

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 41731-10-13 ניר צרפתי נ' פורטיסימו ניהול הון בע"מ ואח'

2 פברואר 2016

בפני כב' השופטת דניה קרת-מאיר

המבקש
ניר צרפתי
ע"י ב"כ עוה"ד עמית מנור ו/או יוקי שמש ו/או ענבל
לייפר

נגד

המשיבים
1. פורטיסימו ניהול הון בע"מ
ע"י ב"כ עוה"ד יורי נחשתן ואח'
2. הרץ נפתלי שני
ע"י ב"כ עוה"ד בועז בן צור ו/או אלירם בקל

חקיקה שאוזכרה:

[חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006: סע' 5 לתוספת השנייה](#)

[חוק החברות, תשנ"ט-1999: סע' 191, 193](#)

[חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968](#)

החלטה

1. מהות הבקשה

הבקשה שלפניי היא בקשה להתיר למבקש להגיש תובענה כנגד המשיבים כתובענה ייצוגית, בהתאם להוראות [חוק תובענות ייצוגיות](#) התשס"ו – 2006 (להלן: "חוק תובענות ייצוגיות").

הקבוצה הוגדרה "כל מי שהחזיק מניות של אמבלייז בע"מ בתאריך 14.8.13, למעט המשיבים ושלושה בעלי מניות נוספים (שזהותם לא ידועה בשלב זה) או מי מטעמם".

בבקשה נאמר כי עניינה קיפוחם של בעלי המניות באמבלייז בע"מ (להלן: "החברה") שהיא חברה ישראלית אשר מניותיה נסחרות ב- LSE-LONDON STOCK EXCHANGE.

החל משנת 2010 היו בחברה ארבעה בעלי מניות מהותיים ביניהם המשיבה 1 פורטיסימו ניהול הון בע"מ (להלן: "פורטיסימו" או "המשיבה"), אשר החזיקה 16.8% מהון מניות החברה והמשיב 2 נפתלי שני (להלן: "שני") אשר החזיק 13.86% מהון המניות של החברה.

לשני בעלי המניות הנותרים לא היו נציגים בדירקטוריון החברה, כך שלמעשה המשיבים הם אלה ששלטו בחברה באמצעות שליטתם בדירקטוריון החברה.

בשלהי שנת 2010 מכרה החברה את הנכס העיקרי שלה – אחזקה במניות חברת פורמולה מערכות 1985 בע"מ (להלן: "פורמולה") - לחברה פולנית בשם אסקו תמורת 139 מיליון דולר ארה"ב.

ממועד מכירת האחזקות בפורמולה ועד לכריתת הסכם ביום 14.8.13, אשר יפורט בהמשך, עמדה יתרת המזומנים של החברה על סך של כ- 150 מיליון דולר. למרות זאת, לא טרח הדירקטוריון לחלק דיבידנדים לבעלי המניות; להשתמש בכספי החברה כדי לפתח אותה או לבצע רכישות כלשהן.

בבקשה נאמר כי ביום 14.8.13 נכרת הסכם במסגרתו רכשה בי.גי.איי השקעות 1961 בע"מ (להלן: "הרוכשת") את אחזקות המשיבים ושלושה בעלי מניות אחרים עלומים (להלן: "המוכרים") בחברה (להלן: "ההסכם").

ההסכם הוא תלת שלבי:

- בשלב הראשון רוכשת הרוכשת מהמוכרים 20.01% מזכויות ההצבעה בחברה.
- בשלב השני מתכוונת הרוכשת לצאת בהצעת רכש מיוחדת במסגרתה תרכוש 5% מזכויות ההצבעה של החברה.

- בשלב השלישי תרכוש הרוכשת מניות נוספות מהמוכרים באופן שתגיע לאחזקה של כ- 45% מהון ההצבעה של החברה.

נטען כי התמורה ששולמה למוכרים יוצרת אפליה בוטה ועמוקה בין המוכרים לבין חברי הקבוצה המיוצגת.

למוכרים, הנפטרים ממניותיהם, ניתנת הטבה נוספת מעבר לתקבול הכספי בדמות תמורה שתנבע מרווחים עתידיים בשיעור 30%, מכספי הזכויות הצפויות מהליכים משפטיים בענייני פטנטים שמנהלת החברה (להלן: "**הרווחים העתידיים**")

בסמוך לאחר כריתת ההסכם התפטרו חמישה מתוך שמונה חברי הדירקטוריון, כאשר שני דירקטורים מתוך שלושה נותרים, מר **צבי שור** ומר **נחום אדמוני**, מקורבים לשני ומונו לתפקידם בזכות קשריהם איתו.

במקביל מונה דירקטוריון חדש המורכב מאנשי הרוכשת ובכך השלימה הרוכשת את השתלטותה על החברה ובעיקר על קופת המוזמנים שלה.

מיד לאחר מכן, הציג מר **יוסי שניאורסון** המנכ"ל החדש של החברה (להלן: "**שניאורסון**") "**הזדמנות עסקית**" הכרוכה בניצול מלא של קופת המוזמנים של החברה.

שניאורסון הציע לדירקטוריון החברה להשתתף כבעלת שליטה בקבוצת משקיעים פוטנציאלית במתווה ההסדר של **אי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ** (להלן: "**אי.די.בי**"). ביום 14.8.13 החליט דירקטוריון החברה, בכפוף לאישור האסיפה הכללית, לאשר הצעה מותנית להשתלב במתווה אי.די.בי באמצעות קופת המוזמנים של החברה.

המבקש טען כי פרמיית שליטה מותרת אך ורק ככל שהיא משקפת את יתרונות השליטה עצמה. פרמיה המשתלמת לבעל שליטה כנגד הזדמנויות עסקיות כלשהן, כמו במקרה שלפנינו, היא פרמיה אסורה.

לדבריו, "**לב ליבה של התביעה הייצוגית**" היא התמורה אשר שולמה למשיבים עבור אחזקותיהם בחברה שהיא מופרזת, מוגזמת ועל חשבון בעלי המניות האחרים של החברה.

בהתאם לחוות דעת כלכלית אשר צורפה לבקשה, מחיר המניה הכלכלי המשקלל את תנאי ההסכם עומד על סך של 1.247 דולר למניה. המחיר למניה בשוק יום לאחר מועד ההודעה על עסקת הרכישה - עמד על סך 0.763 דולר למניה.

שיעור הפרמיה העודפת ששולמה למוכרים (לרבות פרמיה השליטה) עומד על כ- 63.3% ונאמד בסך של כ- 20.79 מיליון דולר.

נאמר כי שיעור פרמיית שליטה סביר לחברות בשוק הישראלי נע בטווח של 15%-20% מערך השוק של החברות.

מכאן עולה כי במקרה הנוכחי שולמה למוכרים פרמיית שליטה עודפת.

המבקש טען כי "הפרמיה העודפת" היא בגדר הטבה כלכלית פסולה, המהווה תמורה מעבר לפרמיית השליטה המקובלת וההוגנת אותה היו המשיבים אמורים לקבל, בסכום הנע בין 4.98 – 6.82 מיליון דולר.

מאחר והמוכרים כוללים שלושה בעלי מניות עלומים, הרי שלצורך הפיצוי המגיע לחברי הקבוצה יש לנטרל בשלב זה את השווי הכלכלי של התמורה המשולמת להם - הנעה בטווח של 0.9 - 1.23 מיליון דולר.

סכום פרמיית השליטה העודפת לו זכו המשיבים, הנע בין 4.07 - 5.58 מיליון דולר, צריך להתחלק בין המשיבים לבין חברי הקבוצה המיוצגת.

לאור חוסר בנתונים אין אפשרות לאמוד בשלב זה את רכיב ההצלחה בתביעות הפטנטים.

המבקש פירט את שלבי ההסכם כפי שהופיעו במסגרת הדיווח המידי שפרסמה הרוכשת.

המבקש טען כי מדובר בתביעה בעילה הנובעת מזיקה לנייר ערך בהתאם [לסעיף 5 לתוספת השנייה לחוק תובענות ייצוגיות](#).

המבקש היפנה [לסעיף 191 לחוק החברות](#) התשנ"ט – 1999 (להלן: "חוק החברות") הדרן בקיפוח בעלי מניות ולפסיקה העומדת על הפרשנות הראויה של סעיף זה.

המבקש טען כי בעת מכירת שליטה בחברה חל איסור על המוכרים לנצל את כוחם כדי לגרוף פרמיה מופרזת על חשבון בעלי מניות אחרים.

כאשר בעלי מניות בחברה מוכרים את השליטה בחברה ולמעשה את משאביה של החברה תמורת פרמיה מופרזת, עולה הדבר כדי קיפוח יתר בעלי המניות בחברה.

המבקש אף טען כי המשיבים הפרו חובת הגינות של בעלי השליטה בחברה בניגוד להוראות [סעיף 193 לחוק החברות](#).

המבקש היפנה למחקרים אשר נערכו בנושא פרמיית השליטה בעסקאות מחוץ לבורסה, לפיהם שיעור פרמיית השליטה הסביר נע, כאמור, בטווח של 15%-20% מערך שוק החברות.

עוד נאמר כי מתקיימים בבקשה הקריטריונים לאישור תובענה ייצוגית.

הבקשה נתמכה בתצהירו של המבקש, **ניר צרפתי** (להלן: "**צרפתי**").

לבקשה צורפה חוות דעת כלכלית של מעריך השווי רו"ח **צחי חג'ג'** (להלן: "**חג'ג'**").

2. תגובת המשיבה 1

בתגובה נאמר כי מדובר בעסקת מכר פשוטה לפיה חברה א' רוכשת מניות של חברה ב' בחברת מטרה, יחד עם מניות נוספות מבעלי מניות נוספים אשר מחזיקים אף הם במניות חברת המטרה, מתוך כוונה לרכוש בחברה דבוקת שליטה.

המשיבים ועסקת המכר נשוא הבקשה נקלעו למערבולת תקשורתית, אשר אין ספק שהובילה להגשת הבקשה.

מדובר היה ברצונה של הרוכשת לרכוש באמצעות החברה את אי.די.בי.

אצה למבקש הדרך והוא פנה לבית משפט בסמוך לפרסומים אודות הכוונה לרכוש את אי.די.בי, בטענות שאין להן אחיזה במציאות. זאת במטרה לנצל את האווירה העכורה בציבור נגד אי.די.בי וליצור עילת תביעה יש מאין.

בבקשה מועלות טענות קיפוח שאינן מתיישבות עם ההיגיון הכלכלי והעסקי.

יתר בעלי המניות המחזיקים אף הם במניות החברה, אינם סבורים כפי שסבור המבקש ולא העלו כל טענה בעניין זה כנגד המשיבה.

בהתאם לשיטת השווי הנכסי **NAV** ושיטת היוון תזרימי המזומנים **DCF**, שהן השיטות הנכונות והמקובלות להערכת שווי, עולה כי המשיבים לא קיבלו מחיר מופרז עבור המניות במסגרת ההסכמים השונים, והמחיר שקיבלו אף נמוך מהשווי הכלכלי ההוגן.

אף אם נלך לפי שיטת המומחה מטעם המבקש, שיטת שווי שוק שאינה נכונה כלכלית, עולה ששיעור פרמיית השליטה שניתנה למשיבים היה בגבול התחתון של הטווח הסביר עליו הצביע המומחה, וכי אין כל מקום לטענות המופנות כלפי המשיבה.

בתגובה ניתן פירוט על החברה, שהיא חברת הייטק ישראלית לשעבר, אשר נסחרת בבורסה בלונדון מאז שנות ה-90.

נטען כי המשיבה לא הייתה בעלת השליטה בחברה, לא לפי המבחן המהותי ולא לפי המבחן הכמותי.

על אף ניסיונות שונים של המשיבה, שהיא קרן השקעות, להביא לשולחן החברה הצעות השקעה לא הצליח הדירקטוריון להגיע להסכמה על השקעה כלשהי מצד החברה בחברת מטרה. החברה עמדה מספר שנים מבלי שנעשתה בה עסקה משמעותית ומהותית שכן לא היה בעל שליטה שהוביל את הדרך.

הרוכשת לא הסתפקה במניות המשיבה ונדרשה למניות נוספות של בעלי מניות אחרים כדי לרכוש דבוקת שליטה.

הרוכשת לא שילמה פרמיית שליטה עבור המניות שרכשה.

המשיבה פירטה את עסקת הרכישה וההסכם שנכרת בין הרוכשת למשיבה.

לדבריה, החל מיום 14.8.13 הפכה הרוכשת לבעלת המניות העיקרית בחברה. מאותו מועד אין למשיבה נציגים בדירקטוריון ואין היא לוקחת עוד חלק בקבלת החלטות בחברה.

עסקת אי.די.בי לא יצאה בסופו של דבר לפועל ובית המשפט המחוזי בת"א קבע כי השליטה באי.די.בי תעבור לקבוצה אחרת ולא לקבוצה בה לקחה הרוכשת חלק.

בכך תמה הפרשה והרוכשת, כפי שעולה מדיווחים לבורסה לניירות ערך ומידיעות בתקשורת, המשיכה בחיפוש אחר עסקאות לחברה.

ביום 3.3.14 דווח על ידי החברה ועל ידי בעלת השליטה בה כי חתמה על הסכם לרכישת חברת המזון **וויליפוד השקעות בע"מ**.

המשיבה טענה כי טענתו של המבקש בדבר פרמיית שליטה מופרזת אין לה על מה שתסמוך.

המשיבה הפנתה לחוות דעתו של פרופ' **אשר בלס** מטעם המשיבים (להלן: "**בלס**"). בחוות דעת זו נאמר כי חוות הדעת עליה נסמך המבקש מבוססת על שגיאות ביישום המתודולוגיה המקובלת בחישוב פרמיית שליטה וכי חישוב נכון מראה כי כלל לא שולמה פרמיית שליטה.

המשיבה הפנתה לפסק דינו של בית המשפט העליון [ברע"א 776/06 קיטאל אחזקות](#) ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' שאול ממון ואח' (להלן "עניין קיטאל") ולע"א [10406/06](#) עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (להלן: "פסק דין עצמון").

בפסקי דין אלה נקבע כי שיטת הערכת שווי מניות של חברה היא שיטת DCF, המעריכה את שווי החברה על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים ושל הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה.

מסקנתו של בלס היא כי המוכרים לא קיבלו פרמיית שליטה כלל וקיבלו למעשה מחיר הנמוך מהשווי הכלכלי ההוגן לפי שיטות הערכת השווי המקובלות.

המשיבה התייחסה לשלב השני של הסכם הרכישה – הצעת רכש מיוחדת ליתר בעלי המניות בחברה בהתאם להוראות 328 [לחוק החברות](#). נטען כי לבעלי מניות בחברה הייתה אפשרות להשפיע על מהלך רכישת השליטה בחברה, בהתאם להוראות 331 [לחוק החברות](#). בעלי המניות הכריעו מספר פעמים כי הם מסכימים עם החלטות ומהלכי בעלת השליטה החדשה בחברה. נטען, כי משהסכימו בעלי המניות ברוב גורף להצעת הרכש אין הם יכולים לטעון טענת קיפוח. יש לתת משמעות של ממש להסכמת רוב בעלי המניות להצעה, הסכמה המהווה אינדיקציה להוגנות המחיר.

עוד נאמר, כי גם אם נלך בדרכו של המומחה מטעם המבקש הרי שהפרמיה ששולמה למשיבים הייתה פרמיה סבירה ומקובלת. כמו כן, נאמר כי אין המבקש מעלה טענות כנגד חילופי בעלי השליטה. אין הוא טוען כי מדובר "בעסקת חובלת" שנעשתה בחברה או עסקה בניגוד עניינים.

נטען, כי עסקת המכר לא גרמה נזק לבעלי המניות אלא הטיבה עימם. המשיבה הוסיפה וטענה כי אי חלוקת דיבידנד אינה מהווה קיפוח. המשיבה טענה כי המבקש לא עמד בתנאים הקבועים [בחוק תובענות ייצוגיות](#) כתנאי סף לאישור התובענה כתובענה ייצוגית.

התגובה נתמכה בתצהירו של מר **שמואל בראשי** – שותף בקבוצת ההשקעות **פורטיסימו קפיטל** שהמשיבה היא חלק ממנה.

3. תגובת המשיב 2

בתגובה נאמר כי מדובר בעסקה מסוג העסקאות המתרחשות כעניין שביום יום, במסגרתן נרכשות ונמכרות מניות בחברות ציבוריות. נטען כי קשה להשתחרר מהרושם שהבקשה נועדה להשיג מטרות "**לבר משפטיות**", כאשר המבקש סבר שדי בהגשתה על מנת שישולם לו סכום כלשהו כדי להסיר את העניין מעל סדר היום.

שני סקר את העובדות הרלוונטיות לחברה ואת העסקה. שני ציין כי נחתמו חמישה הסכמי רכישה שונים בין הרוכשת לבין חמישה בעלי מניות שונים ובכללם המשיבים. למרות שההסכמים נחתמו באותו מועד – המו"מ שהתנהל לקראת חתימתם נוהל בנפרד.

באשר לתביעת הפטנטים – נקבע שהמשיבים יהיו זכאים לקבל חלק מהתגמול מקופתה של הרוכשת ולא מקופתה של החברה. לכן, בעלי המניות בחברה אינם מושפעים מתגמול זה.

ביום 14.8.13 הפכה הרוכשת לבעלת מניות עיקרית בחברה, שני אינו מכהן עוד בדירקטוריון החברה ואין הוא נוטל עוד חלק בהתוויית מדיניות העסקית.

שני היפנה אף הוא לחוות הדעת של בלס; להלכות הנוגעות להערכת שווי של חברות ציבוריות ולמחיר שנקבע על פי חוות דעתו של בלס. נטען כי הבקשה הוגשה כדי לעקוף את מנגנון הצעת הרכש ואת האישור שניתן מכוח לעסקה.

הרוכשת פרסמה בהתאם לדרישות הדין הצעת רכש מיוחדת. הצעת הרכש המיוחדת ממצה את הסעדים העומדים בפני בעלי המניות. המבקש לא הצביע על פגיעה כלשהי המהווה קיפוח.

לא מדובר במקרה הנוכחי במכירה כפויה או בעסקה מיוחדת של מיזוג אשר נדונה בת"צ [26809-01-11](#) **כהנא נ' מכתשים בע"מ** (להלן: "עניין מכתשים"). שני הרחיב בטיעון לפיו אין פסול בתשלום פרמיה בגין היתרונות הגלומים ברכישת שליטה, וכי הוא עצמו לא הפר כל חובה כלפי יתר בעלי המניות בחברה. נטען כי אין לראות בשני כבעל שליטה בחברה ואף אין מקום לטענה לפיה חובת ההגיונות של בעל השליטה מופנית כלפי בעל המניות, שכן חובה זו חלה כלפי החברה בלבד.

שני טען כי לא התמלאו התנאים להכרה בתביעה כתביעה ייצוגיות בתחום ניירות ערך.

התגובה נתמכה בתצהירו של שני.

4. תשובת המבקש

בתשובתו התייחס המבקש לנטלים הנדרשים על מנת לצלוח את בקשת האישור. נאמר כי המבקש העמיד תשתית עובדתית וראייתית לכאורה המבססת את ניגוד העניינים בין בעלי השליטה לבין בעלי המניות מקרב הציבור; את הפרמיה העודפת שקיבלו המשיבים בגין מכירת השליטה בחברת עתירת מזומנים ואת קיפוחם של בעלי המניות מקרב הציבור.

המבקש טען כי במסגרת בקשת האישור צוין כי המשיבים מכרו הזדמנות עסקית של החברה וזכו עקב כך לפרמיה אסורה.

לדבריו, השליטה נרכשה אך ורק עקב הזדמנות עסקית שזיהתה הרוכשת עבור החברה. לכן, הפרמיה אשר שולמה בגין הזדמנות עסקית זו היא אסורה ויש לחלקה בין המשיבים לבין חברי הקבוצה המיוצגת.

כמו כן, נאמר כי המשיבים ובלס יוצאים מתוך נקודת הנחה מוטעית כי ההלכה הרלוונטית לעניין הערכת שווי היא זו שנקבעה בפסק דין **עצמון**.

פסק דין **עצמון** ופסק דין **קיטאל** לא עסקו בהערכת שווי של פרמיית שליטה, אלא במתודולוגיה הראויה בתביעה שעניינה סעד הערכה במקרה של הצעת רכש מלאה.

המבקש הצביע על טעויות נוספו בחוות דעתו של בלס והתייחס לטענות המשיבים בעניין אפשרותם של בעלי המניות לסכל את העסקה במסגרת הצעת הרכש.

5. דיון והחלטה

א. טענתו של המבקש בדבר מכירת שליטה

טענתו המרכזית של המבקש בבקשת האישור ובסיכומיו היא כי המשיבים מכרו את השליטה בחברה.

המבקש טען כי המשיבים שלטו בחברה באמצעות שליטתם בדירקטוריון.

על יסוד טענה זו נטען, כאמור, בבקשה כי "לב ליבה" של התביעה היא התמורה המופרזת והמוגזמת על חשבון בעלי המניות האחרים של החברה אשר שולמה למשיבים – שהיא בגדר פרמיית שליטה עודפת.

המבקש אף ציין, באופן כללי, כי לאחר שנציגי הרוכשת השתלטו על דירקטוריון החברה הוצגה בפני הדירקטוריון החדש הזדמנות עסקית אשר כרוכה בניצול מלא של קופת המזומנים של החברה.

הן טענת הקיפוח בגין פרמיית השליטה העודפת שנטענה בבקשת האישור, והן טענת הקיפוח בגין מכירת שליטה תוך ניצול כוחם של המוכרים ועשיית שימוש במשאבי החברה במטרה לגרוף פרמיה מופרזת – מבוססות על טענה של מכירת שליטה. כך גם הטענה כי המשיבים הפרו את חובת ההגיונות המוטלת עליהם כבעלי שליטה, כאשר מכרו את השליטה בחברה תוך קבלת פרמיה מופרזת.

יש אם כן לבחון את הטענה העיקרית עליה מבוסס טיעונו של המבקש - הטענה כי המשיבים מכרו שליטה בחברה.

המשיבה החזיקה, כאמור, 16.08% מהון המניות של החברה ושני החזיק ב- 13.86% מהון המניות של החברה.

את הטענה בדבר מכירת שליטה מבסס המבקש, כאמור, על כהונתם של המשיבים כדירקטורים בחברה.

המבקש ציין בבקשה כי לשניים מארבעת בעלי המניות העיקריים לא היו כלל נציגים בדירקטוריון החברה.

לכן נטען על ידו, כאמור, כי המשיבים שלטו בחברה באמצעות שליטתם בדירקטוריון החברה.

עוד נאמר כי בסמוך לאחר כריתת ההסכם התפטרו חמישה מתוך שמונה חברי הדירקטוריון, כאשר שני דירקטורים מתוך שלושת הנותרים מקורבים לשני ומונו לתפקידם בזכות קשרים אלה. מכך, למד המבקש על השליטה שהייתה למשיבים בחברה.

בתצהירו של **בראשי**, אשר תמך בתגובתה של המשיבה, נאמר כי המשיבה לא הייתה בעלת שליטה בחברה, שכן לא הייתה בעלת המניות הגדולה ביותר בחברה. היא לא כפתה החלטות בחברה מכוח שליטה, לכאורה, מאז הייתה בעלת מניות ונציגיה מונו לחברי הדירקטוריון.

עוד נאמר כי על אף ניסיונות שונים של המשיבה, שהיא קרן השקעות, להביא הצעות השקעה ולסייע בדיונים על הצעות אלה, לא הצליח דירקטוריון החברה להגיע להסכמה על השקעה כלשהי. החברה עמדה מספר שנים ללא עסקה משמעותית דווקא משום שלא היה בעל שליטה אשר הוביל את החברה בדרך ברורה ובעלי המניות לא הצליחו פעמים רבות להגיע ביניהם להחלטה משותפת.

ב"כ המבקש ויתר על חקירתו של בראשי ועדותו לא נסתרה.

שני התייחס לנושא השליטה במסגרת תגובתו לבקשת האישור ולא בתצהירו. בתגובה נאמר כי המבקש מתעלם מן העובדה כי בין בעלי המניות של החברה לא נהגו הסכמי בעלי מניות.

עוד נטען על ידו כי העובדה שרכישת מניותיו נעשתה לצורך רכישת השליטה בחברה, אינה הופכת אותו לבעל שליטה בחברה. דווקא העובדה שהרוכשת לא הסתפקה ברכישת מניותיו ונדרשה לרכוש בעסקאות נפרדות מניות של בעלי מניות נוספים - מלמדת כי לא היה די במניותיו כדי להשיג שליטה אפקטיבית בחברה.

העובדה כי כל אחד מהמשיבים החזיק בשיעור מניות שאין בו כשלעצמו להקנות שליטה בחברה, אינה שוללת את האפשרות העקרונית לראות, בנסיבות מסוימות, את המשיבים יחד כבעלי השליטה בחברה.

ראה לעניין זה [רע"א 2903/13 אינטרקולוני השקעות בע"מ נ' שמואל שקדי](#).

בסעיף 46 לפסק הדין נקבע על ידי כב' המשנה לנשיא נאור (כתוארה אז) כי המבחן לקיומה של שליטה בתאגיד הוא מהותי-איכותי "הבחינה בכל מקרה, תהא מהותית – איכותית, ביחס ליכולתו של בעל המניות לכוון את פעילות התאגיד, קרי: היכולת הממשית לשלוט בתהליך קבלת ההחלטות או להשפיע עליו."

עם זאת, אינני רואה מקום לקביעה בדבר קיומה של שליטה במקרה שלפניי. [חוק החברות](#) מפנה בהגדרת "שליטה" [לחוק ניירות ערך](#) התשכ"ח – 1969 (להלן: "חוק ניירות ערך").

[חוק ניירות ערך](#) מגדיר "שליטה" כלהלן: "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 מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד; "אמצעי שליטה", בתאגיד – כל אחד מאלה:

- (1) זכות ההצבעה באסיפה כללית של חברה או בגוף מקביל של תאגיד אחר;
- (2) הזכות למנות דירקטורים של התאגיד או את מנהלו הכללי."

המבקש לא טען, ואף לא הוכיח ולו לכאורה, כי כל אחד מהמשיבים החזיק במחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד.

עולה אם כן השאלה האם הניח המבקש תשתית ראייתית ראשונית לטענה כי הייתה למשיבים היכולת לכוון את פעילותו של התאגיד. נראה כי התשובה לשאלה זו היא שלילית.

המבקש עצמו נחקר בעניין טענותיו באשר לשליטת המשיבים בדירקטוריון. המבקש אישר כי המשיבה מינתה מטעמה שני דירקטורים מתוך שמונה. עוד נאמר על ידי המבקש כי שני היה יו"ר הדירקטוריון וכי שני דירקטורים נוספים היו מקורבים לשני. כלומר, מטעמו היו לעמדת המבקש שלושה דירקטורים מתוך שמונה.

עדות זו תומכת בקביעה לעיל לפיה לא קמה חזקת השליטה בתאגיד שכן אף לא אחד מהמשיבים החזיק מחצית או יותר מזכות ההצבעה באסיפה הכללית או בזכות למנות דירקטורים של התאגיד או את מנהלו הכללי.

המבקש גם אישר כי בפרסומים הפומביים של החברה לא דווח על הסכם בעלי מניות בין המשיבה לבין שני.

לאור זאת, נשאל המבקש על סמך מה נטען על ידו כי המשיבים שלטו יחד בחברה. תשובתו הייתה **"אני יודע שכשנעשתה עסקה וכולם עזבו את הדירקטוריון לטובת בעל שליטה חדש, אני מניח מזה שהם שלטו בחברה"**.

המבקש נשאל על ידי בית משפט האם יש בידו אינדיקציה אחרת לשליטה יחד של המשיבים בחברה, מלבד אותה מסקנה אשר הסיק מהתפטרותם על פי ההסכמים שערכו עם הרוכשת.

תשובתו הייתה **"העובדה שהם ביצעו את העסקה ביחד"**. (עמ' 4 לפרוטוקול).

אין מחלוקת כי כל אחד מבעלי המניות ערך הסכם נפרד עם הרוכשת.

עדותו של שני כי התנהל מו"מ נפרד עם כל אחד מהם הייתה אמינה עלי ולא נסתרה בדרך כלשהי.

אין אם כן כל תשתית ראייתית לעריכה משותפת של ההסכם בין המשיבים לבין הרוכשת.

בסופו של דבר טען המבקש כי האינדיקציה לשליטה משותפת היא **"רק חברותם בדירקטוריון"** (עמ' 4 לפרוטוקול).

בהמשך החקירה נשאל המבקש פעם נוספת האם היה גרעין שליטה בחברה.

תשובתו הייתה **"אני לא יודע, אני יודע שהם שניהם בעלי מניות גדולים שישבו בדירקטוריון, אני מניח"**. (עמ' 5 לפרוטוקול).

אין כל ראייה לכך שאותם דירקטורים אשר מונו מטעם המשיבה ומטעם שני פעלו בתיאום כלשהו או שהיה בידם לכוון את פעילותה של החברה.

שני העיד כי לא הייתה בחברה שליטה משותפת ומעדותו עולה, למעשה, תמונה הפוכה.

הן לשני והן למשיבה היו נציגים בדירקטוריון **"היו להם את הדעות שלהם ולי היו הדעות שלי ולחברי דירקטוריון אחרים היו להם את הדעות שלהם"**. ובדרך כלל החלטות בדירקטוריון באמת התקבלו במיוחד בנושאים חשובים בהסכמה אבל לפעמים היו גם החלטות שהתקבלו ברוב ולפעמים הם היו ברוב ולפעמים אני הייתי ברוב, בצד של הרוב".

שני נשאל האם יש קשר בין מצב דברים זה לעובדה כי מאז מכירת פורמולה בשנת 2010, לא בוצעו השקעות נוספות.

תשובתו הייתה "היו להם דעות שונות על דברים שצריך להשקיע. הם ראו דברים קצת שונה ממני, מחברים אחרים... כשבאו הזדמנויות היה בהם תמיד סיכון מצד אחד, מצד שני הזדמנות ולא כל אחד מהחברים פורטיסימו או אני ראו את הסיכויים ואת הסיכונים באותה צורה..." (עמ' 24 לפרוטוקול)

נראה כי בפועל התוצאה של אותו דירקטוריון הייתה כי עסקי התאגיד לא כוונו באופן אפקטיבי על ידי מי מהדירקטורים או על ידי כולם יחד. אין לכן כל בסיס לקביעה כי בנסיבות העניין יש לראות במשיבים כבעלי שליטה בחברה.

בשולי הדברים יש להבהיר כי העובדה שהרוכשת ביקשה לרכוש דבוקת שליטה בחברה שאין בה דבוקת שליטה, אין בה כשלעצמה כדי להוות ראיה לכך שהמשיבים לא היו בעלי שליטה בחברה.

ההגדרה של "דבוקת שליטה" [בחוק החברות](#) היא הגדרה טכנית "מניות המקנות עשרים וחמישה אחוזים או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית".

המבחן לבדיקת קיומה של שליטה הינו מבחן מהותי-איכותי כפי שצוין בפסק דין אינטרקולוני לעיל, ועל פי מבחן זה אין, כאמור, לראות במשיבים בעלי שליטה בחברה.

המשיבים היו אם כן בעלי מניות אשר מכרו את קניינם במחיר שהוסכם בינם לבין הרוכשת.

במחיר זה אין בעיקרון כל מקום להתערבות בית משפט. די היה למעשה בקביעה זו כדי להכריע בבקשת האישור ולדחות אותה.

ב. מכירת שליטה מרוכזת

מקובלת עלי עמדת המשיבים כי התוצאה הסופית של רכישת השליטה על ידי הרוכשת אינה הופכת את המשיבים לבעלי שליטה בחברה. עם זאת, ממהות תנאי

הסכמי הרכישה בין הרוכשת לבין המשיבים ויתר בעלי המניות (אותם כינה המבקש "עלומים"), עולה בבירור כי כוונת הרוכשת הייתה לרכוש שליטה בחברה.

אבחן אם כן, לשם השלמת התמונה, מה הדין החל במקרה של רכישת שליטה מרוכזת, למרות שבמקרה שלפניי לא נמכרה השליטה באופן מרוכז.

א. **חביב ז"ל** מסבירה בספרה דיני חברות לאחר [חוק החברות](#) החדש (כרך ב') עמ' 400 כי רכישה שליטה מרוכזת אינה אלא עסקת מכר של גוש מניות, המייצג את השליטה האפקטיבית בחברה, מבעל שליטה קיים לבעל שליטה חדש.

"באופן מסורתי, העסקה לרכישה מרוכזת של השליטה נחשבת לעסקה הפשוטה ביותר: בעל השליטה הקיים מנהל משא ומתן למכירת השליטה בחברה, אשר בעקבותיו הוא מעביר את בלוק השליטה לרוכש כנגד התמורה שנקבעה בין הצדדים. ההתערבות המשפטית ברכישות מרוכזות של השליטה היא מינימאלית: מערכת המשפט מסתפקת בניסיון להבטיח שהעברת השליטה לא תגרום נזק משמעותי לבעל המניות. על בעל השליטה להימנע ממכירתה של השליטה לרוכש הצפוי לרוקן את החברה מנכסיה. מעבר לכך נהנה בעל השליטה הקיים מן החופש למכור את מניותיו למרבה במחיר ולהנות מפרמיה על השליטה."

במקרה כזה יתר בעלי המניות נותרים במעמד המקורי בחברה מבלי להשתתף בעסקה ומבלי להשפיע על תנאיה. זאת, בניגוד למשל לעסקאות של הצעת רכש כפויה או מיזוג.

החשש היחיד של הדין ביחס לעסקת מכירת שליטה מרוכזת הוא שהמכירה תפגע בדרך כלשהי בבעלי מניות המיעוט.

בע"א [2718/09](#) גדיש קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (להלן: "פסק דין גדיש") נדונה בקשה לאישור תובענה ייצוגית בטענה של קיפוח בעלי מניות המיעוט של אלסינט אשר נגרם על ידי בעלי השליטה בחברה ונושאי משרה מטעמם, בהליך אשר במסגרתו רוקנו, לטענת המערערים, את קופת החברה. אלסינט, שהייתה חברה ציבורית, מכרה בשלהי שנת '98 את פעילותה בתחום ההדמייה הרפואית, בסכום של כ- 370 מיליון דולר.

לאחר העסקה הצטברה התמורה בחברה ולא יועדה באותה שעה לפעילות נושאת רווחים.

טענתם המרכזית של המערערים בבקשת האישור הייתה כי המשיבים חברו יחד במהלך משולב במסגרתו הפכו את אלסינט מחברה פעילה בתחום ההדמייה - לקופת מזומנים אותה חילקו תוך קיפוח בעלי המניות מקרב המיעוט.

נטען, בין היתר, כי **אלרון** שהיא בעלת השליטה בחברת **אלביט הדמייה**, בעלת השליטה באלסינט, גרפה רווחים באמצעות מכירת השליטה באלביט הדמייה לחברת **אירופה ישראל** במחיר שגילם פרמיית שליטה גבוהה במיוחד.

עוד נטען, כי לבסוף רוקנה אירופה ישראל את קופת המזומנים של החברה בעסקאות שונות במסגרתן רכשה אלסינט מקבוצת אירופה ישראל נכסי נדל"ן במחיר מופקע.

המערערים טענו כי אלרון, בעלת השליטה, העדיפה למכור את מניותיה ברווח מרבי ולא לחלק לבעלי המניות את קופת המזומנים של אלסינט, שלא נועדה לפעילות נושאת רווחים, תוך גילוי אדישות לזהותו של הקונה.

נטען כי מכירת השליטה לוותה בנסיבות שהיו צריכות לתפקד כנורות אזהרה בדבר כוונותיה של הרוכשת בנוגע לעתידה של אלסינט.

בין היתר, צוינה הפרמיה הגבוהה שקיבלה אלרון תמורת מניותיה באלביט הדמייה; זהות בעל השליטה באירופה ישראל ששמו נקשר בפרשייה במסגרתה התמוטטו שתי חברות בנסיבות מחשידות ומימון העסקה בדרך של רכישה ממונפת.

כב' הנשיאה (בדימוס) בינייש קבעה כי הטענה בדבר מכירת השליטה באלסינט על ידי אלרון לאירופה ישראל, מעוררת שאלה נוקבת בדבר היקף החובות החלות על בעל השליטה בעת מכירת מניותיו לצד שלישי.

מצבים של מכירת שליטה מחדדים לעיתים קרובות ניגודי אינטרסים בין בעלי מניות.

"בהתאם הוגבלה חירותם של בעלי שליטה למכור את מניותיהם לכל המרבה במחיר... הסוגיה של מכירת שליטה חובלת נבחנה על ידי בי משפט זה בע"א

817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ... (להלן: "פרשת קוסוי").

לפי ההלכה שנפסקה באותה פרשה: **"בעל מניית השליטה חופשי למכור מניותו לכל קונה, למעט קונה אשר לידיעת בעל המניה עומד להשתלט על החברה ולרוקן אותה מנכסיה"...** כן, נאמר באותו עניין כי **"אמת הדבר מניה היא נכס אשר בעליו רשאי לעשות בו כרצונו. אך רצון זה אינו בלתי מוגבל.**

אין בעל מניות רשאי להתנהג על פי הגישה כי "אחרי המבול". דברים אלה אשר נאמרו בנסיבות העסקה שנידונה בפרשת קוסוי גרמו להוספת הוראה מפורשת בחוק [החברות](#) בדבר חובות בעלי שליטה ויכולת הכרעה לפעול בהגינות. (סעיף 29 לפסק הדין).

כב' השופטת בינייש הבהירה כי הנסיבות בעניין גדיש שונות מאלה שבעניין קוסוי, שם הובילה מכירת השליטה בסופו של דבר לקריסת הבנק.

בעניין גדיש אף לא נטען כי היה על אלרון לדעת שהרוכשת תביא את אלסינט לחדלות פרעון וזו אף לא הייתה תוצאתה של מכירת השליטה.

המערערים טענו, כאמור, כי המכירה התבצעה תוך ניגוד עניינים וכי ההתקשרות למכירת השליטה, בהסכם אשר גילם פרמיית שליטה גבוהה, היוותה מהלך מקפח בסתירה לחובת בעלת השליטה לא לנצל את כוחה לרעה.

נסיבות אלה מעוררות שאלות אשר הושארו ב"צריך עיון" בפסק דין קוסוי כגון: מחיר השליטה; האם תמורת מכירת השליטה שייכת לחברה והאם יש צורך בידיעה בפועל של המוכר על מגמותיו של הקונה, או שניתן להסתפק בחוסר ידיעה בו היה על בעל מניה סביר לדעת מה כוונות הרוכש.

נקבע כי מאחר ומדובר בשלב מקדמי של בקשה לאישור תובענה כתובענה ייצוגית אין בית משפט נדרש להיכנס לעובי הקורה. די בכך שסיכוייה של תביעה המבוססת על טענה למכירת שליטה חובלת בנסיבות העניין הם סבירים.

בהקשר זה, היפנה בית המשפט העליון להלכה שנקבעה בעניין **מכתשים**, לפיה בעלת השליטה לא הייתה זכאית לתמורה עודפת בגין חלקה במניות הנמכרות. בין היתר, צוין באותה החלטה כי שרר ניגוד עניינים בין בעלת השליטה לבין בעלי מניות מקרב הציבור, המצדיק הפעלת ביקורת שיפוטית הדוקה מצד בית משפט.

כב' השופטת בינייש ציינה כי בעניין גדיש לא מדובר אומנם בעסקת מיזוג אלא במכירת מניות. אולם, מכלול הנסיבות תומך במסקנה כי שרר ניגוד עניינים בין בעלי מניות המיעוט באלסינט לבין אלרון וכי אלרון, על פניו, הייתה מודעת לכך שבעקבות המכירה ישנה סבירות גבוהה לכך שבעלי המניות מקרב הציבור לא יזכו בנתח הוגן מהרווחים שיצטברו בקופת אלסינט.

כל האמור לעיל פורט על ידי בהרחבה על מנת לבחון את טענות המבקש בעניין פרמיית השליטה המופרזת, והטענה בדבר ניצול הזדמנות עסקית שהיא במהותה טענה של עסקה חובלת.

כבר בשלב זה עולה ההבדל המהותי בין נסיבות המקרה שלפני לבין הנסיבות הרלוונטיות בעניין גדיש.

יתרה מזאת, יש בפני בית משפט במקרה הנוכחי חוות דעת המאפשרת להיכנס לעובי הקורה גם בעניין המחיר ששולם עבור רכישת המניות, שהביאה בסופו של דבר לרכישת השליטה.

ג. הטענה בדבר פרמיה עודפת, מופרזת ומוגזמת

המבקש צירף, כאמור, לבקשת האישור את חוות דעתו של חג' אשר התייחסה לתמורה העודפת ששולמה לטענת המבקש לבעלי המניות בחברה, בהתאם להסכמים בינם לבין הרוכשת.

המומחה חישב, כאמור, את מחיר המניה הכלכלי הנגזר מהעסקה, לפי התמורה הכוללת אשר שולמה למוכרים וקבע אותו בסך של 1.27 דולר למניה.

שווי השוק של המניה אשר צוין על ידי המומחה נכון למועד ההערכה הוא כ- 0.773 דולר.

המומחה קבע כי שווי התמורה העודפת ששולמה, לרבות פרמיית השליטה, אשר חושב על פי ההפרש שבין מחיר המניה הכלכלי – לבין מחיר המניה בשוק ביום שלאחר ההודעה על העסקה – 0.763 דולר למניה, והוכפל במספר המניות הכולל הנובע מהעסקה מגיע לסך של כ- 20.79 מיליון דולר.

המומחה הבהיר את הנוסחה לחישוב פרמיית השליטה.

בהתאם לנוסחה זו הגיע חג' לקביעה כי שיעור הפרמיה העודפת מגיע ל- 63.3%.

לדברי המומחה, בעבודה מחקר שבוצעה על ידי סוארי ובר-און (2005) נבחנו היבטים ושיקולים בקביעת שווי שליטה וגבולות ערך השליטה בישראל.

מהמחקר עולה כי בעסקאות בהן הועברה שליטה בחברות ציבוריות נצפתה פרמיית שליטה בשיעור שבין 6% ל- 22%.

מאחר והחישוב בעבודת המחקר התייחס לשווי החברה הכלכלי ולא לשווי השוק - יש לבצע התאמה כלפי מעלה של כ- 10% כדי להתאים לנוסחת פרמיית השליטה.

חגיגי הגיע למסקנה, בהתאם למספר עבודות מחקר נוספות שצוינו על ידו, כי שיעור פרמיית שליטה סביר לחברות בשוק ההון הישראלי ינוע בטווח של 15%-25% מערך השוק של החברות.

שיעור הפרמיה העודפת על שווי השוק חושב, כאמור, ב- 63.3%. לכן, ניתן להניח, לדברי המומחה, כי 38.3%-48.3% מהתמורה העודפת על שווי השוק של החברה הינה הטבה כלכלית למוכרים מעבר לפרמיית השליטה.

בחוות הדעת של בלס אשר הוגשה, כאמור, מטעם המשיבים – נעשתה הערכת השווי ההוגן של מניות החברה, שהיא חברת אחזקות נטולת פעילות תפעולית, לפי שיטת השווי הנכסי NAV ולפי שיטת היוון זרמי המזומנים שיטת ה-DCF, שהיא השיטה המתאימה על פי הפסיקה בהצעות רכש מלאות.

ראה לעניין זה [ע"א 3136/14 יעל כבירי ואח' נ' אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ](#), במסגרתו התייחס כב' השופט עמית, בין היתר, להלכות שנקבעו בפסקי הדין עצמון ו-קיטאל בעניין שיטות הערכת השווי ההוגן של מניה.

בלס ציין כי אין הוא מקבל את שיטתו של חגיגי לפיה יש לבחון את הוגנות ההסכמים לפי שיעור פרמיית השליטה ביחס למחיר המניה בבורסה.

שיטה זו מבוססת, לדבריו, על הנחה שגויה שהשווי ההוגן של המניה שווה למחיר המניה בבורסה, כלומר, בשוק.

עם זאת, נקבע על ידו כי גם על בסיס ההנחה השגויה של חגיגי, הפרמיה ששולמה בפועל נמוכה באופן משמעותי מהטווח הסביר עליו הצביע חגיגי בשיעור של 15%-25%.

עוד נאמר, כי המסקנה של חגיגי לפיה שיעור הפרמיה עמד על 63% מבוססת על שגיאות ביישום המתודולוגיה המקובלת לחישוב פרמיית השליטה, כפי שמפורט במקורות עליהם הצביע חגיגי בעצמו.

כמו כן הבהיר בלס, כי מאחר ומניית החברה אינה נזילה בהתאם לחישוב מהירות המחזור – יחס בין זרמי המסחר של המניה בבורסה לבין שווי השוק בבורסה - הרי שהמחיר בבורסה אינו משקף שווי הוגן של המניה.

בלס מפנה בעניין זה לקביעה בפסק דין **עצמון** לפיה, כאשר המסחר במניות דל והיקפו מצומצם, הנחת התחרות המשוכללת נסתרת ומחיר השוק אינו משקף עוד את ערכה האמיתי של המניה.

אין לכן, על פי חוות דעתו של בלס, כל בסיס לטענת הקיפוח אשר הועלתה על ידי המבקש.

השווי ההוגן חושב על ידו, כאמור, הן בשיטת ה-NAV והן בשיטת ה-DCF. על פי שיטות אלה הגיע בלס למסקנה כי השווי ההוגן של המניה גבוה מהתמורה שקיבלו המוכרים - לפי חישוב מחיר המניה הכלכלי שבוצע על ידי חגי' בסכום של 1.247 דולר למניה.

התוצאה לפי שיטת ה-NAV (הערכה אשר מבוצעת על ידי הערכת שוויין של החברות הבנות, הנכסים והפעילות שבבעלות החברה פחות ההתחייבויות) היא כי השווי ההוגן של מניה בודדת מצוי בטווח שבין 1.397 דולר – 1.512 דולר למניה. התוצאה לפי שיטת ה-DCF היא כי הערך הכלכלי של כל מניה הוא לכל הפחות בטווח שבין 1.397 דולר – 1.512 דולר למניה.

בלס אף ערך חישוב של שיעור פרמיית השליטה לפי שיטת חגי'. בלס הגיע למסקנה כי חישוב נכון לפי שיטה זו, לפיה מניחים כי השווי ההוגן של המניה נגזר ממחירה בבורסה - מביא לתוצאה כי שיעור הפרמיה עומד על 12.7% בלבד.

עוד נטען, כי גם את אותה פרמיה אין לייחס בכללותה לנושא השליטה ויש לייחס לפחות חלק ממנה לנזילות הנמוכה של המניה. לפי חישוב זה התוצאה היא ששיעור פרמיית השליטה הוא 6% בלבד.

לאחר חקירתו של המבקש הודיע בא כוחו כי אלו עדיו. בכך משך את חוות הדעת של המומחה מטעמו.

כמו כן, אישר בא כוח המבקש כי מקובלות עליו המתודולוגיות לפיהן ערך בלס את חוות דעתו והתוצאה המספרית שנקבעה על ידו.

לאור זאת, מצויה בפני בית משפט חוות דעתו החד משמעית של בלס בלבד.

בכך נשמט, למעשה, הבסיס לבקשת האישור לגביה טען, כאמור, המבקש כי "לב ליבה" הוא התמורה המשולמת למשיבים עבור אחזקותיהם בחברה, שהיא מופרזת, מוגזמת ועל חשבון בעלי המניות האחרים של החברה.

כפי שכבר ציינתי לעיל, כרך המבקש את הטענה בדבר ניצול הזדמנות עסקית של החברה בטענה לפיה הפרמיה היא מופרזת ומוגזמת, וכי חלק ממנה שולם למשיבים בתמורה לניצול אותה הזדמנות עסקית.

משנדחתה הטענה בדבר פרמיה מופרזת אין עוד בסיס לטענה בדבר ניצול הזדמנות עסקית, כפי שהועלתה על ידי המבקש בכתבי הטענות מטעמו.

בסיכומים טען המבקש טענה שהיא למעשה טענה חדשה לפיה, מאחר והשליטה נרכשה עקב הזדמנות עסקית שנקרתה בדרכה של החברה, אסור למוכרים לגרוף את "מלוא התמורה לכיסם" ועליהם לחלקה עם יתר בעלי המניות של החברה.

בסיכומי התשובה הוסיף וטען המבקש כי אף אם המשיבים סבורים שהם מכרו את מניותיהם בשווי נמוך מהשווי ההוגן של החברה, כלומר, אין יותר "פרמיה עודפת" - טענה עליה ויתר המבקש כפי שציין בסעיף 3 לסיכומי התשובה - יש בכל זאת מקום לטענת הקיפוח ועל המשיבים להתחלק בתמורה עם כל בעלי המניות.

לטענה זו אין כל מקום במסגרת בקשת האישור כפי שהוגשה על ידי המבקש וגם מטעם זה דינה להידחות.

למרות שמדובר בטענה שהיא בגדר "הרחבת חזית" הרי כדי שהדיון לא יהיה חסר, יש לבחון האם בנסיבות העניין הצביע המבקש על עובדות כלשהן, מלבד הטענה בדבר פרמיית שליטה מופרזת אשר נדחתה על ידי, היכולות להוות בסיס לכאורה לטענה לפיה התמורה שהתקבלה על ידי המשיבים בגין מכירת המניות לרוכשת, היא תמורה בגין מכירה חובלת או ניצול הזדמנות של חברה.

ד. טענת המבקש בדבר ניצול הזדמנות עסקית/מכירה חובלת

בספרו דיני אמונאות חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי נאמר על ידי ע. ליכט כי כאשר מדובר בבעל שליטה "הדין יכול למנוע ממנו לקבל טובת הנאה פרטית, כאשר

נוצרת דינמיקה שבה החברה רוכשת ממנו נכס מפוקפק במחיר מפולפל. אם יבצע עסקה, אשר בליבה טמון ניצול הזדמנות ייחודית של החברה, בית המשפט יבוא עמו חשבון ללא רחם אף לרעתו לעומת בעלי מניות אחרים ללא כל שוויון." (סעיף 73).

בספרה דיני חברות לעיל נאמר על ידי א. חביב סגל ז"ל כי כל פעולה של בעל שליטה המביאה לחלוקה לא שוויונית של הרווחים הנצברים על הנכסים במאגר המשותף של החברה, היא פעולה הכרוכה בהפרת תכנית ההקצאה המקורית לה שותפים כל בעלי המניות. זאת בין אם החלוקה מחדש נעשית בדרך של חלוקת דיבידנד לא שוויונית או בדרך של עסקה למכירת השליטה.

בהקשר זה הועלו על ידי המחברת שתי שאלות "ראשית, מה מהווה בסיס לחשד ממשי לקיומה של הפרה, בקונטקסט המיוחד של מכירת שליטה מרוכזת? ושנית, מה הוא היסוד אשר יאלץ בעל שליטה המוכר להוכיח, במקרה שהנטל עובר אליו על מנת להפריך את אותו חשד?

אכן, ייתכנו סממנים אפשריים רבים לקיומו של חשד ממשי להפרה." (עמ' 461). קיומה של פרמיית שליטה מופרזת הינה רק אחד מהסממנים שיש בהם כדי להצביע על מכירה חובלת או ניצול הזדמנות עסקית של החברה המהווה בסיס, לכאורה, לטענה של קיפוח.

סממן נוסף יכול שיהיה בכך שרוכש השליטה הוא אדם הנמצא על סף חדלות פרעון המתכנן לממן את הרכישה באשראי כפי שהיה בעניין קוסוי. בנסיבות אלה, מתעורר חשד ממשי כי מוכר השליטה צפה שהרוכש יפרע את החוב למוכר השליטה מתוך נכסי החברה תוך פגיעה במשקיעיה האחרים. לדברי א. חביב סגל "די בכך שהרוכש נמצא על סף חדלות פרעון, על מנת להצביע על חשד ממשי של מכירה ל"חלבן". (עמ' 461).

במקרים אחרים המבחן המרכזי לקיומו של חשד ממשי ימצא בפרמיה המשתלמת על השליטה, כלומר, מוכר השליטה נהנה מנתח לא שוויוני מנכסי החברה. "נתח לא שוויוני זה יכול לנבוע מכך שהמכירה היא מכירה חובלת, והוא יכול לנבוע מכך שהמכירה מביאה לחלוקה לא שוויונית. בכל מקרה, הפרמיה המשתלמת במקרים אלה לבעל השליטה מצביעה על כך שבעל השליטה אינו נהנה רק מתמורה הוגנת למניותיו הוא, אלא דרך מכירת השליטה מצליח בעל השליטה לנגוס מנכסי

החברה נתח העולה על חלקו בחברה... מכאן שמכירה הכרוכה בהפרה של חובות אמון תבוא לידי ביטוי בראש ובראשונה בפרמיית שליטה גבוהה במיוחד." (עמ' 461).

ראה לעניין זה גם פסק דין גדיש בסעיף 30 לפסק הדין.

אין בנסיבות העניין שבפניי כל דמיון לא לעניין קוסוי, לא לעניין גדיש ואף לא לעניין כהנא, אליו היפנה בית המשפט העליון בעניין גדיש.

אין כל סממן שיש בו כדי להצביע על מכירה חובלת או להוות בסיס להנחה, אותה יכלו המוכרים להניח או לצפות, לפיה תפגע הרוכשת בבעלי המניות הנותרים של החברה.

החברה היא חברת אחזקות אשר במשך תקופה של כשלוש שנים היה בקופתה סכום של כ- 150 מיליון דולר.

המבקש ציין בבקשתו את העובדה כי הדירקטוריון הקודם לא טרח לחלק דיבידנד לבעלי המניות ולא עשה שימוש בכספי החברה על מנת לפתח פעילויות, לבצע רכישות ולהשביח את ערכה של החברה.

כאמור, אותו מצב של קיפאון בפעילותה של החברה נבעה למעשה מהעדר שליטה וחוסר יכולת של הדירקטורים השונים לכוון את פעילותו של התאגיד.

בבקשה ובתצהיר שתמך בה נאמר על ידי המבקש כי לאחר רכישת השליטה הציג שניאורסון, המנכ"ל החדש של החברה, הזדמנות עסקית אשר הייתה כרוכה בניצול קופת המזומנים של החברה – להשתתף במתווה ההסדר של אי.די.בי.

המבקש לא טען במסגרת הבקשה כי מדובר בעסקה שהיא עסקה שלילית, אלא רק כי מדובר בעסקה שהוצעה לדירקטוריון החברה שכדי לבצעה יש להשתמש בכספים המצויים בקופת החברה.

מדברים אלה עולה על פניו כי רוכשת השליטה הביאה הצעה משלה על מנת לעשות שימוש באותם כספים - לגביהם טען המבקש כי נותרו בקופת החברה מבלי שנעשתה בהם השקעה כלשהי בשנים שקדמו לכך.

בחקירתו העיד המבקש כי השכלתו בתחום הכלכלה, ראיית חשבון ומנהל עסקים וכי הוא עוסק מזה 15 שנה בשוק ההון בתפקיד אנליסט.

כאשר השקיע בחברה עשה זאת על סמך החומר הפומבי שהחברה פרסמה.

המבקש אישר כי עשה אנליזה של ההשקעה ובדק אותה. המבקש העיד כי כאשר ניתח את ההשקעה ראה חברה שיש לה קופת מזומנים גדולה אשר נסחרת מתחת לשווי המזומנים, מאחר ולא נעשה בהם שימוש והיא לא מייצרת תשואה למשקיעים. מצד שני, ראה גופים כמו המשיבה שהיא **"קרן איכותית מכובדת שציפיתי שהיא תביא עסקאות לתוך החברה ותציף ערך"**.

המבקש רכש את המניות בידיעה כי לא נעשה שימוש בכספי החברה כבר מספר שנים קודם לכן.

המבקש נשאל האם אותה הזדמנות עסקית להשתתף במתווה רכישת אי.די.בי הייתה הזדמנות עסקית המונחת לפתחה של החברה לפני עסקת מכירת המניות. תשובתו הייתה **"לא שידוע לי"**.

המבקש אישר באופן מפורש כי מדובר בהזדמנות עסקית אותה הביאה הרוכשת לחברה.

בשלב זה בחקירתו הנגדית עלתה לראשונה הטענה כי לגבי אותה קרן מכובדת, פורטיסימו, אשר במסגרת הבקשה תוארה כחברה בדירקטוריון שלא עשה שימוש בכספים כדי להשביח את ערכה של החברה, היו לו ציפיות לביצוע עסקאות.

אולם, לטענת המבקש, כאשר הופיע בעל השליטה החדש אף אחד לא ידע איזה סוג עסקאות הוא יביא **"זה לא עסקת אי.די.בי שהיא עסקה ממונפת עם סיכונים הרבה יותר גבוהים מאשר היו לחברה קודם"**.

מדובר בניסיון מאוחר **"לצבוע"** את העסקה שהוצעה לחברה בנורות אזהרה כלשהן שיצביעו, לכאורה, על כוונה לבצע עסקה חובלת.

לניסיון זה אין כל מקום.

אין כל בסיס לטענה כי עסקת אי.די.בי, שלא יצאה בסופו של דבר אל הפועל, מהווה שימוש לרעה בכספים שהיו בחברה או ניסיון להפיק רווחים על חשבון בעלי מניות המיעוט.

העובדה כי מעדותו של שני עולה כי בשלב מסוים, בין תחילת המו"מ לבין החתימה על ההסכם, היה מודע לכך כי הרוכשת מתכוונת להשתתף במתווה אי.די.בי, אין בה כדי להעיד כי מכירת המניות נעשתה מראש כמכירה חובלת.

לא נטען ואף לא הוכח בדרך כלשהי כי הייתה לרוכשת כוונה שרווחי העסקה יהיו מוסטים מהחברה לבעלת השליטה או מתחלקים בדרך לא שוויונית בין בעלי המניות. העסקה עצמה לא יצאה לפועל והחברה, באמצעות בעלת השליטה החדשה, ביצעה עסקה אחרת לגביה לא היו למבקש כל השגות.

כלומר, הפעילות כולה הייתה בדרך העסקים הרגילה של החברה. לכן, לשאלה האם עסקה כלשהי שבוצעה הייתה בסופו של דבר מוצלחת או כושלת והאם נעשתה תוך הפרת חובה כלשהי של הרוכשת בשלב בו כבר שלטה בחברה – אין כל רלוונטיות בבחינת מהות מכירת המניות על ידי המשיבים.

עוד יש לציין בהקשר זה כי למרות טענתו של המבקש בסיכומים בדבר קיפוח ללא קשר לקיומה של פרמיה מופרזת, קשר המבקש בחקירתו הנגדית באופן חד משמעי בין הטענה בדבר ניצול עסקה של החברה - לבין הטענה בדבר תשלום פרמיה גבוהה למשיבים, טענה אשר נדחתה על ידי.

בחקירתו הנגדית לבא כוח שני טען המבקש "יש פה בעלי שליטה קודמים שמנצלים את הסיטואציה הזו של בעל שליטה חדש שמעוניין לעשות עסקה מסוכנת וממונפת ולחוץ להיכנס לעסקה הזו, והם מנצלים את זה כדי למכור לו את קופת הנכסים של החברה והמזומנים שלה בפרמיה מאוד גבוהה." (עמ' 13 לפרוטוקול).

המבקש חזר וטען כי בעלי השליטה שישבו שנים ולא השביחו את החברה, ניצלו את ההזדמנות למכור לרוכש הפוטנציאלי את קופת המזומנים של החברה בפרמיה מאוד גבוהה "כולל לקבל אופציות, כולל לקבל תגמולים עתידיים על פטנטים מבלי לשתף את בעלי מניות המיעוט". (עמ' 14 לפרוטוקול).

התוצאה מכל האמור לעיל היא, כי אין במקרה הנוכחי נסיבות המצביעות על חשד ממשי לקיומה של חלוקה בלתי שוויונית של נכסי החברה במהלך מכירת שליטה מרוכזת.

משאין בסיס לטענה בדבר כוונה לבצע עסקה מסוכנת וממונפת בכספים המצויים בחברה, עסקה אשר לא יצאה בסופו של דבר אל הפועל, ומשאין בסיס לטענה לתשלום פרמיה מופרזת - אין כל מקום לטענה בדבר קיפוח בגין עסקה חובלת או ניצול הזדמנות עסקית.

לאור זאת, לא עמד המבקש בתנאים הנדרשים להקמת התשתית הראייתית הנדרשת
לאישור הבקשה על פי [חוק תובענות ייצוגיות](#).

הבקשה נדחת.

המבקש יישא בהוצאות משפט ושכר טרחת עו"ד, לכל אחד מהמשיבים, בסכום של
50,000 ₪ בתוספת הפרשי הצמדה וריבית כדין מהיום ועד מועד התשלום בפועל.

ניתנה היום, כ"ג שבט תשע"ו, 02 פברואר 2016, בהעדר הצדדים.

נוסח מסמך זה כפוף לשינויי ניסוח ועריכה

[בעניין עריכה ושינויים במסמכי פסיקה, חקיקה ועוד באתר נבו – הקש כאן](#)

דניה קרת מאיר 54678313-/-