



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1

בפני כב' השופטת קרת-מאיר  
כב' השופט כבוב  
כב' השופט רוזן

המבקשות  
1. מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ  
2. מאגרי בניה בע"מ  
ע"י ב"כ עוה"ד ברקמן וקלסר בלום ושות'

נגד

המשיב  
מיכאל ספרא  
ע"י ב"כ עוה"ד רונן עדיני ואפי שאשא  
ממשרד עורכי דין עדיני, ברגר, גבאי

2

### החלטה

3

4

#### כב' השופטת דניה קרת-מאיר:

5

הבקשה נשוא ההחלטה היא בקשה לדיון חוזר על פי סעיף 41 (ה) לחוק בתי המשפט  
התשמ"ד-1984.

6

7

הבקשה מתייחסת להחלטה מיום 9.6.14, בה אישרה כב' השופטת רונן שתי תובענות  
כתובענות ייצוגיות (ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ ;

8

9

ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ (להלן: "ההחלטה").

10

בית המשפט התבקש להורות על ביטול ההחלטה וכפועל יוצא מכך על דחיית הבקשות  
לאישור התובענות כייצוגיות.

11

12

13



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14  
מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1  
2 **1. החלטת כב' השופטת רונן**  
3 בהחלטה נאמר כי המשיב, מר מיכאל ספרא (להלן: "ספרא" או "המשיב"), הגיש נגד  
4 שתי המבקשות (להלן: "החברות") תביעות ובקשות לאישורן כתובענות ייצוגיות.  
5 הבקשות התייחסו להצעות רכש אשר התקבלו בשתי החברות.  
6 המבקשת 1 מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ (להלן: "מ.ת.מ.") היא חברת האם  
7 של המבקשת 2 מאגרי בניה בע"מ (להלן: "מאגרי בניה").  
8  
9 בבקשות האישור עתר ספרא לסעד הערכה וטען כי מניותיו בחברות נרכשו במסגרת  
10 הצעות הרכש במחיר שהוא נמוך משווין ההוגן.  
11 הקבוצה אותה ביקש לייצג היא קבוצת כל הניצעים בהצעות הרכש אליהם הופנו  
12 ההצעות.  
13 הבקשה הראשונה התייחסה להצעת הרכש של מ.ת.מ. מיום 25.11.10, אשר הופנתה  
14 למשקיעים מהציבור שהחזיקו מניות בשיעור 10.2% מהון המניות של מ.ת.מ., לרכוש  
15 את מניותיהם תמורת סכום של 60 ₪ למניה.  
16 להצעה זו קדמה הצעה מיום 4.1.09 (להלן: "הצעת הרכש הראשונה").  
17 המחיר שהוצע מלכתחילה היה 16.15 ₪ למניה. הצעת הרכש הראשונה תוקנה וביום  
18 15.1.09 העלתה מ.ת.מ. את מחיר המניה ל- 20.80 ₪ למניה.  
19 הצעת הרכש הראשונה נדחתה.  
20 לאחר מכן, הוצעה הצעת רכש שנייה אשר פקעה והצעת הרכש נשוא הבקשה הנוכחית  
21 היא הצעת הרכש השלישית.  
22  
23 בעקבות דרישת רשות ניירות ערך תוקנה הצעת הרכש נשוא הבקשה כך שחשוב  
24 שיעור ההיענות המיזערית ייעשה בניטרול מניות מ.ת.מ., שהוחזקו על ידי חברת הבת  
25 מאגרי בניה. זאת כדי ששיעור ההענות המיזערי החדש יהיה גבוה יותר משיעור



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 האחזקות של אחד מבעלי המניות הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ  
2 (להלן: "הראל").  
3 על פי הדיווח המידי של מ.ת.מ. מיום 12.12.10 התקבלה הצעת הרכש.  
4 ביום 19.12.10 הפכה מ.ת.מ. לחברה פרטית ומניותיה נמחקו מהמסחר בבורסה.  
5  
6 הבקשה השנייה התייחסה להצעת הרכש של מאגרי בניה מיום 18.11.11 ולתיקון  
7 הצעה זו מיום 19.11.11.  
8 מאגרי בניה נשלטה, כאמור, על ידי מ.ת.מ., שהחזיקה בכ- 89.68% מהון מניותיה.  
9 במסגרת התיקון הציעה מאגרי בניה לרכוש את מניות הציבור במחיר של 222.6 ₪  
10 למניה. בהתאם לדיוח מידי של מאגרי בניה מיום 1.2.11 התקבלה ההצעה.  
11 גם מאגרי בניה הפכה לחברה פרטית ביום 14.2.12 ומניותיה נמחקו מהמסחר  
12 בבורסה.  
13  
14 בקשות האישור הוגשו מכוח סעיף 338 (א) לחוק החברות התשנ"ט - 1999 (להלן:  
15 "חוק החברות").  
16 המשיב צירף לבקשות חוות דעת של מומחה כלכלי מר עוזד מלניק (להלן: "מלניק")  
17 וחוות דעת של שמאי מקרקעין מר אבי מנדלסון (להלן: "מנדלסון").  
18 המבקשות השיבו לבקשת האישור וצירפו לתשובה חוות דעת של מומחה כלכלי מר זיו  
19 פרבר (להלן: "פרבר") וחוות דעת שמאית של גב' שולי קרגולה (להלן: "קרגולה").  
20  
21 יש לציין כי המבקשות הן חברות שנכסיהן העיקריים הם נכסי נדל"ן.  
22  
23 במסגרת ההחלטה פורטו הטענות הכלליות של הצדדים:  
24 המשיב טען, בין היתר, כי בשלב זה של בקשת האישור די בכך שהציג ראיות לכאורה  
25 לכך שהתמורה ששולמה עבור המניות הייתה פחותה משוויין ההוגן.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 לטענתנו, על פי ההלכה הפסוקה, די בכך שהציג חוות דעת מקצועית כדי להעביר את  
2 נטל ההוכחה לחברות.  
3 כמו כן, נטען ששתי החברות היו ברשימת "דלי הסחירות" בבורסה ולכן מחירן  
4 בבורסה לא שיקף את השווי ההוגן שלהן.  
5 עוד נטען, כי העובדה שרוב הניצעים הסכימו להצעת הרכש אינה מהווה חזקה  
6 להוגנות המחיר.  
7 אין גם די בכך שבהצעות הרכש היו מעורבים משקיעים מוסדיים כדי להעיד על  
8 הוגנות המחיר.  
9  
10 המבקשות טענו כי יש לדחות את הבקשות.  
11 נטען על ידן כי על פי פסיקת בית המשפט העליון קיימת חזקה לפיה, כאשר ניצע  
12 מתוחכם קיבל את הצעת הרכש, עובר נטל הראייה למבקש האישור להוכיח כי אין  
13 לראות את הסכמתו של הניצע המתוחכם - כאינדיקציה לכך שהצעת הרכש הייתה  
14 הוגנת.  
15 במקרה הנוכחי, קיים ניצע מתוחכם, חברת הראל, שקיבלה את הצעת הרכש.  
16 מאחר שלא הוכח כי הסכמתה התקבלה מטעמים זרים, יש לקבוע כי המחיר הוא  
17 מחיר הוגן.  
18  
19 כל אחד מהצדדים העלה טענות באשר לשכר הטרחה ששולם למומחים של הצד  
20 שכנגד.  
21  
22 במסגרת ההחלטה פורטו הטענות שנכללו לגופן בחוות הדעת הכלכליות והשמאיות.  
23 באשר לחוות הדעת הכלכליות – טען המשיב, בין היתר, כי לא היה מקום להפחתה  
24 בשיעור של 15% - 20% שביצע פרבר, המומחה הכלכלי מטעם המבקשות, בשל  
25 הסחירות הנמוכה של המניות.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14  
מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 כמו כן נטען על ידי המשיב כי המדד אליו הישווה פרבר את מניות החברות – מדד  
2 נדל"ן 15 – אינו המדד הנכון.  
3 המבקשות טענו כי הסחירות הנמוכה של המניות היא מעין "גיבנת" המשפיעה על  
4 שווין ההוגן. לכן, יש לנכות בהערכת השווי 15%-20% משווי החברות.  
5 כמו כן, טענו כי המדד המתאים הוא מדד נדל"ן 15.  
6  
7 באשר לחוות הדעת השמאיות – טען המשיב, בין היתר, כי קרגולה לא העריכה את  
8 אחד הנכסים של החברות וכי חוות הדעת אינה לגיטימית, שכן היא מנסה להפחית  
9 משווי נכסי החברות בכל דרך אפשרית.  
10 נטען גם כי היה על קרגולה לבדוק מה הם דמי השכירות אשר החברות מקבלות  
11 בפועל.  
12 עוד נטען כי הערכת השווי של נכסי המקרקעין צריכה להעשות באמצעות שיטת  
13 ההשוואה, וכי קרגולה יישמה את שיטת ההשוואה באופן שגוי.  
14 נטענו טענות ביחס לשיעורי ההיוון בהם נקטה קרגולה ביחס לשני נכסים.  
15 המבקשות טענו, בין היתר, כי בעבודתו של מנדלסון נפלו מספר טעויות גסות.  
16 כך למשל, לא ביצע מנדלסון הפחתה מהשווי בשלושה בנייני משרדים בגין יחסי  
17 ברוטו/נטו; שווי קרקע בבני-ברק הוערך כאילו היא כוללת שתי חלקות בעוד שלגבי  
18 אחת מהן פקעה החכירה כשבע שנים לפני השומה.  
19 כמו כן, הועלו טענות באשר לייחוס אחוזי בנייה בתוכנית מסויימת ללא בסיס.  
20  
21 בשלב הראשון של ההחלטה הכריעה כב' השופטת רונן בנטלי ההוכחה – אופן בירור  
22 הבקשה והנטלים המוטלים על כל אחד מהצדדים.  
23 בעניין זה היפנתה כב' השופטת רונן לפסק הדין בעניין קיטאל (רע"א 779/06;  
24 5701/07; 7820/07 קיטאל ואח' נ' ממן ואח').  
25



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 נקבע על ידה כי מאחר והמשיב הגיש חוות דעת מטעמו והמומחה אשר ערך את חוות  
2 הדעת הכלכלית העריך את שווי החברות גם בהתאם לשיטת ה-DCF, הרי שדי בכך  
3 כדי לקבוע שהמשיב הרים את הנטל הראשוני שהוטל עליו והעביר את הנטל  
4 למבקשות.  
5 כדי לעמוד בנטל שהועבר אליהן, יכלו החברות להוכיח קיומה של אינדיקציה  
6 משמעותית לכך שהשווי שהציעו בהצעת הרכש היה שווי הוגן, או להציג הערכת שווי  
7 מטעמן בהתאם לשיטת ה-DCF.  
8 המבקשות טענו כי קיימת אינדיקציה משמעותית להוגנות הצעת הרכש, הסכמתה של  
9 הראל, ואף הגישו, כאמור, חוות דעת שמאית וחוות דעת כלכלית.  
10 מבקש האישור ניסה להתמודד עם טענת המבקשות – הן ביחס לאינדיקציה הנטענת  
11 להוגנות ההצעה והן ביחס לחוות הדעת של המומחים.  
12 אולם, משהוגשו גם על ידי המבקשות חוות דעת מומחים - חזר הנטל לכתפי המשיב  
13 להוכיח את טענותיו.  
14 עוד הובהר בהחלטה כי הנטל המוטל על המשיב בשלב ראשון של הדיון בבקשת  
15 האישור הוא נטל מופחת.  
16 על מבקש האישור מוטל בשלב הראשון להוכיח קיומה של **"אפשרות סבירה**  
17 **שטענותיו ייתקבלו"**.  
18 כבי' השופטת רונן העלתה את השאלה כיצד צריך בית משפט לפעול, כאשר הוא בוחן  
19 את שאלת קיומה של אפשרות סבירה שטענות המבקש ייתקבלו.  
20 נקבע כי כאשר בפני הערכאה הדיונית ישנו בשלב בקשת האישור חומר שדי בו כדי  
21 לגבש עמדה ביחס למחלוקות השנויות במחלוקת, על בית המשפט לברר שאלות אלה  
22 לעומקן ולהיכנס לעובי הקורה.  
23 רק אם סבור בית המשפט בתום הבירור כי ישנו סיכוי סביר שעמדת מבקש האישור  
24 תתקבל, יש מקום לאישורה של התביעה הייצוגית.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 בהקשר זה נקבע כי כאשר השאלות השנויות במחלוקת הן שאלות משפטיות, יכול  
2 בדרך כלל בית משפט לברר אותן לעומקן בשלב הראשון של הדיון. אם המחלוקות הן  
3 עובדתיות אין בדרך כלל מקום לבררן עד תום כבר בשלב בקשת האישור, ודי בקיום  
4 אפשרות סבירה כי הטענות יתקבלו, כדי שבית המשפט יאשר את הבקשה.  
5 עוד נאמר כי במקרה הנוכחי המחלוקות הן בחלקן משפטיות כאשר, בין היתר,  
6 קיימות שאלות משפטיות הנוגעות לאופן הערכת שווי החברות.  
7 בין הצדדים ישנן גם מחלוקות מקצועיות המתייחסות לאופן הערכת השווי של נכסי  
8 החברות על ידי המומחים. שאלות אלה אינן מחייבות בהכרח דיון עמוק וממצה כבר  
9 בשלב זה של הדיון.  
10  
11 כבי' השופטת רונן דנה במסגרת המשפטית החלה על בקשה לסעד הערכה בהתאם  
12 לסעיף 338 (א) לחוק החברות: תפקידו של בית המשפט בהליך של סעד הערכה הוא  
13 להכריע בעצמו מה הוא השווי ההוגן של המניות; הקושי בהכרעה בין חוות הדעת  
14 השונות והפתרונות האפשריים לקושי זה; שאלת קיומן של עיגונים חיצוניים מהם  
15 רשאי בית משפט להסיק כי המחיר שהוצע הוא מחיר הוגן; דחיית ההנחה לפיה  
16 הסכמת רוב בעלי המניות הניצעים מהווה ראיה לכאורה להגינותה של ההצעה וחזקת  
17 הניצע המתוחכם.  
18 לגופו של עניין, נקבע כי יש ליתן משקל להסכמת הניצע המתוחכם, הראל, להצעת  
19 הרכש כאינדיקציה להוגנות המחיר – שיש בה להעביר את נטל ההוכחה מהחברות  
20 למשיב.  
21 בשלב זה, עומדות בפני המשיב שתי אפשרויות "האחת, להסביר מדוע אין לייחס  
22 בנסיבות המקרה משמעות להסכמת הניצע המתוחכם... מעבר לכך, יכול המבקש  
23 להעלות – כנגד עמדת המשיבות - טענות כבדות משקל משלו לשווי ההוגן של  
24 החברות. הסכמת הניצע המתוחכם היא כאמור ראייה בעלת משקל ראייתי נכבד, אך



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 לא מכריע. המבקש יכול לכן להרים את הנטל שהועבר אליו גם אם יציג טענות  
2 כבדות משקל לגופו של עניין ביחס לשווי ההוגן...".  
3  
4 נקבע כי המשיב לא הציג ראיות שיש בהן כדי לסתור את האינדיקציה הראייתית  
5 העולה מהסכמת הראל להצעת הרכש.  
6 אולם, המשיב העלה טענות כבדות משקל שיש בהן כדי להביא למסקנה כי הרים את  
7 הנטל שעבר עליו ויש לכן לקבל את בקשת האישור.  
8 בין המומחים הכלכליים של הצדדים קיימת לפחות מחלוקת משמעותית אחת שהיא  
9 בבסיסה מחלוקת משפטית. אם תתקבל עמדת המשיב במחלוקת זו - יהא בכך כדי  
10 להביא למסקנה לפיה עמד המשיב בנטל שהוחזר אליו והוכיח כי יש לקבל את בקשת  
11 האישור כדי לדון בתביעה לגופה.  
12 מחלוקת זו היא המחלוקת ביחס למשקלה של הסחירות הנמוכה של המניה בקביעת  
13 השווי ההוגן.  
14  
15 לאחר דיון ממצה בעניין זה נקבע כי בהערכת שווין של מניות שנרכשו במסגרת הצעת  
16 הרכש, לצורך הקביעה האם השווי שהוצע בהצעת הרכש היה שווי הוגן, על מעריך  
17 השווי להביא בחשבון את שוויה של החברה כעסק חי ולא לבצע הפחתות בגין סחירות  
18 נמוכה או העדר סחירות של המניות.  
19 ההפחתה שבוצעה על ידי המומחה מטעם החברות היא בשיעור של 15%-20%  
20 שמשמעותה הכספית היא בשווי של כ- 84 מיליון ₪.  
21 כבי' השופטת רונן קבעה כי די בעובדה זו כדי להביא למסקנה כי המשיב עמד בנטל  
22 שהוטל עליו נכון לשלב זה של הדיון, להוכיח כי יש סיכוי סביר לטענתו כי שווי  
23 המניות בהתאם להצעת הרכש לא היה הוגן.  
24 לכן, נקבע כי יש לקבל את בקשתו לאישור התביעה כתביעה נגזרת.  
25





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 דיון נוסף נערך בטענות באשר למנגנון קביעת שכר הטרחה של המומחה מטעם המשיב  
2 ותום ליבו של המשיב.

3 בסופו של דבר, חזר וקבע בית המשפט כי יש לאשר את התביעות כתביעות ייצוגיות.  
4

### 2. טיעוני הצדדים בבקשה לדיון חוזר

5 להלן תיאור תמציתי של טענות הצדדים.  
6

7 החברות טענו כי כלל לא ברור שהמחלוקת בסוגיה שהוכרעה לטובתו של המשיב,  
8 השאלה האם יש לנכות מן השווי בגין סחירות דלה של המניות, היא אכן מחלוקת  
9 משפטית. אם לא מדובר במחלוקת משפטית - הרי שלפי עמדתה של כב' השופטת רונן  
10 היה דין בקשות האישור להידחות.

11 עוד נטען כי חזקת הניצע המתוחכם אינה ניתנת להדיפה בדרך בה נעשה הדבר.  
12 כמו כן, טענו המבקשות ארוכות בעניין שאלת הניכוי מהשווי בגין דלות הסחירות של  
13 המניה, תוך הפניה נרחבת לפסיקה בדלוואר.

14 עוד נטען כי המקרה הנוכחי הוא מקרה בו אין לאשר תובענה כייצוגית גם אם סבור  
15 בית המשפט שהתמלאו התנאים לכך.

16 בין היתר, נטען בעניין זה כי המשיב רכש את מניותיו כדי ליצור עילת תביעה.  
17 בסופו של דבר נאמר כי בכל מקרה לא ניתן לאשר את התובענות כייצוגיות אלא ביחס  
18 לטענה אחת - הטענה על פיה אין לנכות מהשווי בגין סחירות דלה של המניה.

19  
20 בטיעוני המשיב נטען, בין היתר, כי סוגיית ביצוע ניכיון בגין סחירות דלה היא סוגיה  
21 משפטית; כי הדין והפסיקה בדלוואר אינם תומכים בעמדת המבקשות; כי הדיפת  
22 חזקת הניצע המתוחכם נעשתה כהלכה וכי בצדק אישר בית המשפט את התובענות  
23 כייצוגיות, מבלי לצמצמן לטענה אחת.  
24  
25



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

- 1 **3. דיון והחלטה**
- 2 **א. הטענה כי כלל לא ברור שהמחלוקת בסוגיה שהוכרעה היא משפטית**
- 3 המחלוקת לגביה נטען כי לא ברור שהיא משפטית היא השאלה האם יש לבצע ניכוי
- 4 מסויים מן השווי בגין סחירות דלה של המניות, כפי שטענו המבקשות, או לא כפי
- 5 שטען המשיב.
- 6 נפקותה של טענה זו מפי המבקשות היא במסקנה אותה הן מבקשות ללמוד מקביעתה
- 7 של כב' השופטת רונן, על פיה בקשות האישור היו נדחות על ידה, לו לצורך בחינת
- 8 השאלה האם הדף המשיב את חזקת הניצע המתוחכם, היה עליה להכריע במחלוקות
- 9 המקצועיות בין המומחים הכלכליים.
- 10 בהמשך לטענה זו נאמר על ידי המבקשות בסוגריים "זאת נוכח קביעתה, כי משקלה
- 11 של חוות דעת המומחה הכלכלית מטעם המשיב נפגם עקב האינטרס האישי שיש לו
- 12 בתוצאת ההליך".
- 13
- 14 יש ממש בטענת המשיב על פיה כרכו המבקשות שתי קביעות שכלל לא נקשרו יחד
- 15 בהחלטה.
- 16 כב' השופטת רונן קבעה שתי קביעות נפרדות:
- 17 בסעיף 63 להחלטה נקבע כי אילו היו המחלוקות היחידות בין הצדדים מחלוקות
- 18 מקצועיות בין המומחים (כאשר חלק ניכר מהדוגמאות שניתנו מתייחסות דווקא
- 19 למחלוקות שמאיות) ייתכן כי די היה, בנסיבות העניין – בהסכמת הראל על נסיבותיה
- 20 כדי להוכיח כי המשיב לא עמד בנטל שהוטל עליו נכון לשלב זה של הדיון, וכי אילו זה
- 21 היה המצב בקשת האישור הייתה נדחית.
- 22 קביעה נפרדת מצויה בסעיף 90 להחלטה על פיה לאופן חישוב שכר טרחתו של מלניק,
- 23 המומחה הכלכלי מטעם המשיב, ולעובדה כי חלק משכר הטרחה היה מותנה תוצאה,
- 24 יש השלכה הגורעת ממשקלה של חוות הדעת.
- 25



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 לא נעשה כל קישור במסגרת ההחלטה בין שתי קביעות אלה, ואכן אין ביניהן קשר.  
2 במסגרת סעיף 63 התייחסה כב' השופטת רונן לנטל המוטל על המשיב, לאחר שנקבע  
3 על ידה כי יש לתת משקל להסכמת הראל כאנדיקציה להוגנות המחיר בהצעת הרכש.  
4 בעניין זה נאמר כי אילו היו מחלוקות מקצועיות בלבד בין הצדדים, לא ניתן היה  
5 לראות במשיב כמי שעמד בנטל המוטל עליו באותו שלב. אולם, לאור העובדה כי  
6 קיימת מחלוקת משמעותית בין המומחים, שהיא בבסיסה מחלוקת משפטית, הרי  
7 שאם תתקבל עמדת המשיב במחלוקת זו - יהא בכך כדי להביא למסקנה לפיה עמד  
8 המשיב בנטל שהוחזר אליו.  
9 כלומר, בית משפט כלל לא התייחס לטיבן או משקלן של חוות הדעת בעת שקבע כי  
10 אילו היו עומדות בפניו בשלב זה רק מחלוקות מקצועיות ייתכן והיה מקום לראות  
11 בהסכמתה של הראל כאינדיקציה לשווין ההוגן של המניות.  
12 לכן, אין כל מקום למסקנת המבקשות על פיה הקביעה בסעיף 63 להחלטה - הייתה  
13 קשורה בדרך כלשהי למשקלה של חוות הדעת המומחה הכלכלי מטעם המשיב.  
14  
15 המבקשות היפנו גם לקביעה על פיה המחלוקת בשאלת הניכוי היא מחלוקת משפטית  
16 בבסיסה ולכן אינה מושפעת ממשקלה הנחות של חוות דעת המומחה מטעם המשיב.  
17 לכן, אם ההכרעה בשאלה משפטית זו תהיה לטובת המשיב, הרי שאין מניעה לקבוע  
18 כי המשיב הרים את נטל הדיפת חזקת הניצע המתוחכם, ללא כל קשר לנחיתות משקל  
19 חוות דעת המומחה מטעמו.  
20 מכאן עולה, על פי טיעוני המבקשות, כי אם אכן לא ברור שהמחלוקת היא מחלוקת  
21 משפטית - הרי שעל פי קביעתה של כב' השופטת רונן עצמה דין בקשות האישור  
22 להידחות.  
23 המבקשות טענו כי לא ניתן כל נימוק לקביעה על פיה מדובר בשאלה משפטית  
24 בבסיסה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 לטענתך, עצם ההפניה לפסק דין **קיטאל** ולפסיקה מדלוואר בעניין ניכוי מן השווי בגין  
2 סחירות דלה, אינה הופכת את השאלה לשאלה משפטית. הפסיקה הזרה מושפעת  
3 ממה שיש לתורה הכלכלית לומר, כלומר מעמדות של מומחים מקצועיים.  
4  
5 בדיון שהתקיים במעמד הצדדים השלים ב"כ המבקשות את הטיעון בעניין זה.  
6 לדבריו, אם אכן מדובר בטענה משפטית הרי אין טעם להעביר את הנושא להוכחות  
7 בפני המותב שנתן את ההחלטה וההרכב הנוכחי יכול להכריע בה בשלב זה.  
8  
9 כבר עתה יש לציין כי לשאלה האם לאחר הכרעה בסוגיית הניכוי יהיה צורך בשמיעת  
10 ראיות, אין כל השלכה לעצם הקביעה על פיה שאלת ניכוי בגין העדר סחירות הינה  
11 שאלה משפטית אם לאו.  
12 מדובר בדרך ניהול ההליך ואין ספק כי ניתן יהיה לדון בשאלת הצורך בשמיעת ראיות  
13 במסגרת הדיון בתיק עצמו.  
14  
15 לגופו של עניין, מקובלת עלי עמדתה של כבי' השופטת רונן על פיה מדובר במחלוקת  
16 משפטית.  
17 בקשות האישור הוגשו מכוח הוראת סעיף 338 (א) לחוק החברות, המעניקה לניצעים  
18 בהצעת רכש מלאה את האפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה.  
19 בבקשה שעניינה סעד הערכה על בית המשפט להכריע בעצמו מה הוא השווי ההוגן של  
20 המניות ולהשוות שווי זה למחיר המניות בהצעת הרכש.  
21 בפסק דין **קיטאל** בחן בית משפט את השיטה הרלוונטית לבחינת השווי, כאשר הגיע  
22 בסופו של דבר למסקנה כי הקביעות אשר נקבעו בע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק**  
23 **הפועלים** (להלן: "**פסק דין עצמון**") נכונות גם למקרים נשוא הדיון בפסק הדין  
24 **קיטאל**.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 בית המשפט בחן את עקרונות הערכת השווי אשר ינחו אותו במסגרת בקשה לסעד  
2 הערכה. נקבע כי אין להסתמך על שווי השוק לצורך הערכת שווי המניות וכי השיטה  
3 העדיפה היא שיטת ה-DCF המעריכה את שווי החברה על פי תזרים המזומנים המהוון  
4 של נכסיה הנוכחים, כמו גם על פי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצגות הזדמנויות  
5 ההשקעה העתידיות שלה.

6  
7 מכאן עולה בבירור כי קביעת שיטת הערכת השווי היא חלק מתפקידו של בית משפט  
8 במסגרת הפעלת הסמכות המוקנית לו על פי סעיף 338 לחוק החברות.  
9 טענה על פיה יש לנכות מהשווי בגין מסחר דל במניות החברה מחזירה למעשה את  
10 המחלוקת לשיטת ההערכה, שכן היא מתייחסת לשווי השוק. לאור זאת, יש לראות  
11 בה כטענה משפטית.

12  
13 בהקשר זה ברצוני להעיר כי לעמדתי, גם אם היה מקום לטענת המבקשות על פיה  
14 "כלל לא ברור" שהמחלוקת בסוגיית הניכוי הינה משפטית, הרי שבוודאי מדובר  
15 במחלוקת מתודולוגית משמעותית העולה מחוות הדעת. אם מחלוקת זו תוכרע לפי  
16 עמדתו של המשיב - יהא בכך כדי להוות טענה כבדת משקל לגופו של עניין ביחס  
17 לשווי ההוגן, אשר תצדיק את קבלת בקשת האישור, כפי שקבעה כב' השופטת רונן.

18  
19 **ב. טענת המבקשות כי חזקת הניצע המתוחכם אינה ניתנת להדיפה בדרך בה**  
20 **נעשה הדבר**

21 המבקשות טענו כי כב' השופטת רונן קבעה שתי אפשרויות להדיפת חזקת הניצע  
22 המתוחכם אשר יצרה אינדיקציה לכך שהשווי היה הוגן.  
23 האפשרות הראשונה היא להסביר מדוע בנסיבות המקרה אין לייחס משמעות  
24 להסכמת הניצע המתוחכם להצעת הרכש.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 על פי האפשרות השנייה שנקבעה "יכול המבקש להעלות – כנגד עמדת המשיבות –  
2 טענות כבדות משקל משלו לשווי ההוגן של החברות. הסכמת הניצע המתוחכם היא  
3 כאמור ראייה בעלת משקל ראייתי נכבד, אך לא מכריע. המבקש יכול להרים את  
4 הנטל שהועבר אליו גם אם יציג טענות כבדות משקל לגופו של עניין ביחס לשווי  
5 ההוגן, ולהביא לכך שבית המשפט יקבע שנכון לשלב זה של הדיון ישנה "אפשרות  
6 סבירה" כי טענותיו יתקבלו, חרף הקושי שהסכמת הניצע המתוחכם יוצרת".  
7 לדברי המבקשות, האפשרות השנייה אשר צוינה על ידי כב' השופטת רונן אינה  
8 קיימת. מאחר ונקבע כי המשיב עמד בנטל הדיפת החזקה מכוחה של האפשרות  
9 השנייה – הרי שאם אפשרות זו אינה קיימת יוצא כי המשיב לא עמד בנטל שהועבר  
10 אליו ודין בקשות האישור להידחות.  
11 נטען כי מההחלטה עולה כי האפשרויות להדיפת החזקה עולות מהלכת **קיטאל**. לכן,  
12 יש לפנות להלכת **קיטאל** כדי לראות אם אלה אכן שתי האפשרויות שנקבעו שם.  
13 המבקשות טענו כי האפשרות השנייה אשר נקבעה על ידי כב' השופטת רונן פותחת  
14 למעשה בפני מבקש סעד הערכה פתח להבאת כל טענה או ראייה כבדת משקל,  
15 באמצעותה יוכל להראות שהשווי בכל זאת איננו הוגן. אולם, לטענתן, לא כך נקבע  
16 בהלכת **קיטאל**.  
17 המבקשות ציטטו חלק מפסק דינו של כב' השופט דנציגר בפיסקה 95 "**בנסיבות אלה**  
18 **הנטל המוטל על מבקש סעד הערכה הינו להוכיח כי הסכמתו של ניצע מסוג זה של**  
19 **אנליסט אינה מהווה אינדיקציה שכזו או, כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא**  
20 **נמוך**".  
21 לדברי המבקשות, דברים אלה מלמדים כי כאשר קמה חזקה הניצע המתוחכם והנטל  
22 להדיפת החזקה עבר למבקש סעד הערכה, קיימות בפניו שתי אפשרויות בלבד  
23 המוגבלות אך ורק להתמודדות עם רכיב ההסכמה שבחזקה.  
24 עוד נאמר, כי האפשרות השנייה על פי הלכת **קיטאל** מתירה למבקש הסעד להביא  
25 ראיות אשר אף אם לא יהדפו כליל את רכיב ההסכמה, ילמדו כי משקלה הראייתי של



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1      ההסכמה הוא נמוך. למשל, אם יראו כי אחרי הענותו של הניצע המתוכחם להצעת  
2      הרכש עמד הרצון להנזיל את ההשקעה או שינוי במדיניות ההשקעות שלו, שאז  
3      הסכמתו היא אומנם הסכמה אך משקלה הראייתי הוא נמוך.  
4  
5      אינני רואה כל מקום לטענות אלה של המבקשות ומקובלת עלי לחלוטין קביעתה של  
6      כב' השופטת רונן בעניין זה.  
7      אם נחזור ונעיין בפסק דין **קיטאל** הרי שדברי כב' השופט דנציגר אותם ציטטו  
8      המבקשות הם בגדר ציטוט חלקי בלבד.  
9      לאחר שנקבע כי המסקנה אותה גזר בית המשפט המחוזי מהסכמתה של חברת  
10      אנליסט להצעת הרכש, בדבר הוגנות הצעת הרכש, היא מסקנה סבירה בנסיבות  
11      העניין, נאמר כלהלן: "**בנסיבות אלה יש ליתן להסכמתה להצעת הרכש משקל**  
12      **ראייתי נכבד, אף אם לא מכריע. סבורני, כי ניתן לראות בהסכמתו של ניצע בנסיבות**  
13      **כאלה אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה, בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם**  
14      **להצעת הרכש, במסגרתה רוכש מציע בלוק מניות בחברה.**" (ההדגשות שלי – ד.ק.).  
15      רק לאחר מכן נאמרו הדברים שהובאו על ידי המבקשות, כאמור לעיל.  
16      כלומר, הסכמתו של הניצע המתוכחם מהווה אינדיקציה חלקית בלבד ולא אינדיקציה  
17      מוחלטת. לכן, אין מקום לטענות המבקשות כי הדיפת חזקת הניצע המתוכחם  
18      אפשרית בכל מקרה רק בקשר לרכיבי הסכמתו.  
19      אם קיימות אינדיקציות נכבדות וכבדות משקל הגוברות, לכאורה, בשלב בקשת  
20      האישור, על אותה אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה העולה מהסכמתו של הניצע  
21      המתוכחם, אין מניעה כי יותר למבקש סעד ההערכה להעלותו במסגרת הדיפת  
22      החזקה.  
23      יתרה מזאת, טענות כבדות משקל כנגד עמדת החברות נכללות בהחלט במסגרת  
24      האפשרות אשר ניתנה למבקש הסעד להוכיח כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא  
25      נמוך. בהקשר זה אין מקום לבחון את משקלה הראייתי של הסכמת הניצע המתוכחם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

- 1 אך ורק תוך התמודדות עם רכיב ההסכמה, אלא ניתן בהחלט לבחון את משקלה  
2 ביחס לכל הטענות המועלות במסגרת הבקשה.  
3  
4 ג. שאלת הניכוי מהשווי בגין דלות הסחירות של המניה  
5 בתחילת פרק זה סקרו המבקשות, בין היתר, מאפיינים בעייתיים של סעד הערכה  
6 והתייחסו להסכמת רוב הניצעים כאנדיקציה להגנות התמורה.  
7 המבקשות הדגישו כי ייתכן ששיטת DCF, שהיא השיטה המועדפת על פי פסיקתו של  
8 בית המשפט העליון, היא שיטה טובה יותר משיטות אחרות, אך היא עדיין שיטה  
9 בעייתית.  
10 לאור הבעייתיות שבשיטה נטען כי ראוי לפרש את סעד ההערכה בצורה זהירה,  
11 שמרנית ובלתי מרחיבה.  
12  
13 אין מקום למסקנה זו.  
14 כב' השופט דנציגר חזר וציין בפסק דין **קיטאל** כי אין להתעלם מכך ששיטת ה- DCF  
15 אינה חפה מבעיות. זאת במיוחד כתוצאה מבחירה אסטרטגית או מניפולטיבית של  
16 משתנים ונוסחאות על ידי הצדדים.  
17 חשש נוסף הוא החשש מפני הפקעת הדיון המשפטי לטובת "**שיח מומחים מתחרים**".  
18 למרות זאת, נקבע באופן מפורש, עוד בפסק דין **עצמון**, כי אין בחששות אלה כדי  
19 להצדיק העדפה של שיטות הערכה אחרות על פני שיטת ה- DCF, על רקע יתרונותיה.  
20 כמו כן, הבהיר כב' השופט דנציגר בפסק דין **קיטאל** כי קיימים שני מנגנונים שונים  
21 לצמצום החשש אשר פורט לעיל: הראשון היא קביעת כלל פרודצוראלי לפיו יבחר בית  
22 המשפט באחת מחוות הדעת ולא יבצע ממוצע משוקלל ביניהן. המנגנון השני הוא  
23 מינוי מומחה מטעם בית משפט בהתאם לשיקול דעתו.  
24 אין לכן מקום לטענה כי הקושי הטמון בשיטות בלתי מספקות של מלאכת הערכת





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 השווי, כפי שטענו המבקשות - מצדיק פירוש שמרני ובלתי מרחיב של סעד ההערכה  
2 על פי הוראת סעיף 338 לחוק החברות.  
3  
4 אין גם מקום לטענה כי הסכמת רוב הניצעים מהווה אינדיקציה כלשהי להוגנות  
5 התמורה. כב' השופט דנציגר קבע במפורש בפסק דין קיטאל כי אין בהסכמת הרוב  
6 הנדרש להצעת הרכש כדי להקים חזקה בדבר הוגנות התמורה.  
7 קביעת חזקה מעין זו חותרת תחת המבנה של הסדר הרכישה הכפויה הקבוע בחוק  
8 החברות.  
9 חוק החברות כולל שני מנגנוני הגנה על הניצעים במסגרת הצעת רכש מלאה: דרישה  
10 כי תתקבל הסכמה של רוב הניצעים וכי המיעוט שלא קיבל את ההצעה לא יעלה על  
11 חמישה אחוז. המנגנון השני הוא סעד ההערכה הקבוע בסעיף 338 לחוק החברות.  
12 **"... עלינו לצאת מתוך נקודת הנחה שהמחוקק אינו משחית מילותיו לריק ואינו יוצר**  
13 **מנגנון הגנה כפול בהסח הדעת. לפיכך, אין מקום לקבוע כי קיימת חזקה בדבר**  
14 **הוגנות התמורה בהתבסס על הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש. חזקה שכזו**  
15 **פירושה כי די בהתקיימותו של מנגנון הגנה אחד על מנת לייתר את המנגנון השני**  
16 **ולצמצמו למקרים חריגים. חזקה שכזו מאיינת את סעיף 338 לחוק החברות, ולמצער**  
17 **מצמצמת אותם למקרים חריגים ביותר, ולפיכך סותרת את לשון ותכלית החוק"**.  
18 (סעיף 58 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר).  
19 לאור קביעה חד משמעית זו, אין מקום לטענת המבקשות כי הסכמת רוב הניצעים  
20 אינה יכולה להיתפס כחסרת ערך לחלוטין, וכי יש בה כדי לסייע לבית משפט בבואו  
21 להחליט לעניין סעד הערכה.  
22  
23 בהמשך, התייחסו המבקשות לשני הנימוקים מכוחם קבעה כב' השופטת רונן, כי אין  
24 לנכות מן השווי ההוגן בגין דלות הסחירות של המניות.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 הנימוק הראשון אליו היפנו הוא הנימוק כי כך נכון ללמוד מפסיקתו של בית המשפט  
2 העליון בהלכת **קיטאל**, וגם מההדרכה שניתן להפיק מן הפסיקה של מדינת דלוואר.  
3 לטענת המבקשות, על פי פסיקתו של בית המשפט בהלכת **קיטאל** היה מקום להגיע  
4 למסקנה הפוכה מזו אליה הגיעה כב' השופטת רונן.  
5 אינני רואה מקום לטענה זו של המבקשות ונימוקיה של כב' השופטת רונן מקובלים  
6 עלי לחלוטין והם עולים בקנה אחד עם ההלכה שנקבעה בפסק הדין **קיטאל**.  
7  
8 די בקבלת נימוק זה כדי לדחות את הבקשה לדיון חוזר.  
9 אין מחלוקת כי ערכן בשוק של מניות דלות סחירות נמוך יותר מערכן של מניות שאינן  
10 כאלה, וכך אף נקבע במפורש על ידי כב' השופטת רונן בסעיף 69 להחלטה.  
11 הטענה כי יש לנכות מהשווי בגין סחירות דלה של מניה מתייחסת באופן ישיר לשוויין  
12 בשוק ומחזירה, כאמור, את הדיון לשאלה איזו שיטת הערכה יש להעדיף.  
13 לשאלה זו ניתנה תשובה חד משמעית על ידי שופטי הרוב בפסק דין **קיטאל**, אשר  
14 קבעו כי הערכת השווי ההוגן תעשה על פי שיטת ה-DCF ולא על פי שווי השוק של  
15 המניות.  
16 שיטה זו עולה בקנה אחד עם שני עקרונות ההערכה המרכזיים שינחו את בית המשפט  
17 במתן סעד ההערכה וקביעת השווי ההוגן של מניות המיעוט: הערכת שווי החברה על  
18 פי שוויה הפנימי וכ"**עסק חי**" (סעיף 64 לפסק דינו של כב' השופט דנציגר).  
19  
20 לתמיכה בטענה כי על פי הלכת **קיטאל** יש מקום לבצע ניכוי בגין דלות סחירות  
21 המבקשות היפנו לדבריו של כב' השופט ריבלין על פיהם:  
22 "**במצב המשפטי הנתון, מיקוד הדיון בשווי החברה כעסק חי והערכת מניות הרוב**  
23 **והמיעוט כזהות, אינם עולים בקנה אחד עם הנחת היסוד של דיני הצעת הרכש לפיה**  
24 **השליטה הדומיננטית בחברה פוגעת במחיר מניותיהם של בעלי מניות המיעוט**".  
25 (סעיף 29 לפסק דינו).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 לדברי המבקשות, הביע בכך כב' השופט ריבלין דעה ברורה על פיה יש להעריך את  
2 שווין של מניות המיעוט ככאלה ולא להעניק לבעליהן את אחזקותיהם בחברה כפול  
3 שוויה המלא.  
4 המבקשות אף טענו כי בעניין שלפנינו, שאלת הניכוי בגין סחירות דלה, מבטא כב'  
5 השופט ריבלין את עמדת הרוב, שכן נקבעה על ידו עמדה ברורה בנושא.  
6  
7 אינני רואה כל מקום לטענות אלה.  
8 האמור בסעיף 29 לפסק דינו של כב' השופט ריבלין מהווה חלק מעמדתו על פיה הדרך  
9 הטובה ביותר להערכת השווי ההוגן, היא בחינת שווי השוק הממוצע של המניות על  
10 פני תקופה שקדמה להגשת ההצעה, וכי אין זה נכון למקד את הדיון בשווי החברה  
11 כעסק חי תוך הערכת מניות הרוב והמיעוט כזהות.  
12 עמדה זו, על פיה יש לבחון את השווי ההוגן על פי מחיר השוק היא אכן עמדה ברורה.  
13 אולם, עמדה זו לא התקבלה, כאמור, על ידי שופטי הרוב.  
14  
15 המסקנה אליה הגיעה כב' השופטת רונן עולה לא רק מעצם העדפת שיטת ה- DCF  
16 ודחיית שיטת שווי השוק, אלא גם מהתייחסות ספציפית של כב' השופט דנציגר לעניין  
17 ניכוי מהשווי ההוגן בשל דלות סחירות או היות המניות מניות מיעוט.  
18 במסגרת הדיון בפרק "תכלית סעד ההערכה" נבחן השימוש שנעשה בסעד ההערכה  
19 במשפט האמריקאי מתחילת המאה ה-20.  
20 בסעיף 53 לפסק דינו נאמר כי המלומדים שאוזכרו על ידו בפרק זה מציעים לערוך  
21 שינויים מסויימים בדיני החברות בארה"ב, על מנת להתאים את סעד ההערכה  
22 לנסיבות החדשות בהן הוא התעורר במהלך אותה מאה.  
23 המשותף לרוב ההצעות הוא הניסיון להרחיב את המקרים בהם יוכל בעל מניות  
24 מיעוט ש"נרכש החוצה" לתבוע סעד ההערכה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 בין היתר, הוצע כי במקרים אלה לא יתבצע ניכיון בגין אי סחירות המניה או בגין  
2 היותה מניית מיעוט.  
3 כמו כן, ציין כב' השופט דנציגר בהמשך כי אחד הטעמים לאי קבלת שווי השוק  
4 כבסיס להערכת השווי ההוגן, הוא ההסבר שניתן בפסק דין עצמון על פיו "מאפיינים  
5 כלליים של שוק ההון משליכים אף הם על מידת אמינותה של הערכת שווי שוק וכי  
6 כאשר המסחר במניות דל והיקפו מצומצם הנחת התחרות המשוכללת בשוק  
7 נסתרת" (סעיף 60 לפסק דינו).  
8  
9 כב' השופטת רונן אף הבהירה כי מתן אפשרות להפחית את שווי המניות במקרה  
10 שהסחירות שלהן בבורסה נמוכה עלול להביא בפועל, באופן עקיף, להערכה שונה של  
11 מניות רוב ומיעוט.  
12 גם לעניין זה התייחס כב' השופט דנציגר, בסעיף 84 לפסק דינו.  
13 בעניין קיטאל נטען כי לבצע ניכיון מהשווי בגין היות המניות הנרכשות מניות מיעוט -  
14 לאור הפער אשר קיים בדרך כלל בין מחירי מניות השליטה לבין מחירי מניות  
15 המיעוט.  
16 אומנם, טענה זו לא הצריכה דיון וכב' השופט דנציגר הבהיר כי אינו קובע בה  
17 מסמרות. אולם, נראה כי הגישה ורוח הדברים ברורים.  
18 כב' השופט דנציגר ציין כי העמדה המקובלת בקרב המלומדים האמריקאיים היא  
19 שאין לבצע ניכיון בגין מניות המיעוט.  
20 "נטען כי הערכת שווי החברה על פי שווייה הפנימי וכ"עסק חי" מחייבת הערכה  
21 כישורת אחת תוך קביעת שווי מניותיה כנגזרת של שווי החברה באופן יחסי למספר  
22 המניות, ללא חשיבות להיותן מניות רוב או מיעוט... נראה כי זוהי גם המגמה  
23 המרכזית בפסיקת בתי המשפט בדלוואר".  
24 כב' השופט דנציגר ציין במפורש כי פסיקת בתי המשפט בדלוואר אינה אחידה וכי  
25 בחלק מהמקרים כן מתבצע ניכיון.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 המבקשות סקרו בהרחבה מספר דוגמאות למקרים מעין אלה בפסיקה של בתי  
2 המשפט בדלוואר.  
3 אולם, לאור העובדה כי בית המשפט העליון היה ער לאי אחידות הפסיקה - איני  
4 מוצאת צורך להתייחס לדוגמאות באופן פרטני, במיוחד לאור העובדה כי בסיום פסק  
5 הדין התייחס כב' השופט דנציגר לדבריו של כב' השופט ריבלין בסעיף 29 לפסק דינו,  
6 אליהם היפנו המבקשות:  
7 בסעיף 102 לפסק דינו חזר וציין כב' השופט דנציגר כי ביקש להשאיר את שאלת  
8 הערכת השווי של מניות הרוב והמיעוט ב"צריך עיון". אולם, הוא אף חזר וציין כי  
9 נראה שהעמדה המרכזית בקרב המלומדים בארה"ב ובפסיקת בתי המשפט בדלוואר,  
10 היא כי אין לבצע ניכיון בגין מניות מיעוט במסגרת סעד הערכה.  
11 כמו כן, נאמר על ידי כב' השופט דנציגר, למען שלמות התמונה, כי סוגיה זו התעוררה  
12 בפסק הדין אשר ניתן בת"צ 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים – אגן תעשיות בע"מ,  
13 במסגרת תביעה להסרת קיפוח על פי סעיף 191 לחוק החברות ונקבע כי "התמורה  
14 שהתקבלה בחברה בעקבות מכירת מניותיה לצד שלישי תתחלק באופן שווה בין כל  
15 בעלי מניותיה, ללא חשיבות לזהותם כבעלי שליטה או בעלי מניות מיעוט. סבורני,  
16 כי פסק דינו של בית המשפט המחוזי עולה בקנה אחד עם הערכת שווי החברה  
17 כ"עסק חי" ומנוגד, על פניו, לגישתו של חברי המשנה לנשיא." (סעיף 102 לפסק  
18 דינו של כב' השופט דנציגר).  
19  
20 הערכת שווי החברה כ"עסק חי", ללא הבחנה בין מניות מיעוט ומניות הרוב, מהווה,  
21 כאמור, בסיס לשיטת ה- DCF שהיא השיטה המחייבת.  
22  
23 נראה כי די בכל האמור לעיל, גם אם לא הוכרע הנושא באופן סופי, כדי לקבוע כי אכן  
24 עולה מפסק דין קיטאל, כפי שקבעה כב' השופטת רונן, שלא יבוצע ניכוי מהשווי בגין  
25 דלות הסחירות של המניות.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1  
2 ד. הטענה כי לא ניתן היה לאשר את התובענות כייצוגיות אלא ביחס לטענה אחת  
3 טענה נוספת אשר הועלתה על ידי המבקשות היא הטענה על פיה לא ניתן היה לאשר  
4 את התובענות כייצוגיות באופן גורף, אלא לכל היותר ניתן היה לאשרן כייצוגיות  
5 ביחס לטענה היחידה בה הכריעה כב' השופטת רונן לטובת המשיב.  
6 כלומר, היה מקום לאשר את התובענות כייצוגיות רק על סך כולל של 8.4 מיליון ₪,  
7 מתוך הסכום הכולל של שתי התובענות העומד על סך של כ- 53 מיליון ₪.  
8  
9 המבקשות טענו כי ניתן לכל היותר לומר שיש סיכוי סביר שטענה אחת של המשיב  
10 תתקבל. לשאר הטענות המרכיבות את סכומי התובענות לא הייתה התייחסות של  
11 בית המשפט. לכן, לא ניתן לומר שיש סיכוי סביר שעמדתו של המשיב תתקבל גם  
12 ביחס אליהן.  
13  
14 בתשובה לכך נטען על ידי המשיב בתגובתו, כי לשם קבלת החלטה על פיה קיימת  
15 אפשרות סבירה כי השווי לא היה הוגן, לא חייב בית המשפט לדון ולהכריע בכל  
16 הסוגיות אשר עמדו במחלוקת בין הצדדים.  
17 אין כל מניעה כי במקרה בו קיימת סוגיה אחת בעלת שווי כספי משמעותי, הרי  
18 שהכרעה בסוגיה זו לטובת התובע יש בה כדי להכריע כי קיימת אפשרות סבירה  
19 שתתקבל טענת התובע בדבר שווי בלתי הוגן.  
20  
21 עוד נאמר, כי הסכום הכולל של התובענות עומד על סך 46.6 מיליון ₪.  
22 הטענה המהותית אשר הוכרה על ידי כב' השופטת רונן מהווה קרוב לחמישית מסכום  
23 זה. יתר הטענות והמחלוקות המשפטיות לא נבחנו ולכן לא ניתן לומר שאין הן בעלות  
24 סיכוי סביר להתקבל.  
25



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 במסגרת הדיון בפנינו חזר וטען ב"כ המשיב כי די בטיעון של אי ניכוי בגין סחירות  
2 נמוכה, כדי להצדיק אישור התביעה כייצוגית.  
3 מעבר לזאת, קיימות, לטענתו, עשרות מחלוקות עובדתיות ומקצועיות, בין כלכליות  
4 ובין שמאיות, אליהן לא נדרשה כב' השופטת רונן בשלב זה של הדיון.  
5 לכל מחלוקת מעין זו יש ערך כספי של מיליוני שקלים. לא ניתן למחוק את המחלוקת  
6 ולומר כי נשאר עניין הניכיון בגין הסחירות בלבד.  
7  
8 אינני רואה כל מקום לקבל את טענת המבקשות ולהגביל את אישור התובענות לטענה  
9 אחת בלבד – הטענה בעניין אי ניכוי בגין סחירות דלה.  
10 יש לזכור כי קבלתה של טענה זו כטענת כבדת משקל בעלת בסיס משפטי, היוותה,  
11 למעשה, קביעה על פיה עמד המשיב בנטל להדוף את החזקה שנוצרה כתוצאה  
12 מהסכמת הניצע המתוחכם.  
13 מדובר בשלב שני של בדיקת נטל הראייה:  
14 בשלב הראשון – הציג, כאמור, המשיב חוות דעת שמאית וחוות דעת כלכלית אשר  
15 העריכה את שווי החברה לפי שיטת DCF.  
16 מנגד – הציגו גם המבקשות חוות דעת כאלה מטעמן.  
17 במקביל להצגת חוות הדעת על ידי המבקשות, הועלתה על ידן טענה בדבר קיומה של  
18 אינדיקציה חיצונית להיותו של השווי שווי הוגן, על ידי הסכמת הראל שהוא בגדר  
19 ניצע מתוחכם.  
20  
21 לצורך הדיפת החזקה שנוצרה בשלב זה, נדרש בית המשפט לטענה כבדת משקל וקבע  
22 כי לא די בקיומן של מחלוקות מקצועיות הנובעות מחוות הדעת.  
23 משנקבע כי קיימת טענה כבדת משקל מעין זו – עמד המשיב בנטל הנדרש ממנו בשלב  
24 זה של הדיון ובנסיבות קיומה של החזקה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14

מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1 אולם, המחלוקות המקצועיות הנובעות מחוות הדעת השונות לא נעלמו והן עדיין  
2 קיימות. למחלוקות אלה לא נדרש בית המשפט והוא יכריע בהן בשלב בירור בקשת  
3 האישור.  
4  
5 בפסק דין **קיטאל** הבהיר כב' השופט דנציגר כי מקום בו מונחות בפני בית משפט  
6 שתי חוות דעת מנוגדות, אשר נערכו שתיהן על פי שיטת DCF, על בית המשפט לשקול  
7 למנות מומחה מטעמו שיעריך את שווי החברות על פי שיטה זו, ולא להסתפק בקביעה  
8 שחוות הדעת מאזנת זו את זו ולא ניתן להכריע איזו מהן נכונה (סעיף 95 לפסק דינו).  
9 קביעה זו נכונה כמובן גם לגבי חוות דעת שמאית ולא רק לגבי חוות דעת כלכלית אשר  
10 נערכה על פי שיטת ה- DCF.  
11 כלומר, משעמד המשיב בנטל להדוף את חזקת הניצח המתוחכם – חזר המצב לתחילת  
12 הדרך, ובפני בית המשפט עומדות חוות הדעת המקצועיות של שני הצדדים, בהן יהיה  
13 עליו להכריע בהמשך בהליך.  
14  
15 התוצאה בסופו של דבר היא כי אין לקבל את הבקשה לדיון חוזר.  
16  
17 בסיום ההחלטה ברצוני לציין כי לא מצאתי מקום לשוב ולדון בקביעותיה של כב'  
18 השופטת רונן בעניין תום ליבו של המשיב ומועד רכישת המניות.  
19  
20 המבקשות יישאו, ביחד ולחוד, בהוצאות המשיב בסך 30,000 ₪ שישאו הפרשי  
21 הצמדה וריבית כדין מהיום ועד התשלום בפועל.

ד. י.

דניה קרת-מאיר, שופטת





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14  
מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1  
2  
3  
4

**כב' השופט חאלד כבוב:**

אני מסכים לתוצאה אליה הגיעה חברתי ומצטרף אליה.

חאלד כבוב, שופט

5  
6  
7  
8  
9  
10

**כב' השופט דוד רוזן:**

מסכים.

דוד רוזן, שופט

11  
12  
13

ניתנה היום, כ"א אב תשע"ה, 06 אוגוסט 2015, בהעדר הצדדים.

דוד רוזן, שופט

חאלד כבוב, שופט

דנייה קרת-מאיר, שופטת

15  
16



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 37739-07-14  
מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ ואח' נ' מיכאל ספרא

6 אוגוסט 2015

1

3/11/15 י.י.  
שופטת דניה קרת-מאיר

3

שופט חאל

3