

בתי המשפט

ה"פ 505/08	בית המשפט המחוזי תל אביב-יפו	
26.8.08	כבוד השופטת ד"ר מיכל אגמון-גונן	לפני:

בעניין:

1. תרו תעשיות רוקחות בע"מ
2. ד"ר גד קרן
3. פרופ' מיכה פרידמן
4. הת'ר דאגלאס
5. אריק ג'ונסטון
6. מירון סטרובר
7. רו"ח חיים פיינארו
8. רו"ח בן ציון הוד

באמצעות ב"כ עוה"ד דרור ויגדור, דוד
שפירא ואורנה ששון ממשרד יגאל ארנון
'שות'

**Tempelton Asset Management
Ltd.**

באמצעות ב"כ עוה"ד פנחס רובין, גור
יהודה סביר, ד"ר יעל ארידור בר אילן
וכפיר ידגר ממשרד גורניצקי ושות'

המבקשים

נגד

1. Sun Pharmaceutical Industries Ltd.
2. Alkaloida Chemical Company Exclusive Group Ltd.
3. Aditya Acquisition Company Ltd.

באמצעות ב"כ עוה"ד ד"ר ישראל
לשם, מוטי ארד, עדי אנטלר וגלעד
שיף ממשרד מיתר ליקוורניק גבע &
לשם, ברנדווין ושות'

המשיבות

פסק דין

עניינה של תובענה זו הוא במאבק על השליטה בחברת **תרו תעשיות רוקחות בע"מ** (להלן: "**תרו**" או "**החברה**"). מאבק בין מייסדי החברה, משפחת לויט, והמחזיקים בשליטה בחברה (משפחת לויט ואחרים מטעמם) לבין חברת Sun Pharmaceutical Industries (להלן: "**סאן**"), שהשקיעה עשרות מיליוני דולרים ב**תרו**, כאשר זו נקלעה למצוקה כלכלית. עם זאת, בעלי השליטה אינם צד להליך שלפניי.

בהליך זה מבקשים בעלי מניות מיעוט ודירקטורים בחברה כי בית המשפט יצהיר ויורה כי כדי לרכוש את מניות **תרו** במסגרת עסקה בה השקיעה **סאן בתרו**, על **סאן** לנקוט בהליך של הצעת רכש מיוחדת, כאמור בסעיף 328 לחוק החברות. סעיף 328 מחייב רוכש לנקוט בהליך של הצעת רכש מיוחדת כאשר הוא רוכש שליטה בחברה. זוהי בתמצית הבקשה שלפניי.

המבקשים הם דירקטורים, לרבות דירקטורים מקרב הציבור (המבקשים 1-8) ובעלי מניות מיעוט בחברה (המבקשים 1-6 מחזיקים במניות החברה בנוסף לכהונתם כדירקטורים וכן המבקשת 9). המשיבות הן חברת **סאן** וחברות בשליטתה (שיכוננו כולן "**סאן**"). המבקשים חוזרים וטוענים כי אין מדובר במאבק שליטה וכי כל עניינם הוא בשמירה על קיום הוראות החוק, ודאגה לזכויות המיעוט. **אולם, כיון שהן הליך זה, הן הליכים נוספים שהתקיימו בעניין, נוגעים כולם לעסקה בין סאן לתרו, לא ניתן, כטענת המבקשים, להכריע בשאלת פרשנות סעיף 328 לחוק החברות במנותק ממארג ההסכמים בין הצדדים, ומהמאבק על השליטה בחברה, שאף אם אינו בחזית ההליך, בוודאי רוחו שורה עליו.**

היטיבה לתאר את מאבקי השליטה בחברות פרופ' אירית חביב-סגל, בספרה, **דיני חברות לאחר חוק החברות החדש** (כרך ב', 2004, פרק ט': מבוא למיזוגים והשתלטויות, עמ' 346, להלן: "**חביב-סגל, דיני חברות**"): :

"מיזוגים והשתלטויות של חברות מסעירים את הדמיון האנושי. היקפן הכלכלי העצום של העסקאות, מאבקי השליטה הכרוכים בהן, ומורכבותן של הפעולות המשפטיות הופכים עסקאות אלו למוקדים המעניינים ביותר בדיני החברות... **בסיטואציה יוצאת דופן זו, נגררים בעלי המניות למאבקים פנימיים קשים, אשר במהלכם, הופך המשפט ל"כלי משחק" בידי אנשי עסקים מבריקים, העושים שימוש יצירתי ואסטרטגי בהסדרי הדין על מנת לקדם את האינטרסים שלהם בעסקה.** אכן, סיפורי ההשתלטות נראים כסיפורי מתח מרתקים, הלקוחים ממציאות העולה על כל דמיון, שבה אין כל אפשרות לצפות את סופו של הסיפור מתחילתו. ... "

ומוסיפה (בעמ' 347):

"קברניטי החברה הקיימים הם אלו שיזמו והקימו את החברה, ופיתחו אותה עד שהפכה למטרה אטרקטיבית למשקיעים אחרים. באופן טבעי, מגיבים הראשונים במאבק על החברה "שלהם", אשר בנו בעמל כה רב, ובניסיון להוכיח לבעלי המניות האחרים שחלומם המגלומני של הרוכש צפוי להתנפץ אל מול המציאות המוכרת להם כה טוב. בסופו של דבר, בין בכוח השכנוע ובין על ידי מאבקים וטקטיקות התגוננות, מבקשים בעלי השליטה הקיימים לשמר את אימונם של בעלי המניות האחרים. מאחר שהמאבק על השליטה בחברה הוא מאבק על יוזמה, על חלומות עסקיים ועל היכולת האישית להגשימם, הרי שגם זה יכול להפוך למאבק "עקוב מדם" אשר בו מותרים, בהדרגה, רסני הדין ונורמות הניהול לטובת ההצלחה ב"קרב ההשתלטות."

אכן, כך הם פני הדברים במקרה שלפניי. מיסדי החברה ובעלי השליטה חתמו על סדרת הסכמים הכוללים התחייבויות שלהם עצמם וכן התחייבויות של **תרו** עם חברת **סאן** **כאשר עמדה תרו לפני התמוטטות כלכלית. סאן הזרימה עשרות מיליוני דולרים לתרו כנגד הקצאת מניות במסגרת הסכם כולל להעברת השליטה בתרו לסאן.** כעת, התאוששה **תרו**, מצבה הכלכלי השתפר, ערך מניותיה עלה, ובעלי השליטה אינם מעוניינים להעביר את השליטה ב**תרו לסאן**. בעלי מניות המיעוט עושים שימוש בקרב זה לטובתם הם. הליך זה הוא פרק אחד בקרב זה.

1. העובדות שלעניין

המרצה זו היא אחת ממספר תובענות שהוגשו בנוגע לעסקה שנערכה בין **תרו לסאן**. העובדות והרקע תוארו על ידי במסגרת החלטה בה"פ 718/07, שעסקה בהקצאת מניות פרטית לחברת **סאן** במסגרת אותה עסקה. למען

הנוחות, וכדי להבהיר את מערך ההסכמים בין הצדדים, הנדרש להחלטה זו, אחזור על תיאור מערכת העסקאות בין הצדדים.

א. הרקע לעסקה

תרו, חברת תרופות רב לאומית, נוסדה ונרשמה בישראל בשנת 1950. **תרו** נסחרה בבורסה בניו יורק החל משנת 1961, והחל מ-1982 נסחרה בנאסד"ק. ביום 22.6.06 הודיעה **תרו**, כי נפלו ליקויים בדו"חות הכספיים של החברה לשנים 2003-2004, וכי החברה לא תעמוד בדרישות הגשת הדו"חות לשנת 2005. ביום 20.3.07 (כשנה באיחור) פורסם הדו"ח (20-F) לשנת 2005 והוצגו מחדש הדו"חות הכספיים לשנים 2003-2004. מהדו"חות עלה כי לחברה היו הפסדים באותם שנים של מעל 30 מיליון דולר, בעוד שמהדו"חות המקוריים עלה שהחברה הרוויחה באותה תקופה רווח נקי של 11 מיליון דולר. **בנוסף, לדו"חות הכספיים של 2005 (שפורסמו, כאמור, במרץ 07) התלוותה אזהרת רווח של רואי החשבון המבקרים לפיה קיימת אפשרות שהחברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה**. במסגרת ה"פ 585/07 טענו הצדדים באריכות על הסיבות והגורמים למצב דברים זה, אך אלו אינם נדרשים לבקשה שלפניי.

באפריל 2007, מייד לאחר פרסום הדו"חות הכספיים, החלה **תרו** לנקוט הליכים למימוש נכסי החברה והזרמת הון חיצוני לחברה. בשיתוף עם חברת בלקסטון העולמית הזמינה **תרו** הצעות להשקעה.

ב. מערך ההסכמים בין **תרו** ובעלי השליטה בה לבין **לסאן**

הצעות ההשקעה ב**תרו** הניבו עסקה בין **תרו** ל**לסאן**. זאת, לאחר שהצעתה של **סאן** הייתה הגבוהה ביותר ונבחרה מבין מספר הצעות. ההסכמים נכרתו לאחר שהצעתה של **סאן** נבחנה ע"י חברת בלקסטון ואושרה ע"י דירקטוריון החברה. **סאן** היא תאגיד פרמצבטי הודי, וההשקעה ב**תרו** הייתה בהתאם לעסקיה של **סאן**. ביום 18.5.07 נחתמו מספר הסכמים בין הצדדים. לענייננו יש להדגיש מה היה מבנה הון החברה וחלוקתו ערב כריתת ההסכמים.

תרו הוקמה בשנת 1959 על ידי משפחת לויט ונמצאת עד היום תחת שליטתה. ב**תרו**, מאז הקמתה, שני סוגי מניות. האחד, מניות רגילות (ordinary shares), המקנות למחזיקים בהן שני שלישים מזכויות ההצבעה ב**תרו** ומלוא הזכויות היחסיות לדיבידנדים. סוג המניות השני הוא מניות מייסדים (founder's shares), המקנות שליש מזכויות ההצבעה בחברה. מניות המייסדים מוחזקות ע"י בעלי השליטה בחברה. כיום מחזיקים בני משפחת לויט ב-41% מזכויות ההצבעה בחברה. בארי לויט, מנכ"ל החברה, בן דודו דניאל מורוס, בתו טל לויט ובנו גייקוב לויט, וחברות בשליטתם (המניות מוחזקות בידי חברת Morely & Company Inc. (להלן: "חברת מורלי"); מניותיה של חברת מורלי מוחזקות ע"י בארי לויט ועל ידי חברת Taro Development Corporation (להלן: TDC), חברה בשליטת בעלי השליטה ב**תרו** (להלן: "בעלי השליטה" או "משפחת לויט"). הון המניות המונפק של החברה מורכב מ-39,460,257 מניות רגילות ו-2,600 מניות מייסדים. ערב כריתת ההסכמים בין **תרו** ל**לסאן** החזיקו בעלי השליטה בלמעלה מ-45% מזכויות ההצבעה ב**תרו** (סעיף 8 לתשובת המשיבות ודו"ח רשם החברות שצורף לה). לאחר סדרת ההסכמים והקצאת המניות ל**לסאן** בעקבותיהם, ירד שיעור ההחזקות של קבוצה זו ל-41% מזכויות ההצבעה בחברה.

ביום 18.5.07 נחתמו שלושה עשר הסכמים בין הצדדים ובהם שלושה הסכמים עיקריים עליהם אעמוד להלן. כל ההסכמים נחתמו באותו מועד, כדי לאפשר הזרמת כספים מ**לסאן** ל**תרו**, על מנת לאפשר ל**תרו** לעמוד בהתחייבויותיה.

(1) **עסקת הקצאת המניות** – בעסקת הקצאת המניות התחייבה **סאן** (באמצעות חברה הונגרית בשם Alkaloida, המשיבה 3), להזרים ל**תרו** סכום של 45 מיליון דולר כדי למנוע את קריסתה של **תרו** (בהמשך הגיעה השקעתה של **סאן** ב**תרו** לששים מליון דולר). זאת, כנגד הקצאת מניות בחברה של 7.5 מיליון מניות שאינה מקנה שליטה. ההקצאה בוצעה לפי שווי של \$6 למניה, כאשר המחיר בו נסחרה המניה ביום המסחר האחרון לפני אישור הדירקטוריון היה \$6.10 למניה. בהסכם ההקצאה קיבלה **סאן** התחייבות (warrant) מתרו שמקנה ל**לסאן** את הזכות למשך 3 שנים (עד ליום 18.5.2010) לרכוש 7.5 מיליון מניות רגילות נוספות של **תרו** במחיר של \$6 למניה (הסכם ההקצאה צורף כנספח ד' לתשובת המשיבות). חלק זה של ההסכמים בוצע, **סאן** הזרימה את הכסף לו התחייבה, הכסף הועבר לנושים, ו**תרו** עמדה בהתחייבויותיה. כנגד כך, ובהתאם להסכמים, קיבלה **סאן** את

המניות (למעט מניות שהושארו בנאמנות במסגרת הליך קודם, לאור טענה של בעלי מניות המיעוט כי יש להם זכות לרכוש מניות באותו מחיר (tag along)).

(2) הסכם המיזוג – עסקת המיזוג בין **תרו לסאן** הייתה אמורה להתבצע בשלבים. בשלב הראשון תתמזג **תרו** עם חברת Aditya Acquisition Co., המשיבה 2, שהינה חברה בבעלות עקיפה של **סאן**. בשלב השני מיזוג בין חברת T.D.C, לבין Sun Deveopment Corp, גם היא חברה בבעלות עקיפה של **סאן**. כתוצאה מכך **תרו** תהפוך לחברת בת בבעלות מלאה בעקיפין של **סאן**, שווי המניות במיזוג הועמד על \$7.75 למניה. במסגרת ההליכים שהתקיימו בבית המשפט טענה Tempelton Asset Management Ltd. (להלן: "טמפלטון"), בעלת מניות מיעוט ב**תרו** (המבקשת 9 בהליך זה), לפגמים בעסקת המיזוג. לצורך החלטה זו אין אני נדרשת לשאלה זו שכן אין מחלוקת כי המיזוג בוטל (המחלוקת היא רק לגבי מועד הביטול והסיבות לו).

(3) הסכם האופציה לרכישה (חלופי לעסקת המיזוג) - כיוון שעסקת המיזוג נדרשה לאישורים הקבועים בחוק, וכיון שהצדדים לעסקה צפו כי קיימת אפשרות לפיה המיזוג לא יאושר, נקבע כי תינתן אופציה ע"י בעלי השליטה ב**תרו**, לחברת **סאן**, לרכוש את כל מניותיהם של בעלי השליטה בהם הם מחזיקים במישרין או בעקיפין, היינו, עסקה לרכישת השליטה בחברה. במסגרת ההסכם התחייבו בארי לויט, דניאל מורוס, גייקוב לויט וטל לויט להעביר לסאן את כל המניות הרגילות ומניות המייסדים שלהם ושל חברות בשליטתם ב**תרו** (בין ע"י העברת מניות **תרו**, בין ע"י העברת המניות בחברות שהחזיקו במניות **תרו**). הסכם האופציה קבע את המחיר למניה בסכום הזהה למחיר המניה במיזוג, היינו \$7.75 למניה. יש להדגיש כי במועד כריתת ההסכמים נסחרה מניית **תרו** בסכום של \$6.1 למניה.

במסגרת ההסכם נקבע עוד כי אם **סאן** תרצה לממש את האופציה, יהיה עליה להציע הצעת רכש לכלל בעלי המניות ב**תרו** במחיר זהה. זאת, על פי תצהירו של סמנכ"ל **סאן** (סעיף 21 לתצהיר שצורף לתשובת המשיבות), כדי למנוע טענות של בעלי מניות מיעוט על עושק וקיפוח (טענות שנטענו בהליך אחר התלוי ועומד בבית המשפט). על כן נקבע, כי כתנאי למימוש האופציה ורכישת מניות קבוצת השליטה, יהיה על **סאן** יהיה לפרסם הצעת רכש לכלל בעלי המניות, במחיר של \$7.75 למניה. לאחר שעסקת המיזוג לא אושרה, פעלה **סאן** בהתאם לאמור, והציעה הצעת רכש לבעלי המניות של **תרו**, לרכוש את מניותיהם במחיר של \$7.75 למניה, וזאת כדי לרכוש, בהמשך, את מניות בעלי השליטה ב**תרו**.

יש לציין כי ערב ההצעה ובעקבות הסכם הקצאת המניות ורכישת מניות מבעלי מניות שאינם בקבוצת השליטה, מחזיקה כיום קבוצת **סאן** ב-14,356,427 מניות רגילות, שלהן 24.26% מזכויות ההצבעה בחברה ומהוות 36.39% מהון המניות הרגילות של החברה. בעקבות אותם הסכמים פחתו אחזקות בעלי השליטה אל מתחת 45% מזכויות ההצבעה בחברה. אם תרכוש קבוצת **סאן** את יתרת המניות הרגילות ב**תרו**, יהיו בידה מעל 45% מהזכויות בחברה.

ג. הצעת הרכש לבעלי המניות ב**תרו**

ביום 25.6.08 הודיעו המשיבות לבעלי השליטה ב**תרו** על מימוש אופציית הרכישה, ביום 30.6.08 פרסמו הצעת רכש רגילה, לרכוש את מלוא מניותיה הרגילות של **תרו** מבעל המניות שאינם בעלי מניות שליטה, במחיר של \$7.75 למניה, כפי שנקבע בהסכם האופציה. אולם, במהלך התקופה שחלפה מאז חתימת ההסכמים, חל שיפור במצבה הכספי והכלכלי של **תרו**, ומניותיה נסחרות כיום במחיר של מעל \$9 למניה. מועד האופציה הוארך, בהסכמה, במסגרת הליך זה עד ליום 2.9.08.

2. טענות הצדדים בהליך לפני

הטענה המרכזית של המבקשים היא, שכיוון שבחברה אין בעל שליטה המחזיק ב-45% מזכויות ההצבעה בחברה, וכיוון שכתוצאה מרכישת המניות תחזיק קבוצת **סאן** ביתר מ-45% מזכויות ההצבעה בחברה, ולמעשה בשליטה בחברה, על קבוצת **סאן** להציע הצעת רכש מיוחדת כאמור בסעיף 328 לחוק החברות. המשיבות טוענות כי משפחת לויט, בעלי השליטה, החזיקו ב-45% ערב ביצוע העסקאות עם **סאן**, ולכן לא נדרשת הצעת רכש מיוחדת, וזאת מכוח הפטור הקבוע בסעיף 328(ב) לחוק החברות. סעיף זה קובע, כי רכישת שליטה ממי שהינו בעל שליטה בשיעור הנ"ל, אינה מחייבת הצעת רכש מיוחדת. לחילופין, הציעה **סאן** כי המניות שירכשו מעבר ל-45 האחוזים יותרו בנאמנות (המבקשים טענו כי גם הסכם כזה נוגד את הוראות סעיף 328 לחוק החברות).

שאלת המשנה לענייננו היא מתי יש לבחון את מצב האחזקות בחברה, האם ערב כריתת ההסכמים, אז החזיקו בעלי השליטה ב-45%, כטענת סאן, או במועד הצעת הרכש, אז החזיקו בעלי השליטה פחות מ-45%, כטענת המבקשים.

הצדדים מוסיפים וטוענים לעניין הרלבנטיות של מערך ההסכמים לפרשנות סעיף 328 במקרה שלפניי. המבקשים טוענים כי מערך ההסכמים נמצא ברקע הדברים, ויש לבחון את תחולת סעיף 328 על פי מצב האחזקות היום וללא קשר לאותם הסכמים. לטענת **טמפלטון**, המבקשת 9, אותם הסכמים עצמם נגועים בעושה וקיפוח המיעוט (טענה שנטענה בהליך נוסף) ואין מקום לפרש לאורם את תחולת הסעיף. המשיבות טוענות כי יש לראות את מערך ההסכמים כבסיס הכלכלי העומד ביסוד הצעת הרכש שהוצעה, ומאותה סיבה ממש יש לראות את **סאן** כמי שרכשה שליטה ממי שהיה בעל 45% (ערב כריתת ההסכמים) ועל כן חל עליה הפטור הקבוע בסעיף 328 (ב)(3) לחוק.

3. הצעת רכש מיוחדת

המבקשים טוענים כי עניינם היחיד בהליך זה הוא כי הוראות חוק החברות יישמרו ועמם זכויות בעלי המניות שאינם נמנים על בעלי מניות השליטה. לטענתם, במקרה זה על חברת **סאן** לנקוט בהליך של הצעת רכש מיוחדת על פי סעיף 328 לחוק החברות. המבקשים טוענים כי הבסיס הרעיוני העומד ביסוד סעיף 328 מתקיים במקרה זה. המשיבות טוענות כי לאור העסקה הכוללת בין **סאן לתרו**, וההשקעה העצומה של **סאן בתרו** (קרוב לששים מליון דולר), למעשה מדובר בהעברת שליטה מבעל מניות בעל 45% מזכויות ההצבעה לאחר, עסקה הפטורה מחובה זו. להלן אבחן את הבסיס הרעיוני לסעיף 328 ותחולתו במקרה שלפניי.

א. הבסיס הרעיוני לחיוב בהצעת רכש מיוחדת

סעיף 328 לחוק החברות עוסק ברכישה של שליטה בחברה, ומחייב את רוכש השליטה, במקרים מסוימים, להציע הצעת רכש מיוחדת. לאור העובדה שפרשנות הסעיף היא נשוא ההליך שלפניי אביאו כלשונו:

”פרק שני: הצעת רכש מיוחדת

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

(ב) הוראת סעיף קטן (א) לא תחול על -

(1) רכישה של מניות בהצעה פרטית, ובלבד שהרכישה אושרה באסיפה כללית כהצעה פרטית שמטרתה להקנות לניצע דבוקת שליטה אם אין בחברה בעל דבוקת שליטה, או כהצעה פרטית שמטרתה להקנות ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה אם אין בחברה אדם המחזיק ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה;

(2) רכישה מבעל דבוקת שליטה, אשר כתוצאה ממנה יהפוך אדם לבעל דבוקת שליטה;

(3) רכישה ממי שמחזיק מעל ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, אשר כתוצאה ממנה יעלה שיעור אחזקותיו של הרוכש, מעל ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה.

(ג) על הצעת רכש מיוחדת יחולו הוראות פרק זה, נוסף על הוראות לפי כל דין לענין הצעות רכש ככל שאין בהן סתירה להוראות לפי פרק זה.”

סעיף 328(א) קובע מהם המקרים בהם יהיה רוכש מחויב בהצעת רכש מיוחדת. המצב הראשון הוא כאשר נרכשת דבוקת שליטה (25% מזכויות ההצבעה בחברה). המצב השני הוא כאשר נרכשות מניות המקנות לרוכש בהם 45% ומעלה מזכויות ההצבעה בחברה. סעיף 328(ב) קובע את המקרים בהם רוכש יהיה פטור מהצעת רכש מיוחדת, על אף שמתקיימים בו התנאים של סעיף 328(א). הפטור ניתן בשלושה מקרים. הראשון, בהצעה פרטית; השני, במקרה שהרכישה היא של דבוקת שליטה

(25%) ממי שהחזיק בדבוקת שליטה, או באחוזי הצבעה גבוהים יותר, והשלישי - במקרה בו הרכישה שמקנה לרוכש 45 אחוזים מזכויות ההצבעה היא ממי שהיו בידי 45 אחוזים מזכויות ההצבעה או אחוזי הצבעה גבוהים

יותר. המבקשים טוענים, כי כיוון שכתוצאה מרכישת המניות סאן תחזיק במעל 45 אחוזים מזכויות ההצבעה, היא נכנסת לגדרו של סעיף 328(א). סאן טוענת כי כיוון שרכשה את השליטה מבעלי השליטה שהיו בידיהם 45 אחוזים מזכויות ההצבעה, חל עליה הפטור השלישי בסעיף 328(ב).

(1) הכלל – מדוע נדרשת הצעת רכש מיוחדת במקרה של רכישה שליטה

לשליטה בחברה יש ערך כלכלי. השליטה היא היכולת לכוון את פעילות החברה. ככל שגרעין השליטה חזק יותר, היינו בעלי השליטה מחזיקים בשיעור החזקות גבוה יותר, כך קל יותר לבעלי השליטה להנהיג את החברה על פי רצונם, וקשה יותר לבעלי מניות המיעוט להשפיע על התנהלות החברה. בשוק בו פיזור המניות גדול, כאשר מי שמחזיק גרעין שליטה, מחזיק באחוזים נמוכים יחסית של מניות, הוא חשוף לרכישת שליטה משמעותית על ידי צד שלישי, שיאמין שתחת הנהגתו תגיע החברה להישגים גדולים יותר. אם צד שלישי רוכש שליטה בחברה, מצבם של בעלי המניות האחרים משתנה. קודם הם היו בעלי מניות בחברה שלא היה בה כלל גרעין שליטה, או שהיה בה גרעין שליטה מצומצם, ולאחר הרכישה הם הופכים לבעלי מניות מיעוט בחברה בה יש גרעין שליטה. במצב דברים זה משתנה מעמדם של בעלי המניות לרעה. שיטות משפט שונות בחרו ליתן פתרונות שונים לחשש זה. בראש ובראשונה על בעלי המניות לדעת כי כוונת מי שרוכש מניות היא לרכוש שליטה, ושאין מדובר ברכישה רגילה בשוק המניות. יש דינים המסתפקים בכך. אחרים, כמו סעיף 328 אצלנו, מחייבים הליך של הצעת רכש מיוחדת.

כפי שצינו שרון חנס ועמרי ידלין *"כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת"*, עיוני משפט כז' 787 (2004), להלן: *"חנס וידלין, הצעת רכש מיוחדת"*:

"המנגנון שנקלט לסעיף 328 לחוק החברות היה מנגנון חדשני שנועד למנוע השתלטויות שאינן מיטביות לבעלי המניות הניצעים. המנגנון הותאם לבעלי מניות בחברות בהן אין בעל מניות דומיננטי אשר החלטתו קובעת בעניין השתלטות על החברה."

החשש הוא כאמור, פגיעה בבעלי המניות שמצבם משתנה. הדברים נאמרו כבר בדו"ח הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש (משרד המשפטים, ירושלים, תשנ"ה-1994). בדו"ח הובהר הבסיס הרעיוני לחיוב בהצעות רכש בכלל, ובעמ' 219 התייחסה הוועדה לשאלה מתי נדרשת התערבות חקיקתית בהקשר זה:

"אם מניותיה של החברה מרוכזות בידי בעל מניות אחד דומיננטי, אין הן שונות מכל נכס אחר המצוי בבעלותו של בעלים דומיננטי יחיד, וההצעה מניחה כי בעלים זה יוכל להכריע בעצמו האם ברצונו למכור את רכושו ובאילו תנאים... אם, לעומת זאת, מניותיה של החברה מפוזרים בין מספר בעלי מניות, עלול להיווצר מצב שבו הסכם מכר בין הרוכש לבין חלק מבעלי מניות אלה, ישפיע על רכושם של בעלי מניות אחרים, שלא היו צד למכירה... לאור הדברים האלה ההסדר החקיקתי חל רק במצבים שבהם לא קיים, ערב הרכישה, בעל מניות דומיננטי אחד, והרכישה מקנה לרוכש "דבוקת שליטה", כלומר מספר מניות המאפשר לו לשלוט באופן אקטיבי בחברה. בד בבד עם היווצרותו של כוח זה בידי הרוכש נדחקים יתר בעלי המניות בחברה למעמד נחות, הוא המעמד של בעלי מניות מיעוט בחברה הנשלטת על ידי אחר..." (הדגשה שלי: מ' א' ג').

דברים דומים הופיעו בדברי ההסבר להצעת חוק החברות, תשנ"ו-1995, בעמ' 107-108.

עמד על כך פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים לישראל (ישראל, תשמ"ט-1989, להלן: "פרוקצ'יה, דיני חברות", עמ' 569):

"רכישה של דבוקת שליטה בחברת המטרה משפיעה... גם על השווי הכולל של חברת המטרה, ועל ערך המניות הנמצאות בידי בעלי מניות שלא מכרו את אחזקותיהם למשתלט. מניות אלו הופכות ממניות בחברה שאין לה בעל מניות שולט למניות מיעוט... מניות מיעוט – הכוונה אינה בהכרח למניות הפחותות במספרן ממחצית ההון המוצא בחברה. גם בעלי רוב ההון המוצא עשויים להיחשב לבעלי "מניות מיעוט", אם קיים בעל מניות אחד שיש לו דבוקת שליטה, ואילו הם, בעלי הרוב המספרי של המניות, אינם יכולים להתארגן לכלל קואליציה שתבטל את כוחה של דבוקת השליטה ותתייצב במקומה."

כלומר, כפי שהובהר בדברי ההסבר של הוועדה ובדברי ההסבר להצעת החוק, למעשה, כאשר אדם רוכש מניות של חברה ציבורית בבורסה ללא כוונה לרכוש שליטה, אין מקום להתערבות של הדין בהליך הרכישה עצמו. במקרה כזה השוק מסדיר את הליך המכירה והרכישה כמו גם את המחיר. במקרה כזה אין רלבנטיות לזהות הרוכש או

המוכר, ומצבם של בעלי המניות האחרים שאינם סוחרים במניותיהם באותו רגע, אינו מושפע (עוד ראו : Lucian A. Bebchuk, *The Sole "Owner Standard for Takeover Policy"* 17 J. of Legal Studies 197-229 (1988)).

על כן, הסעיפים העוסקים בהצעת רכש מיוחדת מחייבים בראש ובראשונה פנייה אל בעלי המניות על מנת שידעו כי מדובר במי שמעוניין לרכוש שליטה ולא במי שרוכש מניות בשוק ללא כוונה כזו. כלומר, לא ניתן לרכוש שליטה על ידי איסוף מניות בשוק בתקופה קצרה יחסית.

תוכנה של הצעת רכש מיוחדת, מאפשר לאותם בעלי מניות בחברה שבה עומדים לרכוש שליטה, להחליט, החלטה מושכלת, האם הם מעוניינים למכור את מניותיהם לרוכש ולצאת מהחברה, שאז יקבלו תמורה גבוהה יותר עבור מניותיהם (פרמית השליטה) או שמא הם מעוניינים להשאר בחברה עם בעל השליטה החדש, אם הם צופים שהוא ישיא את רווחיה בצורה טובה יותר.

החשש במקרה של הצעת רכש, הוא מפני רכישה תחת כורח. בעלי המניות נמצאים לפני "דילמת אסיר". במאמרם **חנס וידלון, הצעת רכש מיוחדת**, מתארים את המצבים :

"בספרות נהוג לציין שתי סיטואציות פתולוגיות מרכזיות בהן בעלי מניות עלולים להעטר להצעת רכש הפוגעת בטובתם האישית. ראשית, סיטואציה בה המשתלט מציע לבעלי המניות לרכוש מחצית ממניותיהם במחיר הגבוה במקצת משווים בשוק, אך ברור לכל כי לאחר ההשתלטות ירד מחיר המניות שלא נרכשו עד למאוד. בנסיבות אלו, למרות שכל בעלי המניות מעוניינים בכשלון ההשתלטות, עלול כל בעל מניות להתפתות ולמכור את מניותיו, שכן במנותק מהחלטת שאר בעלי המניות, מצבו האישי יהא טוב יותר אם ימסור את מניותיו למציע. כך, אם יחליטו שאר בעלי המניות למכור את מניותיהם בוודאי שעליו למכור, שאחרת יישאר הוא עם מניותיו כולם, ובשווי נמוך ביותר. מנגד, אם ימנעו שארית בעלי המניות מלמכור את מניותיהם, גם כן מוטב שיחליט הוא למכור את אחזקותיו, שכן בנסיבות אלו יצליח הוא למכור את כל מניותיו במחיר גבוה. יוצא איפוא, שכל בעל מניות עלול לפעול באופן אנוכי ולנסות למכור את מניותיו, והתוצאה הכוללת תהיה שכל בעל מניות יצליח למכור רק מחצית מאחזקותיו ויסבול את נפילת הערך הגדולה של המחצית השנייה לאחר ההשתלטות...."

שנית, קיים חשש שבעלי המניות לא יעמדו בלחץ וימכרו את מניותיהם גם בסיטואציה בה מציע להם המשתלט לרכוש את כל מניותיהם במחיר הנמוך משווים הכלכלי, וזאת אם בעלי המניות חוששים שאחרי ההשתלטות יהיה שווי מניותיהם נמוך עוד יותר. אמנם, לו יכלו לערוב לכל אחד מבעלי המניות כי בעלי המניות האחרים לא ימכרו את מניותיהם, גם הוא לא היה בוחר למכור במחיר המופחת. אולם, בעל המניה אינו יכול לנחש את טעמיהם של בעלי המניות האחרים, ומכיוון ששווי כלכלי של מניה הוא עניין הנתון בוויכוח עלול בעל המניה לחשוש שבעלי רוב המניות יחליטו למכור את מניותיהם. במצב זה עלול הוא, בעל המניות שלא מכר כל מניה, למצוא את עצמו במצב נחות עוד יותר שכן הוא יישאר במיעוט לצד המשתלט ושווי אחזקותיו עלול לצנוח עד לאין שיעור. לפיכך, הוא עלול לבחור מלכתחילה למכור את מניותיו, ובכך לאפשר את ההשתלטות, אף שהדבר גורם לו לנזק כלכלי."

לעניין דילמות ההצבעה בחברות ראו עוד : (2ed. : Avinash K. Dixit & Susan Skeath, *Games Of Strategy*) 259 (ed. 2004); כן ראו : ed. 2004); Joel Watson, *Strategy: An Introduction to Game Theory*, (2nd Edition, 2007); ערך רוזמן, **בעלי מניות בחברה – שיתוף פעולה עסקי בראי חוק החברות, התשנ"ט-1999**, 172 (1999) (להלן : "רוזמן, בעלי מניות בחברה"); לוסיאן בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה, "רכישת חברות", **עיוני משפט** יג (1) 71; Lucian A. Bebchuk, "*Toard Undistirted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*" 98 *Harvard L. Rev.* 1693 (1985); עוד ראו : Lucian A. Bebchuk, "*The Pressure to Tender: An Analysis and Proposed Remedy*" 12 *Delaware J. of Corp. Law* 911 (1987); זוהר גושן, "*הצבעה אסטרטגית בדיני חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה*" **משפטים** כג (תשנ"ד) 109; זוהר גושן "*הצבעה תוך ניגוד אינטרסים בדיני חברות*" **משפטים** כט (תשנ"ח) 17; וכן אוריאל פרוקצ'יה, "**כשלים בהערות על הצעת רכש מיוחדת**", **עיוני משפט** כח (תשס"ה) 603.

ההוראות הנוגעות להצעת רכש מיוחדת מיועדות לפתור קשיים אלו, על ידי הצבעה בשלבים (לעניין הצעת רכש מיוחדת והוראותיה ראו עוד : אסף חמדני ושרון חנס, "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח, 1-40, עומד לראות אור בנובמבר 2008 – להלן : "חמדני וחנס, חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה").

כלומר, סעיף 328(א) חל במקרים בהם נרכשה שליטה בשיעור של 25 אחוזים או 45 אחוזים, בחברה בה לא הייתה שליטה באחוזים דומים קודם לכן, ומכאן שינוי מצבם של בעלי המניות. שאלה נוספת היא מדוע נבחר

מדרגות אלו דווקא.

לכאורה, כדי להגן על בעלי מניות המיעוט מפני פגיעה אפשרית בהם, הנובעת מרכישת שליטה כאמור לעיל, היה מקום לבחון האם בפועל הרוכש, לאחר הרכישה יוכל לכוון את פעילות התאגיד. אכן, יהיו מקרים בהם החזקה בשיעור נמוך יותר של מניות יקנה שליטה בחברה ציבורית. הדבר תלוי, בפיזור יתר המניות. פעמים אכן נקבע מבחן איכותי. כך למשל, סעיף 1 לחוק ניירות ערך קובע כי המבחן העיקרי לקיומה של שליטה הוא היכולת לכוון את פעילות התאגיד.

בהצעת החוק נקבע גם לעניין סעיף זה מבחן מהותי. בסעיף 1 להצעת החוק הוגדרה "דבוקת שליטה" כ: "מספר המניות המקנה למחזיק בהם את השליטה בחברה". לאחר מכן, בכדי ליצור אחידות עם ההגדרות בחוק ניירות ערך נקבע בחוק בסעיף 1 כי שליטה כמשמעותה בחוק ניירות ערך. שליטה מוגדרת בסעיף 1 לחוק ניירות ערך: "היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסויים של אמצעי השליטה בתאגיד". אולם, בחוק עצמו, בסעיף 328 אומץ מבחן כמותי, ולמעשה שני מבחנים כמותיים.

הנימוק לכך הוא כי בהקשר של רכישות חשובה הוודאות והיעילות. כך, כל המעורבים בדבר ידעו האם במקרה מסוים יש חובה להציע הצעת רכש מיוחדת. כפי שמציינים מוטי ימין ואמיר וסרמן בספרם: **תאגידי וניירות ערך**, 724 (2006, להלן: "ימין וסרמן, תאגידי"):

"קביעת שיעורי החזקות של 25 אחוזים ו-45 אחוזים בזכויות הצבעה נועדה ליצור וודאות בשוק גם במחיר אי-דיוק באשר לנקודה המשוערת שבה מושגת שליטה בחברה ציבורית ... על מנת להימנע מחוסר בהירות, ולנוכח ההשלכות החמורות של רכישה בניגוד להוראות החוק, קבע חוק החברות אמת מידה כמותית קבועה, המתייחסת רק לשיעור מוגדר מזכויות הצבעה בחברה ולא למידת השליטה בפועל"

חובות בנוגע לרכישת שליטה הוחלו במדינות שונות, ובאופנים שונים החל בשנות הששים של המאה העשרים. כך, למשל באנגליה The City Code on Takeovers and Mergers, קבע, עם כינונו בשנת 1968, מבחן לא מספרי של "שליטה אפקטיבית" – "significantly influence the affairs of the company and conduct them in accordance to his wishes", אולם לאור קשיים ואי בהירות באשר ליישום ההוראה (המבחן מיושם באמצעות וועדה (Panel), הוחלט, בשנת 1972, לקבוע סף מספרי, רכישה של 30% מזכויות הצבעה כסף המטיל חובות על הרוכש (ראו: Elaine Hutson, "Regulation of Corporate Control in Australia: A Historical Perspective" [1998] 7 Canterbury Law Review 97).

תהליך דומה היה בהונג קונג שם קבע ה-City Code מבחן מילולי של שליטה מהותית עם כניסתו לתוקף בשנת 1975 (על אף שבאנגליה כבר עברו במועד זה למבחן כמותי) ורק בשנת 1981, לאחר ויכוחים רבים בנוגע לפרשנותו, נקבע מבחן סף של 35%.

בדירקטיבה האירופית: Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on: take over bids (Text with EEA relevance) Official Journal L 142, 30/04/2004 P. 12 – 23, נקבעה חובה על המדינות החברות, לקבוע שיעור סף בו יהיה על הרוכש להציע הצעת רכש מיוחדת לצורך הגנה על בעלי מניות המיעוט.

סעיף 5 קובע את הכלל:

Article 5

Protection of minority shareholders, the mandatory bid and the equitable price

1. Where a natural or legal person, as a result of his/her own acquisition or the acquisition by persons acting in concert with him/her, holds securities of a company as referred to in Article 1(1) which, added to any existing holdings of those securities of his/hers and the holdings of those securities of persons acting in concert with him/her, **directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company, giving him/her control of that company, Member States shall ensure that such a person is required to make a bid as a means of protecting the minority shareholders of that company.** Such a

bid shall be addressed at the earliest opportunity to all the holders of those securities for all their holdings at the equitable price as defined in paragraph 4..."

אולם, הדירקטיבה אינה קובעת מהו השיעור האמור. מרבית מדינות אירופה, בעקבות הדירקטיבה ובעקבות ה-City Code האנגלי קבעו סף של 30%. כך, למשל בנורבגיה קבע החוק סף של 40%, אך בחוק חדש מ-2007 שהוחק במטרה לאמץ, בין השאר, את הוראות הדירקטיבה, נקבע סף של 30%, על אף שהדירקטיבה אינה מחייבת סף מסוים. יש הטוענים כי העובדה שהדירקטיבה אינה קובעת מבחן כמותי עלולה לרוקן אותה מתוכן שכן המדינות רשאיות לקבוע סף גבוה מזה בו מושגת שליטה למעשה (לניתוח הדירקטיבה והביקורת עליה ראו: Thomas Papadopoulos, "The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies", 1 Law and Financial Markets Rev. 525-533 (2007). Available at: <http://ssrn.com/abstract=1088894>.

במרבית המדינות, באירופה ומחוצה לה המבחן לשליטה הוא כמותי. כך, למשל, הסף באוסטרליה עומד על 20% ובסינגפור נקבע סף של 20%, שהועלה, בעקבות תיקון חקיקה בשנת 1985, ל-25% (בשל היכולת לחסום הצעה לה נדרש רוב מיוחד של 75%).

החוקים, או תקנוני הבורסה, קובעים שיעור החזקות מסוים שעם רכישתו חלות אותן מגבלות שמטרתן הגנה על בעלי מניות המיעוט. ודוק, ההגנות אינן זהות והחייבים אינם זהים. עם זאת, בכל המקרים הבסיס הרעיוני הוא שרכישת שליטה בחברה בה לא היה מי שהחזיק בדבוקת שליטה עלולה להביא לפגיעה בבעלי המניות, ועל כן העניין הוסדר באופנים שונים על בסיס אותה מטרה משותפת.

עיון בספרות הרלבנטית מביא למסקנה כי אין דיון מעמיק בשאלה של קביעת השיעור עצמו. העובדה כי במדינות שונות נקבע שיעור סף שונה מצביעה על כך כי במידה מסוימת הקביעה היא שרירותית (לניתוח קביעת הסף במדינות השונות ראו: Brian E. Rosenzweig, "Private Versus Public Regulation: A Comparative Analysis of: British and American Takeover Controls", *Duke Jr. of Comparative & Int'l Law*, vol. 18, 213 (2007); Lan, Luh Luh and Kee Ho, Yew, "Mandatory Bid Rule: Impact of Control Threshold on Take-over Premiums" *Singapore Jr. of Legal Studies*, p. 433-452, (2001). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=681858>.

ימין ווסרמן, תאגידים, מביאים את הנימוק לכך שבחוק החברות נבחרו שתי מדרגות:

"חוק החברות הכיר למעשה שליטה עשויה להתקיים בעוצמות שונות. עלייה בהחזקות מעל שיעור של 45 אחוזים מזכויות ההצבעה מבטאת בדרך כלל שינוי באופי השליטה בחברה, משליטה ארעית לשליטה קבועה... חציית סף 45 אחוזים משמעה כי לא ניתן יהיה להחליף את בעל השליטה בחברה באופן מעשי אף אם ייכשל בניהולה."

כלומר, בעלי המניות משנים את מצבם לרעה מקום שנרכשת שליטה של 25 אחוזים מקום שלא הייתה כזו ערב הרכישה, כך גם במקרה של רכישה של 45 אחוזים. קודם שאבחן האם מתקיים הכלל בענייננו, אבחן את הריגים לכלל והבסיס הרעיוני להם.

(2) הריגים לכלל

סעיף 328(ב) כולל שלושה מקרים, בהם על אף שנרכשת שליטה של 25 אחוזים או 45 אחוזים, לא נדרשת הצעת רכש מיוחדת. המקרה הראשון הוא הצעה פרטית, והמקרים האחרים הם רכישת השליטה מבעל שליטה. היינו רכישת 25 אחוזים מזכויות ההצבעה ממי שהחזיק בהם, כך גם במקרה של 45 אחוזים.

הצעה פרטית - אשר להצעה פרטית, חריג זה לא נטען במקרה שלפניי, אך הבסיס הרעיוני לו הוא שההקצאה מאושרת ע"י החברה והתמורה במקרה כזה נכנסת לקופת החברה, ומפרמיית השליטה נהנים כל בעלי המניות באופן יחסי (ראו: תא (ת"א) 2032/02, בש"א 15874/02 **נוסבאום-אריגי ריפוד נ' פויכטונגר** (מיום 30.6.04) שם נקבע, כי כל הצעה פרטית פוטרת מהצעת רכש מיוחדת (על פסיקה זו תלוי ועומד ערעור). בתיקון מס' 3 תוקן חוק החברות ונקבע כי הפטור יחול רק אם הובהר לאסיפה הכללית שאישרה את ההצעה הפרטית, כי מטרת ההצעה

הפרטית היא להקנות לרוכש דבוקת שליטה או 45 אחוזים מזכויות ההצבעה בה. כלומר, בעלי המניות שאישרו את ההקצאה היו מודעים לכך שמדובר ברכישת שליטה.

רכישה מבעל שליטה - שני החריגים האחרים נוגעים לרכישה מבעל שליטה קיים. האחד נוגע למקרה בו נרכשת שליטה מבעל שליטה שהחזיק ב-25 אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, והשני במקרה בו נרכשת שליטה ממי שהחזיק בארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה. במקרה כזה החשש עליו עמדתי לעיל, של שינוי מצבם של בעלי המניות – חשש זה אינו מתקיים. אם נתמקד במקרה השלישי, לו טוענת סאן בהליך זה – בעלי מניות המיעוט היו בעלי מניות מיעוט בחברה בה החזיק בעלי השליטה הנוכחיים (משפחת לויט ואחרים מטעמם) במעל 45 אחוזים מזכויות ההצבעה, והם יישארו בעלי מניות מיעוט בחברה בה תחזיק סאן 45 אחוזים מזכויות ההצבעה.

כלומר, הדין אינו מתערב (בהקשר של חיוב בהצעת רכש מיוחדת) מקום בו בעל שליטה מוכר את מניותיו לאחר. כך, למשל, אם אדם מחזיק ב-70% ממניות ההצבעה בחברה ומוכר אותם לאחר. מדובר בעסקה שעושה אדם בקניינו וחזקה עליו כי יעשה את העסקה בתנאים המתאימים לו ביותר, כפי שנעשה בכל עסקת מכר אחרת: **‘בעלים בלעדי של שליטה, יכול להחליט אם למכור את השליטה במחיר הנראה לו, ובהתאמה – תמחור השליטה מעורר ציפייה שהרוכש הוא משתלט יעיל’** (ערן רוזמן, **‘הצעת רכש מיוחדת והסכמים בין בעלי מניות’**, **תאגידים** 4/4 (אוגוסט 2005) 49, להלן: **‘רוזמן, הצעת רכש מיוחדת’**).

לענייננו, החוק אינו מסדיר מכירת שליטה פרטית כאשר מעמדם של בעלי המניות האחרים אינו משתנה. כאשר הם היו ונשארו בעלי מניות מיעוט בחברה שבעל השליטה מחזיק בה באחוזים מסוימים ומוכר את השליטה לאחר. במקרה כזה, בעלי מניות המיעוט נותרו בעלי מניות מיעוט, כאשר כל שהשתנה הוא זהות בעל השליטה. כלומר, החשש לירידת ערך של מניות ההופכות עם הרכישה למניות מיעוט אינו קיים במקרה זה (ראו: דוד האן ‘אסף חמדני, **‘מעמד האסיפה הכללית בהנפקת מניות / בחינה ביקורתית בעקבות תיקון מספר 3 לחוק החברות’**), **קרית המשפט** ו’ 149, 166 (תשס”ו). גם החשש למכירה כפויה אינו קיים שכן ממילא בעלי מניות המיעוט יוותרו בעלי מניות מיעוט גם לאחר העברת השליטה.

כפי שמציינת **חביב-סגל, דיני חברות** (פרק יב: מכירת שליטה מרוכזת, עמ’ 427):

“עסקת הרכישה המרוכזת הינה עסקה פשוטה של מכר מניות: בעל השליטה מוכר גוש מניות המייצג שליטה לרוכש, כאשר לאחר העסקה הופך הרוכש לבעל השליטה בחברה. תנאי העסקה נקבעים במשא ומתן חופשי בין המוכר לבין הרוכש, כאשר יתר בעלי המניות נותרים במעמד המקורי בחברה, מבלי להשתתף בעסקה ומבלי להשפיע על תנאיה. חששו היחיד של הדין ביחס לעסקת מכירת השליטה המרוכזת הוא שהמכירה תפגע, במישרין או בעקיפין, בחברה בכללותה או בבעלי מניות המיעוט”.

יש הטוענים כי יש מקום, גם במקרים אלו לשתף את בעלי המניות בפרמיית השליטה, אולם כיוון שהמחוקק הישראלי בחר שלא להסדיר עסקה זו, לא אדון גם בכך (ראו ידידיה צ’ שטרן, **רכישה פרטית של שליטה בחברה**, משפטים כג, 163 (תשנ”ד-1994)).

עניינם של הפטורים מתחולת סעיף 328 נדון בכנסת במסגרת תיקון מס’ 3 לחוק החברות (פרוטוקול מס’ 14 מישיבת ועדת משנה (של ועדת החוקה חוק ומשפט) לעניין הצעת חוק החברות (תיקון), התשס”ב-2002, מיום 12.8.04 – להלן: **‘הדיון בוועדת הכנסת’**). במהלך הדיון הדגישו הדוברים כי סעיף 328 אינו חל מקום בו מועברת שליטה מבעל מניות אחד למשנהו.

עו”ד דוידה לחמן מסר, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, הבהירה כי הצעת רכש מיוחדת מחויבת בהנחה שערב רכישת השליטה: **‘אין בעל שליטה אחר בחברה, או אין בעל מניות גדול ממנו’** (שם בעמ’ 93). **והוסיפה** (שם בעמ’ 100):

“... אם יש בחברה מצב שאדם מחזיק שלושים, הוא את השלושים אחוז מניות יכול למכור למי שהוא רוצה. האיזון בין זכות הקניין של היחיד לבין זכות הרוב מתבצעת רק כשהוא נוטל מהם משהו. מכירת חבילת המניות שלי מחליפה אמנם את זהות בעל השליטה... אבל היא לא צריכה ליצור לי בעיה בדיני חברות. **כי דיני חברות לא מתייחסים לפרסונה שמחזיקה בשלושים אחוז, ולא אומרים לבעלי המניות שכאשר הפרסונה שמחזיקה שלושים אחוז מתחלפת נפגם ערך המניה שלכם**” (הדגשה שלי – מ’ א’ ג’)

קודם לתיקון קבע הסעיף חובת הצעת רכש מיוחדת במדרגה השניה (45%) כאשר אדם רוכש 45% מזכויות ההצבעה, כאשר אין אחר המחזיק ב-50% מזכויות ההצבעה או למעלה מכך. כלומר, הבעיה הייתה שבמדרגה השנייה למעשה חסמו העברת שליטה, גם במקרה בו לא היה כדי לפגוע בערך המניות של בעלי המניות האחרים. כך, מי שרצה למכור 48% מהון המניות לאדם אחר לא יכול היה לעשות כן מבלי להציע הצעת רכש מיוחדת. התיקון נעשה כדי להקל ולהבהיר כי העברת שליטה אינה מחייבת הצעת רכש מיוחדת (לניתוח תיקון סעיף 328 במסגרת תיקון מס' 3 ראו: דוידה לחמן-מסר, "זרקור על התיקון החדש בחוק החברות", **תאגידיים** ב/3, 44, 47 (יוני 2005); דוד האן, "מעורבות בעלי מניות של חברה ציבורית בהנפקת מניות (בין הצעה פרטית, אישור עסקה עם בעל השליטה והצעת רכש מיוחדת)" **תאגידיים** ב/3, 97, 107 (יוני 2005).

עו"ד אמיר וסרמן מהרשות לניירות ערך, ציין לעניין זה באותו דיון (בעמ' 99):
 "המצב שההוראות האלה באו להסדיר... הנחת היסוד היא כשיש בחברה החזקות מפוזרות, ואין בה בעל שליטה מעל למדרגות מסוימות, ההחזקה של כל בעל מניות שווה יותר. **הקושי הוא במעבר מחברה שאין בה שליטה, לחברה שיש בה שליטה... זאת אומרת, בחברה שאין בה אדם שמחזיק מעל עשרים וחמישה אחוז, ובפעם הראשונה מגבשים שליטה כזאת, צריך הצעת רכש מיוחדת. כנ"ל לגבי מצב של חברה שאין בה החזקה מעל ארבעים וחמישה אחוז, בפעם הראשונה שמגבשים דבר כזה צריך הצעת רכש מיוחדת...**"
 (הדגשה שלי – מ' א' ג').

וחזר והדגיש נקודה זו (שם בעמ' 100):

"הסיטואציה שהחוק בא להסדיר היא סיטואציה של רכישת שליטה לראשונה. **עליה לראשונה מעל עשרים וחמישה אחוז או ארבעים וחמישה אחוז.**" (הדגשה שלי – מ' א' ג').

יחיאל בהט, בספרו **חברות – החוק החדש והדין** (מהדורה תשיעית, עדכון 8, תשס"ח-2007) עמד על הבסיס הרעיוני לאחר התיקון לחוק (שם, בעמ' 1217). דבריו יפים לסיכום פרק זה:

"עוד טרם תיקון הסעיף בתיקון 3, מצאתי טעם עקרוני לפרשנות מצמצמת של סעיף 328 (או לפרשנות מרחיבה של סייגיו): לא נראה כי יש מקום לאסור על רכישה פרטית של שליטה... תחרויות על שליטה, כאמור, עשויות להיות מבורכות לכלל ציבור בעלי המניות, ובעקיפין למשק בכלל. לכן אין הצדקה לתימרוץ שלילי של רוכש השליטה, שבבואו למכור את שליטתו לרוכש שליטה, דורשים ממנו לשתף את הציבור... בפרמיית השליטה. הצדקה לשיתוף הציבור קיימת, כמתואר לעיל, כאשר לא היה בעל שליטה קודם ברמה דומה... כאשר שליטה הייתה קיימת כבר, באורח כלשהו, בידי בעל שליטה בהרכב כלשהו, לא מגיע כל שיתוף וכל פיצוי לציבור, שכן לא נלקח ממנו דבר. **אין להפקיע מרוכש השליטה בחברה, שהשקיע כסף רב, מאמצים וכשרון ברכישת השליטה, את ההנאה מפרות שליטתו...**" (הדגשה שלי – מ' א' ג').

כעת, לאור ניתוח החובה להציע הצעת רכש מיוחדת והסייגים לה, אבחן האם במקרה שלפניי חל הכלל כפי שטוענים המבקשים, או החריג, כטענת המשיבות.

ב. האם הבסיס הרעיוני לתחולת סעיף 328 מתקיים במקרה שלפנינו
 ב"כ הצדדים הסכימו כולם על הבסיס הרעיוני לסעיף 328. טענתם של המבקשים בתמצית היא כי עלינו לבחון את התנאים לתחולת סעיף 328 ערב הצעת הרכש. לדבריהם, אם תרכוש **סאן** מניות במסגרת הצעת הרכש, היא תחזיק ביותר מ-45% מזכויות ההצבעה בחברה, כאשר **כיום** אין אחר המחזיק בשיעור זה או למעלה ממנו. לטענתם זהו בדיוק המקרה בו מחייב החוק הצעת רכש מיוחדת, ואינו מקנה פטור. המבקשים מדגישים את הצורך בוודאות, ואת העובדה שהמחוקק בחר במבחן כמותי בסעיף 328. על כן, טוענים המבקשים, אין לבחון שליטה בפועל אלא האם יש או אין במועד הרכישה מי שמחזיק 45 אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה.

טענתן של המשיבות בתמצית היא כי יש להסתכל על מערך ההסכמים בין **תרו** ל**סאן**. למעשה מערכת הסכמים זו מהווה העברת שליטה **מתרו** ל**סאן** שלגביה ניתן פטור מהצעת רכש מיוחדת. המשיבות מוסיפות וטוענות כי במועד עריכת ההסכמים החזיקו בעלי השליטה **בתרו** ביותר מ-45% מזכויות ההצבעה בחברה. לטענתן, השליטה נמכרה ל**סאן** במועד זה. המשיבות אינן חולקות כי כיום, ערב הצעת הרכש אין בחברה מי שמחזיק בארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה, אך לטענתן, הדבר נובע מביצוע מכירת השליטה, על פי מערך ההסכמים – בשלבים. עוד טוענות המשיבות, כי כיוון שממילא מחיר המניות גבוה היום מהמחיר המוצע, יש להניח כי ממילא איש

מבעלי המניות לא ימכור את מניותיו במחיר זה, ולמעשה הצעת הרכש נעדרת כיום בסיס כלכלי והיא נעשתה רק על מנת לעמוד בתנאי הסכם האופציה לרכישת המניות מבעלי השליטה.

בטרם אבחן את מערך ההסכמים ואת טענות הצדדים יש לציין כי כאשר עוסקים אנו בדיני חברות בכלל, ובמכירת שליטה בפרט, יש לבחון את הבסיס הכלכלי לעסקה וטעמיה, ולאור זאת לבחון האם יש צורך להטיל מגבלות על ביצוע עסקה זו או אחרת.

פרופ' אריה ל' בבצ'וק ופרופ' אוריאל פרוקצ'יה התייחסו למדיניות המשפטית העומדת בבסיס הפרק על רכישת חברות, בספרו של **פרוקצ'יה, דיני חברות**, שהיווה את הבסיס לדיוני הוועדה לחקיקת חוק החברות. לדבריהם (בעמ' 566):

"היעדים המרכזיים שדיני הרכישה צריכים לשרת הינם יעדים של יעילות כלכלית. על ההסדרים המשפטיים לאפשר (ואף לעודד) רכישות שעשויות להביא לניצול יעיל יותר של נכסים, ובעת ובעונה אחת להרתיע (או אף למנוע) רכישות שלא תבאנה לניצול יעיל יותר של נכסים ושכל רווח שהן תבאנה לרוכשים לא יהא אלא על חשבון בעלי המניות הנוכחיים."

חביב-סגל, דיני חברות, הוסיפה והדגישה כי כאשר בוחנים עסקת רכישה או מיזוג, כדי לבחון אילו אישורים ומגבלות יש להטיל על עסקה כזו, אם בכלל, יש לבחון את המניעים הכלכליים שעומדים בבסיס העסקה. היינו, האם מדובר במניעים כלכליים לגיטימיים או שמא בתמריצים הנוגעים לטובתו של אחד הצדדים, תמריץ או מניע שנחשב כלא לגיטימי (שם, פרק י' עמ' 377):

"כאשר מבקשים לגבש את שיקולי המדיניות הראויים להנחות את מערכת המשפט בתחום המיזוגים וההשתלטויות, יש להתחיל מן הניסיון להתחקות אחרי התמריצים המניעים את יזמי העסקאות לבצע את השינוי המבני. כל עוד התמריצים לביצוע העסקה נתפשים כתמריצים לגיטימיים הרי שההסדרים המשפטיים נדרשים לעודד את ביצוען של העסקאות. לעומת זאת, במידה שהתמריצים לביצוע העסקה נתפשים כתמריצים לא-לגיטימיים, הרי שראוי להחיל הסדר משפטי המגביל את ביצוע המיזוג או ההשתלטות."

רכישת שליטה או העברת שליטה - כפי שצינתי בהרחבה לעיל, מערכת ההסכמים שנכרתה בין **תרו לסאן** נועדה להציל את **תרו** מהתמוטטות כלכלית. רואי החשבון של **תרו**, הוציאו בסמוך לעריכת ההסכמים ולהשקעתה של **סאן בתרו**, אזהרת עסק חי שמשמעותה כי החברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה. ההליך שהביא למצב דברים זה התרחש כאשר השליטה הייתה בידי בעלי השליטה הנוכחיים. חברת **תרו** חיפשה משקיע שיציל אותה מהתמוטטות. **סאן** לא הייתה החברה היחידה שהגישה הצעות. היו מספר הצעות, כאשר הצעתה של **סאן** מבחינת המחיר למניה הן בהקצאה, הן במיזוג או ברכישה החלופית, הייתה הגבוהה ביותר.

לעניין השאלה האם מדובר ברכישת שליטה ראשונית (מעל 45%) או העברת שליטה, עולה בבירור ממערך ההסכמים כי מדובר בהעברת שליטה. ודוק, איני מכריעה בנקודה זו בשאלה מה דינן של אופציות לרכישת מניות לעניין סעיף 328, שכן מימוש האופציות שניתנו ל**סאן** תביא אותה להחזקה של מעל 60% מזכויות ההצבעה בחברה. (לעניין זה ראו להלן).

במקרה שלפניי רכישת השליטה נעשתה במסגרת סדרת הסכמים שנחתמו כולם באותו יום (18.5.07). קודם לחתימת ההסכמים החזיקו בעלי השליטה בתרו למעלה מ-45 אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה. למעשה, **סאן** הבטיחה לה מספר אפשרויות לרכוש שליטה בתרו. האחת, באמצעות מימוש האופציה לרכישת מניות נוספות מכוח מכתב ההתחייבות, השנייה, מכוח הסכם מיזוג (לו הסכם כזה היה מאושר), והשלישית, באמצעות מימוש אופציית רכישת המניות מבעלי השליטה.

כפי שצינתי בפרשה אחרת בה"פ (ת"א) 786/07 **נפתלי שני נ' מל"ם מערכות בע"מ** (ניתן ביום 21.10.07), יש חשיבות לאפשרות גיוון עסקאות, ובלבד שביסוד העסקאות עומדת מטרת כלכלית לגיטימית, ושמתיקיימות ההגנות במקרים המתאימים. באותו עניין צינתי (בעמ' 16):

"רכישת חברה היא עסקה מסחרית כלכלית שבבסיסה עומדים מטרת ומניעים שונים ומגוונים. היעילות הכלכלית הינה השיקול המנחה הן בעיצוב הכללים המשפטיים לעניין רכישת חברות, הן בבחירה באחד ההסדרים הללו (לעניין תכנון העסקה ראו: עודד ערן, "הסכם לרכישת חברה – היבטים מעשיים" תאגידים, ג/3, 40 (2006). הגיוון המשפטי צריך לאפשר את הגיוון העסקי, ואת התאמת העסקה למטרות

וליעדים שבבסיסה."

לעניין זה מציינים **חמדני וחנס, חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה**, במאמר שנכתב לאחר פסק הדין בעניין **מל"מ**, את הדברים הבאים (שם, בעמ' 3):

"ביסוד רשימה זו עומדות שתי טענות עקרוניות: ראשית, נטען בזכות הליברליזציה בעיצוב עסקות של מיזוג ורכישה, לרבות בהקשרים שטרם זכו באישור בית-המשפט; שנית, נטען כי יש ללוות ליברליזציה זו בפרשנות ראויה, שתקפיד על איכות ההגנות בהתאם לצרכים המיוחדים של הדרך שנבחרה לביצוע העסקה. כפי שנראה, הקפדה זו מחייבת פיתוחים אחדים של הדין הישראלי, שמטרתם למנוע הגנת-חסר או הגנת-יתר."

לו היה נבחר הליך של מיזוג, הייתה מתעוררת שאלה אחרת והיא היחס בין הליך מיזוג להצעת רכש מיוחדת. לעניין זה ראו: **חמדני וחנס, חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה**, המתארים את מערכת השיקולים במקרה כזה, עוד ראו שרון חנס ועמרי ידלון, **'על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות'**, הפרקליט מז' 116, 104 (תשס"ד-2003) וכן אסף חמדני, **'מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות'**, תאגידים ב/3 110, 120 (יוני 2005).

במקרה זה לשני הצדדים היה מניע כלכלי לעסקה. **תרו** הייתה מעוניינת לעבור את המשבר אליו נקלעה וזאת באמצעות השקעה מסיבית בחברה, ו**סאן** ראתה חברה בעלת פוטנציאל הנמצאת בקשיים והאמינה שתחת ניהולה תוכל **תרו** להשיא את ערכה.

יש לחזור ולהדגיש כי **סאן** נבחרה מתוך 20 מציעים פוטנציאליים בתחילת הדרך, מתוכם נערכו בדיקות נאותות ל-13 חברות, ו**סאן** נבחרה מתוך שלוש חברות בהליך התמחרות של "best and final" (ראו בהרחבה סעיפים 7 ו-8 לתצהיר סמנכ"ל **סאן** שצורף לתשובת המשיבות). הדבר מעיד כי מדובר בעסקה עם בסיס כלכלי אמיתי עליו התחרו מספר רב של מציעים.

עוד יש לזכור, כי הייתה דחיפות כי **סאן** תעביר את הכספים ל**תרו** לצורך תשלום לנושים.

עניין זה תואר במסגרת הפ' (ת"א) Franklin Advisers, Inc 718/07 נ' **תרו תעשיות רוקחות בע"מ** (להלן: **"ה"פ 718/07"**) כדלקמן:

"המבקשות פנו לבית המשפט יום אחד לאחר חתימת ההסכם בין **תרו לסאן**, והגישו בקשה "לדיון בהול במעמד הצדדים ולמתן צו מניעה ארעי". בצו המניעה התבקשה, כאמור, בין השאר מניעתה של ההקצאה. כפי שעולה מפרוטוקול הדיון לפני השופטת פלפל, **תרו הייתה במצב קשה, כאשר לא היה בידיה לשלם לנושיה והיא עמדה לפני סכנת קריסה אמיתית ומיידית**. על כן ניסו הצדדים להגיע לפתרון שיאפשר את ההקצאה, ועם זאת לא יפגע בטענותיהם של המבקשות כי ההקצאה מהווה קיפוח המיעוט."

באותה החלטה הובאו דברי באי כוח הצדדים המעידים על הדחיפות שהייתה בהזרמת הכספים ל**תרו**.

כל ההסכמים נחתמו באותו מועד ולכולם מטרה אחת- השקעה מסיבית של **סאן** בתרו כנגד העברת השליטה מבעלי השליטה בתרו ל**סאן**. יש לחזור ולציין, כי ערב חתימת ההסכמים החזיקו בעלי השליטה בתרו מעל 45 אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה. ניתן בהחלט לומר כי מדובר במטרה כלכלית לגיטימית לכל הצדדים המעורבים.

לעניין זה יש לציין ולהדגיש כי במסגרת ה"פ 718/07 טענה **טמפלטון** (המבקשת 9 בהליך זה), כי עסקת ההקצאה (שלטענתה נגועה בקיפוח) היא חלק מעסקה רחבה יותר הכוללת את המיזוג ולחילופין את הצעת הרכש. הואיל ולטענתה מדובר בעסקה אחת, וזו נגועה בניגוד עניינים, ביקשה **טמפלטון**, לדון לגופה בתוקפה של העסקה כולה, שההקצאה היא חלק ממנה. כעת מבקשת **טמפלטון** להתעלם מסדרת ההסכמים ו"להקפיא" את התמונה ליום הצעת הרכש בלבד. מטרתה של **טמפלטון** היא למקסם את ערך מניותיה. עם זאת, **טמפלטון** אינה רשאית לטעון בכל פעם טענות שונות בנוגע לאותן עסקאות.

מכל מקום, ההסכמים נחתמו ומכוחם ניתן היה להשיג את המטרה של העברת השליטה מבעלי השליטה ב**תרו לסאן**, במספר חלופות. לטעמי, כל עוד מובטחת איכות ההגנות במקרים המתאימים, יש לאפשר ל**סאן** לפעול בכל אחת מהחלופות בה היא בוחרת. למעשה, בעלי המניות בתרו, שאינם בעלי שליטה, היו ונשארו בעלי מניות מיעוט בחברה שבה בעל השליטה מחזיק ב-45% מזכויות ההצבעה. במקרה זה כיוון שמדובר בהעברת שליטה, תהא זו הגנת יתר, כלשונם של **חמדני וחנס**, לחייב את **סאן** בהצעת רכש מיוחדת.

המבקשים טענו, כאמור, כי יש לבחון את תמונת המצב ערב הצעת הרכש אך ורק מבחינה מספרית. היינו, אם אין מי שמחזיק ב-45 אחוזים מזכויות ההצבעה, על **סאן** להציע הצעת רכש מיוחדת. לטענתם לאור הוודאות המתחייבת, אין לבחון את מצב השליטה בפועל, אלא האם המציעים יעברו את אחת המדרגות שקבע החוק.

סבורה אני כי העובדה שבידי בעלי השליטה הקיימים הייתה שליטה בשיעור הקבוע בחוק, היינו החזיקו בלמעלה מארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה, עובר לכריתת ההסכמים, מחזקת את המסקנה כי אין נדרשת במקרה זה הצעת רכש מיוחדת.

כפי שציינתי, הייתה מכירת שליטה ממי שהחזיק ערב כריתת ההסכמים בארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה (משי לויט ומטעמה) ל**סאן**. ודוק, הבדיקה שערכתי אינה בדיקת השליטה בפועל, אלא בדיקת שיעורי ההחזקה בזכויות ההצבעה בחברה. ערב כריתת ההסכמים החזיקו בעלי השליטה ב**תרו** ב-45% מזכויות ההצבעה בחברה. לאחר השלמת העסקאות (באופן זה או אחר), תהפוך **סאן** לבעלת השליטה. אלא שכתוצאה מכך שהמכירה נעשתה במספר שלבים, כיום אין מי שמחזיק ב-45% מזכויות ההצבעה. עובדה זו אינה מחייבת הצעת רכש מיוחדת, שכן לא מתקיים הבסיס הרעיוני לתחולת הכלל.

ערן רוזמן, הצעת רכש מיוחדת, מביא מקרה של מכירת שליטה בשלבים כדוגמא למקרה בו על פי לשון החוק לכאורה בנקודת זמן מסוימת אין מחזיק בשיעור הנדרש, אך לא מתקיים כשל השוק שבו נועד לטפל סעיף 328. לדבריו, במקרה זה מדובר ב"תחולת יתר" של סעיף 328:

"ייתכן שעל אף הפיזור הנוכחי בבעלות במניות, התקבלה בעבר החלטה על מכירת השליטה בידי בעלים בלעדי שלה (70%) והעברת המניות המתבקשת הינה בהתאם להסכם הקובע, כי המניות מועברות בשלבים (35% בכל שלב כדי להלוט את מועדי התשלום). **הסכמה זו יכולה להביא לכאורה לכך** שבנקודת זמן מסוימת, הן בידי המוכר והן בידי הקונה לא יהיו זכויות הצבעה בשיעור העולה על הסף הרלוונטי שבחוק (45%)..."

דוגמא זו שהביא עו"ד רוזמן בשנת 2005, מתארת בדיוק את המקרה שלפנינו – מכירת שליטה בשלבים מבעל מניות שליטה אחד למשנהו, כשבנקודת זמן נתונה אף אחד מהצדדים אינו מחזיק בשיעור הנדרש בחוק. על כן, אם בוחנים את ה"מדרגה" הכמותית, במקרה זה נרכשה שליטה של 45 אחוזים, כאשר היה קודם לכן מי שהחזיק בכמות זו של מניות.

ג. אופציות לרכישת מניות לצורך שליטה

כל הצדדים האריכו בסיכומיהם בשאלה מה דינן של אופציות לרכישת מניות לעניין רכישת השליטה, והחובה לבצע הצעת רכש הקבועה בסעיף 328 לחוק. ובכן, מדובר בשאלה מורכבת, שחברי ועדת המשנה של ועדת החוקה חוק ומשפט, שדנו בעניין החליטו לחשוב עליה פעם נוספת קודם שיחליטו אם נדרש תיקון לחוק לעניין זה. השאלה היא מהו המועד הרלבנטי להחזקה במניות – המועד בו נרכשות האופציות או המועד בו הן ממומשות.

לעניין זה הובעו דעות שונות. יש הסבורים כי במקרה כזה כיון שאין רכישת שליטה בפועל אין מקום לתחולת הסעיף. אחרים סבורים כי לאור הלכת **לוינשטיין** (בש"א (ת"א) 201117/98 **משולם לוינשטיין ושאל לוטן** נ' **אדגר השקעות ופיתוח** (9.2.99)) ולאור העובדה כי המחזיק באופציות ירכוש שליטה עם המימוש, תיגדר הצעת רכש מיוחדת גם במקרה כזה. לניתוח השאלה ראו למשל **רוזמן, הצעת רכש מיוחדת**, 51; **רוזמן, בעלי מניות בחברה**, 172; אהרן נמדר ותי' רייף, **'השתלטות על חברה ציבורית באמצעות הצעת רכש מיוחדת: כשלים בסעיף 328 לחוק החברות, התשנ"ט-1999' תשקיף א' 1, 20 (תשס"ב); יוסף גרוס, חוק החברות החדש**, 556 (מהדורה רביעית, נובמבר 2007). בדיון בוועדת הכנסת שנזכר לעיל, הושמעו דעות שונות לעניין זה.

בהחלטה זו איני נדרשת להכריע בשאלת האופציות. כפי שציינתי, במקרה שלפניי עולה ממסכת ההסכמים כי מדובר במכירת שליטה מבעל שליטה אחד למשנהו, מבלי לבחון את שאלת האופציות.

4. השתק ומניעות

המבקשים טוענים כי כל העומד לנגד עיניהם הוא שמירה על הוראות חוק החברות. ובכן, כפי שציינתי, הוראות החוק אינן עומדות לבדן, אלא על רקע העסקה כולה. אולם, מעבר לכך, ההסכמים נחתמו ב-18.5.07. ההסכמים כללו את כל האפשרויות האמורות. ההסכמים אושרו על ידי הדירקטוריון, שעל חבריו נמנים המבקשים 1-8. יתרה מכך, **טמפלטון** הגישה הליך בו ביקשה לפסול את כל מערך ההסכמים וכן את הקצאת המניות ל**סאן**, בטענה של עושק וקיפוח המיעוט. **מדוע לא עלתה טענה זו כי מתחייבת הצעת רכש מיוחדת עד היום?**

לעניין זה יש להבחין בין הדירקטורים לבעלי המניות. יש להדגיש כי המבקשים 1-6 מכהנים כדירקטורים ומחזיקים במניות החברה. המבקשים 7-8 הם דירקטורים מקרב הציבור. **אשר לדירקטורים**, בתפקידם כדירקטורים, לרבות הדירקטורים מקרב הציבור, טענו המבקשים כי אין להם עניין בקרב השליטה וכי המטרה היחידה ביסוד הגשת התובענה היא שמירה על הוראות חוק החברות. ובכן, לאור טענה זו, מתעוררת השאלה כיצד, כאשר אושרה סדרת ההסכמים, לא עלתה שאלה זו של החובה לערוך הצעת רכש מיוחדת. על פי הוראות חוק החברות היו חייבים הדירקטורים לבחון את מערך ההסכמים לעומקו. היה ברור לכל כי בעקבות הקצאת המניות ל**סאן** תדולל החזקת בעלי השליטה לפחות מ-45 אחוזים מזכויות ההצבעה **בתרו**. למעשה, החובה להציע הצעת רכש הוספה להסכמים לבקשת משפחת לויט. החשש היה שאם המחיר למניה בה ירכשו מניות השליטה, יהיה גבוה ממחיר המניה הנסחרת, יטענו בעלי המניות טענה של עושק או קיפוח המיעוט. כלומר, הדירקטורים דאגו לקיום הוראות הדין, ולכך שלא תוכל להישמע טענה של קיפוח המיעוט. אולם, איש לא צפה ששווי המניות הנסחרות יהיה גבוה מהשווי שנקבע בהסכמים. לכן, לא ניתן לבוא היום, כאשר הייתה מטרה מוגדרת לחיוב בהצעת רכש, **ולטעון בהיתממות** כי נכתבו המילים "הצעת רכש" אך אין בכך כדי לגבור על הוראות הדין המחייב הצעת רכש מיוחדת.

דברים אלו מקבלים משנה תוקף לאור חובת הדירקטורים ללמוד את ההסכמים, ולאור העובדה שההסכמים נוסחו על ידי עורכי דין מנוסים של כל הצדדים. חזקה על הדירקטורים, ובעיקר על הדירקטורים מקרב הציבור, כי אישרו את מערך ההסכמים, רק לאחר שבחנו את ההסכמים לעומקם והיו משוכנעים כי חתימה על ההסכמים הללו היא לטובת החברה. לאור זאת, הם אינם יכולים כיום לטעון שחוק החברות מחייב הצעת רכש מיוחדת. לו סברו כי כך הם פני הדברים היה עליהם לדאוג כי הדבר יצויין במסגרת ההסכמים.

אשר לבעלי המניות מקרב המבקשים (הדירקטורים, המבקשים 1-6 הם גם בעלי מניות בחברה וכן המבקשת 9) **התמונה חמורה בעיני הרבה יותר**. בעלי המניות נהנו מהשקעתה של **סאן** ולמעשה מכך שהצילה את **תרו** מקריסה. **טמפלטון** טענה טענות לעניין קיפוח המיעוט בהסכמים, אך מעולם לא העלתה טענה זו של חובה להציע הצעת רכש מיוחדת. כיום עם התאוששות החברה, עולות לראשונה טענות אלו.

יש להדגיש ולציין את השוני בין מצבם של בעלי המניות ערב כריתת ההסכמים עם **סאן** לבין מצבם כיום (יש לזכור כי כעת דנים אנו בהסכמים בחכמה שלאחר מעשה כשהחברה התאוששה וערך המניות עלה – על הבעייתיות בהערכת עסקאות בדיעבד ראו: Athanasios Koulouridas, **The Law and Economics of Takeovers: An Acquirer's Perspective** 59 (2008), שם עומד המחבר על בחינה לאחר מעשה של כדאיות עסקת הרכש לרוכש. לדבריו, מחקרים מגלים כי במרבית המקרים מתברר בדיעבד כי הצעת רכש משתלמת יותר לבעלי המניות שמכרו את מניותיהם מאשר לחברה הרוכשת).

ערב ההסכם בעלי המניות היו בעלי מניות מיעוט בחברה שבה בעלי השליטה מחזיקים ב-45% מזכויות ההצבעה בחברה וממנים את כלל הדירקטורים (למעט הדירקטורים החיצוניים). **החברה במצב כלכלי קשה ביותר ורואי החשבון שלה מפרסמים אזהרת עסק חי. מניותיה של תרו נמחקות מהמסחר**. לאחר שהמניות נסחרו שוב, ערך המניה עמד על \$6 למניה. לולא הייתה **סאן**, או משקיע אחר, מחליטים להשקיע בחברה, יש להניח כי זו הייתה מתמוטטת, מפורקת ובעלי המניות היו מקבלים אולי מקצה קצה של השקעתם במסגרת הליכי הפירוק.

לעניין זה אעיר בשולי הדברים כי **טמפלטון** טענה בסיכומיה כי **סאן** קנתה את המניות במסגרת ההקצאה במחיר "מציאה", ובכך זה היה שווי המניה בשוק ההון. בהחלט ייתכן כי **סאן** גילתה הזדמנות עסקית, בדמות חברה, שיש לה פוטנציאל, אך מצבה הנוכחי (לאותה עת) קשה. בכך אין כל פסול. עצם העובדה שכיום נסחרת המניה במחיר גבוה יותר מלמדת רק שמדובר בהחלטה עסקית נכונה.

הבה נראה את **מצבם של בעלי מניות המיעוט היום** (וזאת בהנחה שימכרו את מניותיהם או שתממומש אופציית הרכישה ו**סאן** תחזיק במרבית זכויות ההצבעה): ראשית, החברה חיה ופעילה מבחינה עסקית. שנית, כנגד הקצאת המניות ל**סאן**, **עשרות מיליוני הדולרים שהוזרמו לתרו ע"י סאן**, נכנסו לקופת החברה, וכתוצאה מכך גדל ערך מניותיהם של בעלי מניות המיעוט בהתאמה. **ערך המניה עלה מ-\$6 ערב כריתת ההסכמים לכ-\$10 כיום.**

כלומר, ההסכמים נחתמו כשמנית **תרו** נסחרה בערך של כ-\$6 למניה. אז ההסכמים שקבעו שיעור של \$7.75 למניה (בין במיזוג, בין ברכישה) נראו כהסכמים טובים גם למבקשים, ואז הם לא טענו דבר וחצי דבר לעניין החובה לבצע הצעת רכש מיוחדת (**טמפלטון** טענה להצטרפות למחיר ההנפקה). כעת, כשהחברה פעילה והמניה עולה כפורחת, ופתאום מחיר של \$7.75 הוא מתחת למחיר השוק, רק בשלב הזה דאגה וחשש לקיום הוראות חוק החברות מתגנב ללבם של המבקשים?

אשר ל**טמפלטון**, המבקשת 9, יש להוסיף לעניין זה, תובענה קודמת שהגישה. בה"פ 585/07 (בש"א 10792/07) הגישה **טמפלטון** תובענה כנגד **תרו** ובעלי השליטה בה, במסגרתה התבקש בית המשפט להצהיר כי עניינה של **תרו** מתנהלים באופן המקפח את בעלי המניות בה. במסגרת זו ביקשה **טמפלטון** מספר סעדים להסרת הקיפוח ומניעת קיפוח עתידי ביניהם בודק חיצוני, מינוי מנהל מיוחד ומתן הוראות לחברה לאפשר לבעלי מניות המיעוט להצטרף לעסקת הקצאת המניות שתוארה לעיל, באותם תנאים של בעלי השליטה (tag along). במסגרת הסכמה דיונית שנועדה לאפשר את הזרמת הכספים ל**תרו** כדי לשלם לנושים, הושארו עבורה 9.5 אחוזים מהמניות (לרבות מניות האופציה) במחיר של \$6 למניה, כך שאם תזכה בטענותיה לקיפוח ועושק המיעוט, תוכל, אם לא לבטל את ההקצאה, לפחות לרכוש מניות באותו מחיר. יש לציין כי במסגרת אותם הליכים התברר כי **טמפלטון** הגדילה את אחזקותיה ב**תרו**.

כיום נסחרת מנית **תרו** במחיר של בין \$9 ל-\$10, כאשר **סאן**, שהייתה לה האפשרות מכוח ההסכמים לבצע מיזוג בערך של \$7.75 למניה, שיפרה את הצעת המיזוג והעמידה אותה על מעל \$10 למניה (לעניין זה נערכו מחקרים על ההשלכות של פעילות של בעלי מניות מיעוט בעלי שיעור מניות ניכר, ונראה כי הגם שלעיתים הדבר מעלה את ערך המניות בטווח הקצר, לא תמיד ניכרת השפעה בטווח הארוך. ראו לעניין זה דבריהם של Stuart L. Gillan and Laura T. Starks, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States" (2007) Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=959670>: "The evidence provided by empirical studies of the effects of shareholder activism is mixed. While some studies have found positive short-term market reactions to announcements of certain kinds of activism, there is little evidence of improvement in the long-term operating or stock-market performance of the targeted companies".)

בעלי המניות אינם רשאים מחד ליהנות מהשקעתה של סאן, ומפריחתה של תרו ומאיך לטעון כי הם חוששים להפרת הוראות חוק החברות. ניתן לומר שהמבקשים מושתקים או מנועים מלהעלות טענות אלו היום, וניתן לראות בכך חוסר תום לב.

יפים לעניין זה דבריה של כבי' השופטת ד' דורנר ברע"א לוקרנו חברה להשקעות בע"מ נ' קבוצת כנרת – אגודה שיתופית חקלאית בע"מ, פ"ד נח (2) 889, 898 (11.2.2004):

"... מעבר לכך, התנהגות זו של המשיבות – תקיפת הלוואה שהיו שותפים לניסוח תנאיה לאחר שנהנו מכל יתרונותיה – אף אינה עולה יפה עם חובות ההתנהגות הקוגנטיות הנובעות מעקרון תום־הלב. "אם [הלוות] [סברו] כי דרך הפירעון אינה כדין בשל חיובי הריבית... היה [עליהן] להודיע זאת [למלווה] מיד כדי שגם זה יוכל לשקול את המשך צעדיו" (ע"א בנק הפועלים [2], בעמ' 882), ובכך היה די כדי לדחות תביעתן."

מכל מקום, בין אם מדובר בחוסר תום לב, השתק או מניעות, לא ניתן לקבל טענות אלו. לסיכום אביא מדבריו של לורד דנינג בהתייחס לאדם שטען מחד כי חוזה שכרת תקף ועל כן הוא יכול להותיר בידיו דירה שרכש על פי אותו חוזה, ובאותה נשימה תבע את תמורת הדירה ששילם בטענה שהחוזה בלתי חוקי. גם שם נזכר אותו אדם באי החוקיות רק כשהדברים היו נוחים לו *haw v. Shaw [1965] 1WLR 357, 359*:

"On this pleading, it may well be that he has got the flat and yet still wants his money back. He bases himself on nothing but the illegal payment. **To my mind, it is clearly bad**".

בעלי המניות מקרב המבקשים נהנו מכך ש**סאן** הצילה את החברה, וכן מעליית ערך החברה, וכעת הם טוענים כנגד השלמת העסקה עם **סאן** בטענה של אי עמידה בהוראות החוק. ולא אוסיף על דברי הסיכום של הלורד דנינג.

5. סוף דבר

לאור כל האמור לעיל אני דוחה את התובענה וקובעת כי **אין חובה** על המשיבות לבצע הצעת רכש מיוחדת לרכישת המניות שמוצע לרכוש במסגרת הצעת הרכש אותן הציעו.

לאור האמור איני נדרשת לשאלה האם הסדר הנאמנות שהחלופי שהציעה סאן עומד בהוראות חוק החברות, אם לאו.

המבקשים 1-8 ישלמו למשיבות הוצאות ושכ"ט עו"ד בסכום של 30,000 ₪ בצירוף מע"מ כדין. המבקשת 9 תשלם למשיבות הוצאות ושכ"ט עו"ד בסכום של 30,000 ₪ בצירוף מע"מ כדין. זאת, לאור העובדה שהמשיבות נדרשו להשיב לכתבי טענות וסיכומים הן מטעם המבקשים 1-8, הן מטעם המבקשת 9. שני הסכומים ישאו הפרשי הצמדה וריבית כחוק מהיום ועד התשלום המלא בפועל.

המזכירות תודיע טלפונית על קיומה של ההחלטה לב"כ הצדדים ותשלח ההחלטה לצדדים.

ניתן היום, כ"ה באב, תשס"ח (26 באוגוסט 2008), בהעדר הצדדים.

ד"ר מיכל אגמון־גונן, שופטת