס חיתום וניהול הנפקות
 13 בע"מ נ' הראל נהול קרנות בע"מ (2010) וקבע, כי הדבר עשוי לשפר את היעילות. בסעיף 15
 14 להחלטתו הוא מציין:

15 "חיזוק לתפיסה זו בהקשר של תובענות ייצוגיות בניירות ערך ניתן למצוא בעמדת
 16 הדין האמריקאי ביחס לשאלה בה עסקינן. לא רק שהדין האמריקאי לא פוסל
 17 תביעות המוגשות על ידי משקיעים מוסדיים, אלא שהוא מוצא לנכון לעודדן.
 18 הבסיס התיאורטי למדיניות זו הונח במאמרם החשוב של Elliott Weiss & John
 19 Beckerman שכותרתו "Let the Money Do The Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class
 20 Actions", אשר פורסם ב- 104 YALE L.J. 2053 (1995). במאמר זה הצביעו
 21 הכותבים על כך שמשקיעים מוסדיים, אשר העניין הכספי שלהם בתביעה
 22 משמעותי, יכולים לשמש מפקחים טובים יותר על עורכי הדין המנהלים את
 23 התביעה הייצוגית, מאשר "משקיעים קטנים", שאין להם עניין של ממש בפיצוי
 24 שיפסק בתביעה (להבדיל משכר הטרחה). בדרך זו ניתן להפחית את "עלויות
 25 הנציג" הכרוכות בכך שהשליטה בהליכי התובענה הייצוגית נתונה בידי עורכי
 26 הדין, שלהם מערכת תמריצים שונה מהרצויה מבחינה חברתית. בעקבות תובנה זו
 27 תוקן החוק האמריקאי, תוך שנקבעה חזקה לפיה המשקיע בעל האינטרס הכספי
 28 הגדול ביותר בתביעה (has the largest financial interest in the relief sought by the class")
 29 הוא זה שצריך לשמש כתובע הייצוגי (ראו Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 15 U.S.C 2B, Sec. 78U-
 30 Alon Klement, "Who Should Guard and 4(a)(3)(B)(iii) the Guardians? A New Approach for Monitoring Class Action
 31 Lawyers," 21 REVIEW OF LITIGATION 25 (2002). לניתוח אמפירי של
 32 השלכות השינוי ראו Agnes Cheng, Henry Huang, Yinghua Li, Gerald Lobo, "Institutional Monitoring Through Shareholder Litigation," 95
 33 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 356 (2010). הניסיון
 34 האמריקאי מלמד אם כך, שלפחות בתחום של ניירות ערך, מתן אפשרות
 35 למשקיעים מוסדיים להגיש תובענות ייצוגיות לא רק מתיישב עם תכליות החוק,
 36 אלא שהוא אף עשוי לסייע להתגבר על אחד הכשלים המרכזיים שמכשיר
 37 התובענה הייצוגית יוצר – בעיית ה"נציג" הנובעת מניהול התובענה הייצוגית
 38 בידי עורכי דין ותובעים, שאין להם אינטרס כלכלי ממשי בתביעה עצמה (אלא רק
 39 בשכר הטרחה שיפסק לטובתם)."



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 אני מסכימה לחלוטין עם דבריו, ואין לי אלא לאמצם על דרך ההפניה. על כן, אין בעובדה שהמבקש
2 מחזיק בכמות מניות נכבדה, המאפשרת לו תביעה אישית, כדי למנוע ממנו מלבקש הכרה בתובענה
3 כתובענה ייצוגית.

4
5 אשר לטענה השנייה, לפיה יהיה צורך לדון במו"מ שנערך עם חלק מהניצעים, איני סבורה כי הדבר
6 יביא לחוסר יעילות של הדיון, ההיפך הוא הנכון. הנתבעים יוכלו להוכיח כי נערך מו"מ בתום לב ואז
7 יוכלו לבסס את טענתם כי המחיר הוגן. התובע מצדו ינסה להראות, כפי שגם עשה בבקשה, כי לא
8 היה מו"מ אמתי, ועל כן שווי המניות אינו הוגן. בכל מקרה השאלה אם התקיים מו"מ אמתי אם
9 לא, חשובה לביטול התובענה, ואינה נוגעת רק לניצעים עמם נוהל המו"מ.

10

11

9. ייצוג הולם ובתום לב

12 התנאי האחרון לאישור תובענה ייצוגית על ידי בית המשפט, הקבוע בס"ק 8(א)(3) ו-8(א)(4) לחוק
13 תובענות ייצוגיות, הינו כי קיים יסוד סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך
14 הולמת ובתום לב.

15

16 יש לבחון האם ראוי כי המבקש ייצג את הקבוצה, והאם ענייני הקבוצה ינוהלו בתום לב
17 ובמקצועיות. המשיבים מעלים שתי טענות מרכזיות לעניין זה; הראשונה, כי המבקש רכש את
18 המניות במועד לא ברור, לטענתם כשהחברה כבר לא נסחרה, זאת בכדי לממשן במועד מאוחר יותר.
19 היינו, רכש את המניות כדי להגיש תובענה ייצוגית בסופו של יום. השנייה, נוגעת לעברו הפלילי,
20 בתחום ניירות הערך, של המשיב.
21 אדון בטענות אלו כסדרן.

22

23

א. המניע בבסיס רכישת המניות

24 הפסיקה דנה במספר שאלות בנוגע לכשרות התובע המייצג, והמניע ביסוד הגשת התובענה. הפסיקה
25 עמדה על כך כי ביסוד חוק תובענות ייצוגיות עומדות מטרות כבדות משקל של קידום יעדים
26 חברתיים וכלכליים לרבות אכיפה ופיצוי הציבור בגין נזקיו. לאור מטרות אלו, יש לבחון, בכל
27 מקרה, האם די במאפייני התובע המייצג או במניע שעמד בבסיס רכישת המניות או הגשת התביעה,
28 כדי לשלול ממנו את האפשרות לייצג את הקבוצה. כך, בין רבים קבעה כב' השופטת שטרסברג כהן
29 ברע"א 8268/96 דן רייכרט נ' משה שמש, פ"ד נה 5 276, (2001), בעמ' 307:

30

31

32

33

34

35

"התובענה הייצוגית מהווה תפיסה חדשה ליישוב סכסוכים, כלכליים בעיקרם,
אשר בצדם האחד עומד יחיד המייצג ציבור גדול ואנונימי של נפגעים. התובענה
הייצוגית בניירות ערך נועדה לקדם יעדים מהותיים חברתיים וכלכליים. מטרתה
לאפשר לנציג של קבוצת מחזיקי ניירות ערך שסבלו נזק כלכלי כתוצאה מניהול
בלתי תקין ובלתי הוגן של חברות ציבוריות, לייצג את היחידים שנפגעו ולהביא
את עניינם, יחד עם עניינם, לפני בית-המשפט. היא נועדה להביא להגברת הפיקוח



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

- 1 על נושאי המשרה ובעלי השליטה בחברות ולקדם אכיפתן של הוראות החוק לשם
2 השרשתן של נורמות הגינות ויושר בפעילות בשוק ההון."
3
- 4 לאור מטרות אלו נבחנו מאפיינים שונים של תובעים שביקשו לייצג בתובענה ייצוגית. כך, בנוגע
5 לתובע המתוחכם (כמו המבקש בענייננו), נקבע ברע"א 4556/94 רמי טצת ואח' נ' אברהם זילברשץ,
6 פ"ד מט(5) 774 (1996), כי תובע מתוחכם רשאי לייצג את הקבוצה בתובענה ייצוגית, בהעדיפו את
7 המטרות שבחוק ובעיקרן האכיפה. כבי הנשיא א' ברק קבע, בפסקה 14 לפסק דינו, כי:
- 8 "לדעת המשיבים, תובע מקצועי אינו תובע בתום-לב, ועל-כן יש לשלול ממנו את
9 מעמדו כתובע ייצוגי. לשם גילוי מקצועיותו של התובע הייצוגי, יש לדרוש את
10 גילוי היסטוריית ההשקעות של אותו תובע. אכן, מקובל עליי כי היסטוריה של
11 תביעות ייצוגיות עשויה להצביע על היעדר תום-לב. אך לעניין זה לא די בעצם
12 הגשתן של תביעות ייצוגיות בעבר, אלא יש לבחון את תנאיהן, תוצאותיהן
13 ונסיבותיהן. אכן, לשם ביסוס טענה בדבר היעדר תום-לב הנובע מתביעות סרק
14 ייצוגיות, יש להניח, בראש ובראשונה, תשתית ראייתית לכאורית מתאימה. רק
15 אז עשוי העיון בהיסטוריית ההשקעות להיות רלוואנטי. בעניין שלפנינו, דובר
16 בתובענה ייצוגית שנייה של מר טצת. קשה לבסס על כך בלבד טענה של חוסר
17 תום-לב בהגשת התובענה הייצוגית בענייננו. גם נסיבות הרכישה של מניות
18 החברה - רכישה בסכומים משמעותיים וטענה לנזק אישי של עשרות אלפי
19 שקלים - אינן מבססות תשתית עובדתית שממנה ניתן להסיק, ולו לכאורה, על
20 חוסר תום-לב של התובע הייצוגי. אכן, שעה ש"ההיסטוריה" של הגשת תובענות
21 ייצוגיות היא כה דלה, ואופי ההשקעה בחברה כה ניכר, אין בכך להניח תשתית
22 ראייתית לכאורית המצדיקה הטלת חובת גילוי של היסטוריית ההשקעות."
23
- 24 כן קבעה כבי השופטת ט' שטרסברג-כהן בעניין רייכרט לעיל (רע"א 8268/96 דן רייכרט נ' משה
25 שמש, פ"ד נה 5 276, (2001)), בעמ' 301, כי יש להעדיף את המטרות שבבסיס החוק ולהכיר גם
26 בתובע, שאינו מומחה בשוק ההון והשקיע בניירות ערך, ובלבד שבאי כוחו מצויים בן המקצועי.
- 27
28
29 עוד נקבע, הן בעניין רייכרט לעיל, הן לאחרונה בע"א 8037/06 שי ברזילי נ' פרינר (הדס 1987)
30 בע"מ (2014, להלן: עניין פרינר), כי מניע כספי אינו שולל את תום הלב או הכשירות של אדם
31 להיות תובע מייצג. כבי השופט ח' מלצר מצוין בפסקה 87 לפסק דינו, כי:
- 32 "הנה כי כן, אין במניעיו של התובע היוזם את ההליך הייצוגי, המבקש לזכות
33 ברווח, כדי לשלול את תום לבו ולהכשיל את בירור תביעתו כייצוגית (בכפוף
34 להתקיימותם של יתר התנאים הנדרשים). הוא הדין ביתר-שאת בשעה
35 שהמניעים הכספיים האמורים מיוחסים לעורך-הדין, שזה עיסוקו ואין פסול
36 בציפייתו לקבל שכר טירחה בעבור עבודתו. אדרבה: הדין העוסק בתובענות
37 ייצוגיות מניח כי התובענה הייצוגית נשלטת, הלכה למעשה, על-ידי אנשי
38 המשפט, ולא על-ידי התובע הייצוגי."
39
40
41 היינו, בית המשפט היה מוכן להכיר במאפיינים שונים של תובעים מייצגים, מתוחכמים לצד לא
42 מקצועיים, בעלי מניע כספי וכיו"ב, כדי לקדם את המטרות שביסוד חוק תובענות ייצוגיות (ראו



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1 לעניין זה: ציפורה כהן, *"יתובענות ייצוגיות על פי חוק החברות"*, **שערי משפט** ד(1) 61, 103
2 (תשס"ה-2005).

3
4 על כן, גם אם המבקש רכש את המניות לאחר שנמחקו ממסחר, בין השאר בשל מחשבה עתידית כי
5 ביום מן הימים תוצע הצעת רכש, ויתכן כי יוכל להגיש תביעה אם המחיר לא יהיה סביר בעיניו, אין
6 בכך כדי לשלול את תום לבו או האפשרות שייצג את הקבוצה.

7
8 ב. עברו הפלילי של המבקש
9 שונים הם פני הדברים בכל הנוגע לעברו הפלילי של המבקש, אשר הורשע, על פי הודאתו (בת"פ
10 ת"א) 3299/01 מ"י נ' **דניאל מיצנגנדר**), בביצוע עבירות של השפעה בדרכי תרמית על תנודות שער
11 מניה. המעשים בוצעו בשנת 1998 וגזר הדין ניתן בשנת 2002. בגזר הדין נאמר, כי המבקש עשה את
12 שעשה ככל הנראה בשל רצון מגלומני להשפיע על שוק ההון, בשל הפרעת אישיות נרקסיסטית, ולא
13 במטרה להפיק רווח כלכלי. בית המשפט קבע כי: **"אין ספק כי ראוי להרחיקו מפעילות שוק ההון"**.
14 עם זאת, לאור גילו ועברו הנקי, כמו גם לאור הצהרת סניגורו שטען כי: **"הנאשם הדייר עצמו עפ"י**
15 **החלטתו, מעיסוק בשוק ההון"**, קבע בית המשפט כי אין להכניסו מאחורי סורג ובריח.

16
17 המבקש לא טרח לציין פרטים אלו בבקשת האישור. כל שציין בבקשה הוא כי הינו רוי"ח בהכשרתו
18 ומומחה בשוק ההון. לטענת המשיבים, די בכך בכדי לשלול ממנו את הזכות לייצג את הקבוצה
19 בשמה הוא מתיימר לטעון. כך ככלל, כך על אחת כמה וכמה כאשר מדובר בתובענה ייצוגית בנושא
20 שוק ההון. כן טוענים המשיבים כי העובדה שהמבקש שינה את שמו מדניאל מיצנגנדר לדניאל מגן,
21 היא עצמה מעידה על חוסר תום ליבו בהגשת בקשת האישור.

22
23 בתגובה לבקשה ובסיכומים טוען המבקש, כי אין לפסול אותו כתובע מייצג בשל אירוע **"יחד פעמי**
24 **שהתרחש לפני 15 שנה"**. עוד טוען המבקש, כי ממצאים מחוות הדעת הפסיכיאטרית שהוגשה
25 בעניינו, במסגרת ההליך הפלילי: **"לא התקבלו במסגרת פסק הדין"**. ובכן, בשני עניינים אלו היה על
26 המבקש לדייק מעט יותר. אשר לחוות הדעת הפסיכיאטרית, קטעים ממנה צוטטו על ידי בית
27 המשפט בהליך הפלילי, כהסבר למעשיו של המבקש. בית המשפט קיבל את עמדת ההגנה כי המבקש
28 לא פעל ממניעים כלכליים אלא בשל אישיות נרקסיסטית, והפחית בשל כך מעונו של המבקש.
29 מכאן, שבית המשפט אכן התחשב, ודווקא לטובת הנאשם, בחוות הדעת הפסיכיאטרית שהוגשה
30 בעניינו.

31
32 אשר ללוחות הזמנים, גם בהם, ובהצהרות המבקש, יש לדייק מעט יותר; כפי שצינתי, בחודש מאי
33 2002 הורשע הנאשם ונדון לשורה של עונשים. במסגרת הטיעונים לעונש, טען סניגורו של המבקש כי
34 האחרון הרחיק עצמו מרצונו מפעילות בשוק ההון וביקש לשקול זאת כשיקול לזכותו, וזאת כנגד



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 בקשת המאשימה לגזור עליו עונש מאסר בפועל. הצעת הרכש בה עסקינן בתיק זה הייתה בשנת
2 2009, היינו חלפו רק 7 שנים מההרשעה, וכאשר המבקש טוען כי הוא רכש את מניות החברה "לפני
3 למעלה מחמש שנים". לא ברור אם מדובר למעלה מחמש שנים לפני הצעת הרכש מה שמביא אותנו
4 בסמוך לשנת 2003, שנה לאחר גזר הדין, או שמא למעלה מחמש שנים מיום הגשת התביעה, מה
5 שמביא אותנו לשנת 2005. כך או כך, המבקש לא הרחיק עצמו לזמן רב מפעילות בשוק ההון.
6 המבקש טוען כי כיום הוא עוסק בתפקיד בכיר בשוק ההון, אך אינו מציין מתי חזר לפעול בשוק
7 ההון, לאחר שבמסגרת התיק הפלילי הצהיר כי הוא מרחיק עצמו מפעילות בשוק ההון, וזכה בשל
8 כך, להקלה בעונשו.

9
10 ברע"א 4474/97 רמי טצת נ' אברהם זילברשץ, פ"ד נד (2) 577 (2000), ובפסקי דין ברבים אחרים
11 לאחר מכן, עד לפסק דינו האחרון של בית המשפט העליון בעניין פריניר, נדונו שאלות כמו האם
12 משקיע מתוחכם, המשקיע בחברות רבות, רשאי להיות תובע מייצג; האם משקיע שרכש מניה לאחר
13 האירוע בגינו הוגשה התובענה רשאי להגיש תביעה והאם מניע כספי הוא מניע ראוי. כל אלו הן
14 שאלות עקרוניות, כשבסופו של יום, כפי שצינתי לעיל, העדיף בית המשפט את המטרות החברתיות
15 והכלכליות, ביניהם הצורך באכיפה, שעומד בבסיס התובענות הייצוגיות, על מאפיינים שונים של
16 תובעים בשוק ההון. בכך עסקתי בשאלה הראשונה לעיל.

17
18 אולם, כעת נטענת טענה הנוגעת באופן אישי למבקש הספציפי שלפניי בלבד, ולא למאפיין כזה או
19 אחר שיכול להתלוות למי שמגיש תובענה ייצוגית בתחום שוק ההון וניירות הערך. כאן ההתלבטות
20 קשה יותר, הן בנוגע לעבר פלילי בכלל, הן במיוחד כשלמבקש עבר פלילי בתחום שוק ההון בעבירה
21 של השפעה בדרכי תרמית על תנודות שער מניה. השאלה היא האם עבר פלילי בכלל, או עבר פלילי
22 בעבירות בשוק ההון בפרט, יש בהן כדי לשלול את אפשרותו של אדם לשמש כתובע ייצוגי גם אם
23 סיים לרצות את עונשו, וגם בחלוף זמן.

24
25 כאן יש לאזן בין השיקולים העומדים בבסיס חוקת תובענות ייצוגיות, עליהם עמדתי קודם, לבין
26 הרשעת המערער בעבירה של הרצת מניות ובשאלה, האם תובע מייצג שהורשע בעבירות כאמור, לא
27 יפגע בשוק ההון.

28
29 בפתח הדברים אעמוד על החומרה והסכנות בעבירה שעבר המבקש. בע"פ 14/99 מדינת ישראל נ'
30 מליסרון בע"מ (2014) תיאר בית המשפט את הסכנות והחומרה בעבירות של מניפולציה בשער של
31 ניירות ערך, העבירה בה הורשע המשיב. כב' השופט א' רובינשטיין קבע (בפסקה מט לפסק דינו):

32
33 "מטרתו של חוק ניירות ערך, מראשיתו, להעניק הגנה למשקיעים, בין אם אלה
34 המשקיעים המתוחכמים, המשקיעים מתוך מידע, ובין אם הם משקיעים שאינם
35 מתוחכמים, אשר אינם נעזרים במידע חיצוני. אלה גם אלה זקוקים לדעת כי
36 בבואם להשקיע, מחיר נייר הערך יישקף, במידת האפשר, את ערכו, ומבלי שנעשו



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 מאמצים מלאכותיים לשנותו. שעה שודאות זו אינה בנמצא, נזקים המשקיעים
 2 הרציניים להשקיע זמן וכסף בהשגת מידע רלבנטי כדי לודא כי הערכתם לגבי
 3 נייר הערך "נקיה", עד כמה שניתן, משיקולים לבר-שוקיים....
 4 ההגיונות, שהיא בעיניי תשתית הכרחית לשוק ניירות ערך שהמשקיע יכול לשים
 5 בו את אמונו ומבטחו. אי אפשר להפריז, לעניות דעתי, בחשיבותו ובמשקלו של
 6 גורם זה."
 7
 8
 9 ומוסיף כב' השופט א' רובינשטיין בפסקה נח:
- 10 "כאשר אדם פועל במטרה להשפיע על השער, הנה פרט לנזק המוחשי שנגרם
 11 כתוצאה מן ההשפעה על ערכו של נייר הערך הקונקרטי, נגרם נזק קונספטואלי
 12 לערך המוגן בבסיס עבירת המניפולציה, דהיינו הגנה על שוק ההון בכללותו ועל
 13 כך שמחירם של ניירות הערך ישקף ככל הניתן ערכם הכלכלי האמיתי."
 14
- 15 אסף חמדני, 'עסקאות בעלי עניין ואחריות התאגיד לתרמית בניירות ערך', מחקרי משפט כג, 769
 16 (תשס"ח-2007) מציין, בעמ' 780, כי מתרמית בניירות ערך נפגעים שוק ההון והמשק בכללותו, שכן
 17 תרמית בניירות ערך פוגעת בהקצאה היעילה של המשאבים במשק וביעילות שוק ההון.
 18
- 19 האמון בשוק ההון חשוב לפיתוח הכלכלה. מימון מאפשר לחוסכים להפיק כסף מחסכונותיהם,
 20 אולם בעיקר, מאפשר לחברות לגייס כסף לפיתוח וגידול, מה שמניע את גלגלי הכלכלה. לכן מקבלי
 21 המדיניות דואגים לאמון המשקיעים בשוק ההון, וממשל תאגידי ראוי (עוד ראו: Paces, Alessio,
 22 **Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers**
 23 (2013), שם, בעמ' 2).
 24
- 25 על חשיבות האמון בשוק ההון עמד עלי בוקשפן, **המהפכה החברתית במשפט העסקי** (2007) באמרו
 26 (שער שלישי, על רעיון האמון, על ציפיות רצויות ועל הפרדיגמה הכלכלית, בעמ' 511):
 27 "רעיון האמון, משמש כהצדקה מאחדת לסוגיות השונות שבהן עוסקים דיני
 28 ניירות ערך.... מגמה שיפוטית זו – החוזרת על התמה המרכזית של אמון הציבור
 29 בשוק ההון כביסוס להצדקה של משטר משפטי קוגנטי, החולש על יחסים חוזיים
 30 ספציפיים שמעורבות בהם חברות עסקיות הנשלטות על ידי דיני ניירות ערך –
 31 חותרם במישרין ובמובהק להטמעה של תרבות אמון בהקשר כלכלי מובהק,
 32 קרי, בשוק ההון."
 33
- 34 לאור האמור, וכהמשך למגמה זו, סבורה אני כי התשובה לשאלה האם אישור המבקש כתובע מייצג,
 35 משעבר עבירות של הרצת מניות, עלולה לפגוע באמון המשקיעים בשוק ההון, היא בחיוב.
 36
- 37 בארה"ב אחד התנאים המקדמיים להגשת תובענה ייצוגית הוא כשירותו "adequacy" של התובע
 38 המייצג. כלל 23 לכללי הפרוצדורה האזרחית הפדרליים (Rules 23(a) and (b) of the Federal
 39 Rules of Civil Procedure), קובע את התנאים לאישור תובענה ייצוגית. אחד התנאים הוא, כי



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 the representative) של הקבוצה את האינטרסים של הקבוצה (adequacy)
2 .(parties will fairly and adequately protect the interests of the class
3
4 בפסיקה נקבע, כי תנאי זה חל הן על התובע המייצג, הן על באי כוחו. במספר פסקי דין נדונה
5 השאלה האם הרשעה בעבירה פלילית מונעת ממי שהורשע לשמש כתובע מייצג. בסופו של יום נקבע
6 כי אין בהרשעה בעבירה פלילית, לכשעצמה, לפסול אדם מלשמש כתובע מייצג (כך למשל נקבע כי מי
7 ששדד חנות נוחות בגיל 15 יוכל לשמש תובע מייצג, כשבעת הגשת התובענה היה בן 37, כשמאז
8 אותה עבירה לא היו לו כל עבירות או חשדות לעבירות, ראו: **Coleman McCall, Jr. v. Drive**
9 **(Financial Services, District Court of Penn. 05-CV-2463 (19.6.06))**. עם זאת, נקבע, כי מי
10 שהורשע בעבירה פלילית המעידה על חוסר יושר ומעילה באמון כמו עבירות מרמה והפרת אמונים,
11 או מי שהורשע בעבירה הנוגעת לנושא התובענה הייצוגית, לא יוכל לשמש כתובע מייצג. כך למשל
12 בעניין **Davidson v. Citizens Gas & Coke Utility, 238 F.R.D. 229 (S.D Ind. 2006)**, התובעים
13 המייצגים הורשו בעבר בגניבה ושווד (התובענה עסקה במבחנים לא שוויוניים לצורך קידום בעבודה).
14 בית המשפט קבע:

15 **"Personal characteristics, such as the credibility and integrity of a**
16 **putative class representative, have a direct bearing on their ability to**
17 **adequately represent absent members of the class.** Problems of
18 credibility, when sufficiently serious, can prevent a named plaintiff from
19 being certified as a class representative. While we acknowledge that
20 functionally the plaintiffs' attorney is most often the true driving force
21 behind the representation of the class, the named representatives are still
22 required to be more than window dressing or puppets for class counsel. A
23 putative class representative's lack of credibility should not be allowed to
24 significantly detract from the case. A representative must, at the very
25 least, be trustworthy enough to protect the interests of the class by
26 working to pursue a remedy which benefits the class as much as it does
27 counsel."
28

29 **Hall v. National Recovery Sys., Inc., No. 96-132-CIV-T-17(C), 1996 WL 467512,**
30 (M.D. Fla.

31 (1996), נקבע כי אדם שהורשע במספר עבירות, לרבות הוצאת שיקים ללא כיסוי, והיו נגדו חשדות
32 תלויים ועומדים בעבירות נוספות, לא יוכל לשמש כתובע מייצג; בעניין **Weisman v. Darneille,**
33 **78 F.R.D. 669, 670-71 (S.D.N.Y. 1978)**, התובענה הייצוגית הוגשה בגין נזקים הנובעים משימוש
34 במידע פנים, כאשר מי שביקש לייצג את הקבוצה, הורשע בעברו בעבירות של שימוש במידע פנים.
35 בית המשפט בהליך הפלילי לא גזר עליו עונש מאסר בהתחשב בגילו המתקדם ובריאותו הרופפת.
36 בית המשפט קבע שלא יוכל לשמש תובע מייצג תוך שהוא מצוין, כי אותו אדם גילה לבאי כוחו על
37 ההרשעה רק יום לפני תחילת ההליכים. בית המשפט מצוין כי בנסיבות אלו:

38 **"Plaintiff's conviction and subsequent conduct here convince us that**
39 **he lacks the "honesty, conscientiousness, and other affirmative**



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק הייצוגי:

1 **personal qualities” required of a class representative....As a**
2 **fiduciary for the class, he would be required to adhere to the highest**
3 **standards of honesty and integrity.”**
4

5 עוד ראו:

6 **Cobb v. Avon Prods., Inc.**, 71 F.R.D. 652, 654-55 (W.D. Pa. 1976); **Amswiss Int'l Corp.**
7 **v. Heublein, Inc.**, 69 F.R.D. 663, 670 (N.D. Ga. 1975); **Keegan v. Am. Honda Motor**
8 **Co.**, 2012 WL 2250040 (C.D. Cal. June 12, 2012); **Stanich v. Travelers Indem. Co.**, 259
9 F.R.D. 294, 314-15 (N.D. Ohio 2009); **Schleicher v. Wendt**, 2009 WL 761157 (S.D. Ind.
10 Mar. 20, 2009; **Kaplan v. Pomerantz**, 132 F.R.D. 504, 510 (N.D. Ill. 1990); **Xianglin Shi v.**
11 **Sina Corp.**, No. 05 C 2154, 2005 WL 1561438 (S.D.N.Y. July 1, 2005); **Hartsell v. Source**
12 **Media**, No. 98 C 1980, 2003 WL 21245989 (N.D. Tex. Mar. 31, 2003); **In re Proxima**
13 **Corp. Securities Litigation**, No. 93 C 1139, 1994 WL 374306 (S.D. Cal. May 3, 1994).

14
15 בעניין אחר, כהונה במועצה מקומית, עסק עע"מ 3911/05 ציון חוה נ' מועצה מקומית אזור (2005).
16 באותו עניין הופסקה כהונה של חבר מועצה בין השאר משום שהתנהל נגדו הליך על בנייה שלא כדין.

17 נקבע כי:

18 **”קיימת בעייתיות בכך, שאדם המכהן כשליח ציבור במועצה – כמו המערער**
19 **בענייננו – ידרוש מתושבי הישוב את שהוא לא דורש מעצמו, שכן אין הוא בבחינת**
20 **”נאה דורש – נאה מקיים”.”**
21

22 כך גם במקרה שלפניי; המבקש דורש הגינות בקביעת מחיר המניות, בעוד שהוא עצמו הורשע
23 בעבירה של השפעה בדרכי תרמית על תנודות ניירות ערך, היינו, שינוי מאולץ במחירה של מניה.

24
25 יש לבחון את השאלה המתעוררת לפניי גם במשקפיים של שליח ציבור, שכן, תובע מייצג הוא במובן
26 מסוים שליח ציבור. אמיר ויצנבליט, **”ייצוג הולם בהסדרי פשרה בתובענות ייצוגיות”**, משפטים מג'
27 351 (תשע"ג-2013) עומד, בעמ' 357, על הבסיס הרעיוני לדרישת הייצוג הולם:

28 **”ההליך הייצוגי אפוא מתיימר לחייב קבוצה של פרטים הנעדרים מן ההליך**
29 **לתוצאתו, לטוב ולרע, עקב ”ייצוגם” בבית המשפט על ידי אחר ובלא הרשאתם**
30 **המפורשת. זהו כלי דיוני שבמסגרתו נעשה שימוש בעילת התביעה של הפרט,**
31 **בלא הסכמתו. עם זאת, המטרה שלשמה נעשה שימוש זה בעילת התביעה של**
32 **הפרט נתפשת כמוצדק, שכן, הדבר נעשה לשם השגת תכליות חברתיות שונות,**
33 **ובהן הגברת מידת האכיפה של הדין, הרתעת מזיקים פוטנציאליים, פיצוי**
34 **ניזוקים וניהול יעיל של הליכים משפטיים. השאלה הקשה היא מהם התנאים**
35 **לשימוש זה בעילת תביעתו של אחר, בלא הרשאתו המפורשת, לשם השגת אותן**
36 **תכליות חברתיות.... אפשר לומר כי תנאי לחיובו של אדם בתוצאות הליך משפטי**
37 **אשר לא היה לו חלק בו, רק בשל השתייכותו לקבוצה המיוצגת על ידי אחר, הוא**
38 **כי אותו אדם יהיה ”מיוצג באופן הולם”.”**
39



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 כב' השופט ט' שטרסברג כהן ציינה לעניין זה ברע"א 3126/00 מדינת ישראל נ' א.ש.ת ניהול
2 פרויקטים וכוח אדם בע"מ, פ"ד נז (3) 220, 236 (2003):

3 "במרכזה [של התובענה הייצוגית] עומד סכסוך כלכלי, נטול צביון אישי, כאשר
4 במקומו של העיקרון המבטיח לכל בעל דין את יומו בבית המשפט, בא עקרון
5 הייצוג, שנועד להבטיח כי עניינם של חברי הקבוצה, שלא נטלו חלק פעיל בהליך
6 בפני בית המשפט, ייוצג באופן הולם."
7

8 הדברים אמורים הן לגבי בא הכוח המייצג, הן לגבי התובע המייצג, שבכך ענייננו כאן.

9

10 דברים דומים נאמרו בדברי ההסבר לסעיף 17 לחוק תובענות ייצוגיות, ה"ח 93 התשס"ה
11 : 239, 232 (26.7.2005)

12 "בתביעה ייצוגית משמשים התובע המייצג ועורך הדין המייצג נציגי ציבור
13 המביאים את דברם של כלל חברי הקבוצה בפני בית המשפט, ומייצגים את
14 עניינם בפניו. התובע המייצג ועורך הדין המייצג נוטלים אחריות לרכושם של
15 אחרים והם עושים זאת על פי רוב בשל התמריץ הכלכלי הקיים בצד תובענות
16 אלה. האחריות המוגברת מחד, והחשש לניגוד עניינים ולניצול לרעה מאידך,
17 מצדיקים קביעת חובות נאמנות ומסירות מוגברות שיחולו הן על עורך הדין והן על
18 התובע המייצג..."
19

20 בע"א 4534/14 אלי דניאל נ' דיירקט טבע בע"מ (2014), התייחס כב' השופט י' דנציגר (בפסקה 5
21 לפסק דינו) לפסיקה בעניין תום לבו של התובע המייצג:

22 "הצורך לבחון את תום ליבו של התובע המייצג מעוגן בסעיף 8(א)(4) לחוק
23 תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006 ... פסיקתו של בית משפט זה אינה מצביעה על
24 קיומו של מבחן גורף להתנהלות בתום לב בהקשר של תובענות ייצוגיות: במקרה
25 אחד נקבע כי חוסר תום לב עשוי להתגבש מקום שהתובענה הוגשה מתוך מניעים
26 פסולים, כגון רצון לפגוע בחברה מתחרה או רצון "לסחוט פשרה" [ראו: רע"א
27 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מט(5) 774, 788 (1998)]; במקרה אחר נקבע כי
28 עצם העובדה שהתובע המייצג פועל ממניעים כלכליים וצפוי להפיק רווח לעצמו,
29 אין בה כשלעצמה כדי לשלול את תום ליבו [ראו למשל: רע"א 8268/96 רייכרט נ'
30 המש, פ"ד נה(5) 276, 295 (2001)]; ובהחלטה נוספת, שניתנה לאחר חקיקתו של
31 החוק, נקבע כי חובת תום הלב החלה על התובע המייצג כוללת גם תום לב דיוני
32 [ראו: רע"א 2444/08 שופרסל בע"מ נ' כהן (2008)]. ראוי לציין כי פסיקתו של בית
33 משפט זה התייחסה גם לשאלת תום ליבו של בא כוח התובע המייצג – להבדיל
34 מהתובע המייצג עצמו – וזאת בנסיבות שבהן עורך הדין יוזם באופן אקטיבי פנייה
35 לתובעים מייצגים פוטנציאליים [ראו: ע"א 8037/06 ברזילי נ' פרינר (הדס 1987)
36 בע"מ [פורסם בנבו] (2.9.2014)]."
37
38

39 באותו עניין נדחתה בקשתו של תובע לשמש תובע מייצג בתובענה ייצוגית כנגד תכשיר מסוים. זאת,
40 כיוון שלא פעל על פי ההוראות שהיו על גבי התכשיר, ופנה לעו"ד בטרם סיים את השימוש בתכשיר.

41

42 לטעמי, בעניינינו מדובר במעשים חמורים פי כמה, שאינם עולים בקנה אחד עם הבסיס הרעיוני למתן
43 זכות ייצוג לתובע המייצג. אני סבורה כי העובדה שהמבקש לא טרח לפרט את עברו הפלילי,



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 והסתתר מאחרי שינוי שמו, גם היא מעידה על חוסר תום לב. יש להניח, כי חברי הקבוצה, לו היו
2 נשאלים לדעתם, לא היו מעוניינים כי מי שהורשע בעבר בעבירות על חוק ני"ע, יהיה זה שמייצגם
3 בתובענה הייצוגית, וודאי לא בתחום זה ממש.

4
5 הפסיקה דנה באפשרות לייצג ציבור בידי מי שעבר עבירות פליליות בעיקר בהקשר של כהונה
6 ציבורית. עם זאת, כיון שהבסיס הרעיוני דומה, הבטחת אמון הציבור במסדות הציבור שם, ובענייננו
7 הבטחת אמון הציבור בשוק ההון, אביא מקצת דברים שנאמרו בהקשר זה בהיבט של משרתי ציבור.

8
9 כך למשל, קבע כב' המשנה לנשיא, השופט מ' חשין בבג"ץ 103/96 כהן נ' היועץ המשפטי לממשלה,
10 פ"ד נ (4) 309 (1996) בעמ' 326 :

11 "נבחר הציבור הינו שליח הציבור, וכאותו שליח ציבור האומר להיות פה לקהל
12 ומציג עצמו כעני ממעש, נרעש ונפחד, כן הוא נבחר הציבור: משלו אין לו ולא כלום
13 וכל אשר ברשותו ובהחזקתו - משל הקהל והקהילה הוא. הגינות, יושר לבב
14 וטוהר המידות הינם סימני היכר מובהקים שניתן בנבחר ציבור ראוי לשמו,
15 ותכונות נפש אלו הן עמוד האש ועמוד הענן שיוליכו את נבחר הציבור הדרך. רק
16 כך יוכל פרנס לנהג כראוי קהילה שבחרה בו לנהגה, ורק כך יזכה נבחר הציבור
17 באמון הקהל. וכולנו ידענו כי באין אמון של הקהילה במנהיגיה, ייפרע עם ותאבד
18 ממלכה. וככל שנעלה במעלה המנהיגות כן נתבע ממנהיגי הקהילה ביתר כי יקרנו
19 יושר ואמת."

20
21 בבג"ץ 6163/92 אייזנברג נ' שר הבינוי והשיכון, פ"ד מז(2) 229, 262 (1993), סיכם כב' השופט
22 (כתוארו דאז) א' ברק את עיקרי השיקולים אשר הרשות הממנה חייבת לבחון ואשר ביניהם מוטל
23 עליה לאזן, בגיבוש החלטתה אם למנות למשרה ציבורית את מי שעבר ביצע עבירה פלילית :

24 "47. עברו הפלילי של מועמד למשרה ציבורית חייב להילקח בחשבון שיקוליה
25 של הרשות הממנה. משקלו של שיקול זה משתנה על-פי השפעתו על הטעמים
26 העומדים ביסוד ההתחשבות בו. לא הרי מי שעבר עבירה בילדותו כהרי מי שעבר
27 עבירה לאחר שבגר; לא הרי מי שעבר עבירה אחת כהרי מי שעבר עבירות הרבה;
28 לא הרי מי שעבר עבירה קלה כמי שעבר עבירה חמורה; לא הרי מי שעבר עבירה
29 בנסיבות מקילות כהרי מי שעבר אותה עבירה עצמה בנסיבות מחמירות; לא הרי
30 מי שעבר עבירה והביע חרטה עליה כהרי מי שעבר עבירה ולא הביע כל חרטה
31 עליה; לא הרי מי שעבר עבירה "טכנית" כהרי מי שעבר עבירה שיש עמה קלון;
32 לא הרי מי שעבר עבירה לפני שנים רבות כהרי מי שעבר עבירה אך לאחרונה; לא
33 הרי מי שעבר עבירה כדי לקדם את ענייניו שלו כהרי מי שעבר עבירה תוך שירות
34 המדינה.

35 48. זאת ועוד: סוג המשרה, אותה אמור עובד הציבור למלא, משפיע על משקלו
36 של העבר הפלילי באישה. לא הרי משרה זוטרה כהרי משרה בכירה; לא הרי
37 משרה שאין עמה מפגש עם הציבור כהרי משרה שיש עמה מפגש עם הציבור; לא
38 הרי משרה שאין עמה שליטה, פיקוח, הכוונה והדרכה של אחרים, כהרי משרה
39 שיש עמה פיקוד על אחרים ואחריות על המשמעת. לא הרי מי שמשרתו להיות
40 מובל כהרי מי שמשרתו להיות מוביל; לא הרי משרה שבעצם מהותה אין בה
41 דרישות אתיות מיוחדות מבעל המשרה ומזולתו כהרי משרה שכל כולה היא
42 הטפה לרמה אתית גבוהה.

43 49. לבסוף, חיוניותו של המועמד למשרה ציבורית למלא אותה משרה צריכה גם
44 היא להילקח בחשבון. לא הרי מועמד שרבים כמותו כהרי מועמד יחיד סגולה,



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 שרק הוא עשוי, בנסיבות מסוימות וחריגות, למלא את המשרה. כמו כן יש
2 להתחשב בשאלה אם קיים מצב אמיתי של חירום, המחייב גיוס כל הכוחות,
3 לרבות אלה בעלי עבר פלילי, או שמא עניין לנו בפעילות הרגילה של המינהל
4 הציבורי, אשר צריך לשאוב את מעייניו מעובדים ישרי דרך."
5

6 אם נשליך מבחנים אלו למקרה שלפניי הרי שמדובר בעבירה חמורה, בהקשר של התובענה הייצוגית,
7 ועל פי החוק אין מניעה להחליף את התובע המייצג באחר, כך שגם אין נחיצות דווקא בו.
8

9 בבג"ץ 4668/01 ח"כ יוסי שריד ואח' נ' ראש הממשלה ואח', פ"ד נו(2) 265 (2001) נקבע כדלקמן:

10 "כך, למשל, בהתקיים זיקה ברורה וישירה בין העבירות אותן ביצע המועמד בעבר
11 לבין המשרה שהוא מיועד למלאה, תיתכן המסקנה, כי עברו הפלילי פוסל אותו
12 מכול וכול למילוי המשרה המסוימת. בנסיבות אלו, שיקולים שהיו עשויים
13 להישקל כתומכים במינויו אילו הוצג כמועמד למשרה אחרת (כמו הזמן שעבר
14 מאז ביצוע העבירות, חרטתו, איכות תיפקודו במהלך התקופה שחלפה מאז
15 ביצועה של העבירה וכישוריו המקצועיים) לא יועילו ומועמדותו תיפסל. בקביעת
16 קיומה של זיקה, כאמור, יש להביא בחשבון, לא רק את מהות העבירות והנסיבות
17 בהן בוצעו, התפקיד שבמסגרתו עבר המועמד את העבירות והתפקיד שהוא מיועד
18 לו עתה, אלא גם את חומרת הפגם המוסרי שביצוע העבירות הטיל בו. הווי אומר:
19 קיומה של זיקה, שבכוחה לפסול את המועמד, איננו נגזר רק מהשפעת עברו
20 הפלילי על יכולתו המקצועית למלא את התפקיד החדש, אלא גם מכשרותו
21 המוסרית למלאו. בהתקיים זיקה כזאת, בין עברו הפלילי של המועמד לבין
22 המשרה לה הוא מיועד, מן הדין לפסול את מועמדותו; אלא אם בשל קיומו של
23 מצב חירום ממש ודוחק, יש הכרח למנותו בהיותו מועמד יחיד-סגולה."
24 (ההדגשה שלי – מ' א' ג').
25

26 כבי' השופט א' מצא קבע, כי בהתקיים קשר בין העבירות שבוצעו באותו מקרה לבין התפקיד
27 המבוקש (בעמ' 285 לפסק הדין) אזי:

28 "בהתחשב במהות העבירות, ולנוכח הזיקה הישירה הקיימת בינן לבין התפקיד,
29 לגורם הזמן אין ולא יכולה להיות השפעה מתקנת או ממתנת, מה שאין כן ביחס
30 לתפקידים אחרים, שאין בינם ולבין העבירות זיקה ממשית. בקביעת כשרותו
31 להתמנות לתפקידים כאלה עשויה להיות השפעה מתקנת גם לגורם הזמן."
32

33 כבי' השופטת ט' שטרסברג-כהן, הוסיפה, בעמ' 286, התייחסות לחלוף הזמן (באותו עניין חלפו 17
34 שנה):

35 "אין צורך להכביר מילים על החומרה היתרה שבה יש להתייחס למעשים
36 המהווים את התשתית העובדתית לעתירה נגד מינויו של יתום. השאלה המופנית
37 אלינו על-ידי יתום, שהטרידה אף אותי, היא עד מתי ייפקד עליו עונו. עקרון
38 ה"תשובה" מעוגן בשיטתנו המשפטית. הוא עומד מאחורי מוסד ההתיישנות של
39 עבירות פליליות ושל הרשעות בפלילים. בין השיקולים להתיישנות נמצאים:
40 השכחה, המחילה, מתן אפשרות לעברין לפתיחת דף חדש בחייו, אובדן העניין
41 הציבורי, היציבות החברתית המניחה כי טובת הציבור היא להניח לדברים
42 ולהסתפק בהתפתחות חיובית שהזמן והנסיבות גרמו לה.... חוק המרשם הפלילי
43 ותקנת השבים, תשמ"א-1981 והצעת חוק המרשם הפלילי ותקנת השבים,
44 תשמ"א-1981, בעמ' 216. חוק זה קובע הסדר כולל ומפורט באשר לעקרון
45 הרהביליטציה, שבעטייה, ככלל, אין להביא בחשבון לכל דבר ועניין מידע על



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 הרשעה שהתיישנה או נמחקה.... אלא שעיקרון זה איננו מוחלט. יש שהוא נסוג
2 מפני עקרונות ואינטרסים אחרים שעליהם מוצאת החברה להגן. לפיכך יש לאזן
3 בצורה שקולה וראויה בין העקרונות על-פי נורמות וערכים המושרשים בהווייתנו
4 כמדינה מתוקנת ונאורה.... החוק עצמו מבטא הסדר מאוזן בין ההכרה בעקרון
5 "התשובה" לבין שלום הציבור, שמירה על טוהר המידות ועל אמון הציבור
6 בנושאי משרות ציבוריות."
7
8
9 גם השימוש בקלון, המונע מאדם לשמש בעיסוקים מסוימים להבטחת אמון הציבור במערכת
10 השלטון, קושר בין מבצע העבירה, מהות העבירה, והתפקיד אליו רוצים להתמנות.
11
12 עמנואל גרוס, 'הקלון כרועץ לעיקרון החוקיות', עלי משפט יא 7 (תשע"ד-2014) מצייין בעמ' 8:
13 "שני היבטים מרכזיים מבליטים את ייחודו של הקלון בעולם המשפט: ההיבט
14 הראשון הוא מיהות עושה העבירה, מעמדו ותפקידו. ההיבט השני הוא מהות
15 העבירה והקשר שלה לתפקיד או לעיסוק."
16
17 ובהמשך, בעמ' 11 מבהיר פרופ' גרוס, כי המכנה המשותף לכל החוקים שאינם מאפשרים מינוי למי
18 שעבר עבירה שיש עמה קלון הוא כי:
19 "הקלון הוא כלי ניפוי. רוצה לומר, באמצעותו הרשות מסננת נושאי משרה
20 שסרחו ובכך שומרת על אמון הציבור בה ובנבחרינו...".
21
22 בבחינת תום לבו של המבקש או האפשרות כי ייצג את הקבוצה, עלינו לברר אם כך ראוי שיעשה הן
23 לאור השיקולים לעיל, בדבר אמון הציבור בשוק ההון, הן משיקולי תום לב ותקנת הציבור. בע"א
24 5503/11 דבח נ' דינרי (2012) ציין כבי' השופט א' רובינשטיין (בפסקה כ"ה), כי עקרון תום הלב הוא
25 "אמת מידה פתוחה, המשקפת את תפיסות היסוד של החברה הישראלית שביסודן חובת
26 ההגיינות".
27
28 ובעניין אחר מתחום אחר, ברצוני להביא מדברי כבי' המשנה לנשיא, השופט א' ריבלין בע"א
29 11152/04 פלוני נ' מגדל חברה לביטוח בע"מ, פ"ד ס"א(3) 310 (2006), כאשר סירב לפסוק פיצוי
30 לנפגע בתאונה בעבור שירותי מין (פסקה 19 לפסק דינו):
31 "גישה זו שואבת את כוחה גם מראייה של דיני הפיצויים כחלק מן המשפט
32 הישראלי - כ"יצור החי בסביבתו" (מטבע הלשון של השופט זוסמן בבג"ץ 58/68
33 שליט נ' שר הפנים, פ"ד כג(2) 477, 513). "סביבה זו" - כלשונו של הנשיא א'
34 ברק - "משתרעת לא רק על ההקשר החקיקתי הקרוב, אלא אף על מעגלים
35 נרחבים יותר של עקרונות מקובלים, מטרות יסוד ואמות מידה בסיסיות. אלה
36 מהווים מעין 'מטריה נורמטיבית' הפרושה מעל כל הטקסטים המשפטיים כולם"
37 (בג"צ 6893/05 ח"כ הרב יצחק לוי נ' ממשלת ישראל, פ"ד נט(2) 876, עמ' 884-
38 885). דיני הנזיקין ודיני הפיצויים אינם יוצאים מן הכלל בהקשר זה. הם חלק
39 ממארג המשפט הישראלי, והם פועלים בחברה הישראלית... אותם עקרונות
40 כלליים המתפרסים כ"מטריה נורמטיבית" מעל המשפט הישראלי, מוצאים את
41 דרכים לתוככי המשפט האזרחי דרך שערי-כניסה שונים. אחד מאותם שערים -
42 והוא הרלבנטי לענייננו - הינו עקרון "תקנת הציבור". עקרון זה הוא אחד הכלים



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 המשפטיים שנועדו לשמור על ערכי-היסוד הגרעיניים של השיטה ולכוון את
 2 הפעלת כללי המשפט בדרך שתהלוך את אותם ערכי-יסוד. עקרון זה "מזרים"
 3 ערכי יסוד לתוך המשפט הפרטי... "תקנת הציבור" משמעותה הערכים,
 4 האינטרסים והעקרונות המרכזיים והחיוניים אשר חברה נתונה בזמן נתון
 5 מבקשת לקיים, לשמר ולפתח... תקנת הציבור הינה המכשיר המשפטי אשר
 6 באמצעותו החברה מבטאת את 'האני מאמין' שלה. באמצעותו היא יוצרת מסגרות
 7 נורמטיביות חדשות ומונעת חדירה של הסדרים נורמטיביים בלתי ראויים
 8 למסגרות הקיימות" (דברי הנשיא א' ברק בבג"צ 693/91 ד"ר מיכל אפרת נ'
 9 הממונה על מרשם האוכלוסין, פ"ד מז(1) 749

10
 11 אמון הציבור בשוק ההון מחייב שלא להכיר במי שהורשע בעבירות בניירות ערך, כתובע מייצג
 12 בתחום זה. לאור החומרה היתרה המיוחסת לעבירה שעבר המבקש, ולאור היות הליך זה חוסה
 13 תחת אותה מטרייה נורמטיבית, כמו החוק הקובע את העבירות, אין לאפשר למבקש לייצג את
 14 הקבוצה.

15
 16 לאור כל האמור לעיל אני סבורה כי המבקש אינו רשאי לייצג את הקבוצה.

10. סוף דבר

17
 18 משקבעתי כי מתקיימים כל התנאים להגשת תובענה לסעד ההערכה על דרך של הגשת תובענה
 19 ייצוגית, יש מקום לאשר את ניהול התובענה כתובענה ייצוגית. אני מאשרת לעורכי הדין גיא גיסין,
 20 יואל פרייליך ואמיר פז (להלן: עורכי הדין) לייצג את הקבוצה בשלב זה.

21
 22 עם זאת, כיוון שאין לאפשר למבקש לייצג את הקבוצה, יש מקום לעשות שימוש בסעיף 8(ג)(1) לחוק
 23 תובענות ייצוגיות ולהורות על תובע מייצג חילופי. סעיף 8(ג)(1) קובע:

24
 25 (ג) (1) בית המשפט רשאי לאשר תובענה ייצוגית אף אם לא התקיימו התנאים
 26 האמורים בסעיף קטן (א)(3) או (4), אם מצא כי ניתן להבטיח את קיומם של
 27 תנאים אלה בדרך של צירוף תובע מייצג או בא כוח מייצג או החלפתם, או בדרך
 28 אחרת; אישר בית המשפט תובענה ייצוגית בהתאם להוראות פסקה זו, יתן
 29 בהחלטתו הוראות לשם הבטחת ייצוג וניהול עניינם של חברי הקבוצה בדרך
 30 הולמת ובתום לב כאמור באותו סעיף קטן.

31
 32 על כן, המשיבים ימציאו לעורכי הדין, את רשימת כל הניצעים בהצעת הרכש, הן אלו שקיבלו את
 33 הצעת הרכש, הן אלו שמניותיהם נרכשו על דרך רכישה כפויה. המשיבים יעשו כן תוך 14 ימים
 34 מהיום. עורכי הדין יעבירו לכל הניצעים העתק הבקשה לאישור והחלטה זו, ויציעו למי מהם
 35 להחליף את המבקש. עורכי הדין יעשו כן תוך 30 ימים מיום שיקבל את רשימת הניצעים. בפנייה
 36 יציינו עורכי הדין כי לניצעים יש זכות להודיע כי מי מהם מבקש להחליף את המבקש בתוך 30 ימים
 37 מיום קבלת המכתב. כן רשאים עורכי הדין לפנות לארגון רלבנטי כאמור בסעיף 4(2) לחוק
 38 התובענות הייצוגיות.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 10-02-36604 מגן נ' אוליצקי כריה (1990) בע"מ

תיק חיצוני:

1 **עורכי הדין** יודיעו לבית המשפט בתום התקופה האם נמצא תובע המעוניין להחליף את המבקש. ככל
2 שנמצא תובע כזה, אך הוא מעוניין בייצוג משלו, יצינו **עורכי הדין** גם עובדה זו, ויתקיים בכך דיון.
3
4 במקביל, יודיע התובע, בתוך 30 ימים מהיום האם הוא מעוניין לנהל את תביעתו האישית, או
5 שבכוונתו להמתין ולראות אם ימצא תובע מייצג חלופי, ואז להמתין לתוצאות התובענה הייצוגית.
6
7 לאחר מכן יינתנו הנחיות באשר להמשך הדיון בתובענה.
8
9 הוצאות הליך זה ילקחו בחשבון בסיום ההליך בשים לב לשאלה האם התובענה הייצוגית תמשיך
10 להתנהל.
11
12 המזכירות תשלח העתק החלטה זו גם לרשות ניירות ערך באמצעות הפרקליטות.
13
14
15
16 ניתן והודע לצדדים, היום, ט' טבת תשע"ו, 21 דצמבר 2015.
17

ד"ר מיכל אגמון-גונן, שופטת

18
19
20
21