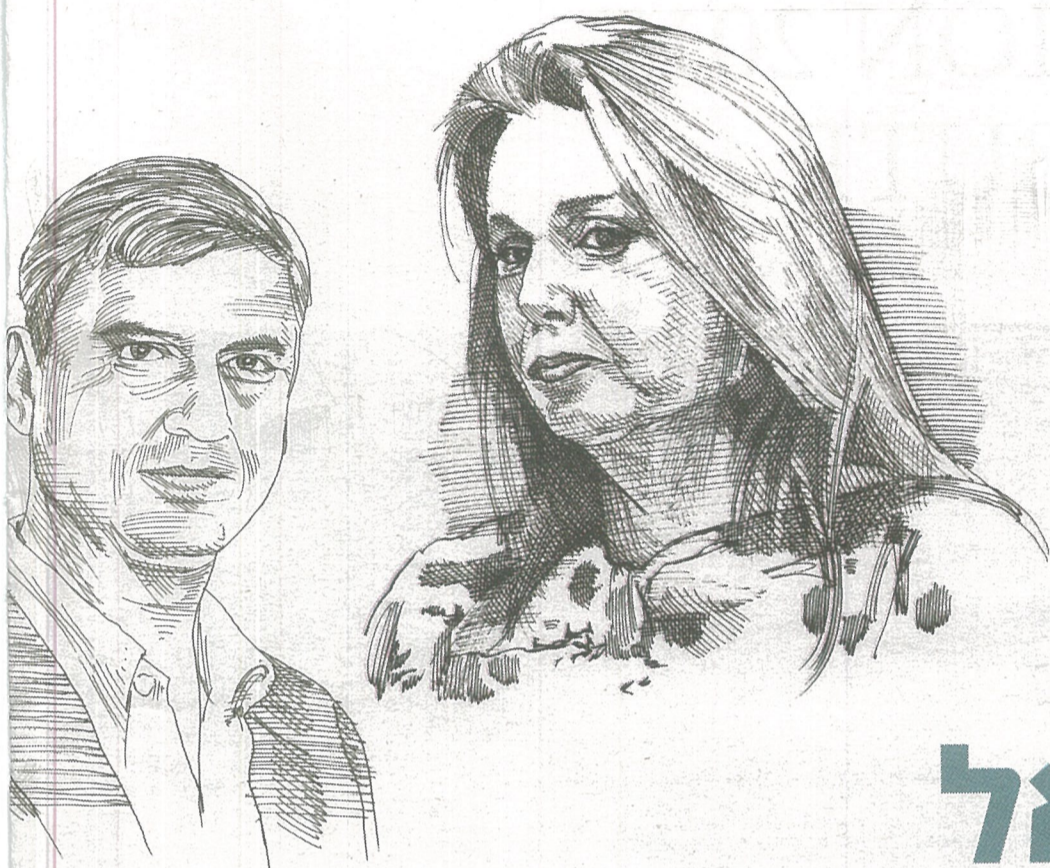




פואנטה ← הדס מגן



# "מה שנורא במאבקי שליטה זה שבישראל אין כמעט אירועים כאלה"

מדוע מזכיר מאבק השליטה ב־ADO את הסיפור של יצחק תשובה ומשפחת רקנאטי? איך העלבון ממכירת המניות של הראל בחברה מתחבר לריכוזיות? איזה סוגים של מאבקי שליטה יש בישראל? ולמה פעילים בענף מצטערים שאין עוד הרבה כאלה. G בעקבות מאבק השליטה שמסעיר את שוק ההון

**א**ין כמו מאבק שליטה רציני ויצרי כדי להעיר את שוק ההון ולשחרר גלי רכילות ושמיעות לכל עבר, וקרב השליטה המתנהל בימים אלה סביב ADO, חברת נדל"ן מניב בגרמניה, הוא בדיוק כזה. בצד אחד של הזירה עומדת שיכון ובינוי של שרי אריסון, שמחזיקה בכ־41% מהחברה. בצד השני של הזירה חברה בשם DUNE, של משפחת דיין, משפחה לא מוכרת בלשון המעטה, שהצליחה להישאר בצל למרות מעורבות גדולה בתחומים עסקיים רבים, שחברה לקרן אפולו ויתר אספו 37% מ־ADO. בקרב שהתפתח במהירות היה את כל מה שצריך כדי ליצור דרמה טובה: המיליארדרית מול האחים המסתוריים, המוכרים שלא התריעו על כוננתם למכור, ובעיקר ההפתעה הגדולה מהעסקה והשלכותיה. בשוק יש מי שכבר מספרים על אמירות ברוח "אתם שמנים ואיטיים, אתם לא תוכלו לזוז", שיוחסו לנציגי משפחת דיין מול אנשי שיכון ובינוי, ועל עיקשות של האחרונים לא לוותר על ADO שאחראית לנתח לא מבוטל מרווחי החברה האם.

יש מי שמאבק השליטה ב־ADO מזכיר לו סיפור השתלטות אחר. גם אז הייתה זו דמות יחסית לא מוכרת מהקהילה העסקית שקראה תיגר על אצולת הממון הישראלית. יצחק תשובה, אז קבלן נתנייתי, הרדים את השוק כשמתחת לאפה של משפחת רקנאטי, רכש מניות של דלק שהיו בידי אליעזר

## ADO

משפחת דיין, באמצעות חברת DUNE, חברה לקרן אפולו האקטיביסטית, ורכשה מניות של ADO שהוחזקו בידי חברת הביטוח הראל. יחד הגיעו השתיים לאחזקה של 37% ב־ADO, מול 41% שיש לשיכון ובינוי שלא ידעה על המהלך. בפרק האחרון בסאגה הציעה שיכון ובינוי הצעת רכש ל־10% מהמניות, כדי לבצר את שליטתה. בימים האחרונים החלו מגעים בין הצדדים לניהול משותף שעד שעת סגירת הגיליון לא הבשילו לכלל הסכמה.

## אלביט הדמיה

אלביט הדמיה היא חברת אחזקות העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בהן פלאזה סנטרס ואלביט מדיקל, בייזם והשכרה של מרכזים מסחריים במזרח אירופה ובהודו וכן בתחום המוצרים הרפואיים. במסגרת הסדר החוב בחברה, הועברה השליטה ממוטי זיסר ז"ל למחזיקי האג"ח, בראשות קרנות ההשקעה האמריקאיות יורק ו־DK פרטנרס. ואולם, מאבק שליטה התפתח בין שתי הקרנות, ובעקבותיו נאלץ יו"ר פלאזה סנטרס רון הדסי להתפטר מתפקידו, ויואב כפיר החליף אותו. לקראת סוף 2015 הסתיים המאבק בניצחון ברור לקרן יורק, שהוביל להדחת הנציג של קרן DK מהדירקטוריונים של פלאזה סנטרס ושל אלביט הדמיה.

## אינסולין

סוחר השלדים כפיר זילברמן רכש לאחרונה כ־6% מחברת אינסולין, העוסקת בפיתוח מוצרים לחולי סוכרת והפך לבעל עניין בחברה. בעקבות פרסום המהלך, נסקה מניית אינסולין בשיעור של כ־255%. עם השתלטותו על החברה, ביקש זילברמן מהחברה לזמן אסיפה כללית שתאשר דירקטורים מטעמו ודרש לחדול מגיוסי הון בשווי נמוך. ההערכה בשוק ההון הייתה, כי זילברמן לא מעוניין בפעילות של אינסולין אלא בשלד הבורסאי שלה, כחברה שיש לה הפסדים צבורים לצורכי מס בהיקף של 164 מיליון שקל, נכון לשנת 2016, והפסדים נוספים למחצית הראשונה של 2017. בסופו של דבר, זילברמן הגיע להסכם הצבעה משותף עם בעל מניות משמעותי אחר בחברה, רם צרפתי (שמחזיק כ־10%), בין היתר לגבי מינוי שלושה דירקטורים מטעמו של זילברמן – איציק שרם, אלי כהן ויורד רו. לפני כמה ימים כונסה אסיפה ומאחר שלא היה מניין לקיום הצבעה, היא נדחתה.





איורים: גיל גיבלי

**בשוק יש  
מי שכבר  
מספרים  
על אמירות  
ברוח "אתם  
שמיים  
ואיטיים,  
אתם לא  
תוכלו לזוז",  
שיוחסו  
לנציגי  
משפחת  
דיין (באיור)  
מול אנשי  
שיכון ובינוי  
של אריסון  
(באיור מימין)**

סוג אחר של מאבקי שליטה מונע עליידי "גופים אקטיביסטיים", כהגדרת פעילים בשוק ההון, ומתרחשים כאשר אין בעל שליטה מובהק. גוף אקטיביסטי שכזה הוא קרן ברוש, שנוהגת לרכוש אחזקה מצומצמת בחברות שבהן היא מעוניינת לפעול, ומהמקום הזה מנסה לחולל שינוי. כך למשל עשתה הקרן בחברת מטומי, וכך עשתה בחברת אלקוברה - שתי חברות שבהן הביאה להרחת המנכ"לים. "המשקיעים האלה", אומר עו"ד ברנע, "נכנסים במצבים שבהם אין בעל שליטה מובהק, ומנסים לייצר טריווין בעלי המניות. הרי אם היה מדובר בבעל שליטה שיש לו גרעין שליטה, הוא לא היה מתרגש, כי הוא יודע שהמעמד שלו חזק. זה קורה בחברות שבהן אין גרעין שליטה. הגופים האלה באים ואומרים: החברה לא מתנהלת כמו שצריך, בדירקטוריון אין ממשל תאגידי, אנו רוצים לשנות דברים. ברגע שאתה מכניס פנימה גורם חדש שיש לו כסף, הדיונים בתוך הדירקטוריון מפסיקים להיות דיונים שבהם המנכ"ל 'מערבב' את הדירקטוריון".

**אורמת**

סיפורה של אורמת מעניין בשל ההשפעה שהייתה למאבק השליטה על החברה במשך שנים לא מעטות. הסיפור החל להתגלגל ב-2007, כאשר גזית גלוב (באמצעות חברת גורסטאר) רכשה מניות של אורמת תעשיות בכמיליארד שקל, והגיעה לאחזקה של כ-19%. משפחת ברונצקי, המייסדת, מנעה את ההשתלטות באמצעות הלואה גדולה והגדלת אחזקותיה. ב-2011, החלה קרן פימי לאסוף מניות באורמת ובמקביל ניהלה מגעים עם משפחת ברונצקי, לרכישת מניות ולשליטה משותפת. משפחת ברונצקי, שהתקשתה לממן את ההלוואה שנטלה, חתמה בסוף על הסכם שליטה משותף עם פימי ומכרה לה חלקים מאחזקותיה. במאי 2017 רכשה חברת אוריקס היפנית את השליטה בחברה מידי קרן פימי (כ-14%) ומשפחת ברונצקי (כ-7%), תמורת 630 מיליון דולר. פימי רשמה רווח של 300 מיליון דולר על ההשקעה.

אינדקסציה לריכוזיות הגדולה. הראל עשו מהלך כלכלי, יצרו מצב שערך המניות שנותרו אצלם, עולה. אבל באים אליהם בטענות כאילו עשו משהו לא טוב.

**אז איך משתלטים?**

השחקנים בשוק ההון ועורכי הדין העוסקים בנושא נוהגים לחלק את מאבקי השליטה לשלושה סוגים עיקריים. בסוג הראשון, בעל אחזקה מיעוט או גורם חיצוני אוסף מניות בשוק, לעיתים חובר לבעלי מניות אחרים, עד שהוא מגבש רוב. המאבק ב-ADO נכנס לקטגוריה הזאת, ומאבק שליטה אחר שמדגים אותה התקיים לאחרונה סביב פירמידת החברות שבבסיסה ויליפורד. האחים צבי ויוסי ויליגר, שמכרו בעבר את השליטה בחברה ובמשך תקופה ארוכה המשיכו לנהל אותה כשכירים, זיהו הזדמנות והחלו לאסוף מניות של אחת החברות שבמעלה הפירמידה של ויליפורד. כשהגיעו לאחזקה משמעותית, הצליחו להביא להחלפת הדירקטוריון והעמידו את עצמם בראשו.

**אנזימוטק**

באנזימוטק העוסקת בייצור חומר גלם לתעשיית תוספי המזון, אין גרעין שליטה. המניות מצויות בידי כמה מחזיקים: גלעם (14%), ילין לפידות (11%) והפניקס (9%). פרטארום, המייצרת חומרי גלם וחומרי טעם לתעשיית המזון, רכשה לאחרונה כ-9% ממניות אנזימוטק מקרן הגידור האמריקאית פולסון, והגיעה לאחזקה של כ-19%. היא אף הודיעה על כוונתה להגיש הצעת רכש למניות נוספות, וכבר פנתה במכתב להנהלת אנזימוטק, שבו הביעה חוסר שביעות רצון מתפקוד ההנהלה.

פישמן ובידי בנק הפועלים, נעזר במימון של בנק הפועלים, והגיע לשליטה בדלק שהפכה לבסיס האימפריה הכלכלית שלו.

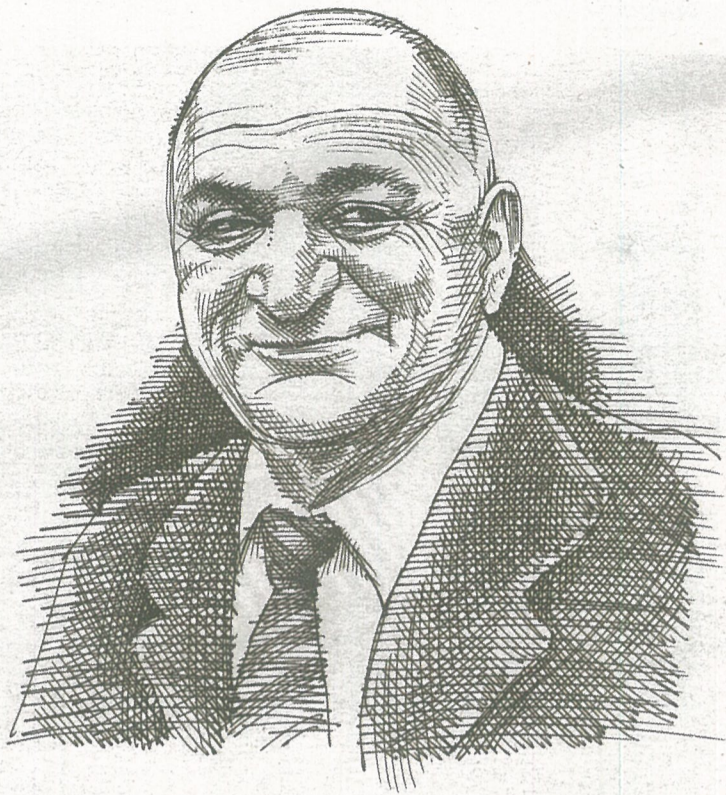
"אם תסתכלי היסטורית", אומר עו"ד מיקי ברנע, שותף מנהל במשרד עו"ד ברנע, ומומחה למיזוגים ורכישות, "מה שקורה עכשיו ב-ADO, הוא אחד לאחר של מה שקרה בזמנו עם תשובה בדלק. בתפקיד הראל, שמכרה מניות למשפחת דיין, היו אז בנק הפועלים, ואריסון (תד אריסון ז"ל, בעל השליטה בבנק ואביה של שרי אריסון), שמכר מניות של דלק לתשובה. גם תחושת העלבון של רקנאטי אז, מקבילה לתחושת העלבון של שיכון ובינוי היום. זה ממש מדהים".

עו"ד אופיר נאור, המעורב במאבקי שליטה רבים, בין היתר דרך הסדרי חוב (בהמשך), אומר כי מה שמעניין במאבק ב-ADO הם האלמנטים המעידים על ריכוזיות במשק הישראלי. "ראיתי שעלתה טענה לגבי זה שהראל מכרה להם (למשפחת דיין) מניות; בתוך הטענה הזאת מגולמת בעצם אמירה מאוד ברורה - איך מישוהו מתוך הביצה הסכים לפעול נגד מישוהו אחר מהביצה. מה, שכחת שאתה חבר שלי? שכחת שאתה עושה איתי עסקים? איך הלכת ומכרת למישוהו שהוא מחוץ לביצה? זו

**אלקוברה**

חברת התרופות אלקוברה גייסה ב-2013 בנאסד"ק כ-25 מיליון דולר. בהמשך נעשו גיוסים נוספים בהיקף כולל של כ-130 מיליון דולר. החברה ביצעה שני ניסויים קליניים גדולים במוצר הדגל שלה לטיפול בהפרעות קשב, אולם אלה כשלו ופתחו פתח לכניסתה של קרן ברוש, המחזיקה כיום 17% מהחברה. הקרן העלתה טענות נגד התנהלותו של ד"ר ירון דניאלי, מנכ"ל החברה שהוביל את כל המהלכים שתוארו והביעה חוסר אמון במוצר החדש שהחברה ביקשה לפתח בתחום הפרעות הקשב. במאי האחרון, ד"ר דניאלי סיים את תפקידו בחברה.





**ני עו"ד ברנע:**  
**"מה שקורה ב־ADO,**  
 הוא אחד לאחד של  
 מה שקרה בזמנו עם  
**יצחק תשובה (באיור).**  
 בתפקיד הראל היו אז בנק  
 הפועלים, ותד אריסון שמכר  
 מניות של דלק לתשובה. גם  
 תחושת העלבון של רקנאטי  
 אז, מקבילה לתחושת  
 העלבון של שיכון ובינוי.  
 הדמיון ממש מדהים"

**ני עו"ד נאור:**  
 ראיתי שעלתה טענה  
 לגבי זה שהראל מכרה  
 למשפחת דיין מניות;  
 בתוך הטענה הזאת  
 מגולמת אמירה ברורה -  
 איך מישהו מתוך הביצה  
 הסכים לפעול נגד מישהו  
 אחר מהביצה. מה, שכחת  
 שאתה עושה איתי עסקים?  
 זו אינדיקציה לריכוזיות  
 הגדולה בישראל"

רוגמה מובהקת למאבק שליטה כזה, אומר עו"ד רונן עדיני, מומחה לני"ע, וליטיגטור המעורב במאבקי שליטה רבים, אפשר לראות בימים האחרונים בניסיון ההשתלטות של חברת פרוטארום (המייצרת רכיבים וטעמים לתעשיית המזון) על אנזימוטק (המייצרת רכיבים לתעשיית תוספי המזון והמזון לתינוקות). פרוטארום הגיעה לאחזקה של 19% והודיעה על כוונתה להגיש הצעת רכש לרכישת מניות החברה. שאר בעלי המניות בחברה הם ילין לפירות, המחזיקה כ-11%, גלעם, המחזיקה כ-14%, והפניקס, המחזיקה כ-9%. פרוטארום שלחה מכתב לאנזימוטק על כך שהיא לא מרוצה מהניהול הנוכחי. "זה מקרה שממחיש ניסיון להשתלט על חברה, בהיעדר בעל שליטה דומיננטי", אומר עו"ד עדיני, "כי אם מישהו מחזיק 70% בחברה, זה לא היה מצליח. אבל כאן יש פיזור

של כמה בעלי עניין קטנים, מה שמאפשר להוביל מהלך כזה".  
 הסוג השלישי של מאבקי השליטה הם אלו המתגבשים תוך כדי תהליכים של חדלות פירעון. "במציאות שלנו", מסביר עו"ד ברנע, "זה לא נדיר. במקרה כזה, אפשר עליידי רכישת החוב להשיג השפעה בחברה כי במצב של חדלות פירעון, בעלי החוב הופכים להיות לבעלי החברה".  
 כך היה למשל באי.די.בי, כשקרן יורק רכשה חלק מהחוב של הקונצרן כלפי מחזיקי האג"ח, "מתוך

הסכם הצבעה והסכם שיתוף פעולה, אין בעל בית, וברגע שאין בעל בית, החברה מועדת יותר להשתלטות מבחוץ. בסך הכול זו התפתחות מאוד חיובית לשוק ההון, כי ברגע שיש מאבקי שליטה, המאבק נוגע גם לרצון לניהול טוב יותר. כשיש גרעין שליטה, אם בעל השליטה לא רוצה לשפר או לשנות, כלום לא יעזור".  
 "מה שנורא במאבקי שליטה", אומר עו"ד ברנע, "זה שבישראל אין כמעט אירועים כאלה".  
 ולמה אנחנו צריכים אותם?

**כלכלית ירושלים**

סיפורה של כלכלית ירושלים מעניין בשל התהפוכות הרבות שעברה החברה, בעבר בשליטתו של אליעזר פישמן. באוגוסט 2015 סיכם בנק לאומי, מנושיו של פישמן, עם האחים אבי, רפי וג'ון נקש, בעלי אמפא, על רכישת השליטה (40%) בכלכלית ירושלים תמורת 370 מיליון שקל והורמה של 250 מיליון שקל נוספים. רגע לפני החתימה העסקה התפוצצה. הבנק חיפש רוכשים אחרים ומשכשל, בפברואר 2016, יצאה החברה להנפקה שזכתה להצלחה גדולה.  
 במקביל לשלב המוסדי בהנפקת ההון, לאומי סיכם עם שלמה נחמה על הסכם לרכישת 28% ממניות החברה לפני דילול, תמורת סכום מוערך של מאות מיליוני שקלים, עם אופציה לרכישת מניות נוספות. אלא שבמהלך ההנפקה, בעלי ניאופרם דוד פורר, וחברת סאמיט שבשליטת זהר לוי, הזרימו ביקושים אדירים שדחפו את נחמה החוצה. לאחר ההנפקה, סאמיט של לוי הפכה לבעלת המניות הגדולה ביותר עם אחזקה של 20%, בעוד פורר מחזיק כ-12% מהחברה.  
 כמה חודשים לאחר מכן, הגישו האחים סידוף הצעה בבורסה לבעלי המניות בחברה, לרכישת השליטה. לוי מצידו, הגיש הצעה נגדית, אך בעלי המניות הצביעו ברגילים ושתי ההצעות כשלו. זמן מה לאחר מכן מכר לוי 13% ממניות כלכלית ירושלים לפורר, וכיום האחרון מחזיק בכ-24% מהמניות, בעוד שסאמיט ירדה לאחזקה של 7%.



**עורכי הדין נאור, עדיני וברנע. השוק הופך למתוחכם יותר**

"התהליכים האלה מייצרים ערך לחברות. הם מעבירים שליטה מגופים שמרניים לגופים אחרים ומזרימים דם חדש לחברה. אלא שרוב החברות הישראליות מוחזקות על ידי גרעיני שליטה. גם הוראות חוק החברות יוצרות מגבלות קשות בכל הנוגע להשתלטות על חברות. בעצם, ההוראות בנויות כך שבמקרים מסוימים בלי שיתוף פעולה של החברה, אתה לא תוכל לבצע השתלטות. הרי הריקטוריון לא ייקח חלק פעיל במנגנון שיביא להרחה שלו. זו עוד מגבלה בדרך לייצר מאבקי שליטה קלאסיים. זה שיש מאבקי שליטה, זה נהדר, כי אחרת, בשביל מה להיות ציבוריים? כשיש שליטה של 70%, זה ממש כמו חברה פרטית, וכמעט בלתי אפשרי לשבור גרעין שליטה גדול".  
 "מבחינה מקרו כלכלית", טוען עו"ד נאור, "החלפת שליטה היא דבר טוב וחברתי. אנו לא רוצים חברות מנומנות, אלא חברות ערניות ואקטיביות בייצור מקסימום תשואה. אני חושב שבמשק הישראלי יש מספיק חברות שיש בהן מקום לעשות מהלכים כאלה".

hadasm@globes.co.il

הנחה שיוכלו להשפיע", אומר עו"ד ברנע. "כך היה גם באלביט הרמיה כאשר קרן יורק ו־DK פרטנרס רכשו חלקים מהחוב, והחל להתפתח מאבק שליטה ביניהן".

**מה ישתנה?**

האם מאבקי השליטה יישארו כמתכונת שתוארה כאן או שישתנו? קשה לדעת, אומר עו"ד עדיני, אבל מוסיף ש"יש היום יותר מאשר בעבר משקיעים זרים וקרנות פיננסיות שמחפשות השקעות. לפעמים ההשקעות נעשות בחברות במצוקה, ולפעמים בכל מיני הזדמנויות בבורסה, ואז יש שחקנים חדשים עם רורבות כספיות גדולות שמחפשים להגיע להשפעה לעמדת מיקוח, וזה בהחלט משנה את התמונה. יש יותר שחקנים כאלה, יש יותר תחכום וגם רואים יותר פעילות וזה".  
 "כשהריכוזיות של שוק ההון תצטמצם, נהיה עדים יותר ויותר למאבקים כאלה, ולמצבים של מספר בעלי מניות קטנים ללא גרעין שליטה. כשאין