

**בבית המשפט המחוזי
בתל אביב – יפו**

**פר"ק 12-12-23675
(בקשה מס' 30)
בפני כב' השופט חגי ברנר**

- בעניין:** סעיף 350 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן- חוק החברות);
- ובעניין:** תקנות החברות (בקשה לפשרה או להסדר), תשס"ב-2002 (להלן- תקנות ההסדר);
- ובעניין:** מעין ונצ'ורס בע"מ (בהקפאת הליכים) ח"צ 512420647 (להלן- החברה);
- ובעניין:** עו"ד אמיר פלמר- בתוקף תפקידו כנאמן בהקפאת ההליכים (להלן- הנאמן)
בעצמו ו/או ע"י עו"ד אביתר קרמר ואח'
ממשרד אמיר פלמר ושות' עורכי דין
מרח' בן גוריון 1, מגדל ב.ס.ר 2 קומה 25 בני ברק, 51201
טל' 03-3730630; פקס 03-3730650;
- ובעניין:** הרמטיק חברה לנאמנות (1975) בע"מ (להלן- נאמן האג"ח)
ע"י ב"כ עוד וקסלר ברגמן ושות'
מרח' יהודה הלוי 23 תל אביב 65136
טל' 03-5119393; פקס 03-5119394;
- ובעניין:** מדינת ישראל – משרד הכלכלה המדען הראשי (להלן- המדען הראשי)
ע"י ב"כ עו"ד מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)
מרח' הנרייטה סולד 1, ת"ד 33475, תל-אביב 6133302
טל' 03-6970296/22; פקס' 03-6918541;
- ובעניין:** ג'רוסלם השקעות בטכנולוגיה בע"מ (להלן- ג'רוסלם)
באמצעות ב"כ עו"ד ערן כהן-ציון משרד עו"ד
רח' משכית 6 בניין 8קומה 4 הרצליה פיתוח, 46140
טל' 09-9503208; פקס 09-9518666;
- ובעניין:** עובדי החברה (להלן- עובדי החברה)
ע"י ב"כ עו"ד ליזה חדש ואח'
רח' דרך בן גוריון 2 (מגדלי ב.ס.ר), רמת גן
טל' 03-6197688; פקס 03-6198196;
- ובעניין:** כונס הנכסים הרשמי – מחוז תל אביב (להלן- הכנ"ר)
רח' השלושה 2, תל אביב
טל' 03-6899695; פקס 02-6462502;

ובעניין:

רשות ניירות ערך (להלן גם- הרשות)

ע"י ב"כ עו"ד מפרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)
מרח' הנרייטה סולד 1, ת"ד 33475, תל-אביב 6133302
טל' 03-6970296/22 ; פקס' 03-6918541 ;

ובעניין:

הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן- הבורסה)

מרח' אחד העם 54 תל אביב, 6520216
טלפון : 03-5677411 ; פקס : 03-5661852

תשובת הרשות לתגובת הנאמן

בהתאם להחלטת בית המשפט הנכבד מיום 13.5.2014 מתכבדת הרשות ליתן תשובתה לתגובת הנאמן מיום 12.5.2014 (לתשובת הרשות לבקשה מטעם הנאמן לאישור הסדר הנושים), ובכלל זה עמדתה לעניין האופציה המוענקת לג'רוסלם המסגרת ההסדר המוצע על ידי החברה והנאמן, כדלהלן.

א. תמצית עמדת הרשות

1. במסגרת ההסדר בענייננו, בעל השליטה העתידי נהנה ממנגנון הקצאת כתבי אופציה המאפשר לו לבצר לתקופה ארוכה בת 7 שנים את שליטתו בחברה (להלן- "תקופת ביצור השליטה"), כאשר הוא מחזיק אך ב- 30% מהון המניות של החברה, ולקבל בעתיד שיעור משמעותי מהון המניות של החברה (שיביא את ג'רוסלם להחזקה בכ-90% מזכויות ההצבעה בחברה). כל זאת, בתמורה נמוכה יחסית. מטבע הדברים, בתקופת ביצור השליטה לא יהיה תמריץ כלכלי לגורם כלשהו להשתלט על החברה, ללא קשר לפוטנציאל ההשבחה הטמון בה, וזאת לאור הדילול העמוק שהוא עשוי לספוג. זוהי מעין "גלולת רעל" המצפה לכל גורם שישקול השתלטות על החברה.
2. בתוצאה זו יש כדי לפגוע בתכלית ההסדר הקבוע בחוק החברות בקשר עם הצעת רכש מיוחדת ובבעלי מניות עתידיים בחברה שכן אף אם יש בנמצא משתלט פוטנציאלי שבכוחו לייעל את הניהול בחברה ולהעלות את ערך מניותיה (כך שכלל בעלי המניות יצאו נשכרים), לא יהיה לו אינטרס כלכלי לעשות כן, לאור ההתחייבות להקצאת מניות בעתיד.
3. לאור המקובץ לעיל, מתנגדת הרשות להסדר במתכונתו הנוכחית ולעמדת הנאמן כפי שהובעה בתגובתו מיום 12.5.2014, הכוללים התניה על הוראות סעיף 328 לחוק החברות.

ב. רקע עובדתי

4. על פי האמור בבקשה שהוגשה לבית המשפט הנכבד ביום 22.4.2014 (להלן - "הבקשה"), מבקשת החברה לבצע הסדר חוב לפי סעיף 350 לחוק החברות עם נושיה (להלן - "ההסדר").
5. במסגרת ההסדר יומר ויוחלף סך החוב לנושים הרגילים (ביניהם מחזיקי אגרות חוב מהציבור) לאגרות חוב חדשות של החברה ולמניות של החברה. תנאי אגרות החוב החדשות יהיו בהתאם למפורט בשטר הנאמנות החדש. במועד ביצוע ההסדר תתבטלנה ותאִיֵנה בצו בית משפט, כל מניות החברה, האופציות לרכישת מניות החברה וכל ניירות הערך האחרים, שניתנים להמרה, למניות החברה.
6. במועד ביצוע ההסדר יוקצו 1,000,000 מניות רגילות של החברה אשר יהוו 100% מהונה המונפק והנפרע של החברה. 35% מהמניות יוקצו לנושיה הרגילים של החברה, 35% נוספים מהמניות יוקצו לגופים אשר זהותם תימסר על ידי ג'רוסלם בסמוך למועד ההקצאה, ובלבד שהחזקות הגופים כאמור תיחשבנה כהחזקות ציבור בהתאם לכללי הבורסה ו-30% נוספים מהון המניות יוקצו לג'רוסלם.
7. בנוסף לאמור לעיל, במועד ביצוע ההסדר יוקצו לג'רוסלם 6,000,000 אופציות לרכישת 6,000,000 מניות רגילות נוספות של החברה. האופציות יהיו ניתנות למימוש במשך תקופה של 7 שנים ממועד ביצוע ההסדר ומחיר המימוש של כל אופציה יהא 0.1 ₪ למניה. היינו, בתמורה לתוספת תשלום של כ- 600,000 ₪ תוכל ג'רוסלם להגדיל את החזקותיה בחברה פי 3! יוצא אפוא כי בעוד שכעת תמורת 12 מיליון ₪ תקבל ג'רוסלם רק 30% ממניות החברה, בעתיד תמורת תשלום של 600 אלף ₪ בלבד, יגדלו החזקותיה של ג'רוסלם בעוד 60%, כך שעם מימוש האופציה יעמדו החזקותיה על 90% ממניות החברה.
8. למעלה מן הצורך ועל אף שההסדר המוצע לא כלל התניה או פטור מהוראות סעיף 328 לחוק החברות, ביקשה הרשות (במסגרת תגובתה מיום 7.5.2014) שיובהר במסגרת אישור ההסדר, כי מימוש האופציה שתוענק לג'רוסלם כפוף להוראות סעיף 328 לחוק החברות (אופציה להקצאת 6,000,000 מניות אשר יהוו בנוסף למניות שיוקצו עם אישור ההסדר כ-90% מהון המניות של החברה), קרי לחובת ביצועה של הצעת רכש מיוחדת.
9. במסגרת תגובת הנאמן לתגובת הרשות, אשר הוגשה ביום 12.5.2014, הביע הנאמן את עמדתו כי מימוש האופציה כאמור, אינו כפוף לחובת ביצועה של הצעת רכש מיוחדת וזאת מהנימוקים שמנימוש האופציה על ידי ג'רוסלם עומד בתנאים הקבועים בסעיף 328(ב)(1) לחוק החברות, שכן הקצאת המניות במקרה של מימוש האופציה הינה הצעה פרטית, אשר אושרה כהצעה פרטית שמטרתה להקנות לניצע דבוקת שליטה או כהצעה פרטית שמטרתה להקנות ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה אם אין אדם המחזיק ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה.
10. לטענת הנאמן במסגרת תגובתו כאמור, הענקת האופציות ומכאן גם מימושן אושרה באסיפה הכללית ביום 7.4.2014, וכי החברה ציינה במסמכי ההסדר במפורש במקומות שונים כי מטרת הקצאת המניות והאופציות היא להקנות שליטה בחברה לג'רוסלם, ואפוא במקרה של מימוש האופציה תחזיק ג'רוסלם מעל 45% מהון המניות המונפק בחברה.

ג. שוק השליטה התאגידית בחברות ציבוריות ומנגנון הצעת רכש מיוחדת

11. לדידה של הרשות, התחייבות החברה להקצות בעתיד מניות לג'רוסלם כנגד מימוש כתבי האופציה מבצרת דה-פקטו את שליטתה בחברה, ואינה מתיישבת עם תכלית החקיקה, כפי שבאה לידי ביטוי, בין היתר, בהסדר הצעת הרכש המיוחדת הקבוע בחוק החברות.
12. לגישת הרשות, קיימת חשיבות לקיומו של שוק שליטה תאגידית (Market for Corporate Control) בחברות ציבוריות בישראל. שוק מסוג זה מהווה כלי חשוב לפיקוח על מנהלים וליצירת ערך לבעלי המניות בחברות שבהן אין בעל שליטה המחזיק ברוב זכויות ההצבעה. אם חברה כאמור אינה מתנהלת ביעילות, שערי מניותיה ישקפו לה שווי נמוך מהשווי שהיה לה אילו היתה מנוהלת באופן יעיל. במצב רגיל, חברה שאין בה בעל מניות המחזיק ברוב זכויות ההצבעה, עשויה להפוך יעד להשתלטות מצד גורם חיצוני אשר עשוי לשפר את יעילות הניהול, ולתרום בכך לעליית ערך מניותיה. יש לשאוף לפיכך כי בחברות שמניותיהן מוחזקות בידי הציבור לא יאומצו מנגנונים להגנה מפני השתלטויות.
13. גישה זו עולה בקנה אחד עם העמדות הרגולטוריות במדינות המפותחות בעולם. כך, למשל, קוד הממשל התאגידי של הארגון לשיתוף פעולה ופיתוח כלכלי ("OECD") קובע בסעיף E.1 כי שוק השליטה בחברות צריך להתנהל באופן יעיל ובשקיפות (" Market for corporate control should be allowed to function in an efficient and transparent manner"), וכי אין לעשות שימוש במכשירים המונעים השתלטויות עוינות (סעיף E.2).
14. לאור החשיבות שרואה הרשות לקיומו של שוק שליטה תאגידית יעיל, סירבה הרשות בעבר להתיר הנפקה של מניות בחברות שבהן נקבעו מנגנונים לביצור שליטה, כגון הוראות לעניין דירקטוריון מדורג (Staggered Board) לשנים רבות, "גלולות רעל" מסוגים שונים. עמדת הרשות במקרים אלה היתה כי מנגנונים אלה נוגדים את תכליתו של סעיף 46 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן- "חוק ניירות ערך"), העוסק בשוויון בזכויות הצבעה.
15. במאמר מוסגר יצוין כי סעיף 46 לחוק ניירות ערך נחקק על רקע תופעה שהייתה נפוצה עד ראשית שנות ה-90 (גיוון זכויות הצבעה בחברות ציבוריות, שאפשרה לבעלי שליטה לבצר את שליטתם בחברה ללא יחס לשיעור ההשקעה שלהם בהון החברה, באמצעות החזקה במניות המקנות זכויות הצבעה עדיפות). מצב זה נתפס על ידי המחוקק כמצב שאינו "תקין ונאות" (ראו ה"ח 2006, כ"ד בתמוז התש"ן), ומטעם זה נקבעה בסעיף 46 לחוק הוראה קוגנטית לעניין שוויון בזכויות הצבעה בחברות ציבוריות שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה.
16. על פי הדין הקיים, השתלטות על חברה ציבורית צריכה להתבצע, ככלל, באמצעות הצעת רכש כקבוע בסעיף 328(א) לחוק החברות, שזה לשונו:
- "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)"**

17. המנגנון המתואר אוסר על השתלטויות בדרך של איסוף "שקט" של מניות, ומחייב שהמהלך יתבצע בדרך של הצעת רכש מיוחדת, המבטיחה כי פרמיית השליטה (הנתפסת ככנס השייך לכלל בעלי המניות) שהמשתלט ישלם עבור רכישת השליטה בחברה תחולק בין כלל בעלי המניות. ביסוד האיסור על רכישת שליטה בחברה בדרך של איסוף מניות מונחת התפיסה כי רכישה מניות המקנות שליטה אינה ככל רכישת מניות. רכישה כזו היא בעלת ערך כלכלי מוסף לרוכש השליטה ועשויות להתלוות לה השלכות משמעותיות כלפי החברה וכלפי בעלי מניותיה (להרחבה בנושא זה ראו: ע"א 7384/04 **נוסבאום אריגי ריפוד בע"מ נ' פויכטוונגר ואח'**, תק-על 2009 (1) 273; דין וחשבון של הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש, בראשות השופט אהרן ברק, 219 - 224 (1994); ש' חנס, ע' ידלין **"כשלים בהסדר של הצעת רכש מיוחדת"** עיוני משפט כז 787 (2004); א' פרוקצ'יה **"כשלים בהערות על הצעת רכש מיוחדת"**, עיוני משפט כח(2) (2004)).

18. בענייננו, סמוך לאחר הקצאת המניות לנושי החברה לא צפוי להיות בחברה בעל מניות יחיד (לרבות ג'רוסלם עצמה) שיחזיק מעל ארבעים וחמישה אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה. על כן, לאור העובדה כי עם מימושן של האופציות כולן או חלקן, עשויה ג'רוסלם לחצות את סף ארבעים וחמישה האחוזים מזכויות ההצבעה בחברה.

19. לעמדת הרשות, הקצאת המניות כנגד **מימוש** כתבי האופציה חייבת להתבצע בכפוף להוראות סעיף 328(א) לחוק החברות, קרי בכפוף לחובה לבצע הצעת רכש מיוחדת. יש לציין כי הדילול הפוטנציאלי לבעלי המניות העתידיים הוא משמעותי ביותר, שכן מימוש מלוא האופציות (ככל שלא תתבצענה הנפקות נוספות של מניות בחברה) יביא את ג'רוסלם להחזקה של כ-90% מזכויות ההצבעה בחברה (בצירוף המניות אשר מוקצות לה במסגרת ההסדר) וזאת במחיר מימוש של 0.1 ₪ בלבד.

20. ייאמר כבר עתה, כי לטעמה של הרשות, יש לפרש את החריג להצעת רכש מיוחדת הקבוע בסעיף 328(ב)(1) לחוק החברות כמתייחס להקצאה של מניות סמוך לאחר מועד אישור האסיפה הכללית, ולא להקצאת אופציות ממנה תנבע הקצאה עתידית של מניות בעוד מספר שנים.¹

21. חיזוק לכך ניתן למצוא בלשון המפורשת סעיף של 328(ב)(1) לחוק החברות, אשר קובעת את גדריו של החריג לחובת ביצועה של הצעת רכש מיוחדת:

"רכישה של מניות בהצעה פרטית ובלבד..." (ההדגשה אינה במקור, ש"כ).

זאת בניגוד לחריגים האחרים הקבועים בסעיף 328(ב) לחוק החברות ואשר נוקטים בלשון "רכישה" בלבד, ולא ב"רכישת מניות".

¹ יצוין כי לאחרונה, במקרה של גמול השקעות (פר"ק 13-02-14144), לא התנגדה הרשות להקצאת אופציות במסגרת ההסדר, אשר מימושו עשוי להביא את בעל המניות הגדול לחציית רף החזקה של 45% ללא ביצוע הצעת רכש מיוחדת. הסיבה לאי ההתערבות היתה תקופת הזמן הקצרה יחסית למימוש האופציות (שנתיים), תקופה שבה ניתן לתמחר את פרמיית השליטה בחברה, והעובדה כי מחיר המימוש של האופציות היה מחיר ריאלי (גבוה ממחיר המניה בהסדר) שתמורתו היתה אמורה להיכנס לחברה ולהתחלק בין כלל בעלי המניות.

22. בקליפת אגוז תציין הרשות, כי ההתערבות בפעולת השוק החופשי בכינונו של החיוב לבצע הצעת רכש בנסיבות הקבועות בסעיף 328(א) לחוק החברות, נבעה משיקולים של חוסר תיאום בין בעלי המניות, היעדר מידע, אי שוויוניות בחלוקת "פרמיית השליטה" ומהצורך בריסון הנהלת חברת המטרה וקיומו של שוק שליטה.

על רקע זה מובנת ההצדקה לקביעת החרג להצעת רכש מיוחדת כפי שמפורט בסעיף 328(ב)(1) לחוק החברות. הצעה פרטית המובאת לאישור בעלי המניות כגוף אחד, לאחר שהובא בפניהם המידע הרלבנטי, פותרת את בעיות התיאום והמידע הנזכרות לעיל. תמורת הרכישה (הכוללת גם "פרמיית שליטה") מועברת לחברה, דהיינו לכלל בעלי מניותיה, ולפיכך גם אין תוקף לנימוקי הצדק החלוקתי אשר חייבו פניה בהצעת רכש לכל בעלי המניות בתנאים זהים. ולבסוף, ההצעה הפרטית מאושרת גם על ידי דירקטוריון החברה, ולכן אין חשש כי יפעל להכשלת הרכישה.

23. לדעת הרשות, המועד הרלוונטי לבחינת "פרמיית השליטה" שיש לשלם כדי להחזיק במעל לארבעים וחמישה אחוזים מהון המניות, לפי העניין, הוא מועד רכישת המניות, או למצער זמן סביר לאחר מכן. לאור זאת, לא ניתן לקבל טענה לפיה החברה רשאית לאשר הקצאה עתידית של מניות בעוד מספר רב של שנים, באופן שיאפשר למשתלט פוטנציאלי עתידי לרכוש את השליטה בחברה מבלי לפצות, במועד המימוש, את בעלי המניות, על אבדן ערך אפשרי כתוצאה מגיבוש "יש מאין" של שליטה בחברה. פיצוי כאמור יכול להתבצע באמצעות חיוב המשתלט לבצע הצעת רכש מיוחדת או באמצעות חיובו לרכוש את המניות בדרך של הצעה פרטית, תוך גילום "פרמיית השליטה" במחיר המניות שיוקצו לו.

24. יתרה מכך, אם תתקבל הטענה לפיה הקצאה עתידית של מניות חוסה תחת החרג להצעת רכש מיוחדת, עשויה להיות לכך השלכה רוחבית על קיומו של שוק שליטה בחברות (Market for Corporate Control). בעלי מניות מהותיים בחברות שאין בהן דבוקת שליטה עשויים ליזום הצעות פרטיות, שבמסגרתן יוקצו להם ניירות ערך הניתנים להמרה ולמימוש למניות במשך תקופה בת מספר רב של שנים, וזאת מבלי לשלם "פרמיית שליטה" נאותה עבור רכישת דבוקת שליטה או עבור רכישת ארבעים וחמישה אחוזים מהון המניות של החברה (שהרי ספק אם ניתן לתמחר פרמיית שליטה בגין השתלטות אפשרית שתתרחש בעתיד הרחוק).

25. מובן כי בחברה שבה אין דבוקת שליטה אך קיימים ניירות ערך הניתנים להמרה, שמימושם צפוי להקנות למחזיק בהם דבוקת שליטה או ארבעים וחמישה אחוזים מהון המניות, לא יתקיים לעולם מאבק שליטה אמיתי, וספק אם ימצא משקיע שיהיה מוכן לסכן את כספו ולהשתלט עליה, במטרה לייעל ולשפר את פעילותה, לרווחת כלל בעלי המניות.

26. במשך תקופת חיי האופציה, וככל שמחיר המניה יעלה על מחיר המימוש של האופציה, לא תוכל החברה להנפיק הון מניות חדש, שכן איש לא ירצה להשקיע בחברה שאחזקותיו בה עשויות להיות מדוללות במחיר נמוך יותר, ואיש לא יוכל להשתלט על החברה מאותה הסיבה.

ד. מן הכלל אל הפרט

27. ההסדר בענייננו הנו הסדר שבו בעל השליטה העתידי נהנה ממנגנון הקצאת כתבי אופציה המאפשר לו תקופת ביצור שליטה, כאשר הוא יחזיק אך ב- 30% מהון המניות של החברה, ולקבל בעתיד שיעור משמעותי מהון המניות של החברה (שיביא אותו להחזקה בכ-90% מזכויות ההצבעה בחברה) בתמורה זעירה של 600,000 ₪. מטבע הדברים, בתקופת ביצור השליטה לא יהיה תמריץ כלכלי לגורם כלשהו להשתלט על החברה, ללא קשר לפוטנציאל ההשבחה הטמון בה, וזאת לאור הדילול העמוק שהוא עשוי לספוג אם וכאשר ימומשו כתבי האופציה שהוקצו לגירוסלם. זוהי מעין "גלולת רעל" המצפה לכל גורם שישקול השתלטות על החברה.

28. בתוצאה זו יש כדי לפגוע בתכלית ההסדר הקבוע בחוק החברות בקשר עם הצעת רכש מיוחדת ובבעלי מניות עתידיים בחברה – אף אם יש בנמצא משתלט פוטנציאלי שבכוחו לייעל את הניהול בחברה ולהעלות את ערך מניותיה (כך שכלל בעלי המניות יצאו נשכרים), לא יהיה לו אינטרס כלכלי לעשות כן, לאור ההתחייבות להקצאת מניות בעתיד.

29. זאת ועוד, אף אם יימצא משתלט פוטנציאלי שיהיה מוכן לרכוש את השליטה בחברה ולייעל את ניהולה, הרי שהוא ניצב בפני החסם הקבוע בסעיף 328(א) לחוק החברות, המונע ממנו לרכוש שליטה שלא באמצעות הצעת רכש מיוחדת (או באמצעות חריג הצעה פרטית). לפיכך, אם תתקבל טענת המבקשים לפיה הקצאת המניות בעתיד לגירוסלם לא כפופה להוראות סעיף 328(א) לחוק החברות, תיווצר בכך א-סימטריה בין גירוסלם לבין כל משקיע פוטנציאלי עתידי באשר ליכולת לרכוש את השליטה בחברה. זאת, בעוד שעל משתלט פוטנציאלי יחולו כללי חוק החברות המחייבים הצעת רכש מיוחדת או הצעה פרטית בעת מעבר מעל 45%, גירוסלם כאשר תחלוף על פני אותו סף ממש, לא תהיה כפופה לאותה מערכת דינים.

30. לא זו אף זו, בכל העת עד למימוש האמור, אין כל מניעה מגירוסלם למכור ולקנות מניות כאוות נפשה, ועל כן, תהיה רשאית למעשה לממש אף את כל המניות שבידה, ביודעה כי תמיד תוכל לשוב ולרכוש את המניות תמורת מחיר המימוש.


31. לעניין טענת החברה לפיה: זה מכבר פסק בית המשפט העליון בעניין ע"א 4717/08 **תרו תעשיות רוקחות נ' סאן** (פורסם בנבו, 7.9.2010) להלן- "**פס"ד תרו**") כי המועד הנכון לצורך בחינת תחולת הפטור הקבוע בסעיף 328 לחוק החברות הוא מועד כריתת ההסכם ולא מועד מימושה של האופציה, נציין כי פסק הדין האמור לא עסק כלל ועיקר בשאלת יישומה של הוראת הפטור הקבועה בסעיף 328(ב)(1), אלא בישומה של הוראת פטור אחרת שעניינה העברת שליטה מיד ליד, העברת שליטה קיימת מבעל שליטה קיים לרוכש חדש, שיהפוך לאחר הרכישה לבעל שליטה חדש.

32. נציין כי בבסיס שתי הוראות הפטור תכליות שונות. בבסיס הפטור הקבוע בהוראות סעיף 328(ב)(3) לחוק החברות (העברת שליטה מיד ליד), עומדת התפיסה כי החובה לנקוט בהצעת רכש מיוחדת חלה רק בסיטואציה שבה, עובר לרכישת השליטה, אין בחברה גורם בעל דבוקת שליטה או שליטה, וזאת בשונה ממצב של חילופי שליטה בחברה, שבו אין צורך בהגנה

- מיוחדת לבעלי מניות המיעוט שכן אלו לא שינו את מצבם, אגב העברת השליטה מיד ליד (ראו בעניין זה: קביעת כב' השופטת פרוקצ'יה בפסקה 69 לפס"ד תרו).
33. לעומת זאת, הפטור הקבוע בהוראת סעיף 328(ב)(1) לחוק החברות (פטור ההקצאה הפרטית), אינו נובע מכך שבסיטואציה הקבועה בסעיף, המיעוט אינו זקוק להגנה הנובעת מחובת הצעת הרכש, אלא הפטור נובע מכך שישנו הסדר חלופי המגשים את ההגנה לה זקוקים בעלי מניות המיעוט וזאת באמצעות אישורה של האסיפה הכללית, כאשר הייתה מודעת למשמעות ההליך.
34. תכלית ההסדר החקיקתי בעניין הצעת רכש לרבות קיומו של שוק שליטה, אינו שונה מקום בו מדובר על הסיטואציה המתוארת בפטור ההקצאה הפרטית. מטרת הדרישה לאישור האסיפה כקבוע בפטור ההקצאה הפרטית, זהה למטרתו של ההליך הרגיל הנוהג בהצעת הרכש מיוחדת, קרי להדוף רכישה שאיננה לטובת החברה, ואשר עלולה לפגוע במעמדם ובקניינם של בעלי מניות המיעוט, במסגרת הליך המבטיח את יכולתם להשפיע על מהלך רכישת השליטה מתוך בחירה חופשית.
35. הגנה זו אינה נדרשת על פי תפיסת החוק ביחס לבעלי מניות בחברה ציבורית, שעובר לרכישה נמצא בה בעל דבוקת שליטה או בעל שליטה על פי הגדרת החוק, שכן לפי תפיסת חוק החברות רכישה כזו אינה נתפסת כעניין שמשנה באופן מהותי את מעמדם של בעלי המניות מהציבור ואינו מסכן את קניינם (ראו: קביעת כב' השופטת פרוקצ'יה בפסקה 81 לפס"ד תרו).
36. רוצה לומר, בעוד שלצורך בחינת תחולת הפטור הקבוע בסעיף 328(ב)(3) לחוק החברות קבע בית המשפט העליון כי מועד כריתת הסכם האופציה הוא הרלוונטי, וזאת בשל התכלית הספציפית הגלומה בהוראת הפטור, בית המשפט העליון לא התייחס כלל להוראות הנוגעות לפטור הקבוע בסעיף 328(ב)(1) לחוק החברות, ואף קבע מפורשות כי הפטור הקבוע בסעיף 328(ב)(1) אינו נוגע לעניין (ראו קביעת כב' השופטת פרוקצ'יה בפסקה 67 לפס"ד תרו).
37. לעמדת הרשות, התכלית השונה של פטור ההקצאה הפרטית באה לידי ביטוי גם בלשון בה נוקט החוק בסעיף 328(ב)(1) לחוק החברות, אשר קובעת באופן מפורש (כפי שצוין לעיל) כי הוא חל על רכישת מניות בלבד.
38. למעלה מן הצורך יוער, כי על אף האמור בתגובת הנאמן, לא צוין באף אחד ממסמכי ההסדר כי במסגרת אישור ההסדר והקצאת האופציה, נדרשות אסיפות הנושים ו/או בעלי המניות לאשר את האופציה בהתאם לחריג הקבוע בסעיף 328(ב)(1) לחוק החברות.
39. לדידה של הרשות, על חברה המבקשת לעשות שימוש בחריג לחובת ביצועה של הצעת רכש באמצעות הצעה פרטית (ככל שהיא נכנסת בגדרי החריג), להדגיש זאת בפני האסיפה המאשרת הקצאה זו, על מנת שתהיה מודעת למשמעות ההליך – כפי שניתן ללמוד מקביעת כב' השופטת פרוקצ'יה בפסקה 67 לפס"ד תרו.
40. האמירה הכללית לפיה עם אישור ההסדר תועבר השליטה בחברה לג'רוסלם, אינה יכולה להוות תחליף לגילוי המפורש אודות השימוש בחריג הקבוע בסעיף האמור, שכן המונח שליטה (הטומן בחובו יכולת לכוון את פעילות החברה) בו נעשה שימוש במסמכי ההסדר אינו בהכרח תואם את הרפים הכמותיים הקבועים בסעיף 328 לחוק החברות.

41. בהערת אגב יצוין, כי ניתן היה להציע חלופות אחרות להסדר שיגשימו את תכליתו ללא פגיעה ממשית בשוק השליטה התאגידי, כגון הקצאת השליטה לג'רוסלם במסגרת ההסדר או קיצור משמעותי של תקופת המימוש תוך קביעת מחיר מימוש המשקף ערך ריאלי למניות החברה.

לאור כל האמור לעיל, מתנגדת הרשות להסדר במתכונתו הנוכחית ולעמדת הנאמן כפי שהובעה בתגובתו מיום 12.5.2014, הכוללים התניה על הוראות סעיף 328 לחוק החברות.


 שלמה כהן, ע"ד
 פרקליטות מחוז ת"א – אזרחי
 ב"כ רשות ניירות ערך

תל-אביב, י"ט באייר תשע"ד (19 במאי 2014).
 פמת"א פרק/13/9003, ש.כ 1108954.