

**בעניין:** אוליצקי כריה (1990) בע"מ

**התובע:** דני מגן

ע"י ב"כ משרד עוה"ד גיסין ושות'  
מרחוב הברזל 38 ב', תל אביב  
טל': 03-7467777; פקס: 03-7467700

- נ ג ד -

**הנתבעים:** 1. אופק א. אחזקות (2005) בע"מ

2. אליהו אלתר

3. אבירם עמית

ע"י ב"כ משרד עוה"ד כהן, בן-נר, דורון ושות'  
מרחי ברקוביץ' 4, תל אביב  
טל': 03-6099166; פקס: 03-6093710

**ובעניין:** רשות ניירות ערך

ע"י ב"כ עו"ד ליאב וינבאום מפרקליטות מחוז ת"א - אזרחי  
הנריטה סולד 1, תל-אביב, ת.ד. 33475, 6492401  
טל': 03-6970222; פקס: 02-6462534

## עמדה מטעם רשות ניירות ערך

בהתאם להחלטות בית המשפט הנכבד מהימים 3.2.2014 ו-24.3.14, רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") מתכבדת להגיש את עמדתה בנוגע לשאלה אם ראוי לדעתה שהתובענה שבכותרת תתנהל כתובענה ייצוגית "בשים לב לעובדה שזהות בעלי המניות שהסכימו להצעת הרכש ידועה ברובה ובין המסכימים יש נציגים של בתי השקעות, משקיעים מוסדיים ובמקרה הספציפי שלנו אף הכנ"ר".

### פרק א': רקע קצר; כללי

1. מדובר בבקשה לאישור תובענה ייצוגית (להלן: "בקשת האישור") שהוגשה לפי סעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") בשנת 2010 (בקשת אישור מתוקנת הוגשה בשנת 2013).

2. בתמצית, בקשת האישור תוקפת את השווי בו בוצעה הצעת רכש מלאה של מניות חברת אוליצקי כריה (1990) בע"מ (להלן: "החברה") בחודש נובמבר 2009 (להלן: "הצעת הרכש"). במסגרת הצעת הרכש נרכשו מהציבור 470,644 מניות של החברה במחיר של 5.75 ש"ח למנייה.

לטענת התובע המחיר שהוצע בהצעת הרכש קיפח את הניצעים כיוון שהיה מחיר נמוך באופן משמעותי מהשווי ההוגן של המניות הנרכשות. הקבוצה אותה מבקש התובע לייצג היא כל בעלי המניות שמכרו את מניותיהם במסגרת הצעת הרכש (גם אלה שנענו להצעת הרכש וגם אלה שלא נענו לה).

3. החברה והנתבעים הגישו תשובות לבקשת האישור, והתובע הגיש תשובות מטעמו. הרשות לא הייתה מעורבת עד כה בהליך שבכותרת.

4. במסגרת הדיון שנערך ביום 3.2.2014 בית המשפט הנכבד אפשר לרשות להביע עמדה בשאלה אם "ראוי שתובענה כזו תתנהל כתובענה ייצוגית בשים לב לעובדה שזהות בעלי המניות שהסכימו להצעת הרכש ידועה ברובה ובין המסכימים יש נציגים של בית השקעות, משקיעים מוסדיים ובמקרה הספציפי שלנו אף הכנ"ר".

בהמשך אותה החלטה נקבע כי "אני מאפשרת לרשות ניירות ערך להצטרף ולהביע עמדתה באשר לשאלה הראשונה היינו האם תביעה בגין סעד הערכה ראוי שתתקיים בגדר תובענה ייצוגית".

5. במסגרת עמדה זו הרשות תתייחס לעניינים האמורים.

6. יצוין כי הרשות קיבלה את מלוא כתבי הטענות רק ביום 2.3.2014 ולכן ביקשה וקיבלה אישור מבית המשפט הנכבד להגיש עמדה זו במועד מאוחר מזה שנקבע מלכתחילה.

7. כן יצוין כי לצורך הכנת עמדה זו הרשות התבססה על הטענות העובדתיות המפורטות בכתבי הטענות ובנספחים שצורפו אליהם, ולא ערכה בדיקה עובדתית עצמאית.

8. לסיום פרק זה יצוין כי עמדה זו אינה מתייחסת לעניינים נושא התיק שבכותרת לגופם, וכי הרשות אינה מביעה במסגרת הנוכחית עמדה כלשהי בדבר המחלוקות העובדתיות או המשפטיות (המהותיות או הפרוצדורליות) שבין הצדדים. עמדה זו נועדה אך ורק להבהיר את עמדתה המשפטית של הרשות בעניינים אותם ציין בית המשפט הנכבד בהחלטתו מיום 3.2.2014.

## פרק ב': עמדת הרשות

### ב/1: ניתן להגיש תביעה לסעד הערכה כתובענה ייצוגית

9. סעיף 338 לחוק החברות בנוסחו הנוכחי קובע כך :

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

(ב) בקשה כאמור בסעיף קטן (א) תוגש לא יאוחר משישה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה; ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית ויחולו הוראות סעיף 209.

(ג) המציע רשאי לקבוע בתנאי הצעת הרכש המלאה, כי ניצע שנענה להצעת הרכב המלאה שהתקבלה כאמור בסעיף 337(א) או (א1), לא יהיה זכאי לסעד לפי סעיף זה.

(ד) לא יהיה תוקף לקביעת מציע לפי סעיף קטן (ג), אם המציע או החברה לא פרסמו לפני מועד ההיענות להצעה את המידע שחובה לפרסם לפי כל דין בקשר עם הצעת הרכש המלאה".

10. קריאת סעיף 338 מראה כי אין כל מניעה להגיש תביעה לסעד הערכה כתובענה ייצוגית. כך קבע המחוקק במפורש בסעיף 338(ב) סיפא לחוק החברות - "... ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית..." וזו גם הפרקטיקה המקובלת.

11. אין זאת כי ענייננו בקביעה הגיונית - באופן טיפוסי הניצעים בהצעת רכש מלאה הם קבוצת אנשים/גופים גדולה ו/או בלתי מסוימת ו/או אנונימית ו/או שלחלקם אחזקות מעטות במניות שנרכשות מהם ולכן הנזק שנגרם להם (ככל שנגרם) קטן. במצב כזה מתעוררות לרוב אותן בעיות עמן כלי התובענה הייצוגית מבקש להתמודד דוגמת העדר תמריץ מספיק להגשה ולניהול תביעות אינדיבידואליות, וקושי לאתר חברי קבוצה אחרים לשם הגשת תביעה שאינה ייצוגית. בהקשר זה יצוין כי הפסיקה העכשווית קובעת כי גובה הנזק שנגרם לתובע הייצוגי עצמו אינה מהווה שיקול משמעותי - אם בכלל - בהחלטה אם להתיר ניהול תובענה ייצוגית<sup>1</sup>.

12. השאלה שמתעוררת בענייננו היא אפוא, האם בנסיבות הספציפיות של התיק שבכותרת עליהן הצביע בית המשפט הנכבד (כאשר זהותם של בעלי המניות שנענו להצעת הרכש ידועה ומדובר בבעלי מניות "מיוחדים") יהיה זה ראוי לאפשר את ניהול התביעה כתובענה ייצוגית.

13. כבר בתחילת בדברים ייאמר, והדברים יפורטו להלן, כי עמדת הרשות היא שאין מניעה - ואף ראוי - לאפשר לנהל את ההליך שבכותרת בפרוצדורה של תובענה ייצוגית. יצוין כי הרשות לא בחנה את עילת התביעה ואין לה כל עמדה בשאלה מה סיכויי בקשת האישור להתקבל. עמדת הרשות מתייחסת רק לפרוצדורה המתאימה לבירור ההליך שבכותרת.

## ב/2: ידיעת זהותם של חלק מהניצעים שנענו להצעת הרכש אינה משפיעה על המסקנה כי ניתן להגיש תביעה לסעד הערכה כתובענה ייצוגית

14. ראשית יצוין כי סעיף 338 לחוק החברות מניח כי - ככלל - הקבוצה אשר בשמה תוגש התביעה תכלול גם את בעלי המניות שנענו להצעת הרכש המלאה. זאת ניתן ללמוד מקריאתם יחד של סעיף 338(ב) סיפא לחוק החברות וסעיף 338(ג) לחוק החברות.

<sup>1</sup> ת"צ 14144-05-09 איפקס חיתום וניהול הנפקות בע"מ ואח' נ' הראל נהול קרנות בע"מ ואח' (3.10.2010). יצוין כי על החלטת האישור שהחלטת ביניים זו ניתנה במסגרתה הוגש ערעור שטרם הוכרע.

15. סעיף 338(ב) סיפא לחוק החברות קובע, כאמור, כי "ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית...". סעיף 338(ג) לחוק החברות קובע כי "המציע רשאי לקבוע בתנאי הצעת הרכש המלאה, כי ניצע שנענה להצעת הרכש המלאה שהתקבלה... לא יהיה זכאי לסעד לפי סעיף זה". כלומר, הכלל הוא שגם ניצעים שנענו להצעת הרכש המלאה רשאים להגיש תובענה ייצוגית או להיות חלק מהקבוצה בתובענה ייצוגית שהוגשה אלא אם כן המציע קבע אחרת (ובכפוף לסייג נאותות הגילוי).
16. יצוין כי במועד הצעת הרכש נשוא הליך זה נוסחו של סעיף 338 לחוק החברות היה שונה. באותו מועד סעיף 338 לחוק החברות קבע כך:

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

(ב) בקשה כאמור בסעיף קטן (א) תוגש לא יאוחר משלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה; ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית ויחולו הוראות סעיף 209".

17. לפי הנוסח הקודם - שכאמור הוא הנוסח הרלבנטי לענייננו - קבוצת התובעים בתביעות לפי סעיף 338 לחוק החברות כללה את כל מי שמניותיו נרכשו במסגרת הצעת רכש מלאה, בין שנענה להצעה ובין שלא נענה לה, והמציע לא יכול היה להחריג מהקבוצה את אלה שנענו להצעת הרכש המלאה.

18. ואכן, כבוד השופט דנציגר התייחס לכך בעניין קיטאל<sup>2</sup> וקבע כי "סעיף 338 לחוק החברות כורך יחד את הניצעים שהסכימו להצעת הרכש ואת הניצעים שלא נענו לה ומאפשר לאלו ולאלו לתבוע סעד הערכה" וכי "המחוקק קבע בסעיף 338 הסדר מיוחד, אשר אין חולק כי הוא הסדר שחורג מדיני החוזים הקלאסיים, אשר מאפשר גם לניצעים שהסכימו להצעת הרכש לתבוע סעד של הערכה ולהוכיח כי התמורה ששולמה להם אינה הוגנת".

19. אנו למדים, אפוא, שאין כל מניעה להגיש תובענה ייצוגית בהתבסס על סעיף 338 לחוק החברות גם בשם ניצעים שנענו להצעת רכש מלאה.

20. מובן כי העובדה שחלק מהניצעים נענו להצעת רכש מלאה אינה מונעת הגשת תובענה ייצוגית לפי סעיף 338 (למעשה הסכמת רוב הניצעים היא זו שמקימה את עילת התביעה, שכן בהעדר היענותם הצעת הרכש המלאה היתה נכשלת ועילת התביעה לא הייתה קמה). בדומה, אין בכך שהצעת הרכש המלאה נענתה כדי להעיד על הוגנות המחיר שהוצע במסגרתה. לעניין זה ניתן להפנות לדבריו של כבוד השופט דנציגר בעניין קיטאל שקבע כי "אין מקום לקבוע כי קיימת חזקה בדבר הוגנות התמורה בהתבסס על רוב הניצעים להצעת הרכש" כיוון ש"חזקה שכזו

<sup>2</sup> רע"א 779/06, רע"א 5701/07, רע"א 7820/07 קיטאל ואח' נ' ממנו ואח' (28.8.2012) (להלן: "עניין קיטאל"), סעיף 100 לפסק דינו של כבוד השופט דנציגר.

**מאיינת את סעיף 338 לחוק החברות, ולמצער מצמצמת אותו למקרים חריגים ביותר, ולפיכך סותרת את לשון ותכלית החוק<sup>3</sup>.**

21. השאלה אותה עורר בית המשפט הנכבד בענייננו היא אם העובדה שזהותם של אלה שנענו להצעת הרכש **ידועה** וכי מדובר בבעלי מניות "**מיוחדים**" אמורה לשנות ממסקנה זו.
22. לעמדת הרשות אין בעובדות אלה כדי לשנות את המסקנה.
23. כאשר מוגשת הצעת רכש מלאה כל אחד מבעלי המניות מהציבור מבצע החלטת השקעה על בסיס הערכותיו, צרכיו, ונסיבותיו המיוחדות. השאלה אם בעל מניות מסוים נענה או לא נענה להצעה ומיהו אותו בעל מניות אינה רלבנטית באופן מיוחד לשאר בעלי המניות, ואינה מעידה בהכרח כי הצעת הרכש המלאה בוצעה במחיר שמשקף את השווי ההוגן של המניות. לו ההנחה הייתה הפוכה לא הייתה כל הצדקה לאפשר תביעה לסעד ההערכה, שכן היענות רוב בעלי המניות להצעה הייתה מעידה על הוגנות המחיר.
24. אך כפי שראינו לעיל, עמדת המחוקק והלכות בית המשפט העליון הפוכות. עמדה זו משקפת גישה כי השאלה הרלבנטית אינה מי נענה להצעת רכש מלאה ומה הם השיקולים המדריכים אותו בהחלטה זו, אלא אם הצעת רכש זו בוצעה בשווי שמשקף באופן נכון את שווי החברה. לפיכך, ככלל, גם מי שנענה בחיוב להצעת הרכש המלאה יהיה זכאי לסעד שייפסק בתום ההליך. מכאן יש ללמוד כי השאלה אם זהותו של בעל מניות מסוים שנענה להצעת הרכש המלאה ידועה או לא ידועה אינה אמורה להשפיע על השאלה האם ראוי לנהל את התובענה כתובענה ייצוגית.
25. ידיעת זהותו של בעל מניות שנענה להצעת הרכש המלאה, או של מספר בעלי מניות שנענו להצעת הרכש המלאה, גם אינה מייתרת את העובדה כי לצד בעלי המניות ה"ידועים", ישנו מספר בלתי ידוע, ולרוב גדול, של בעלי מניות אנונימיים שהתנגדו להצעה. ההליך הייצוגי נועד להגן בעיקר על קבוצה זו (אך לא רק, שכן - כאמור לעיל - גם בעלי המניות שנענו להצעת הרכש המלאה עשויים להיכלל בקבוצה). בנוגע לקבוצה זו מתעוררות לרוב אותן בעיות עימן כלי התובענה הייצוגית מבקש להתמודד דוגמת העדר תמריץ מספיק להגשה ולניהול תביעות אינדיבידואליות, וקושי לאתר נפגעים אחרים לשם הגשת תביעה שאינה ייצוגית.
- בענייננו, אין מחלוקת כי **זהותם ומספרם** של מחזיקיהם של מעל 150,000 מניות (שמהוות כ- 30% מסך המניות שנרכשו במסגרת הצעת הרכש) אשר לא נענו להצעת הרכש אינה ידועה כיוון שהם מחזיקים את מניותיהם באמצעות חברי בורסה<sup>4</sup>.
26. שאלה נוספת - שאינה רלבנטית לענייננו - היא מה הדין כאשר זהותם של **כל** בעלי המניות מהציבור, גם אלה שנענו להצעת הרכש המלאה וגם אלה שלא נענו לה, ידועה ואם במצב כזה ראוי לנהל את ההליך כתובענה ייצוגית. אולם, כאמור, שאלה זו אינה רלבנטית לענייננו.
27. שאלה נוספת היא אם העובדה כי בין אלה שנענו להצעת הרכש וזהותם ידועה יש בעלי מניות "מיוחדים" אמורה להשפיע על הניתוח לעיל. דומה כי לכך כיוון בית המשפט הנכבד כאשר ביקש לדעת את עמדת הרשות בנוגע לשאלה אם העובדה שבין הניצעים שהסכימו יש "**נציגים**

<sup>3</sup> עניין קיטאל, סעיף 58 לפסק דינו של כבוד השופט דנציגר.

<sup>4</sup> ר' סעיף 19 לתגובה לתשובות הנתבעים 1-3 לבקשת האישור וסעיף 33 לתשובות הנתבעים 1-3 לבקשת האישור.

של בית השקעות", "משקיעים מוסדיים" ו-"הכנ"ר" מלמדת כי תובענה ייצוגית אינה הדרך הראויה לברר את הסוגיה.

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

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

א. "נציגים של בית השקעות" - להבנת הרשות אין טענה כי ה"ה ירון תמיר, יוחאי גולד, אילן לוי ושולמית לוי היו "נציגים של בית השקעות" אלא רק כי מדובר במשקיעים פרטיים שהינם משקיעים מנוסים<sup>5</sup>.

בנוסף, להבנת הרשות יש מחלוקת עובדתית בנוגע לשאלה אם אכן נוהל מול גורמים אלה מו"מ אותנטי או אפקטיבי על מחיר הצעת הרכש<sup>6</sup>, שעשוי - אולי - לחזק את ההנחה כי התמורה שהוצעה במסגרת הצעת הרכש הייתה הוגנת.

בנוסף, להבנת הרשות גם אם התנהל מו"מ אותנטי או אפקטיבי בין אותם פרטים לבין המציעים אז לפי ההלכה הפסוקה אין בכך כדי לייתר את הצורך לקבוע את שווי המניות על פי שיטת ה-DCF. זאת כיוון שבהלכת עצמון<sup>7</sup> ובהלכת קיטאל<sup>8</sup> נקבע כי אחד המקרים בהם ניתן יהיה לחרוג משיטת ה-DCF הוא כאשר בסמוך לפני הצעת הרכש המלאה נערכה עסקה מרצון מחוץ לבורסה במחיר שאינו נמוך ממחיר הצעת הרכש המלאה. סיטואציה זו בכל מקרה לא התקיימה בענייננו.

ולבסוף, גם אם ייקבע כי יש לייחס משקל להיענותם של בעלי מניות אלה להצעת הרכש המלאה, דומה כי לכל היותר יש לעשות כן במסגרת הדיון בהוגנות התמורה, ולא ולקבוע בשל כך א-פריורית כי לא ראוי לנהל תובענה ייצוגית<sup>9</sup>.

בהקשר זה יצוין כי גם אם נענו משקיעים "מיוחדים" להצעה, הרי שתביעות לסעד הערכה מבוססות לעתים קרובות גם על טענה בדבר היעדר גילוי רלבנטי לשם קבלת החלטת השקעה מושכלת. הדבר אף מובא בחשבון בחוק עצמו (ראי בסעיף 338(ד) לחוק החברות). אשר על כן גם אם משקיעים "מיוחדים" נענו להצעה, וגם אם היה רוב גדול מאוד לקיבול ההצעה - עדיין יכול להיות בסיס לסעד הערכה, והדבר טעון ברור במסגרת התובענה הייצוגית.

ב. "משקיעים מוסדיים" - להבנת הרשות בכתבי הטענות אין אזכור להסכמה של משקיעים מוסדיים להצעת הרכש.

<sup>5</sup> ר' למשל האמור בסעיף 7.1 לתשובת הנתבעים 3-1 לבקשת האישור: "... פנו המציעים, טרם פרסום הצעת הרכש, וקיימו משא ומתן עם מספר ניצעים, אשר ידוע היה לחברה כי החזיקו בגושים גדולים של מניות, וקיימו משא ומתן עם מספר ניצעים, אשר ידוע היה לחברה כי החזיקו בגושים גדולים של מניות. דובר היה במחזיקים בעלי ידע וניסיון בשוק ההון, שהיו פעילים במוסדות החברה ובקניאים בנתונים הכלכליים והעסקיים...".

<sup>6</sup> ר' למשל סעיף 3.9.1 לתגובה לתשובת החברה לבקשת האישור וסעיפים 5(ב) ו-40-42 לתגובה לתשובת הנתבעים 3-1 לבקשת האישור.

<sup>7</sup> ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים (28.12.2009), סעיף 68.

<sup>8</sup> עניין קיטאל, סעיף 69 לפסק דינו של כבוד השופט דנציגר.

<sup>9</sup> עניין קיטאל, סעיף 95 לפסק דינו של כבוד השופט דנציגר.

ג. **"הכנ"ר"** - להבנת הרשות מי שנענה להצעת הרכש היא מנהלת מיוחדת לנכסי חייבת שהיתה מצויה בפשיטת רגל שמונתה על ידי כונס הנכסים הרשמי, ולא כונס הנכסים הרשמי עצמו שלא בחן בעצמו את מחיר הצעת הרכש (עניין שממילא אינו מתפקידו ושחורג מסמכויותיו). מכל מקום, לכתבי הטענות גם לא צורפו מסמכים שמלמדים על בחינה כלכלית או אחרת כלשהי שבוצעה בהקשר זה על ידי כונס הנכסים הרשמי או המנהלת המיוחדת שמונתה על ידו.

30. **שנית**, גם אותם בעלי מניות "מיוחדים" מקבלים החלטות על בסיס הערכות, צרכים, ונסיבות מיוחדים וספציפיים, לא ניתן ללמוד מהם בהכרח על השווי ההוגן ועל איכות התביעה, ושאינן בהם כדי לייתר את הגשת התובענה הייצוגית.

העובדה שבית השקעות מסוים נענה להצעת רכש מלאה לא משקפת בהכרח את עמדתו כי השווי הוגן - ייתכן כי החליט לשנות מדיניות השקעה, לשנות הרכב תיק השקעות, או "לחסל" פעילות נוסטרו, ועוד ועוד.

בדומה, גם העובדה שמנהל מיוחד לנכסי חייב המצוי בפשיטת רגל נענה להצעת רכש מלאה אינה מלמדת על הוגנות מחיר הצעת רכש זו. ברור כי לאותו מנהל מיוחד ישנם שיקולים נוספים ומגוונים (דוגמת צורך במימוש נכסים מהיר), ולא ניתן להניח כי החלטותיו בהקשר זה עדיפות באופן כלשהו על החלטות של כל בעל מניות אחר שהחליט לא להיענות להצעה.

31. לכן לעמדת הרשות העובדה כי להצעת הרכש נענו בעלי מניות "מיוחדים" שזהותם ידועה אינה מייצגת את הצורך בתובענה הייצוגית, אינה הופכת את התביעה הייצוגית ללא ראויה, ואינה מבססת מסקנה כי המחיר שהוצע במסגרת הצעת הרכש היה הוגן.

32. כל תובענה ייצוגית לפי סעיף 338 לחוק החברות מוגשת כאשר הצעת רכש מלאה מתקבלת, כלומר כאשר לפחות רוב מבעלי המניות מהציבור נענים לה ומסכימים למחיר. על בעלי המניות שנענים להצעה נמנים לרוב גם משקיעים מוסדיים, ולעיתים גם גורמים שזהותם ידועה. זהו המצב הרגיל. אך אין בכך כדי לייתר את ההליך הייצוגי וזאת הן משום שכל גורם מגיב להצעה משיקולים שאינם נוגעים בהכרח רק להוגנות התמורה המוצעת, והן משום שהמחוקק קבע במפורש (כאשר איפשר מלכתחילה לנקוט בהליך שכזה) כי היענות רוב בעלי המניות להצעת רכש מלאה לכשעצמה אינה מעידה על הוגנות המחיר שהוצע.

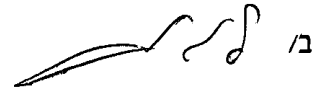
33. ככלל, ולסיכום עמדת הרשות, הרשות סבורה כי המחוקק גילה את דעתו כי לצורך הגשת תובענה ייצוגית לפי סעיף 338 לחוק החברות - שהיא תביעה כלכלית במהותה - אין חשיבות רבה לשאלה מה סבר ואיך נהג כל אחד מיחיד הקבוצה, ומה הייתה זהותו. כל אחד מבעלי המניות מקבל החלטה בנוגע להצעת רכש מלאה מתוך עמדה ומערכת שיקולים אחרת, ועל בסיס הערכה, נסיבות וציפיות שונים, ולכן ככלל לא ניתן להסיק מהיענותם או מאי-היענותם להצעת רכש כזו כי המחיר שהוצע היה הוגן או לא, וזאת גם כאשר זהותם של בעלי המניות שנענו להצעה ידועה.

34. השאלה הראויה לבחינה היא אם השווי שהוצע לבעלי המניות מהציבור היה שווי הוגן, והדרך הראויה לברר שאלה זו היא באמצעות הגשת תובענה ייצוגית. ככל שתצליח התובענה, כל בעלי

המניות - הן אלה שנענו להצעת הרכש המלאה<sup>10</sup> והן אלה שלא נענו לה - יהיו זכאים לקבל תמורה הוגנת בגין המניות שנרכשו מהם.



ליאב זינבאום, עו"ד  
מנהל המחלקה המסחרית  
פרקליטות מחוז (ת"א) אזרחי



---

אופיר איל, עו"ד  
ראש תחום אכיפה פרטית  
רשות ניירות ערך

---

<sup>10</sup> ככל שלא הוחרגו בהתאם לסעיף 338(ג) לחוק החברות.