



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

בפני כב' השופטת דניה קרת-מאיר

אהרן דוד מלאכי
ע"י ב"כ עוה"ד יעקב סבו ו/או דורון רדעי ו/או ניצן גדות
רדעי-גדות, משרד עורכי דין

המבקש

נגד

ACQUISITION INC ELAD HIGH PLATEAU
ע"י ב"כ עוה"ד עפר צור ו/או הראל שחם
ממשרד גורניצקי ושות'

המשיבה

1
2

החלטה

3

1. הבקשה לאישור

4

המבקש הגיש בקשה לאשר תובענה למתן סעד של הערכה לפי הוראות סעיף 338 לחוק

5

החברות התשנ"ט – 1999 (להלן: "חוק החברות") כתובענה ייצוגית, בהתאם

6

להוראות חוק תובענות ייצוגיות התשס"ו – 2006 (להלן: "חוק תובענות ייצוגיות")

7

(להלן: "בקשת האישור").

8

במסגרת התובענה התבקש בית המשפט לקבוע כי התמורה ששולמה עבור מניות

9

חברת אלעד קנדה אינק. (להלן: "החברה" או "אלעד") בהצעת רכש מלאה

10

שהתקבלה, הייתה פחותה משוויין ההוגן של המניות. לאור זאת ביקש המבקש לחייב

11

את המשיבה לשלם לו וליתר בעלי המניות שמניותיהם נרכשו ברכישה כפויה, את

12

ההפרשים המגיעים להם.

13

14

בבקשת האישור נאמר כי במועדים הרלוונטיים הייתה החברה חברה ציבורית אשר

15

מניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א (להלן: "הבורסה").



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

- 1 המשיבה היא חברה שהתאגדה בקנדה ביום 2.11.12 לשם ביצוע הצעת הרכש של
2 מניות החברה והיא מצויה בשליטת מר **יצחק תשובה**.
3 המשיבה פרסמה מפרט הצעת רכש מלאה לרכישת כ-12 מיליון מניות רגילות של
4 החברה, ללא ערך נקוב, אשר היוו כ-11.3% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה,
5 במחיר 14.76 ש"ח לכל מניה.
6 המשיבה פרסמה תיקון למפרט הצעת הרכש במסגרתו הועלה המחיר למניה לסך של
7 16.6 ₪.
8 ביום 1.1.13 מסרה המשיבה דוח מידי וביום 6.1.13 מסרה דוח מתקן על תוצאות
9 הצעת הרכש המלאה של החברה.
10 על פי ההודעה התקיים התנאי לביצוע מכירה כפויה על פי סעיף 337 (א) לחוק
11 החברות.
12 ביום 8.1.13 פרסמה הבורסה הודעה בדבר רכישת מניות החברה בידי הציבור ומחיקת
13 מניות החברה מהמסחר.
14 המבקש ציין בבקשה כי הוא אחד מבין בעלי המניות בחברה שמניותיהם נרכשו
15 בכפייה. לטענתו, המבוססת על חוות דעת מומחה, התמורה ששולמה על ידי המשיבה
16 עבור מניות החברה הייתה פחותה משווין ההוגן.
17
18 המבקש היפנה לפסק דינו של בית המשפט העליון ברע"א 779/06 **קיטאל אחזקות**
19 **ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' שאול ממון** (להלן: פסק דין "קיטאל") בו נקבעה ההלכה
20 לעניין השיטה בה יש לקבוע את השווי ההוגן במסגרת סעד הערכה לפי סעיף 338
21 לחוק החברות.
22 לטענת המבקש, העדיף בית המשפט העליון ברוב דעות את שיטת תזרים המזומנים
23 המהווה (DCF) כשיטה לקביעת השווי ההוגן.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 המבקש היפנה לדבריו של כב' השופט דנציגר בפסק הדין **קיטאל**, בהם נאמר כי
2 הבחירה בשיטה זו משקפת מעבר משיטות הערכה שמרניות, המבוססת על נתוני
3 העבר, לשיטת הערכה מודרנית, הצופה את פני העתיד.

4 המבקש המשיך וטען כי על יסוד חוות דעת יסודית ומקיפה שנערכה לפי השיטה
5 הקובעת, התמורה ששולמה עבור מניות החברה על פי הצעת הרכש המלאה הייתה
6 פחותה מהשווי ההוגן של המניות.

7 המבקש צירף עותק מחוות דעתה של הכלכלנית **אירה ארנסט דיאמנדי** (להלן:
8 "**דיאמנדי**"), בדבר השווי ההוגן של מניות החברה.

9
10 במסגרת חוות הדעת תוארה הפעילות העסקית של החברה בתחום הנדל"ן: נדל"ן
11 מניב – השכרת נדל"ן מסחרי ודירור מוגן - ופעילות ייזום ופיתוח נדל"ן המתרכזת
12 בשלושה מוקדים.

13
14 על פי חוות דעת זו השווי ההוגן במועד הרכישה עמד על 31.7 ₪ למניה.
15 לטענת המבקש, מדובר בפער משמעותי המצדיק את התערבות בית משפט.

2. תגובת המשיבה לבקשת האישור

16
17 בתגובה לבקשת האישור נטען, בתמצית, כי בקשת האישור נשענת על הטענה לפיה
18 התמורה ששולמה לא שיקפה שווי הוגן של מניות החברה.

19 טענה זו, טענה המשיבה, נשענת אך ורק על מסמך המתיימר להיות חוות דעת שניתנה
20 על ידי מומחה ישראלי שאינו מכיר את השוק הקנדי.

21 חוות דעת זו אינה יכולה לעמוד; בהתאם לחוות דעת שקיבלה המשיבה ממשרד רואי
22 החשבון PWC קנדה, אשר כללה הערכת שווי בשיטת ה-DCF, מחיר המניה ששולם
23 הוא הוגן וראוי, שכן שווי הטווח האמצעי הוא 16.19 ₪ והתמורה ששולמה הייתה
24 גבוהה יותר.
25



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 המשיבה טענה כי הנטל להראות שהצעת הרכש נעשתה במחיר שאינו הוגן מונח על
2 המבקש וכך גם הנטל לבסס את אישור התובענה כתובענה ייצוגית.
3 לטענת המשיבה, המבקש צריך להראות בעיקר כי נסיבות העניין היו חריגות, כדי
4 שבית המשפט ישתכנע "לפתוח" בדיעבד את המחיר שכבר שולם בעסקה.
5 עוד נטען כי חוות הדעת של דיאמנדי אינה יכולה לעמוד, כפי שעולה מחוות הדעת
6 הביקורתית - אשר נערכה אף היא על ידי משרד רואי חשבון PWC קנדה, והוגשה
7 מטעם המשיבה (להלן: "חוות הדעת הביקורתית").
8 לטענת המשיבה, אף אילו הוגשה חוות דעת חפה מטעויות בשיטת DCF, המראה
9 הפרש כלשהו בין המחיר ששולם לבין המחיר בחוות הדעת, לא היה בכך די כדי לאשר
10 תובענה ייצוגית לסעד של הערכת שווי. קל וחומר, כאשר חוות הדעת שהוגשה הייתה
11 מוטעית, כפי שפורט בחוות הדעת הביקורתית.
12 עוד נאמר כי היה על המבקש להציג את כל העובדות, ולא רק את אלו הנוחות לו וכי
13 לא כך נהג.
14 המשיבה טענה כי אין בפי המבקש טעם כלשהו המצדיק התערבות בית משפט בהצעת
15 רכש אשר התקבלה בתמיכת ובהסכמת מרבית הניצעים שנענו להצעה.
16
17 מלבד חוות הדעת של המומחה הקנדי צירפה המשיבה חוות דעת כלכלית אשר נערכה
18 על ידי פרופ' מנחם ברנע ורואה חשבון אורי כהן.
19
20 המשיבה ציינה כי בתחילה הוצע לרכוש את המניות תמורת 14.78 ₪ למניה. אולם,
21 לאור תגובות משקיעים מוסדיים, שהחזיקו חלקים נכבדים ממניות הציבור, הוחלט
22 לשפר את ההצעה ופורסמה הצעת רכש מתוקנת במחיר גבוה יותר של 16.6 ₪.
23



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 בתגובה נאמר כי נכון ליום 31.12.12 החזיקו משקיעים מוסדיים כ-9.6 מיליון מניות
2 של החברה. כמות המניות שנרכשו בהצעת הרכש עמדה על כ-13.2 מיליון מניות.
3 מספר המניות בגינן ניתנה הודעת קיבול היה כ-10.2 מיליון מניות.
4 מכירה כפויה בוצעה לכ-2.9 מיליון מניות.
5 לאור זאת, נאמר כי אפילו תחת הנחה מחמירה לפיה "קבוצת המסרבים" מורכבת
6 אך ורק ממשקיעים מוסדיים - עדיין התוצאה היא כי כ-70% לפחות מהמשקיעים
7 המוסדיים נענו להצעת הרכש.
8
9 המשיבה הדגישה את העובדה כי תמורה זו (16.6 ש"ח) למניה הייתה גבוהה בכ-52.15%
10 מהמחיר הממוצע בו נסחרה המניה בבורסה בששת החודשים שקדמו להצעת הרכש
11 המלאה, ואת העובדה כי הצעת הרכש נענתה ברוב מיוחס של כ-78% ממחזיקי
12 המניות.
13
14 המשיבה טענה כי יש לדחות את ניסיונו הפשטני של המבקש לטעון כי לאור חוות
15 הדעת מטעמו והקביעות בפסק הדין קיטאל, יש לאשר את התובענה כייצוגית.
16 לטענתה, אין בידי המבקש ראיה מהותית לאי הוגנות המחיר.
17 המשיבה טענה עוד כי בהחלט מדיניות משפטית נכונה, לא ניתן להגיש או לאשר
18 בקשה לאישור תובענה ייצוגית לסעד הערכה אך ורק על בסיס חוות דעת לפי שיטת
19 DCF, המראה הבדל, לכאורה, בין מחיר ששולם בהצעת הרכש - לעומת המחיר הנקוב
20 באותה חוות הדעת. לטענת המשיבה, יש צורך להראות טעמים נוספים כדי להביא
21 להחלתו של סעד ההערכה.
22 המשיבה פנתה, כאמור, למשרד רואי החשבון הבינלאומי PWC בקנדה. המומחה
23 שנבחר להוביל את הערכת השווי המקיפה שנערכה הוא מר מיכאל דובנר - בעל ניסיון
24 של למעלה מ-30 שנה בהערכת שווי חברות בקנדה (להלן: "דובנר").



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 בתחילה נבחנה חוות הדעת של דיאמנדי שצורפה לבקשת האישור - לגביה נערכה
2 חוות דעת ביקורתית אשר צורפה כנספח 1 לתגובה.
3 בסעיף 56 לתגובה נאמר כי בחוות הדעת הביקורתית צוינו תשע שגגות מהותיות
4 בחוות הדעת מטעם המבקש, ביניהן: בחירת מקדם היוון אחיד לחברה מבלי להבחין
5 בין רמות הסיכון של תחומי הפעילות השונים; חישוב מקדם ההיוון באמצעות נתוני
6 השוק הישראלי למרות שמדובר בחברה קנדית; בחירת נתוני צמיחה בלתי סבירים;
7 ביסוס חוות הדעת על נתונים שגויים בדבר שיעור המס המוטל על החברה בקנדה;
8 חוות הדעת לא כללה בדיקת אימות, במסגרתה נבחנת התוצאה גם לפי שיטות מדידה
9 והערכה אחרות.
10 כמו כן, נאמר כי בחוות הדעת של דיאמנדי נכללה, למעשה, הנחה לפי החברה תמשיך
11 להרוויח לעולם ועד כתוצאה מפעילות ייזום נדליין - ולא רק כתוצאה מאותם שלושה
12 פרויקטים של ייזום נדליין בהם עסקה החברה במועד הצעת הרכש.
13 מודל נכון של הערכת שווי פעילות ייזום החברה צריך להתבסס על תזרים כתוצאה
14 מפרויקטים קיימים, להבדיל מתחזית היפותטית של רווחים כתוצאה מפרויקטים
15 שאינם קיימים.
16 מעבר לחוות דעת זו, התבקשה גם עריכת חוות דעת עצמאית אשר תבדוק את השווי
17 ההוגן של המניות החברה במועד הרלוונטי. מחוות דעת זו עולה, כאמור, כי השווי
18 ההוגן במועד הרלוונטי הוא 16.19 ₪ למניה.

19

20 **3. תשובת המבקש**

21 בתשובת המבקש נאמר כי השאלה המרכזית העומדת לדין היא האם התמורה
22 ששולמה על ידי המשיבה עבור מניות החברה במסגרת הצעת הרכש, שיקפה שווי הוגן.
23 המבקש חזר וציין כי לאור היות שאלת השווי ההוגן שאלה כלכלית במהותה, נתמכה,
24 כאמור, בקשתו בחוות דעת מומחה אשר קבעה, לאחר ניתוח יסודי ומעמיק של
25 הסוגיה, מהו השווי ההוגן הנכון.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 נאמר בתשובה כי המשיבה מנסה לסבך את העניין ולהסיטו מהעיקר אל הטפל, וכללה
2 בתגובתה תיאור מגמתי של העובדות ותילי תילים של טענות, אשר רובן הגדול כלל לא
3 רלוונטי לשם הכרעה בשאלה המרכזית העומדת לדיון.
4 בסעיף 6 לתשובה נאמר כי תשובה מלאה לטענות אשר העלתה המשיבה בסוגיות
5 הכלכליות מובאות במסגרת חוות דעת משלימה של דיאמנדי אשר צורפה כנספח א'
6 לתשובה.
7 עוד נטען בתשובה, כי חוות הדעת שנערכו על ידי דובנר אינן קבילות שכן אין הן
8 עומדות בדרישת דיני הראיות.
9 המבקש התייחס לחוות הדעת שהציגה המשיבה, תוך הבהרה שהתייחסות זו נעשית
10 למעלה מן הצורך ומבלי לפגוע בטענותיו באשר לקבילות חוות הדעת אשר נערכו על
11 ידי מומחה זר, ללא תרגום מאושר לעברית, וללא אישור קונסולרי מתאים.
12 בחוות הדעת המשלימה מטעם המבקש הובהר כי שתי נקודות מחלוקת כלכליות
13 מגלמות את מרבית הפער בין הצדדים בכל הנוגע להערכת שווי המניות נכון למועד
14 הצעת הרכש: שאלת ההמשכיות של פעילות הייזום והפיתוח, ושיעור ההיוון.
15 דיאמנדי הבהירה בחוות דעתה המשלימה מדוע יש להעדיף את גישתה על פני גישת
16 המשיבה.
17 המבקש היפנה לדבריו של מנכ"ל החברה בכתבה בעיתון **זה-מרקר** באשר לפעילות
18 הייזום והעובדה כי החברה תרה אחרי פרויקטים חדשים.
19 המבקש ציין כי "הגב' דיאמנדי סבורה כי הגישה לפיה יש להוון את תזרימי
20 המזומנים רק מן הפרויקטים הקיימים נוגדת את ההיגיון העסקי של החברה
21 (ולמעשה של כל עסק), וכי מדובר בטענה אבסורדית השקולה לטענה כי החברה
22 תחדל מלהתקיים מלעסוק בתחום הייזום עם השלמת הפרויקטים הנוכחים. לדעת
23 הגב' דיאמנדי, על בסיס הספרות המקצועית, בהיוון תזרים מזומנים עתידי יש
24 להתייחס לכלל הפעילות, לרבות פעילות הייזום והפיתוח כפעילות מתמשכת".



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 נטען כי עמדתו של דובנר לא רק שאינה עולה בקנה אחד עם עקרונות כלכליים, אלא
2 שהיא אף גובלת באבסורד כלכלי.
3 ההנחה של דובנר כי פעילות הייזום והפיתוח תפסק עם תום הפרויקטים הקיימים,
4 משנה למעשה את הבסיס הכלכלי של חוות דעתו מהיוון תזרים מזומנים עתידי DCF
5 – לשווי נכסי, בניגוד גמור להלכת קיטאל.

4. חוות הדעת מטעם הצדדים

- חוות דעת דיאמנדי

9 דיאמנדי היא בעלת תואר מוסמך בכלכלה מאונברסיטת תל-אביב, אשר שימשה בעבר
10 ככלכלנית במחלקת המחקר של בנק לאומי ויועצת פיננסית בכירה בחברת תבור
11 כלכלה ופיננסים בע"מ.
12 בחקירה הנגדית העידה דיאמנדי שהיא בת 33.
13 אין לדיאמנדי תואר אקדמאי במנהל עסקים או במימון אם כי לדבריה עסקה בנושא.
14 במהלך לימודיה עבדה בחברת תבור ובמועד החקירה עבדה כבר שנתיים כעצמאית.
15 עדותה בתיק זה הייתה עדותה הראשונה בבית משפט, אם כי במסגרת עבודתה
16 כשכירה כתבה חוות דעת כלכליות שחלק מהן היו אמורות להגיע לבית משפט.
17 באשר להערכות שווי של חברות נדל"ן ציבורית - ערכה חוות דעת אחת נוספת לחברת
18 גב ים, אם כי לא חתמה על חוות הדעת.
19 כמו כן ביצעה הערכת שווי לחברה שהיא בבעלות משותפת של התעשייה האווירית
20 ומטריקס.
21 לדבריה, למדה את נושא ה- DCF במסגרת עבודתה כשכירה בחברת תבור.
22 מדובר, לדבריה, בניסיון מעשי ובלמוד עצמי.
23 עוד נאמר על ידי דיאמנדי כי במסגרת עבודתה כאנליסטית בבנק לאומי, חלק גדול
24 מעבודתה היה ניתוח שווקי חו"ל ובין היתר של כלכלת קנדה, אם כי עסקה יותר
25 בשווקים בארה"ב ובאירופה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 דיאמנדי העידה "אבל מה שאני אומרת שיש לי את הכלים לנתח שוק כלשהו על
2 בסיס הנתונים. מעבר לכך אני מסתמכת פה על מקורות שהם מוכרים וכאלה
3 שמקובל להסתמך עליהם כשעושים איזשהו ניתוח שוק". (עמ' 51 לפרוטוקול מיום
4 30 אפריל 2014).

5 בחוות הדעת הנאמר כי היא מבוססת על דוחות כספיים שנתיים של החברה לשנים
6 2010-2011; הדוחות הרבעוניים לשלושת הרבעים הראשונים של שנת 2012 וכן על
7 מידע ציבורי הנוגע לפעילות החברה.

8 בסמוך לכתיבת חוות הדעת פורסם הדוח השנתי של החברה לשנת 2012.
9 בחקירה הנגדית העידה דיאמנדי כי כל החומר בו עשתה שימוש הוא חומר זמין
10 לציבור "בין אם באתר האינטרנט של החברה ובין אם במאי"ה, באתר של הבורסה"
11 (עמ' 39 לפרוטוקול).

12
13 בחוות הדעת נאמר כי הערכת השווי בוצעה בשיטת ה-DCF.
14 שווי הפעילות של החברה נע בין 852 ל-1,082 מיליון דולר קנדי בהתאם לשיעור
15 הצמיחה לטווח ארוך (2.5% עד 3.5%) ושער היוון של 7.2%. השווי מורכב מהשווי
16 המהוון של תחזית תזרים המזומנים בתוספת הנכסים העודפים (שאינם נכסים
17 תפעוליים) ובניכוי ההתחייבויות הפיננסיות של החברה.
18 תקופת התחזית היא לשנים 2013 – 2017.

19
20 בשיעור היוון של 7.2% ושיעור צמיחה ארוך טווח במונחים נומינליים של 3% -
21 מסתכם שווי החברה בסכום של כ-954 מיליון דולר קנדי או סכום של 3.6 מיליארד
22 ₪, על פי שער של 3.77 ₪ ביום 26.12.12.
23 בהתאם לכך הגיעה דיאמנדי לקביעה על פיה השווי ההוגן של החברה עמד על 31.7 ₪
24 למניה לעומת מחיר של 16.6 ₪ למניה ששולם לבעלי המניות.
25



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 בחוות הדעת נאמר כי החברה הוקמה בדצמבר 2009 והיא חברה בת של אלעד גרופ.
2 החברה הוקמה כחברה פרטית ללא נכסים, התחייבויות או פעילות.
3 בעקבות הליך שינוי מבנה הועברו לחברה זכויות ופעילויות בקשר עם נכסי מקרקעין
4 ופרויקטים שונים.
5 החברה היא בעלת השליטה בנכסים, אולם הניהול התפעולי מבוצע על ידי חברות
6 ניהול חיצוניות.
7 באוגוסט 2010 השלימה החברה הנפקת הון לציבור ונרשמה כחברה ציבורית.
8 הצעת הרכש הוגשה כאמור בינואר 2013.
9 החברה פועלת בתחום הנדל"ן בקנדה.
10 דיאמנדי ציינה כי הפעילות כוללת שני תחומים עיקריים: נדל"ן מניב וייזום בנייה
11 למגורים.
12 לדברי המומחית, היקף הפעילות של החברה בתחום הייזום והבנייה למגורים מצביע
13 על כך שפעילות הייזום תהווה את מנוע הצמיחה העיקרי של החברה.
14 בחוות הדעת תואר, כאמור, הנדל"ן המניב: השכרת נדל"ן מסחרי ודירור מוגן.
15 צוינו שלושה פרויקטים בהם מתמקדת פעילות הייזום והפיתוח של החברה בטורונטו
16 ומונטריאול.
17
18 נאמר בחוות הדעת כי לגבי רמת הסיכון של הפרויקטים בבנייה דורשים הגופים
19 המממנים, בדרך כלל, ביצוע מכירה מוקדמת ברמה של כ- 70% בטרם העמדת
20 המימון לטובת פרויקט יזמי.
21
22 המומחית ניתחה את כלכלת קנדה ואת שוק הנדל"ן בקנדה.
23 המומחית ניתחה את הדוחות הכספיים של החברה וערכה דו"ח תזרים מזומנים.
24
25



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

- 1 בסעיף הערכת השווי לתקופת התחזית - 2013-2017 – הניחה המומחית מספר
2 הנחות:
- 3 - הגידול בהכנסות מפעילות נדלן מסחרי להשכרה הוא כ- 3% בשנה. מדובר לדבריה
4 בהנחה שמרנית. בהתחשב בכך ששיעורי התפוסה בנכסים המסחריים של החברה
5 נמוכים בהשוואה לממוצע האזורי, יש לצפות לכך שהתפוסה בנכסי החברה לא
6 תהיה שונה מהתפוסה הממוצעת.
 - 7 - הגידול בהכנסות מדיור מוגן הוא כ-2% בשנה – בשל שיעורי התפוסה הגבוהים
8 בנכסי החברה.
 - 9 - מאחר ובשנת 2012 מימשה החברה את נכסי הנדל"ן למגורים הונח כי משנת 2013
10 ואילך לא יהיו לחברה הכנסות ממגזר זה.
 - 11 - התחזית לגבי התפתחות ההכנסות בתחום הייזום והפיתוח נסמכת על תחזיות
12 החברה לגבי התקדמות הבנייה בפרויקטים שונים, מועדי המסירה המשוערים
13 וההכנסות הצפויות בכל שלב. המומחית ערכה תרשים המתאר את התפתחות
14 ההכנסות החזויות בתחום הייזום והפיתוח בשנים 2013-2017.
 - 15
16 המומחית הגיעה, כאמור, למסקנה כי השווי המוערך של החברה הינו בסכום של כ-
17 953 מיליון ₪.
 - 18 כמו כן, ערכה המומחית טבלה ניתוח רגישות המתייחסת לשיעור צמיחה בין 2% ל-
19 4% ושיעור היוון בין 6% ל- 8%.
 - 20
 - 21 - **חוות הדעת מטעם המשיבה**
 - 22 המשיבה הגישה כאמור שתי חוות דעת מטעמה:
23
 - 24 **חוות הדעת הביקורתית**
 - 25 חוות דעת זו נערכה, כאמור, בתגובה לחוות דעתה של דיאמנדי.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

- 1
- 2 בחוות הדעת הביקורתית צוינו תשע שגגות מהותיות בחוות הדעת של דיאמנדי:
- 3 - **בחירת מקדם היוון אחיד לחברה מבלי להבחין בין רמות הסיכון של תחומי**
- 4 **הפעילות השונים** – לדברי דובנר יש לקבוע שיעור היוון גבוה יותר לכלל הפעילות
- 5 של החברה ובמיוחד לגבי פעולות הייזום והפיתוח.
- 6 - **הנחות בלתי מבוססות באשר להון חוזר.**
- 7 - **תחזית תזרים מזומנים מוגזמת ולא מבוססת.**
- 8 - **הנחה ספקולטיבית בדבר המשך פעילות הייזום והפיתוח מעבר לצבר**
- 9 **הפרויקטים הקיים** – דובנר ציין כי לחברה אין כל תכניות קונקרטיות לפרויקטים
- 10 עתידיים במועד ביצוע הערכה. לכן, רוכש זהיר של מניות החברה לא היה משלם
- 11 סכום משמעותי כלשהו בגין תקוות בלתי ניתנות לזיהוי וספקולטיביות בקשר
- 12 לפיתוח עתידי. מסקנה זו נובעת גם מהעובדה כי מדובר בחברה שהיא חדשה
- 13 בתחום פיתוח הנדל"ן.
- 14 - **חישוב שגוי של מקדמי היוון** – במסגרת סעיף זה נאמר על ידי דובנר כי דיאמנדי
- 15 עשתה שימוש בנתוני השוק הישראלי כדי לקבוע את מקדמי ההיוון, כאשר מדובר
- 16 בחברה אשר פועלת בקנדה. מקדם הסיכון נובע בעיקר מנתונים מקומיים ושיעור
- 17 ההיוון אמור לשקף נתונים קנדיים ולא נתונים ישראליים.
- 18 עוד נאמר בהקשר זה כי יש לקבוע שיעור היוון שונה לכל אחד מתחומי הפעילות
- 19 של החברה, תוך קביעת פרמיית "קוטן" אשר נעה בין 4% ל- 5% (בהתאמה לכל
- 20 אחד מתחומי הפעילות).
- 21 בהתאם לזאת נקבעו שיעורי ההיוון כלהלן: **דיוור מוגן** – 6.75%, **נכסים מניבים**
- 22 **7.75%, ייזום ופיתוח** – 8.25%.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

- 1 - בחירת נתוני צמיחה בלתי סבירים - לדברי דובנר, הן הנחת הצמיחה בשיעור 3%
- 2 והן הנחת הגידול בהוצאות בשיעור 1% בלבד, אשר נעשו על ידי דיאמנדי, אינן
- 3 סבירות.
- 4 - ביסוס חוות הדעת על נתונים שגויים בדבר שיעור המס המוטל על החברה בקנדה
- 5 – לדברי דובנר שיעור המס הרלוונטי נע בין 26.5% ל- 26.9%.
- 6 - נושאים נלווים.
- 7 - חוות הדעת לא כללה בדיקת אימות.
- 8
- 9 חוות הדעת העצמאית מטעם המשיבה
- 10 האמור בחוות הדעת הביקורתית קיבל ביטוי גם בחוות הדעת העצמאית בעניין השווי
- 11 ההוגן.
- 12 בחוות הדעת העצמאית נאמר כי ההנחיה אשר התקבלה מבא כוח המשיבה הייתה
- 13 לבצע הערכת שווי על פי שיטת ה- DCF.
- 14 דובנר ציין כי אופי פעילות הייזום והפיתוח של החברה גורם למספר קשיים בביצוע
- 15 הערכה על פי שיטת ה- DCF:
- 16 הפעילות הקצרה של החברה בייזום ופיתוח מקשה על תחזית עתידית; הפרויקטים
- 17 במסגרת פעילות הייזום והפיתוח מורכבים ממספר שלבים אשר לכל אחד מהם ישנו
- 18 פרופיל סיכון שונה.
- 19 לאור זאת, קביעת שיעור ההיוון על בסיס מצטבר בגין פעילות הייזום והפיתוח -
- 20 דורשת שיקול דעת מקצועי ברמה גבוהה.
- 21 בוצעה בדיקת סבירות של ההערכה באמצעות מספר אינדיקציות לשווי. בין היתר,
- 22 היסטוריה של שערי המניות הנסחרות ומכפילים של חברות אשר ניתן להשוות אותן
- 23 בדרך מסוימת לחברה.
- 24 חוות הדעת ציינה את חשיבות ההבחנה בין תחומי הפעילות השונים של החברה לצורך
- 25 הערכת תזרים המזומנים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 בחוות הדעת נעשתה הערכה נפרדת לתחומי הפעילות של החברה בתקופת תחזית בין
2 2013 ל-2019.

3 תקופת התחזית לגבי פעילות הייזום והפיתוח מכסה כאמור תקופה של שבע שנים
4 ומשקפת את ההקמה והמכירה של יחידות דיור בפרויקטים הקיימים של אלעד.
5 בחוות הדעת נאמר כי נערכו שיחות עם הנהלת החברה לצורך ביצוע הערכת תזרים
6 המזומנים. התחזית כוללת הוצאות הנהלה וכלליות בסכום של 8.2 מיליון דולר בשנת
7 2013 אשר יעלו לסכום של 9.3 מיליון דולר עד שנת 2019.

8 לצורך הערכה בשיטה DCF יוחסו הוצאות הנהלה וכלליות לכל אחד מתחומי
9 הפעילות של החברה בהתבסס על רמת הוצאות בחברות ציבוריות דומות.
10 הייחוס לפעילות הייזום והפיתוח בוצעה בדרך שיורית, כאשר הסכומים נעו בין 4.7
11 מיליון דולר בשנת 2013 ל-5 מיליון דולר בשנת 2019. הונח גידול של 2% לשנה בגין
12 הוצאות פרסום. התוצאה הכוללת היא הוצאות הנעות בין 1%-ל-6% בתקופת
13 התחזית.

14 שיעור המס שנקבע בחוות הדעת הוא 26.7%.
15 שיעור ההיוון בגין פעילות הייזום והפיתוח נקבע, כאמור, ל-8.25%.

16 בסעיף הנושא את הכותרת "Terminal Value" נאמר כי עורך חוות הדעת בדעה
17 שהשווי המיוחס לפעילות הייזום והפיתוח של החברה, משקף את הפרויקטים
18 הקיימים, ואת הבעלות או את הגישה למקרקעין לשם פיתוח עתידי וכן נכסים
19 קיימים להמרה או לפיתוח מחדש.

20 **"The inclusion of any value for future developments for which Elad does**
21 **not hold lands or options for lands is in our view speculative and should**
22 **not be factored into a DCF calculation for the Company."**

23
24



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 כמו כן, נעשתה הערכת תזרים מזומנים לגבי הפעילות המסחרית, על בסיס הנחת
2 צמיחה קבועה בשיעור 2% לשנה. גם בסעיף זה תוארה דרך ייחוס הוצאות הנהלה
3 וכלליות. שיעור ההיוון נקבע, כאמור, ל-7.75%.
4 חישוב נפרד נעשה לגבי הפעילות ביחידות דיור המוגן, כאשר שיעור ההיוון נקבע,
5 כאמור, ל-6.75%.
6 גם בחוות דעת זו ניתן הסבר לשימוש אשר נעשה בפרמיית הקוטן לכל אחד מתחומי
7 הפעילות של החברה.
8 השווי ההוגן למניה נקבע בסך של 16.19 ₪ למניה כנקודת אמצע, כאשר הסכום
9 הנמוך הוא 14.75 והסכום הנמוך הוא 17.81 ₪ למניה.
10 לאור זאת נאמר בחוות הדעת כי הסכום של 16.6 ₪ שהוצע בהצעת הרכש הינו בגדר
11 שווי הוגן.
12

- חוות הדעת המשלימה של דיאמנדי

14 בחוות הדעת המשלימה התייחסה דיאמנדי להערות אשר הועלו בחוות הדעת
15 הביקורתית של דובנר.
16 צוין כי הפערים המשמעותיים בין הערכות השווי נובעים משלושה נושאים עיקריים
17 כאשר שניים מהם נוגעים למתודולוגיה של הערכת השווי.
18 נאמר כי הנושא המהותי ביותר במונחים של השפעה על השווי המוערך של החברה
19 היא שאלת המשכיות פעילות הייזום והפיתוח.
20 לטענתו של דובנר, בחינת שוויה של פעילות היזמית של החברה צריכה להתבסס על
21 צבר הפרויקטים הנוכחי בלבד.
22 לדברי דיאמנדי אין לטענה זו היגיון עסקי. כדי להעריך באופן הוגן את שווי המניות
23 של החברה יש להתייחס לפעילות הייזום והפיתוח כפעילות מתמשכת. הנחה בדבר
24 הפסקת פעילות הייזום טומנת בחובה טענה סמויה כי יש להעריך פעילות זו לפי שווי
25 נכסי בלבד ולא בשיטת DCF.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 גישה נכסית זו מתעלמת מנכסים איכותיים כגון הנהלת החברה; ידע וניסיון שנצבר;
2 יכולת שיווק מוכחת; קשרים עם רשויות מקומיות ויחסים סינרגטיים עם חברת האם
3 ובעל השליטה. גישה זו נוגדת לחלוטין את עקרון העסק החי.
4 עוד נאמר כי תחום הייזום והפיתוח הוא תחום הפעילות המהותי ביותר עבור החברה.
5 היקף הקמת הפרויקטים לעומת יתר פעילות החברה מכתוב באופן חד משמעי את
6 האופי היזמי של החברה.
7 לשיטת דיאמנדי, מניית עבודתו של דובנר עצמו עולה כי נתח הפעילות היזמית
8 (במונחי תזרים מזומנים) עומד על 86% בין השנים 2013-2019. לכן, טענת דובנר על
9 פיה החברה תפסיק לחלוטין את פעילות הייזום והפיתוח היא בגדר אבסורד.
10 בהתבסס על המודל הקנדי ועל פי שיעורי ההיוון שנקבעו על ידי דובנר, תוך הנחה כי
11 תזרים המזומנים בשנה המייצגת הוא כ-49 מיליוני דולר קנדי (ממוצע תזרימי
12 המזומנים בשנים 2013-2019 וכן תזרים שלילי לשנת 2012 – ד.ק.) – ההנחה בדבר
13 פעילות הפסקת הייזום גורעת כ-356 מיליוני דולר קנדי מערך החברה או כ-11.8 ש"ח
14 למניה.
15
16 נושא נוסף המשפיע על השווי המוערך של החברה הוא אופן חישוב שיעור ההיוון
17 המגלם, בין היתר, את רמת הסיכון של החברה.
18 בחישוב שיעורי ההיוון מוסיף דובנר פרמיית סיכון למחיר ההון של החברה, בשל
19 קוטנה הנטען במונחי שוק - בהשוואה לשווי השוק של חברות המרכיבות את מדד
20 S&P500.
21 כמו כן נטען על ידי דובנר כי יש לנתח את שיעורי ההיוון של החברה על רקע השוק
22 הקנדי.
23 לדברי דיאמנדי, מדובר בטעות מתודולוגית שכן מנייתיה של החברה ואגרות החוב
24 שלה נסחרו בבורסה בתל-אביב והיא אף גייסה הון וחוב בבורסה זו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 לכן, יש לבחון את החברה על רק אלטרנטיבות השקעה בשוק המקומי ולא בשוק
2 הקנדי.
3 שיעורי ההיוון שחושבו על ידי דובנר הם גבוהים מדי ולא משקפים את הסיכון
4 האמיתי של החברה.
5 אין להוסיף פרמיית קוטן שכן החברה אינה חברה קטנה ביחס לשוק הישראלי.
6 עוד נאמר כי החברה היא הזרוע הקנדית של אלעד גרופ אשר פועלת בסינרגיה מלאה
7 עם חברת האם.
8 לכן, אף אם היה נכון לבחון את מחיר ההון והחוב של החברה על רקע השוק הקנדי,
9 לא נכון לייחס לה פרמיית קוטן.
10 דיאמנדי ציינה הסתייגויות לסוגיות פרמיית הסיכון לקוטן בספרות המקצועית.
11 לדבריה, גם לשיטתו של דובנר הוספה פרמיית סיכון גבוהה מידי.
12 שיעורי ההיוון חושבו בטווח שבין 6.75% ל- 8.25% בהתאם לתחומי הפעילות של
13 החברה. לשיטתו של דובנר יש להוסיף פרמיית סיכון של 4%-5% למחיר ההון של
14 החברה. לא ברור כיצד חושבה פרמיה זו.
15 גם אם היה מקום להעריך את שווי החברה על רקע השוק הקנדי, הרי תוך התבססות
16 על דוח קנדי, צריכה פרמיית הקוטן להיות בטווח של 2.68% ל- 2.94%.
17 כלומר, 2.8% במוצע ולא 4% עד 5% כפי שנקבע על ידי דובנר.
18 דיאמנדי ציינה בלוח את השפעת פרמיית הסיכון, כאשר יתר הגורמים קבועים, על
19 שיעורי ההיוון של החברה בהתאם למודל הקנדי. זאת מבלי להתייחס להמשכיות
20 פעילות הייזום.
21 על פי חישוב זה שווי החברה על פי הערכת דובנר הוא 491 מיליוני דולר קנדי. באותם
22 נתונים, כאשר הפרמיה לקוטן היא 2.8 מיליון, מגיע שווי החברה לסכום של 530
23 מיליוני דולר קנדי.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 בהתאם למודל הקנדי מביא חישוב הכולל תקופת טרמינלית, בהנחה כי שיעור
2 הצמיחה הטרמינלית של התזרים הנובע מהפעילות היזמית הוא 2% בדומה לתחומי
3 הפעילות האחרים, ובהיוון ממוצע של 7.2% - לשווי חברה של כ- 1.1 מיליוני ₪ דולר
4 וכ- 37 ₪ למניה.
5 סכום זה עולה אף על השווי שהוערך על ידי דיאמנדי עצמה.
6 עוד נאמר, בין היתר, כי לכל תחום פעילות יש אכן פרופיל סיכון שונה. עם זאת,
7 סבורה דיאמנדי כי במקרה הנוכחי נכון להשתמש בשיעור היוון אחיד ומשוקלל.
8
9 דיאמנדי התייחסה לטענתו של דובנר באשר להנחות בלתי מבוססות בדבר ההון
10 החוזר של החברה – מדובר, לדבריה, בניסיון לייחס לה טעות, למרות שברור לדובנר
11 כי הכוונה היתה לשינויים בהון החוזר ולא בהון החוזר.
12
13 באשר לטענתו של דובנר לפיה קיימת הגזמה בחיזוי התזרים, ציינה דיאמנדי כי
14 התזרים המצטבר בשנים 2013-2019 לפי חוות הדעת של דובנר, גבוה בכמעט פי 2
15 מהתזרים שחושב על ידה באופן שמרני ביותר.
16 דיאמנדי חזרה והבהירה כי אין מקום לטענתו של דובנר על פיה ההנחה כי פעילות
17 הייזום תמשך מעבר לצבר הפרויקטים הנוכחי היא הנחה ספקולטיבית.
18 עוד קיימת התייחסות לטענתו של דובנר כי שיעורי הצמיחה בשיעור 3% בערכים
19 נומינאליים הם מוגזמים ובלתי סבירים.
20 נאמר כי הכלכלה הקנדית צמחה בקצב מהיר בהרבה בהשוואה לשיעור הצמיחה
21 שהונח לגבי צמיחת החברה.
22 ההערכות אותן כינה דובנר "לא מציאותיות" הן בעלות השפעה זניחה כמעט על מחיר
23 המניה בהשוואה לחישוב שבוצע על ידי דובנר.
24 נטען כי הנחת המס בשיעור 25% היא סבירה ואף שמרנית.
25



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 באשר לטענתו של דובנר כי לא נעשה אימות של חוות הדעת – נאמר כי התבקשה
2 הערכת שווי בשיטת DCF. בלתי אפשרי כמעט להשוות את החברה לחברות נדל"ן
3 דומות, שכן אין חברות ציבוריות עם מאפיינים דומים.

5. דיון והחלטה

א. הנטל המוטל על מבקש אישור תביעה כייצוגית

7 בהתאם להוראות סעיף 8 (1) לחוק תובענות ייצוגיות מוטל בשלב הראשון על מבקש
8 האישור להוכיח קיומה של אפשרות סבירה שטענותיו יתקבלו.

9 העמדות השונות אשר הובעו בעניין הצורך להיכנס בשלב הדיון בבקשת האישור לעובי
10 הקורה בבירור השאלות השנויות במחלוקת, פורטו על ידי כב' השופטת רות רונן
11 בת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ מבנה תעשייה ומלאכה בע"מ (להלן: "עניין
12 מ.ת.מ").

13 ברע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' עמוסי נקבע על ידי כב' המשנה
14 לנשיאה השופט ריבלין כי החמרת התנאים מעבר לקבוע בחוק תובענות ייצוגיות
15 חורגת מהאיזון שנקבע על ידי המחוקק ואינה ראויה. דיון המבוצע באופן זה אינו יעיל
16 לדבריו, שכן נוצרת כפילות בין הדיון בתובענה עצמה לבין הדיון בבקשת האישור.

17 ברע"א 3489/09 מגדל חברה לביטוח בע"מ נ' חברת ציפוי מתכות עמק זבולון בע"מ
18 הובעה עמדה שונה.

19 כב' השופטת ברק-ארז קבעה (סעיף 41 לפסק הדין) כי מטרת השלב המקדמי היא
20 למנוע אישור תביעות סרק, מבלי להרתיע תובעים מהגשת תובענות ייצוגיות צודקות.

21 בפסיקת בית המשפט העליון נקבע כי מי שמבקש לאשר תובענה כייצוגית חייב לשכנע
22 את בית המשפט במידת הסבירות הראויה, ולא על פי האמור בכתב התביעה בלבד, כי
23 הוא עומד בכל התנאים לאישור תביעה כייצוגית ובכלל זה דרישה לקיום עילת תביעה
24 אישית: "המבחנים לאישורה של תובענה ייצוגית הם מחמירים מאלה שעל פיהם
25 נבחנת בקשה לסילוק על הסף של תביעה רגילה. על התובע הייצוגי להניח בפני בית



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 המשפט תשתית משפטית וראייתית התומכת, לכאורה, בתביעתו. בשונה מן התובע
2 בתביעה רגילה, המבקש לאשר תובענה כייצוגית אינו יכול להסתפק בעובדות
3 הנטענות בכתב התביעה, אלא מוטלת עליו החובה להוכיח באופן לכאורי... בית
4 המשפט שדן בבקשה נדרש להיכנס לעובי הקורה, ולבחון היטב – משפטית
5 ועובדתית – האם מתקיימים התנאים לאישור התובענה כייצוגית".

6
7 נראה כי יש אכן מקום לבחון לעומק את השאלות השנויות במחלוקת כבר בשלב
8 האישור, ולהיכנס לעובי הקורה כדי לקבוע האם ישנו סיכוי סביר שעמדת מבקש
9 האישור תתקבל.

10 מקובלת עלי לחלוטין עמדת כב' השופטת רונן כפי שהובעה בעניין **מ.ת.מ.**, כי כאשר
11 מדובר בשאלות משפטיות, יכול בית המשפט לברר אותן לעומקן כבר בשלב הראשון
12 של הדיון. באשר למחלוקות העובדתיות, די בקיום אפשרות סבירה כי טענות המבקש
13 יתקבלו כדי שבית המשפט יאשר את הבקשה ואין בדרך כלל מקום לברר מחלוקות
14 אלה עד תום, בשלב בקשת האישור.

15
16 במקרה שלפניי ישנן מחלוקות משפטיות בין הצדדים באשר לנטלי ההוכחה ולמשקל
17 חוות הדעת מטעם המומחים, אותן ניתן לברר כבר בשלב הראשוני של בקשת
18 האישור.

19 עם זאת, אין צורך להידרש בשלב זה של הדיון למחלוקות פרטניות באשר להערכת
20 השווי אשר בוצעה על ידי המומחים מטעם שני הצדדים.

ב. סעד ההערכה – המסגרת הנורמטיבית

21
22 כדי לבחון את מהותו של סעד ההערכה אשר התבקש בבקשת האישור, יש להבהיר
23 בשלב ראשון את המסגרת הנורמטיבית בה מצוי הסעד.

24 החלק השמיני של חוק החברות נושא את הכותרת "**רכישת חברות**".



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

- 1 הפרק הראשון של חלק זה דן במיזוג, הפרק השני דן בהצעת רכש מיוחדת, והפרק
- 2 השלישי דן ב"מכירה כפויה של מניות".
- 3 סימן א' לפרק זה מסדיר את הנושא של רכישת מניות מיעוט בידי בעל שליטה בחברה
- 4 ציבורית.
- 5 סעיף 336(א) דן ב"הצעת רכש מלאה". מונח זה הובהר על ידי כב' השופט דנציגר
- 6 בפסק דין עצמון.
- 7 כאשר מבקש אדם לרכוש מניות בחברה ציבורית, כך שלאחר הרכישה יהיו בידיו מעל
- 8 90% ממניות החברה או מסוג מניותיה, לא תתבצע הרכישה אלא בדרך של הצעת
- 9 רכש מלאה. מהוראה זו, הקבועה בסעיף 336(א) לחוק החברות, משתמע האיסור החל
- 10 על המציע לערוך עסקאות פרטיות עם בעלי מניות בחברת המטרה, אשר יובילו
- 11 להגדלת אחזקותיו מעל 90% מהמניות - שלא בדרך של הצעת רכש מלאה.
- 12 הצעת רכש מלאה תתקבל כאשר שיעור הניצעים שלא נענו לה נופל מ- 5% מהון
- 13 המניות המונפק.
- 14 הרוב הדרוש לשם קבלת ההצעה מוסדר בסעיף 337.
- 15 כאשר התקבלה הצעת רכש כאמור - שיעור הניצעים שנענו לה היה כזה ששיעור
- 16 אחזקותיו של המציע עלה על 95% - מחויב המציע לרכוש את כלל מניות החברה
- 17 הנותרות באותו מחיר. אותה רכישה כפויה כונתה בפסק דין עצמון "FREEZEOUT"
- 18 ובפסק דין קיטאל "רכישה החוצה".
- 19 הוראת סעיף 338(א) מעניקה לניצעים בהצעת רכש מלאה את האפשרות לפנות לבית
- 20 משפט בבקשה לסעד הערכה.
- 21 כב' השופט דנציגר הבהיר כי ההסדר בחוק לעניין הצעות רכש בא להגשים מספר
- 22 תכליות. עיקר מטרתו לסייע בעריכת עסקאות רכש יעילות תוך הבטחת הגינות
- 23 המסחר, שוויון בין בעלי המניות וזכויות בעלי מניות המיעוט.
- 24



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 התוצאה הסופית של הצעת רכש מלאה ורכישה כפויה במסגרתה היא הפיכת החברה
2 הציבורית לחברה פרטית.
3 כב' השופט דנציגר הסביר בפסק דין **עצמון** כי הערך שבעל שליטה מייחס לעסקת
4 הרכישה, אשר תוביל, כאמור, להפיכת חברת המטרה לחברה פרטית בבעלותו המלאה
5 **"GOING PRIVATE"** - נובע מחיסכון בעלויות הכרוכות בחובות הדיווח המוטלות על
6 חברה ציבורית כמו גם שחרור מעול המיעוט: **"האחדת הבעלות והניהול, שהפרדתן**
7 **היא היוצרת את "בעיית הנציג", חוסכת בעלויות ומאפשרת ניהולה של החברה בלא**
8 **התחשבות באינטרסים זרים.**" (סעיף 37 לפסק הדין).
9 על דברים אלה חזר כב' השופט דנציגר בפסק דין **קיטאל** (סעיף 44 לפסק דינו).
10
11 באשר לסעד ההערכה – הובהר בפסק דין **עצמון** כי אין להתעלם מכך שהזכויות
12 הקנייניות של חלק מבעלי המיעוט ניטלות מהם בניגוד לרצונם (סעיף 38 לפסק הדין).
13 דרישת הרוב הקבועה בחוק מקהה את הפגיעה הקניינית באמצעות מנגנון הכרעה
14 קולקטיבי, אך אינה מאיינת אותה. מכאן עולה החובה להעניק לבעלי המניות תמורה
15 הוגנת עבור מניותיהם.
16 **"משכך, מנגנון הפיקוח השיפוטי בדמות "סעד הערכה" שניתן בדיעבד, אשר**
17 **הוענקה לניצעים הזכות לבקש להפעילו, בכוחו לתקן תמורה בלתי הוגנת ששולמה**
18 **לניצעים בהצעת הרכש. כך מאוזנת הפגיעה בזכויותיהם הקנייניות של בעלי מניות**
19 **המיעוט ונשמרת הגנתם מפני ניצול כוחו של בעל שליטה המבקש להרוויח על**
20 **חשבונם.**" (סעיף 38 סיפא לפסק הדין).
21
22 בפסק דין **קיטאל** הוסיף כב' השופט דנציגר כי סעד ההערכה צומצם, מראש, למקרים
23 של רכישה כפויה של מניות מיעוט בידי בעל שליטה בחברה ציבורית במסגרת הצעת
24 רכש מלאה. עסקאות אלה מעוררות חשש מובנה לניגוד עניינים ולניצול כוחו של בעל
25 השליטה על מנת להתעשר על חשבון בעלי מניות המיעוט.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 "כאמור, תכליתו של סעד הערכה בנסיבות אלה הינה להגן על בעלי מניות המיעוט
2 מפני ניצול לרעה של הכוח המצוי בידי בעל שליטה מחד, ולהבטיח הגינות של
3 המסחר וקיומן של עסקאות רכש יעילות מאידך. בבואנו לפרש ולסמן את גבולותיו
4 של סעד ההערכה יש לשמור על התכלית האמורה ולהיזהר מצמצום מלאכותי של
5 נפקותו של סעד זה." (סעיף 54 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר).
6
7 כב' השופט דנציגר הבהיר כי חוק החברות כולל שני מנגנוני הגנה על הניצעים במסגרת
8 הצעת רכש מלאה. המנגנון הראשון הינו דרישה כי תתקבל הסכמת רוב הניצעים וכי
9 המיעוט שלא קיבל את ההצעה לא יעלה על 5% - מנגנון מסוג "כלל קניין".
10 המנגנון השני הינו סעד ההערכה אשר מקנה לניצעים את האפשרות לפנות לבית
11 המשפט ולהוכיח כי התמורה אשר הוצעה עבור המניות אינה משקפת שווי הוגן –
12 מנגנון מסוג "כלל אחריות".
13
14 בסיכומי המשיבה פורטו שני מנגנוני הגנה אלה, תוך ציון ביקורת מלומדים על סעד
15 ההערכה.
16 לדברי המשיבה, אוזכרה ביקורת זו ביחס לסעד ההערכה לא כדי לקרוא תיגר על עצם
17 קיומו של סעד ההערכה - אלא כדי לחדד את מורכבות הסעד והיותו מכשיר רב
18 עוצמה ומרחיק לכת.
19 "לטעמנו, יש במובאות אלו כדי לתמוך במדיניות של ביקורת שיפוטית מרוסנת
20 ועשיית שימוש מידתי וזהיר בסעד זה במיוחד בתיק כאן" (סעיף 13 לסיכומים).
21 לביקורת על הסדר הצעת הרכש המלאה התייחס כבר כב' השופט דנציגר בפסק דין
22 קיטאל.
23 עיקר הביקורת הופנה, לדבריו, כלפי כפל ההגנות שניתן לבעלי מניות המיעוט.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 כב' השופט דנציגר היפנה, בין היתר, למאמרו של אוריאל פרוקצ'יה מאחורי הקלעים
2 משפטים לב (2) 303 ולמאמרו של זוהר גושן **מבט ביקורתי על חוק החברות החדש:**
3 **תכלית החברה, הצעת רכש והתובענה הייצוגית** משפטים לב 381.

4 למאמרים אלה הפנתה גם המשיבה במסגרת טענתה בדבר ביקורת מלומדים על סעד
5 ההערכה.

6 בעניין **קיטאל** צוין במפורש כי בקרב רוב המלומדים לא נתפס מנגנון ההגנה הכפול
7 כמנגנון מיותר ולא עורר ביקורת (ההדגשה שלי - ד.ק.).

8 קביעתו של כב' השופט דנציגר בעניין זה הייתה ברורה **"כך או כך, עלינו לצאת**
9 **מנקודת הנחה שהמחוקק אינו משחית מילותיו לריק ואינו יוצר מנגנון הגנה כפול**
10 **בהיסח הדעת."**

11 לפיכך, אין מקום לקבוע כי בהתבסס על הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש קמה
12 חזקה בדבר הוגנות התמורה. (סעיף 58 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר).

13 יתרה מזאת, נקבע אף במפורש כי אין הצדקה לצמצם מראש את הוראות סעיף 338
14 לחוק החברות רק למקרים בהם קיימת תשתית ראייתית לכאורית לכך שבהצעת
15 הרכש נפלו פגמים פרוצדוראליים כגון: הטעיה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים.

16 באשר לדברי המשיבה, בדבר הצורך בביקורת שיפוטית מרוסנת, אין ספק כי על בית
17 המשפט לערוך, בכל מקרה, ביקורת שיפוטית זהירה ואחראית. אולם, אין לראות
18 בסעד ההערכה כסעד מרחיק לכת אשר יש לעשות בו שימוש במקרים חריגים בלבד,
19 כפי שעולה מאותם מאמרים אשר נזכרו בסיכומי המשיבה – אשר אינם מבטאים את
20 עמדת רוב המלומדים ואף לא את פסיקת בית המשפט העליון.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1
2 ג. דרך בחינת המחיר ההוגן
3 **- טענת המשיבה בדבר מחיר השוק של המניות**
4 המשיבה טענה כי יש לדחות את בקשת האישור שכן המחיר ששולם עבור המניות היה
5 גבוה בהרבה ממחיר המניה הממוצע בבורסה בששת חדשי המסחר שקדמו לתאריך
6 המפרט.
7 לטענה זו התייחסה המשיבה גם בהקשר לחוות הדעת של דיאמנדי.
8 בסעיף 55 לסיכומים הפנתה המשיבה לדעות שופטי המיעוט בפסק דין **קיטאל**, אשר
9 העדיפו את שיטת שווי השוק לשם הערכת שווי החברה.
10 אין לקבל עמדה זו.
11 בפסק דין **קיטאל** הוחלט ברוב דעות של כב' השופטים: דנציגר, רובינשטיין, גובראן
12 וחיות כי יש להעדיף את שיטת ה- DCF כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של
13 המניות בהצעת רכש מלאה, אלא אם כן מצא בית המשפט כי הנתונים המאפיינים של
14 המקרה שלפניו מצדיקים שיטת הערכה אחרת.
15 בפסק דין **קיטאל** הפנה כב' השופט דנציגר לפסק דין **עצמון** בו הוסבר כי כאשר הצעת
16 הרכש המלאה נערכת על ידי בעל השליטה, כפי שהתרחש הן בעניין **עצמון**, הן בעניין
17 **קיטאל** והן במקרה שלפניי, מתעורר חשש שהערכת מניות המיעוט על פי שווי השוק -
18 תוביל להערכת חסר של המניות ולהתעשרות של בעל השליטה על חשבון בעלי מניות
19 המיעוט.
20 הוסבר החשש הנובע מיכולתו של בעל השליטה לבצע מניפולציות במחיר המניה.
21 עוד נאמר, כי מאפיינים כלליים של שוק ההון משליכים אף הם על מידת אמינותה של
22 הערכת שווי השוק: **"...כאשר המסחר במניות דל והיקפו מצומצם הנחת התחרות**
23 **המשוכללת בשוק נסתרת"** (סעיף 60 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר).
24
25 במקרה שלפניי, היה אכן מסחר דל במניות והמחיר אף היה במגמת ירידה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 בסעיף 26 לתצהירו ציין שניצר כי המחיר בו נסחרה מניית החברה בבורסה היה
2 במגמת ירידה החל ממועד הנפקה וגם מחזורי המסחר במניה לא היו משמעותיים
3 דיים.
4 מהאמור בתצהיר עולה בפירוש הקשר הישיר בין מחזורי המסחר והירידה במחיר.
5 בחקירתו הנגדית אישר שניצר כי בתקופה שבין סוף 2011 לתחילת 2012 היו הרבה
6 ימים בהם כלל לא היו עסקאות וכך גם בתקופה שבין יולי 2011 עד ספטמבר 2011.
7 שניצר העיד " ... באופן כללי לא היה מסחר". שניצר נשאל האם הסחירות הנמוכה
8 היתה מרכיב בירידה של ערך המניה. שניצר לא נתן תשובה של ממש וטען כי מדובר
9 בשאלה כלכלית במהותה; זאת, למרות ההקשר הברור בין הדברים, כפי שנעשה על
10 ידי שניצר בתצהירו. שניצר הוסיף כי בתצהיר ציין שתי עובדות – סחירות נמוכה
11 ומגמת ירידה במחיר ויתכן שהן קשורות. מדובר בתשובה בלתי ישירה שאינה עולה
12 בקנה אחד עם האמור בתצהירו של שניצר וגם עם ההגיון העסקי מציון אותן שתי
13 עובדות.
14 יתרה מזאת, שניצר גם אישר כי במהלך התקופה בה נסחרו ניירות הערך של החברה
15 בבורסה, חולקו פעמיים דיבידנדים וכי עסקי החברה התנהלו בצורה פחות או יותר
16 טובה. שניצר נשאל האם היה שינוי לרעה בחברה במהלך התקופה שבה נסחרה
17 בבורסה ותשובתו היתה שלילית (עמ' 91 לפרוטוקול).
18 גם עובדה זו מצביעה על כך שהירידה במחיר המניות לא הייתה קשורה למצבה של
19 החברה. סביר לכן כי היה אכן קשר ישיר בין המסחר המצומצם בבורסה לבין המחיר.
20 בנסיבות אלה קשה לקבל את עמדתה של המשיבה לפיה יש משמעות של ממש למחיר
21 השוק בבורסה בתקופה שקדמה לפרסום המחיר בהצעת הרכש.
22 שניצר אישר כי שמע על פסק דין קיטאל אשר ניתן כ-4 חודשים לפני שפורסמה הצעת
23 הרכש.
24 אולם, לדבריו לא מצאה החברה לא מצאה לנכון לבקש הערכת שווי בשיטת D.C.F
25 "כי לא מצאנו לנכון, שזה למקרה שלנו בהכרח רלבנטי" (עמ' 85 לפרוטוקול).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 במקרה הנוכחי, ישימים במיוחד דברי בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל, אותם
2 ציטט כבי' השופט דניצגר בהמשך סעיף 60 לפסק דינו: "לא יעלה על הדעת כי שוויה
3 הבורסאי של המניה המושפע, בין השאר, מהיקפי המסחר בה ורמת סחירותה, או
4 מהעובדה שבעל שליטה מרכזי המחזיק במרבית מניות החברה, מעוניין להפחית או
5 להעלות את מחיר המניה בבורסה בזמן נתון משיקולים שונים, ובכוחו כי רב לעשות
6 כן, ישמש כבסיס, או כמדד עיקרי, לקביעת הוגנותו של המחיר ברכישה כפויה של
7 מניות המיעוט. אם לא נגרוס כך נמצא מנטרלים או משבשים את האפקטיביות של
8 הוראת סעיף 338 (א) ומסכלים את התכלית אותה ביקש המחוקק להגשים, דהיינו
9 שמירה מפני פגיעה כלכלית בניצעים, אשר מכירת המניות נכפתה עליהם"
10 אין, לכן, מקום לקבוע את הוגנות המחיר על פי מחיר השוק של המניה בתקופה
11 שקדמה להצעת הרכש.
12

13 - הערכה על פי שווי פנימי של החברה ושווי החברה כעסק חי
14 בפסק דין עצמון קבע בית המשפט כי שווי המניות יוערך על פי הערך הפנימי
15 (intrinsic value) של החברה, שהוא השווי האוטנטי שלה המבוסס על כל מקור שווי
16 הנובע ישירות מן החברה ובעלי המניות היו נהנים ממנו אם הייתה החברה ממשיכה
17 להתקיים.
18 מקורות שווי כוללים, בין השאר, נכסים קיימים בחברה וההכנסות מהם, כמו גם
19 הכנסות עתידיות.
20 כפי שנגזר מעקרון הערך הפנימי פעולת ההערכה תעשה על פי שוויה של חברה "כעסק
21 חי" (going concern value).
22 ההיגיון של עקרון זה מבוסס על התפיסה כי שווי חברה חיה ונושמת עולה על סך
23 נכסיה הקיימים. העיקרון מוביל למסקנה כי שווי המניות לא ייגזר משווי נכסי
24 החברה בפירוק.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 אימוץ עקרון הערכה על פי שווי של העסק החי מוביל לדחייתה של שיטת השווי
2 הנכסי המבוססת על שווי נכסי החברה בניכוי שווי התחייבויותיה.
3 "סיכומם של דברים, הערכה הנעשית על פי שני העקרונות הראשונים מתחשבת
4 בסביבה העסקית והדינמית בה מצויה החברה ובפוטנציאל הרווח הטמון בה החורג
5 מסך נכסיה. בהביאם בחשבון הזדמנויות השקעה עתידיות העומדות לפני החברה
6 נכון למועד הרכישה, מבטיחים עקרונות אלו, כי חלקו של המיעוט לא יגרע מהם,
7 כלומר שמצבו לא יורע בעקבות הרכישה." (סעיף 51 לפסק דין עצמון).

8
9 על שני עקרונות אלה חזר כב' השופט דניציגר בסעיף 63 לפסק דין קיטאל.
10 העיקרון השלישי הוא כי הערכת השווי תיעשה נכון למועד הגשת הצעת הרכש ולא
11 לאחריו, וכי לא יכללו בה רווחים הצפויים לבעל השליטה בעקבות הרכישה עצמה.

הערכת שווי בשיטת DCF

12
13 בפסק דין קיטאל קבע כב' השופט דניציגר כי השיטה אשר הועדפה בעניין עצמון,
14 בדעת רוב, היא שיטת ה-DCF. שיטה זו עולה בקנה אחד עם תכלית סעד ההערכה
15 ועם העקרונות אשר צוינו לעיל.

16
17 נאמר כי שיטה זו נבחרה על ידי מתקין התקנות כברירת מחדל, כאשר מתעורר הצורך
18 בהערכת חברה לקראת רכישתה (תקנה 8 ב' לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים
19 ומידיים) התש"ל - 1970).

20 הבחירה בשיטה זו משקפת מעבר משיטות הערכה שמרניות, המבוססות על נתוני
21 עבר, כגון שיטת שווי השוק ושיטת השווי הנכסי – לשיטת הערכה מודרנית, צופה פני
22 עתיד.

23 שיטת ה-DCF הינה השיטה המקובלת והמרכזית להערכת חברות בארה"ב ובפרט
24 במדינת דלוואר, אם כי אין זו שיטה אבסולוטית.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 כב' השופט דנציגר ציין כי בפסק דין **עצמון** הובהר כי אין להתעלם מכך ששיטת ה-
2 DCF אינה חפה מבעיות. החשש המרכזי הוא חשש מהטעייה או עיוות של נוסחאות
3 ההערכה. חשש נוסף הוא הפקעת הדיון המשפטי לטובת שיח מומחים מתחרים.
4 בעיות אלה אינן בלתי פתירות ועם מרביתן יתמודד בית המשפט, בין על ידי פיתוח
5 מודעות ואף מומחיות עם הזמן לשיטות ההטעייה השונות ונטרולן - או על ידי מומחה
6 מטעם בית משפט.
7 נאמר (סעיף 70 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר) כי אין חולק שיש חברות שאופי
8 פעילותן אינו מאפשר הערכת שווי על פי שיטת DCF ולכן הערכתן תתבצע באחת
9 משיטות ההערכה האחרות המקובלות. בין היתר, מקובל לומר כי הערכת שווי של
10 חברות המצויות בקשיים ואשר סכנת פירוק מרחפת עליהן, תיעשה בדרך כלל על ידי
11 מודל השווי הנכסי.
12 כמו כן, מקובל לומר כי הערכת שווי של חברות שעיקר נכסיהן כספיים, כגון בנקים
13 וחברות ביטוח, תעשה בשיטות הערכה אחרות, בדרך כלל גם כן על פי מודל השווי
14 הנכסי.
15 נטל ההוכחה בדבר העדר התאמה של שיטת ה- DCF למאפייני של חברה ספציפית
16 מוטל על המציע. אלמלא תוכח אי התאמתה, שיטת הערכה זו אומצה על ידי שופטי
17 הרוב והיא השיטה הקובעת.

18
19 **ד. נטלי ההוכחה בבקשה לסעד הערכה**
20 הנטל להוכיח כי התמורה עבור המניות בהצעת הרכש הייתה בלי הוגנת מוטל לפתחו
21 של מבקש הסעד – מבקש אישור התביעה כתביעה ייצוגית.
22 נטל זה עשוי להתהפך בהתקיים אחד מהמקרים הבאים:
23 "הראשון כאשר הגיש מבקש הסעד הערכת שווי בהתאם לשיטת DCF המוכיחה כי
24 שווי התמורה שהוצעה נפל משווי האמיתי של המניות, יתהפך נטל ההוכחה ויוטל
25 לפתחו של המציע. המציע יעמוד בנטל אם יוכיח כי בנסיבות המקרה קיימת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC נ' מלאכי נ'

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 אינדיקציה משמעותית כי השווי שניתן היה הוגן, או אם הערכת שווי בהתאם
2 לשיטת DCF מטעמו תוכיח זאת.

3 השני, כאשר עלה בידי מבקש הסעד להניח תשתית ראיתית לכאורית המקימה
4 חשד ממשי בדבר פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש...

5 על פי המקרה השלישי, עשוי הנטל לעבור כאשר הוכיח מבקש הסעד כי הצעת
6 הרכש התקבלה לאחר שבמניין קולות הניצעים שנענו לה הובאו קולותיהם של בעלי
7 מניות במציע או מטעמו...” (סעיף 71 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר).

8
9 אחד המקרים בהם יעמוד המציע בנטל להוכיח כי קיימת אינדיקציה משמעותית
10 בדבר הוגנות הצעת הרכש, במסגרת המקרה הראשון, הוא כאשר ניתנת הסכמתו של
11 ניצע גדול ובלתי תלוי להצעת הרכש (סעיף 95 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר). זאת
12 בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם להצעת הרכש, במסגרתה רוכש המציע צבר
13 מניות בחברה במחיר הנופל מהמחיר שהוצע עבור המניה במסגרת הצעת הרכש.
14 לעניין זה ראה פסק דין עצמון (סעיף 74 לפסק הדין).

15
16 ה. טענת המשיבה בעניין ”חזקת הניצע המתוחכם”

17 המשיבה הפנתה לקביעותיו של כב' השופט דנציגר בפסק דין **קיטאל** לעניין המשמעות
18 הרבה שיש לתת להסכמתו של משקיע מוסדי להצעת הרכש, ולהיקש שניתן לערוך בין
19 הסכמת משקיע מוסדי לבין עסקה מרצון קודם להצעת הרכש, במסגרתה צבר המציע
20 בלוק מניות בחברה.

21 המשיבה הפנתה גם להחלטת כב' השופטת רונן בעניין **מ.ת.מ.**

22 בעניין **מ.ת.מ.** קבעה כב' השופטת רונן כי בנסיבות מתאימות עשויה הסכמה של ניצע
23 מתוחכם להצעת רכש, להוות אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה – אינדיקציה
24 בעלת משקל ראיתי נכבד, אף אם לא מכריע.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 לדעת כבי' השופטת רונן, יש טעם רב במתן משקל להסכמה מושכלת של בעל מניות
2 משמעותי ומתוחכם למכירת המניות במחיר מסוים, כאינדיקציה להוגנות המחיר.
3 זאת בוודאי במקום בו מדובר בהסכמה שהיא תולדה של מו"מ, כאשר הסכמתו של
4 הניצע המתוחכם היא מהותית לכך שהצעת הרכש תתקבל. הסכמה כזו עשויה להעיד
5 על כך שגיבוש המחיר הוא תולדה של התמקחות בין שני צדדים המצויים בשני עברי
6 המתרס ודי בכך כדי להעיד שהמחיר הוא הוגן. (סעיף 54 להחלטה).
7 באותו מקרה טענו המשיבות, וטענה זו לא נסתרה, כי לאחר שנכשלה הצעת הרכש
8 הראשונה התנהל מו"מ בין מ.ת.מ לבין הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים
9 בע"מ, ביחס למחיר שהוצע במסגרת הצעת הרכש. המו"מ כלל, בין היתר, פגישות,
10 סיור משותף בנכסי מ.ת.מ ובדיקה פרטנית של נכסי מ.ת.מ על ידי האנליסטים של
11 הראל כדי לגבש עמדה ביחס למחיר שיוצע במסגרת הצעת הרכש. בסופו של המו"מ
12 הוסכם בין מ.ת.מ לבין הראל מהו המחיר שיוצע במסגרת הצעת הרכש.
13 המו"מ התנהל כאשר הצדדים היו מודעים לכך שללא הסכמת הראל, הצעת הרכש לא
14 תתקבל.

15
16 יש לבחון עתה את נסיבות המקרה שלפני.
17 בתגובה לבקשת האישור נאמר ע"י המשיבה כי הצעת הרכש המלאה זכתה להסכמה
18 של רוב מיוחס ממחזיקי המניות והציבור, בראשות המשקיעים המוסדיים.
19 נטען כי תמיכת המשקיעים המוסדיים היא אינדיקציה להוגנות המחיר ובמקרה
20 הנוכחי משקיעים מוסדיים רבים נענו להצעת המכר.
21 בסיכומי המשיבה נאמר כי בעניינו שופרה התמורה לאחר שהתקבלו תגובות
22 מהמשקיעים המוסדיים "אמור מעתה התמורה בהצעת הרכש (16.6 ט) אשר שיקפה
23 את ההון העצמי של החברה, לדרישת המשקיעים המוסדיים, הינה תולדה של משא
24 ומתן או מעין משא ומתן עם המשקיעים המוסדיים. מכאן שהתמורה פרי המו"מ
25 כהסכמה של בעל מניות למכירת מניותיו מחוץ לבורסה. אינדיקציה חיצונית



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 המעידה כי שווי התמורה היה הוגן." (סעיף 29 לסיכומי המשיבה. ההדגשות במקור
2 – ד.ק.).
3
4 אינני רואה מקום לטענת המשיבה בדבר קיומו של מו"מ או מעין מו"מ עם
5 המשקיעים המוסדיים.
6 תגובת המשיבה לבקשת האישור נתמכה בתצהירו של מר **בועז שניצר** (להלן:
7 "שניצר"), בו נאמר כי העובדות ידועות לו שכן ליווה את תהליך הצעת הרכש.
8 בדיווח אשר נמסר לבורסה לניירות ערך על ידי המשיבה תואר שניצר כיועץ החברה
9 והחברה המעסיקה היא ELAD US HOLDING INC.
10 שניצר העיד בתצהיר כי לאחר פרסום הצעת הרכש התקבלו תגובות שונות ממשקיעים
11 מוסדיים ביחס לתמורה המוצעת בסך 14.78 ש"ח למניה.
12 "מאחר שהמציעה קשובה לרחשיי הלב של הציבור, יוחס משקל וטעם להערות אלו
13 שהתקבלו מהמשקיעים המוסדיים, אודות התמורה המוצעת." (סעיף 38 לתצהיר).
14 בהמשך לכך פרסמה החברה דיווח מידי נוסף במסגרתו עדכנה כי המציעה הודיעה לה
15 שהמחיר יעמוד על סך 16.6 ₪ למניה.
16 עוד נאמר בתצהיר כי מבין המשקיעים אשר אישרו ברוב מיוחס (כ-78%) את הצעת
17 הרכש נמנו, למיטב ידיעתו של שניצר, משקיעים מוסדיים רבים. מרבית המשקיעים
18 המוסדיים (כ-70%) נענו להצעת הרכש. (חישוב נערך בסעיף 44 לתצהיר – ד.ק.).
19
20 אין המקרה שלפניי דומה לעובדות המקרה בעניין **מ.ת.מ.**
21 בתצהיר לא צוינו המשקיעים המוסדיים מהם התקבלו הערות; לא צוין תוכן ההערות
22 שהתקבלו; באיזו דרך התקבלו ההערות ומה מהות ההליך של המו"מ או מעין מו"מ
23 אשר התנהל איתם.
24 בחקירה הנגדית של שניצר לא התבררו עובדות נוספות על מנת לבסס טענה בדבר
25 אינדיקציה ברורה לעניין הוגנות המחיר.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 שניצר נשאל מי המשקיעים המוסדיים מהם התקבלו הערות. תשובתו הייתה כי
2 ההליך לווה על ידי מר ישראל אלדר ז"ל אשר נפטר לפני מספר חודשים, ובעיקר הוא
3 היה בקשר עם בתי ההשקעות.
4 לדבריו, התקבלו אינדיקציות מפגישות של בנקאי ההשקעות יחד עם הגופים
5 המוסדיים שצוינו ברשימה שצורפה לתגובה.
6 בסופו של דבר, אישר שניצר כי הוא לא זוכר מי הגופים המוסדיים שפנו למשיבה (עמ'
7 86 לפרוטוקול).
8 שניצר גם אישר כי הגופים המוסדיים לא פנו בכתב אלא טען שהיו שיחות בעל פה.
9 שניצר נשאל האם זה נשמע לו הגיוני כי תוספת של 23 מיליון ₪, שהיא התוספת
10 הכלכלית של העלאת המחיר בהצעת הרכש מסכום של 14.78 ₪ ל- 16.6 ₪, נעשית על
11 סמך שיחות בעל פה וטלפונים.
12 תשובתו הייתה "כן. ... נעשו שיחות שבמסגרתן נאמר לנו בצורה די ברורה, שלמרות
13 שאנחנו הערכנו וחשבנו ש- 14.78 זה שווי הוגן, לאחר כל הבדיקות שאנחנו ערכנו...
14 נאמר לנו בצורה – לא בכתב. בצורה מאוד ברורה אנחנו רוצים להתקרב להון העצמי
15 של החברה. ... ואחרי שאנחנו קיבלנו את האינדיקציה הזו, מאותם גופים שליו
16 אותנו, שהיו בקשר עם הגופים המוסדיים, אנחנו – למעלה, חשבנו לנכון שזה יהיה
17 נכון לבצע בכל זאת את המהלך ולהוציא – כמו שאתה אמרת את הסכום... עוד 23
18 מיליון שקל בשביל להשלים את המהלך הזה." (עמ' 87 לפרוטוקול).
19
20 גם עדות זו לא נתנה למעשה תשובה לשאלות שפורטו לעיל.
21 יתרה מזאת, אין גם כל אינדיקציה לכך שהדרישה, אם הייתה, אשר הועברה, אם
22 הועברה -באמצעות הגופים שליו את המשיבה יהיו בקשר עם הגופים המוסדיים,
23 הועלתה על ידי משקיע מוסדי מהותי או על ידי משקיעים מוסדיים, אשר יחד הייתה
24 להם אפשרות להשפיע על קבלתה או אי קבלתה של הצעת הרכש.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 אינני רואה, לכן, מקום לערוך השוואה בין נסיבות המקרה הנוכחי לבין הנסיבות
2 בעניין מ.ת.מ.
3 העובדות במקרה שלפניי אף אינן מביאות להחלת קביעותיו של כב' השופט דנציגר
4 בפסק דין קיטאל.
5 בעניין קיטאל, בדיון בערעור בעניין קניאל, התייחס בית משפט להסכמתה של
6 אנליסט אי.אם.אס שרותי ניהול והשקעות בע"מ להצעת הרכש.
7 "אנליסט הייתה ניצע גדול ובלתי תלוי (ובלשונו של בית המשפט המחוזי – "ניצע
8 מתוחכם") ובכוחה היה לטרפד את הצעת הרכש, בשים לב להיקף אחזקותיה
9 בחברות. בנסיבות אלה יש ליתן להסכמתה להצעת הרכש משקל ראייתי נכבד, אף
10 אם לא מכריע. סבורני כי ניתן לראות בהסכמתו של ניצע בנסיבות כאלה אינדיקציה
11 חלקית להוגנות התמורה, בהיקש לעסקה שנערכה מרצון קודם להצעת הרכש,
12 במסגרתה רוכש מציע בלוק מניות בחברה. בנסיבות אלה הנטל המוטל על מבקש
13 סעד הערכה הינו להוכיח כי הסכמתו של ניצע מסוגה של אנליסט אינה מהווה
14 אינדיקציה שכזו או כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא נמוך." (סעיף 95 לפסק
15 דינו של כב' השופט דנציגר).
16 טענה ערטילאית, ללא קיומה של תשתית ראייתית של ממש, בדבר פניית משקיעים
17 מוסדיים אשר הביאה כביכול לשינוי המחיר מאחר והמשיבה "קשובה לרחשי הלב
18 של הציבור" - אינה יכולה להוות אינדיקציה משמעותית בעלת משקל ראייתי נכבד
19 להוגנות הצעת הרכש.
20 כל מה שנותר מטענת המשיבה היא העובדה כי הצעת הרכש אושרה ברוב הנדרש על
21 פי הוראות חוק החברות, עובדה שאין בה, כשלעצמה, להשפיע על הוגנות המחיר כפי
22 שכבר פורט לעיל.
23
24
25



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1
2 האם הרים המבקש את הנטל המוטל עליו בשלב זה של הדיון
3 המשיבה לא הוכיחה, אמנם, קיומה של אינדיקציה להוגנות המחיר על יסוד אישור
4 המשקיעים המוסדיים. עם זאת, הגישה המשיבה חוות דעת מטעמה להוכחת השווי
5 ההוגן, בה נאמר כי היא נערכה בשיטת DCF.
6 כאמור לעיל, עם הגשת חוות דעת בשיטת DCF על ידי מבקש הסעד מתהפך הנטל
7 ועובר למציע. המציע יכול לעמוד בנטל אם הערכת שווי מטעמו בשיטת DCF תוכיח כי
8 השווי היה הוגן.
9 לכן, יש לבחון עתה האם ישנם עניינים השנויים במחלוקת בין המומחים של שני
10 הצדדים, ביחס אליהם ישנו סיכוי סביר, לכאורה, כי תתקבל עמדת המומחה מטעם
11 המבקש, כך שיהיה בה כדי לשנות באופן משמעותי את הערכת הוגנות המחיר שהוצע
12 עבור המניות.
13 תפקידו של בית משפט במסגרת בקשה לסעד ההערכה שונה מאשר תפקידו בבחינת
14 מחיר של עסקת מיזוג. בית המשפט אמור להכריע בעצמו מהו השווי ההוגן של
15 המניות ולהשוות שווי זה למחיר המניות בהצעת הרכש.
16 אולם, קביעת המחיר ההוגן על ידי בית המשפט אינה אמורה להיעשות בשלב ראשוני
17 זה של הדיון. לכן, אין צורך להידרש עתה למחלוקות המקצועיות בין המומחים אשר
18 פורטו לעיל כגון: האם שיעור הצמיחה אמור להיות 2% או 1%, השיעור הנכון של
19 ההוצאות הצפויות לכל סוג פעילות של החברה, שיעור ההיוון הנכון ושיעור המס.
20 עם זאת, בין המומחים ישנה לפחות מחלוקת משמעותית אחת שהיא מחלוקת
21 מתודולוגית. אם תתקבל עמדת המבקש במחלוקת זו - יהא בכך להביא למסקנה כי
22 המבקש עמד בנטל הראשוני להוכיח כי יש מקום לקבל את בקשת האישור.
23
24 המומחית מטעם המבקש העריכה, כאמור, את השווי הטרמינאלי של פעילות הייזום
25 והפיתוח של החברה. המומחה מטעם המשיבה לא עשה כן.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 מחלוקת זו כשלעצמה גרעה מהערכת השווי מטעם המשיבה סכום של כ- 356 מיליוני
2 דולר קנדיים או 11.8 ₪ למניה.
3
4 בסיכומים מטעם המשיבה נאמר כי אין כל מקום לטענת המבקש על פיה המומחה
5 הקנדי לא העריך את השווי הטרמינאלי של פעילות הייזום.
6 לדברי המשיבה, ערך המומחה הקנדי הערכת שווי טרמינאלי של פעילות הייזום
7 והפיתוח, אולם תוצאת ההערכה הייתה אפס.
8 עוד נאמר בהקשר זה, כי המומחה הסביר בדיון שהערך הכלכלי הנוכחי של הפעילות
9 הצפויה לאחר תקופת התחזית (2019) הוא אפס.
10
11 אינני רואה מקום לטענה זו.
12 הטענה כי התוצאה של ההערכה היא אפס מקבילה, למעשה, כפי שטען המבקש,
13 לביצוע הערכת שווי על בסיס ערך נכסי.
14 עמדתי הברורה של המומחה הקנדי הייתה כי אין מקום לחישוב שווי טרמינאלי של
15 פעולות הייזום והפיתוח של החברה.
16 דובר קבע באופן חד משמעי בחוות הדעת הביקורתית כי לאור העובדה שלחברה לא
17 היו, כאמור, כל תכניות קונקרטיות לפרויקטים עתידיים במועד ביצוע הערכה, רוכש
18 זהיר של מניות החברה לא ישלם סכום משמעותי בגין פעילות עתידית.
19 עוד נאמר, כי מוכר זהיר לא היה משלם פרמיה כלשהי מעבר לשווי הפרויקטים
20 הקיימים.
21 דובר המשדך וטען כי על בסיס השוואה לחברות פיתוח נדל"ן בצפון אמריקה, הרי
22 שבאופן כללי השוק אינו מתמחר חברות מסוג זה בשווי הגבוה באופן משמעותי
23 מאשר **"their net tangible assets per the financial statements"**.
24 אם נעיין בלוחות אשר צורפו לחוות הדעת העצמאית של דובר, נראה כי בעוד שלשני
25 תחומי הפעילות האחרים של החברה נעשתה הערכת שווי לתקופה טרמינאלית (לוחות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 6 ו-7), לא נעשתה הערכת שווי כזו לפעילות הייזום והפיתוח (לוח 2). הערכת השווי
2 הסתיימה עם תום תקופת התחזית – 2019.
3 דובנר טען בחקירתו הנגדית כי "יש הבדל בין לא לעשות הערכה טרמינאלית, לבין
4 להשיג VALUE של 0 על הערכה טרמינאלית. זה כל מה שאני אומר" (עמ' 9
5 לפרוטוקול מיום 4.5.2014).
6 אולם, דובנר אישר כי בטבלה עצמה אין הערכה בתקופה הטרמינאלית ואף לא נאמר
7 בטבלה כי השווי הוא אפס.
8 מאוחר יותר בחקירה הנגדית אישר דובנר כי לא ייחס ערך טרמינאלי לזימות (עמ' 11
9 לפרוטוקול).
10 דובנר העיד כי לדעתו, מבחינה כלכלית, אין ערך להזדמנויות עסקיות עתידיות שלא
11 נולדו בעת ביצוע הערכת השווי (עמ' 12 לפרוטוקול).
12 עמדה זו עומדת בסתירה מוחלטת להלכה שנקבעה בפסקי הדין **עצמון וקיטאל**, לעניין
13 שיטת ביצוע הערכת שווי בדרך של DCF.
14 כפי שכבר צוין לעיל, הבהיר כבי' השופט דנציגר כי הבחירה בשיטה זו משקפת מעבר
15 משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני עבר - כגון שיטת שווי השוק ושיטת
16 השווי הנכסי - לשיטת הערכה מודרנית הצופה פני העתיד.
17 פעולת ההערכה תבוצע על פי שוויה של חברה כעסק חי, תוך התחשבות בפוטנציאל
18 הרווח הטמון בה, החורג מסך נכסיה.
19 דובנר נשאל בהמשך "אז ההיגיון הזה שלך, ההיגיון הכלכלי הזה שלך, חל בעצם על
20 כל חברה שעובדת פרויקטאלית. כל חברה של פרויקטים, אתה אומר - אם אין לי
21 פרויקט מזוהה היום - אין ערך בעתיד לתזרים שיש לחברה מפרויקטים" (עמ' 14
22 לפרוטוקול).
23 בשלב זה הועלתה על ידי דובנר, לראשונה, טענה על פיה יש שני סוגי חברות עליהן חל
24 היגיון כלכלי זה - חברות פיתוח מקרקעין וחברות כרייה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרון דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

- 1 דובנר הבהיר כי הוא ערך מאות הערכות של חברות כרייה וטען כי מדובר בהערכה
2 דומה. כאשר נערכת, לדבריו, הערכת חברת כרייה, השווי מבוסס על המקורות
3 הקיימים שיש למכרה. ייתכן שחברת הכרייה קיימת כבר 100 שנה והיא תמצא
4 מכרות חדשים בעתיד. אולם, **"Nobody is ascribing value to those"**. (עמ' 15
5 לפרוטוקול).
- 6 לא הונחה כל תשתית עניינית או מקצועית לטענה כי יש להשוות בין חברות כרייה
7 לבין חברה אשר כ- 86% מפעילותה הינה פעילות ייזום ופיתוח מקרקעין.
8 במסגרת החקירה החוזרת ניתנה לדובנר אפשרות נוספת להבהיר את עמדתו באשר
9 להערכת השווי. דובנר חזר ואמר כי עמדתו היא שהשווי בתקופה הטרמינאלית הוא
10 אפס במקרה הנוכחי. (עמ' 70 לפרוטוקול שורה 23).
- 11 דובנר נשאל על ידי בית המשפט מה עמדתו באופן כללי בעניין זה ותשובתו הייתה:
12 **"And in general – first of all from a practical standpoint, any evaluation**
13 **that you would look – a serious evaluation on a real estate company, and I**
14 **also mentioned mining companies – both of them are the same – you will**
15 **see that the evaluation is done based on cash flow from existing project.**
16 **No value has been ascribed..."**
- 17 ההדגשה שלי – ד.ק.).
- 18 מכאן עולה באופן חד משמעי כי המומחה מטעם המשיבה לא ערך כל הערכת שווי
19 מעבר לתחזית הנובעת מפרויקטים קיימים, ואף אינו סבור כי היה מקום לעשות זאת.
20
- 21 חשיבות הערכת השווי בתקופה הטרמינלית בשיטת DCF הובהרה בחוות דעת נוספת
22 שהגיש המבקש, על ידי ד"ר **עמרם אהרוני** (להלן: "אהרוני").
23 לאהרוני תואר שלישי במנהל עסקים, התמחות במימון וחשבונאות באוניברסיטת ניו-
24 יורק וניסיון של למעלה מ- 30 שנה בשוק ההשקעות וההון.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 משנת 2003 משמש אהרונני כמרצה במרכז הבינתחומי בהרצליה בתחום תורת
2 ההשקעות ובמסגרת זו מלמד גם את הנושא של הערכות שווי.
3 אהרונני הבהיר בחוות דעתו כי אחת השאלות הקרדינאליות בביצוע הערכות שווי
4 בשיטת DCF, היא משך הזמן לגביו יש להעריך את תזרימי המזומנים הצפויים
5 לפירמה נשוא ההערכה.
6 מקובל, לדבריו, לבחון את תזרימי המזומנים בשתי תקופות: תקופה קרובה אותה
7 ניתן לצפות או להעריך בסבירות גבוהה המכונה **"תקופת התחזית"**. תקופת התחזית
8 השכיחה היא לחמש שנים.
9 התקופה הנוספת היא התקופה שלאחר תקופת התחזית: הנחת העבודה בהערכת שווי
10 בשיטת DCF היא שהפירמה היא עסק חי ותוסיף לפעול. בהתאם, ימשיכו ויתקבלו
11 אצלה תזרימי מזומנים. לתקופה זו נהוג להתייחס כאל **"תקופת השווי**
12 **הטרמינאלית"**.
13 אהרונני ציין כי לא מקובלת עליו ההשגה הרביעית עליה הצביע דובנר בחוות דעתו
14 הביקורתית, במסגרתה הציע להעריך את שווי החברה רק על סמך תזרימי המזומנים
15 של הפרויקטים הקיימים, בהתעלם מפרויקטים שטרם נולדו, אליהם הוא מתייחס
16 כספקולטיביים.
17 לדברי אהרונני, הכלל הוא שהחברה מושא הערכת השווי לא הוקמה לצורך פעילות חד
18 פעמית או לשם ביצוע מספר פרויקטים מסוים. התשתית הניהולית והמקצועית של
19 החברה נותנת לה את האפשרות להמשיך וליזום פרויקטים שיתבטאו בתזרימי עתידי
20 גם לאחר תקופת התחזית. כדי לסטות מן העיקרון של הכללת שווי טרמינאלי, צריך
21 להוכיח באופן מובהק כוונה של ממש ואף תחילת ביצוע בפועל של סגירת העסק.
22 בחברה ציבורית, הדברים נכונים, לדבריו, שבעתיים. בעלי המניות מן הציבור בחברה
23 הציבורית מצפים מבעלי השליטה ומהנהלה להמשיך ולייצר עבורם ערך לא רק
24 בהווה אלא גם בעתיד.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 השווי הטרמינאלי הינו אם כן מרכיב חשוב ומשמעותי בהערכת שווי של כל חברה
2 שהיא עסק חי.
3
4 חוות דעתו של אהרוני הייתה נקודתית וממוקדת, ללא התייחסות לעובדות המקרה
5 הספציפי.
6 התרשמתי ממקצועיותו של המומחה במהלך כל חקירתו הנגדית והתייחסותו
7 האובייקטיבית לעמדות שני המומחים.
8 אהרוני נשאל האם נכון כי במילים "פעילות עסקית שטרם התגבשה לכדי ממש",
9 נכללת הנחה שיש תחושה, אופציה או כוונה שקורמת עור וגידים אולם טרם התגשמה
10 לידי ממש, לבצע פעילות נוספות (עמ' 6 לפרוטוקול).
11 בתשובה לכך ניתנה על ידי אהרוני דוגמא של חברת בואינג, המייצרת מטוסים.
12 ההזמנות בחברה כזו הן לתקופה שבין 7 ל- 10 שנים. לא מזמינים מטוס לעוד 15 שנה,
13 אבל יש להניח שבעוד חמש שנים ייווצרו הזמנות חדשות. אם צריך עכשיו לעשות
14 הערכה אפשר לעשות הערכה של מה שיש לבואינג ב"צנרת", פרויקטים ל- 10 שנים;
15 **"אבל הנחת העבודה שבואינג היא GOING CONCERN, היא תמשיך להתקיים**
16 **ומתישהו ייווצרו לה פרויקטים או עבודות נוספות שיתמשכו וימשכו... עד אין סוף".**
17 (עמ' 7 לפרוטוקול).
18 אהרוני הבהיר כי מדובר אכן בדוגמא קיצונית של חברה שפועלת כ- 90 שנה.
19 לאחר מכן נשאל המומחה האם אותה תשובה עקרונית אשר ניתנה על ידו, על פיה יש
20 להתייחס גם לפעילות עסקית שטרם התגבשה לידי ממש, מתייחסת לכל חברה ולכל
21 תחום פעילות.
22 בתשובה לכך ענה "בגדול – כן. אני חושב שהיוצא מן הכלל זה כאשר יש חברה,
23 שמכריזה מראש, שהיא הולכת להיסגר או שהיא נכנסה, או הוקמה כאיזשהו מיזם
24 לאיזשהו פרויקט חד פעמי, שהוא יגמר אין כוונה להמשיך אותו, אבל חברה שיש לה
25 הנהלה, שיש לה כספים, שיווק, ניהול, מוניטין, הנחת העבודה שלי לפחות, כפי



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 **GOING** שאני רואה אותה, שהחברה הזאת רוצה להמשיך ולהתקיים כ-
2 **CONCERN**, אני מניח שגם בעתיד תחפש פרויקטים וגם תעשה פרויקטים". (עמ' 8
3 לפרוטוקול).
4 אהרוני נשאל האם לחברה העוסקת ביזמות בנדל"ן ויש לה כעת מלאי מספיק של
5 קרקעות לעבודה 10 או 15 שנים קדימה - צריך לתכנן תזרים מזומנים חזוי לתקופה
6 שמעבר למלאי שיש לה, או שמתייחסים רק למלאי הקיים.
7 אהרוני חזר ואישר כי התשובה חיובית - זו שיטת ה-DCF.
8 "ברגע שאתה אומר שאתה רק מתייחס למלאי קיים ועוצר איפשהו, אז אתה כבר לא
9 ב- DCF אתה בהערכת שווי אחר (צ"ל - אחרת - ד.ק.). יש הערכות שווי שמתייחסות
10 רק לשווי נכסי... צריך לכלול את תזרים המזומנים עד אין סוף זאת השיטה" (עמ' 9
11 לפרוטוקול).
12
13 אהרוני חזר והסביר כי ההזדמנות העתידית להמשיך בפרויקטים נובעת מהנהלת
14 החברה אשר תמצא את ההזדמנויות ותיצור את תזרים המזומנים העתידי.
15 את הפרמיה עבור המניות משלמים בגין איכות ההנהלה, הקשר שלה לקבוצה אחרת,
16 היכולת שלה למצוא פרויקטים והיכולות שלה לשווק ולנהל.
17 אהרוני העיד כי רואים גם חברות הייטק שמוכנים לשלם עבור יכולת ההנהלה שלהן,
18 עבור "חלום".
19
20 עמדתו העקבית של אהרוני עולה בקנה אחד עם העקרונות המהווים את הבסיס
21 להערכת השווי על פי שיטת ה-DCF, שהיא השיטה שנקבעה לביצוע הערכת השווי על
22 ידי בית המשפט העליון.
23
24 בהקשר זה יש להתייחס לטענת המשיבה כי דיאמנדי לא ניסתה אפילו להיפגש עם
25 הנהלת החברה ואין היא כשרה לערוך חוות דעת רצינית לחברה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 בהקשר זה הפנתה המשיבה לעדותו של אהרוני שהעיד כי בערכות שווי מקובל, בייחוד
2 לגבי הערכה של שווי התחזית, להיפגש עם ההנהלה.
3 המשיבה טענה כי דיאמנדי לא הסבירה מדוע לא ביקשה להיפגש עם ההנהלה והעידה
4 כי למדה על המנהלים מאתר האינטרנט.
5 אם יש אכן חשיבות של ממש להיפגש עם מנהלי החברה העוסקים בתחום הייזום
6 והפיתוח, לצורך הערכת שווי התחזית, הרי שהיה מקום לצפות שדובנר יעשה זאת
7 לפני שייקבע כי אין לתת כל ערך כלכלי לתקופה הטרמינאלית.
8 אולם, מחקירתנו הנגדית עולה, באופן ברור, כי לא פגש את מנכ"ל החברה ואף לא
9 ביקש לפוגשו.
10 לדבריו, עורכי חוות הדעת הסתפקו בבקשה לפגוש את בעלי התפקיד המכירים את
11 תכניות החברה במזרח התיכון.
12 התברר כי דובנר נפגש רק עם שלושה מנהלי כספים של החברה.
13 דובנר אישר שהוא יודע שקיימים מנהלי פרויקטים בחברה, אולם איתם לא נפגש.
14
15 הנחתה של דיאמנדי בדבר פרויקטים עתידיים של החברה וצפי להמשך פעולות הייזום
16 עולה בקנה אחד עם הצהרת החברה עצמה בדוח התקופתי ל-2012. תחת הכותרת
17 "צפי להתפתחויות ותחזיות" נאמר כי החברה מעריכה שהשפעת המשבר הכלכלי
18 באירופה ובארה"ב על כלכלת קנדה תמשיך להיות מתונה וכי שווקי הנדל"ן בקנדה
19 יוותרו יציבים יחסית.
20 "בהתבסס על הערכה זו, בכוונת החברה למקד את מאמציה בזיהוי הזדמנויות
21 השקעה חדשות ורכישת נכסים נלווים חדשים בהתבסס על מדיניות ההשקעה
22 שלה. בנוסף, בכוונת החברה להמשיך בפיתוח תיק הנכסים המניבים והפרויקטים
23 היזמים ולהמשיך למקד מאמצים באסטרטגיית הצמיחה הפנימית שלה" (ת/4).
24



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 הערכה בדבר המשך יצירת תזרים פרמננטי ניתנה גם על ידי מדרוג בדוח מעקב שנתי
2 מיולי 2012 (ת/6).
3 מדובר בדירוג סדרת אג"ח שבמחזור, כאשר הוצב אופק דירוג יציב.
4 נאמר כי הדירוג נסמך, בין היתר, על הפעילות בשוק הנדל"ן הקנדי אשר מאופיין
5 ביציבות, שמרנות של המערכת הבנקאית, נגישות טובה למקורות מימון, נזילות
6 בולטת לטובה.
7 עוד נאמר כי "האופק נקבע גם לאור יתרת הפורטפוליו שלא תועמד למימוש (כוללת,
8 בין היתר, גם את פרויקטי הייזום של החברה) אשר אמורה להמשיך ולייזום וליצור
9 תזרים פרמננטי".
10
11 התוצאה מכל האמור לעיל היא כי יש לייחס ערך טרמינאלי לפעילות הייזום של
12 החברה.
13 בהקשר זה יש להתייחס לטענת המשיבה על פיה אין משמעות לחוות הדעת של
14 דיאמנדי, שכן לא נעשו על ידה תיקוף ובדיקות סבירות.
15 אהרוני הבהיר כי לא חייבים לתקף הערכת שווי בשיטה נוספת והתיקוף לא תמיד
16 עובד, אם כי "לבדוק זה בוודאי דבר טוב" (עמ' 19 לפרוטוקול).
17 החשיבות, לדבריו, היא לבדוק את סבירות ההנחות שכן על פי ההנחות נקבע בסופו
18 של דבר השווי.
19 בעניין זה היקשה בא כוח המשיבה על אהרוני ושב ושאל אותו האם לא היה מקום
20 לנסות ולבחון את הערכת השווי בשיטה שונה, כאשר התוצאה שהתקבלה על ידי
21 דיאמנדי היא שווי כפול ממחיר השוק.
22 אהרוני הבהיר כי "אמרתי כבר קודם – כל עבודה הייתי ממליץ לבדוק, לבדוק את
23 ההנחות... האם הן סבירות והאם הן עומדות במבחן של מזמין העבודה וקובעי
24 העבודה... אבל זה לא שייך לשווי. שונה מההון העצמי או ממחיר השוק, זה לא



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 אומר כלום. אנחנו רואים את זה חדשות לבקרים, על פערים עצומים בין שווי לבין
2 הון עצמי או בין שווי למחיר בורסה. " (עמ' 23 לפרוטוקול).

3
4 נראה כי לטענת המשיבה בעניין אי תיקוף חוות הדעת על ידי דיאמנדי, אין משמעות
5 של ממש בעניין ההפרש המשמעותי הנובע מביצוע הערכת השווי בתקופה
6 הטרמינאלית:

7 אם נחזור לאמור בחוות הדעת המשלימה של דיאמנדי, הרי שבהתבסס על המודל
8 הקנדי עצמו (נתוני תזרימי המזומנים בין השנים 2013-2019, כפי שחושבו על ידי
9 דובנר; חלוקה לפי סוג הפעילות ושיעורי ההיוון שנקבעו על ידי דובנר) - ההנחה בדבר
10 הפסקת פעילות הייזום והפיתוח עם תום ביצוע ומסירה של צבר הפרויקטים הנוכחי,
11 גורעת כ-356 מיליוני דולר קנדי מערך החברה או כ-11.8 ₪ למניה. (עמ' 4 לחוות
12 הדעת המשלימה).

13 יש להבהיר כי הנתונים אשר הוצבו בטבלה שנערכה על ידי דיאמנדי נלקחו מלוחות 2,
14 6 ו-7 שצורפו לחוות הדעת העצמאית של דובנר.

15
16 המסקנה העולה היא כי המבקש עמד בנטל אשר הוטל עליו, בשלב זה של הדיון,
17 להוכיח כי יש סיכוי סביר לטענתו על פיה שווי המניות בהתאם להצעת הרכש לא היה
18 שווי הוגן.

ז. התייחסות קצרה למספר מחלוקות בין המומחים

19
20 כפי שכבר ציינתי לעיל, אין מקום בשלב זה להידרש למכלול המחלוקות בין המומחים
21 מטעם הצדדים.

22
23 בדיון לגופו של עניין יהיה מקום לבחון את ראיות הצדדים ובכללן את חוות הדעת,
24 ולהכריע בכל המחלוקות העולות מהן, כפי שפורטו לעיל.

25 עם זאת, מצאתי לנכון להתייחס כבר בשלב זה למספר מחלוקות בין המומחים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרון דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 דיאמנדי קבעה, כאמור, מקדם היוון אחיד לכל אחד ממגזרי הפעילות של החברה.
2 דובנר חישב, כאמור, מקדם היוון נפרד לכל אחד מפעילויות החברה, להן יש לעמדתו
3 מאפייני סיכון שונים.
4 אהרוני הבהיר בחקירתו כי בשיטת ה- DCF מקובל להשתמש באותו שיעור היוון ללא
5 אבחנה בין פרויקטים שהתחילו - לבין פרויקטים בקנה שיש כוונה לבצע אותם.
6 עולה מעדותו כי הנושא של מקדם ההיוון הוא נושא מאוד בעייתי. לדבריו, אם נזמין
7 שני מומחים ונושיב כל אחד בחדר אחר לשם ביצוע הערכת שווי - שניהם ישתמשו
8 במקדם היוון שונה.
9 עם זאת, נאמר על ידו כי "אין ספק שאם יש חברה שיש לה פרויקטים ברורים ויש
10 לה פרויקטים לא ברורים, ויש אי וודאות, יכול להיות שלחלק האי וודאי צריך לקחת
11 מקדם היוון קצת יותר גבוה". (עמ' 9 לפרוטוקול).
12 עוד נאמר על ידו כי תפקידו של המעריך הוא למצוא שיעור היוון משוקלל שישקלל
13 את כל סוגי הפעילות של החברה "זה הניסיון של המעריך" (עמ' 26 לפרוטוקול).
14
15 מדבריו של אהרוני, אשר מרצינותו המקצועיות התרשמתי כפי שכבר ציינתי לעיל,
16 עולה כי יש אכן מקום להתייחסות לסיכון הספציפי הטמון בכל אחד מתחומי
17 הפעילות של החברה.
18 דיאמנדי עצמה אישרה כי היא איננה פוסלת את השיטה לערוך את החישוב לפי מגזרי
19 הפעילות. אולם, לדבריה, אין היא חושבת שיש צורך אמיתי לתקן את החישוב שנעשה
20 על ידה (עמ' 81 לפרוטוקול).
21
22 מחלוקת נוספת שעלתה בין המומחים מתייחסת לעובדה שדיאמנדי חישבה את מקדם
23 ההיוון על פי נתוני השוק הישראלי.
24 לדבריה, החברה בחרה להנפיק בישראל והחישוב מתבסס על אלטרנטיבות הקיימות
25 בשוק הישראלי עבור המשקיעים הישראליים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 נראה כי בנקודה זו מאשר גם אהרוני כי בחברה מסוג החברה מושא הדיון, יש בהחלט
2 מקום לבחון קודם כל את הפעילות העסקית מול השוק הקנדי. אהרוני הוסיף כי לאור
3 העובדה שהחברה היא חלק מקבוצה ומגייסת כסף בישראל ונתמכת על ידי משקיעים
4 מוסדיים בישראל, צריך לבחון את העניין גם באספקטים קנדיים וגם באספקטים
5 ישראלים (עמ' 28 לפרוטוקול).
6 משנאמר לאהרוני כי במקרה שלנו 90% מהחוב של החברה הוא כלפי בנקים קנדיים,
7 אישר כי "אז בוודאי יש הרבה יותר משקל לבחון את זה בעיניים קנדיות" (עמ' 28
8 לפרוטוקול).
9 דיאמנדי התייחסה לעניין זה בחוות הדעת המשלימה.
10 לדבריה, גם אילו היה מקום לבחון באופן היפותטי את החברה על רקע השוק הקנדי,
11 בהנחה כי החברה היא בעלת מאפיינים של חברה קטנה תוך כדי קביעה פרמית סיכון,
12 הרי שעל פי דוח של IBBOTSON לשנת 2011, פרמית הסיכון צריכה להיות בטווח שבין
13 2.65% ל- 2.95% ולא פרמית סיכון של 4% - 5% כפי שקבע דובר.
14
15 נראה כי מחלוקות אלה, וכך גם המחלוקת בעניין עצם ייחוס פרמית קוטן לחברה,
16 יצדיקו במקרה הנוכחי לשקול מינוי מומחה מטעם בית משפט בשלב הדיון בתיק
17 העיקרי, כפי שהציע כב' השופט דנציגר בפסק דין **קיטאל**.
18
19 **ח. מעמדו של המבקש**
20 לבקשת האישור צירף המבקש כנספח 1 אישור בעלות ליום 29.11.12 בו נאמר כי
21 המבקש מחזיק 750 מניות של החברה.
22 התברר כי באותו אישור נרשם מספר זהות מוטעה השייך לאדם בשם **פיבלזון נפתלי**
23 **צבי**, כפי שעולה מנ/12.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 לאחר הדיון הגיש המבקש בקשה להחליף את נספח 1 לבקשת האישור באישור אחר,
2 אשר נחתם ארבעה ימים לאחר הגשת בקשת האישור. האישור הנוסף כולל את מספר
3 תעודת הזהות הנכון של המבקש.
4 העובדות הרלוונטיות וטענות הצדדים בעניין זה תוארו על ידי בהחלטה מיום
5 8.6.2014 ואינני רואה מקום לחזור עליהן.
6 אישרתי את החלפת המסמך, וקיבלתי את טענת בא כוח המבקש באשר לטעות טכנית
7 גרידא בהגשת מסמך אחר ביום הדיון - במקום נספח א' שהגשתו התבקשה בבקשת
8 התיקון.
9
10 בסיכומי המשיבה בבקשת האישור נאמר כי יש לייחס למבקש חוסר תום לב וחוסר
11 רצינות במספר הקשרים.
12 נטען כי המניות נרכשו בסביבות נובמבר 2012. המשיבה הפנתה לתשובתו של המבקש
13 כאשר נשאל מדוע הגיש אישור בעלות דווקא ליום 29.11.2012. לדבריו, "אם הייתי
14 שם לך בדיוק ביום של הצעת הרכש, היית אומר לי – "אה, ראית הצעת רכש קנית".
15 לכן, עשיתי לך את זה לפני הצעת הרכש".
16 המשיבה טענה כי המבקש שכח כי כבר ביום 24.8.12, לפני שרכש את המניות, דווח
17 לציבור על כך שנבחנת אפשרות של הצעת רכש. המבקש היה בוודאי ער לכך, שכן
18 העיד כי עיין בפרסומי החברה לפני שקנה את המניות.
19 אם נעיינ בדוח המידי מיום 24.8.12 (נספח 11 לתגובת המשיבה) נראה כי מדובר
20 בהודעת עדכון כללית, על פיה בוחנת בעלת השליטה בחברה אפשרות של ביצוע הצעת
21 רכש לניירות ערך מסוימים של החברה. נאמר כי טרם התקבלה החלטה באשר
22 לביצועה ובכלל זה להיקף; לתנאים; לרבות סוגי ניירות ערך אליהן תופנה הצעת
23 הרכש, לעיתוי; ולמחיר ההצעה.
24 הצעת הרכש עצמה פורסמה, כאמור, רק ביום 3.12.12.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 מכאן עולה כי לא הייתה למבקש כל דרך לדעת במועד בו רכש את המניות אם אכן
2 תהיה הצעת רכש, מה יהיה מחיר הצעת הרכש והאם ישקף את המחיר ההוגן של
3 המניות.
4 לכן, אין מקום לקביעה כי המבקש רכש את המניות כדי להגיש תביעה או כי היה חסר
5 תם לב.
6 המשיבה הוסיפה וטענה כי יש לראות במבקש כחסר רצינות, כפי שנטען על ידה עוד
7 במסגרת התגובה לבקשה להחלפת נספח 1 לבקשת האישור.
8 נאמר כי המבקש אישר שמדובר במסמך קריטי מבחינתו. למרות שמספר תעודת
9 הזהות שייך לאדם אחר, לא טרח המבקש לתקן את המספר עד שנשאל על כך
10 בחקירה הנגדית, במסגרתה טען כי מסר מסמך מתוקן לעורכי דינו.
11 בתצהיר אשר תמך בבקשת התיקון אף טען המבקש כי ה"פאשלה" הייתה ידועה לו
12 עוד מחודש מרץ 2013 ולא טופלה.
13 המבקש אישר אכן בחקירתו הנגדית כי כאשר קיבל בפעם הראשונה את אישור
14 הבעלות ראה שמספר תעודת הזהות לא נכון. המבקש העיד כי פנה וקיבל מסמך נוסף
15 אשר כלל את מספר תעודת הזהות הנכון. לדבריו, כפי הנראה שעורכי הדין שגו כאשר
16 צירפו את המסמך הלא נכון "זו באמת פאשלה, שאני לא יודע אם היא כל כך
17 רלוונטית, כי אתה רואה שהשם שלי כן נכון... יש פה איזושהי טעות טכנית
18 כלשהי."
19 אין ספק כי על מי שמבקש לנהל תביעה ייצוגית להתנהל בזהירות וללא רשלנות.
20 מעדותו של המבקש עולה כי הוא עצמו היה ער לטעות הטכנית ואף ביקש מסמך
21 מתקן, אותו מסר לבאי כוחו.
22 נראה כי מדובר בהתרשלות נקודתית ולא בחוסר רצינות בדרך הגשת בקשת האישור.
23 המבקש התייחס ברצינות רבה לעניין הגשת חוות הדעת לצורך ביסוס טענתו בדבר
24 חוסר הוגנות המחיר; דאג להגשת חוות דעת משלימה לאחר שהתקבלו חוות הדעת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13

אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

1 מטעם המשיבה ואף הגיש את חוות הדעת הנוספת של אהרוני על מנת לתמוך
2 בטענותיו.

3 בשקלול כולל נראה כי יש לראות במבקש הן כתם לב והן כמי שמתנהל ברצינות.
4 יש לצפות כי טעויות טכניות, כגון הטעות בעניין מספר תעודת הזהות, לא תחזרנה על
5 עצמן במהלך ניהול התביעה העיקרית.

6
7 לגופו של עניין, העיד המבקש, באופן ברור, ועדותו הייתה אמינה עלי, כי החזיק
8 במניות הן לפני מועד הצעת הרכש והן לאחריה; כי לא נענה להצעת הרכש שכן "היה
9 לי ברור שזו הצעה לא הוגנת" (עמ' 118 לפרוטוקול). המבקש הבהיר כי חשב שההצעה
10 אינה הוגנת "על סמך כל הדברים שבעיקרון גרמו לי לקנות את המניה. האמונה שלי
11 בחברה." (עמ' 118 לפרוטוקול). המבקש הוסיף והעיד כי החליט לא להיענות להצעת
12 הרכש ואף הניח שאף אחד לא ייענה לה "לתדהמתי באמת חלק נענו" (עמ' 119
13 לפרוטוקול).

14 המבקש הכחיש במפורש את הטענה שהועלתה נגדו, על פיה לא החזיק במניות עד
15 לאחר המועד הקובע וכי לא נכפה למכור את מניותיו במסגרת הצעת הרכש.
16 המבקש אישר כי הגיוני לשאול מדוע לא הציג כל מסמך שיוכיח כי המניה אכן נותרה
17 בבעלותו לאחר המועד הקובע האחרון. אולם, לדבריו, יש להפנות את השאלה לעורכי
18 דינו. מבחינה עובדתית העיד כי לא נעתר וכי נכפה וכי יש להאמין לו שכך היה.
19 עדותו, כאמור, הייתה אמינה עלי.

20
21 בכל מקרה, יש להבהיר כי גם אם היה נמצא פגם כלשהו במעמדו של המבקש כתובע
22 ייצוגי, הרי שלא היה בכך כדי להביא לדחיית הבקשה. במקרה כזה היה מקום
23 להורות על החלפת המבקש בתובע ייצוגי אחר לפי הוראות סעיף 8(ג)(2) לחוק תובענות
24 ייצוגיות.

25



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 44884-03-13
אהרן דוד מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

2 אפריל 2015

תיק חיצוני:

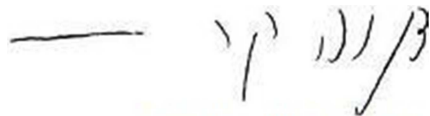
1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12

ט. סיכום

ניתן אישור להגשת הבקשה כתביעה ייצוגית, כמבוקש בבקשה.

המשיבה תישא בשכר טרחת עורכי דין והוצאות המבקש בגין הגשת הבקשה בסכום כולל של 75,000 ₪ שיישאו הפרשי הצמדה וריבית כדין מהיום ועד מועד התשלום בפועל.

ניתנה היום, י"ג ניסן תשע"ה, 02 אפריל 2015, בהעדר הצדדים.


דניה קרת-מאיר, שופטת