



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc. נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

בפני
כבוד השופט כבוב
כבוד השופטת רוזן
כבוד השופט רוזן

Elad High Plateau Acquisition Inc

המבקשת

ע"י ב"כ עו"ד עופר צור ו/או הראל שחם
גורניצקי ושות', עורכי דין
שד' רוטשילד 45 תל אביב 65784
טל': 03-7109191; פקס: 03-5606555

נגד

אהרן דוד מלאכי

המשיב

ע"י ב"כ עו"ד יעקב סבו ו/או דורון רדעי ו/או ניצן גדול
רדעי-גדות, משרד עו"ד
קפלן 17 תל אביב 64734
טל': 03-6969978; פקס: 03-6969980

החלטה

השופטת ר. רוזן:

1. בפנינו בקשה לדיון חוזר.

הבקשה מתייחסת להחלטה מיום 2.4.2015 בת"צ 44884-03-13 שניתנה במחלקה הכלכלית בבית- המשפט המחוזי בתל אביב (כב' השופטת קרת-מאיר) (להלן: "ההחלטה"), בה אישר בית- המשפט בקשה להגשת תביעה ייצוגית. הבקשה לאישור תביעה ייצוגית הוגשה על-ידי מי ש הוא המשיב בבקשה הנוכחית (ושיכונה להלן: "המבקש"), נגד מי שהיתה המשיבה בבקשת האישור והיא המבקשת בבקשה לדיון חוזר דנן (והיא תכונה להלן: "המציעה"). עניינה של בקשת האישור בהצעת רכש שהציעה המציעה לבעלי-מניות המיעוט בחברת אלעד קנדה אינק. (להלן: "החברה"). ההצעה התקבלה, ובמסגרת הבקשה נטען כי המחיר שהוצע ושולם לבעלי-המניות בחברה היה נמוך משווין ההוגן של המניות.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc. נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

העובדות

2. החברה התאגדה ביום 23.12.2009 בקנדה.

ביום 23.8.2010 פרסמה החברה תשקיף הנפקה בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב, במסגרתו הוצעו לציבור בישראל 137,500 יחידות של ניירות ערך. כל יחידת ניירות-ערך שהוצעה לציבור כללה מניה רגילה של החברה; כתב אופציה (סדרה 1) שהיה ניתן למימוש למניה אחת רגילה של החברה כנגד מחיר מימוש; וכתב אופציה (סדרה 2) שניתן היה למימוש למניה אחת רגילה של החברה כנגד מחיר מימוש.

3. המציעה טענה בתשובתה לבקשת האישור בין היתר כי בתשקיף ניתנה התחייבות שאפשרה בתנאים מסוימים למחזיקי האופציות (סדרה 1) למכור את האופציות הללו לבעלת השליטה בחברה, במחיר המבטא את ההפרש בין מחיר המניה בשוק לבין תמורת מימוש האופציה, ועד לסך של 6.3 ₪ לכל כתב אופציה (ר' ס' 12 לתצהירו של מר שניצר מטעם המציעה). מדובר – כך טענה המציעה – בהטבה המהווה למעשה מעין "כיסוי ביטוחי" לרוכשי האופציות (סדרה 1).

4. ביום 31.8.2010 השלימה החברה את תהליך הנפקת המניות הרגילות שלה ורישומן למסחר בבורסה לניירות-ערך בתל אביב. המחיר בו נסחרה מנית החברה בבורסה היה במגמת ירידה ממועד ההנפקה, ומחזורי המסחר בה לא היו משמעותיים.

5. ביום 24.8.2012 פרסמה החברה הודעה כי בעלת השליטה בה חברת El-Ad group Ltd. (להלן: "בעלת השליטה" או "אלעד גרופ"), בוחנת אפשרות של ביצוע הצעת רכש של ניירות-ערך מסוימים של החברה. ביום 2.11.2012 התאגדה המציעה בקנדה כחברה פרטית בשליטת אלעד גרופ – השולטת כאמור בעקיפין גם בחברה.

6. ביום 5.11.2012 פרסמה החברה דיווח מייד לציבור במסגרתו היא עדכנה כי בעלת השליטה הודיעה שהיא מתכוונת לפרסם באמצעות המציעה מפרט הצעת רכש רגילה **לכתבי האופציה** מסדרה 1 של החברה במחיר של 6.42 ₪.

ביום 10.11.2012 פרסמה החברה דיווח מייד לפיו החברה קבלה מפרט הצעת רכש רגילה לרכישת כתבי האופציה מסדרה 1 על-ידי המציעה. ביום 28.11.2012 פרסמה המציעה דיווח מייד על תוצאות הצעת הרכש לפיו שיעור ההיענות להצעה עמד על 95.8% מהניצעים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

7. ביום 3.12.2012 פרסמה החברה דיווח מיידי לציבור כי התקבל בחברה מפרט הצעת רכש מלאה מאת המציעה, לרכישת 12,765,000 מניות רגילות של החברה תמורת סכום של 14.78 ₪ למניה. ביום 27.12.2012 פרסמה החברה דיווח מיידי נוסף בו היא עדכנה כי ביום 27.12.2012 הודיעה לה המציעה שמפרט הצעת הרכש המלאה תוקן באופן שבו מחיר הצעת הרכש יעמוד על סך של 16.6 ₪ למניה. יוער כי במבוא למפרט הצעת הרכש כמו גם בסעיף 10.6 בה, ציינה המציעה כי בהתאם להוראות ס' 338(ג) לחוק החברות, מציע שנענה להצעה לא יהיה זכאי לסעד הערכה מכוח ס' 338 לחוק.

נכון למועד פרסום מפרט הצעת הרכש, כ-88.7% ממניות החברה הוחזקו על-ידי בעלת השליטה יחד עם גופים הקשורים אליה. המציעה החזיקה ב-9,174,908 כתבי אופציה (סדרה 1) הניתנים למימוש למספר זהה של מניות המהוות 7.51% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. הצעת הרכש כוונה לבעלי מניות מהציבור ומשקיעים מוסדיים שהחזיקו ביתרת מניות החברה, בשיעור של 11.3%.

ביום 7.1.2013 פורסם דיווח מיידי על תוצאות הצעת הרכש, ממנו עולה כי ניתנו הודעות קיבול של כ-78% מהניצעים, המחזיקים בכ-9.07% ממניות החברה. לאור התוצאות הללו, בוצעה רכישה כפויה של 2,947,364 מניות של החברה שבגינן לא התקבלה הודעת קיבול.

8. ביום 3.12.2012, ובמקביל להצעת הרכש של מניות החברה, פרסמה החברה דיווח מיידי נוסף בו היא דיווחה כי התקבל אצלה מפרט הצעת רכש נוסף של המציעה, לרכישת כתבי אופציה מסדרה 1 של החברה (יתרת כתבי האופציה של נרכשו במסגרת הצעת הרכש הראשונה לכתבי האופציה של החברה). להצעה זו הושג שיעור היענות של 75% מהניצעים ולכן פעלה המציעה לרכישת כפויה של כלל כתבי האופציה סדרה 1 של המציעים שלא נענו להצעה.

9. ביום 8.1.2013 פרסמה הבורסה הודעה בדבר רכישת מניות החברה בידי הציבור ומחיקת החברה מהמסחר. המבקש הוא אחד מבעלי-המניות שמניותיהם נרכשו במסגרת הצעת הרכש בכפיה.

העדויות

10. המבקש הגיש תצהיר בתמיכה לבקשת האישור. בנוסף נתמכה בקשת האישור בחוות-דעת מומחה של הגב' דיאמנדי (להלן: "דיאמנדי").



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני : מספר תיק חיצוני

המזכירה הגישה תגובה לבקשת האישור שנתמכה גם בתצהירו של מר בועז שניצר שליווה את הצעת הרכש. כן נתמכה התגובה בחוות-דעת ביקורתית שנערכה על ידי מר מיכאל דובנר ממשרד רואי חשבון PWC קנדה (שיכונה להלן גם: "המומחה הקנדי"). מלבד חוות-הדעת הזאת, הגישה המזכירה חוות-דעת כלכלית שנערכה על ידי פרופ' מנחם ברנע ורו"ח אורי כהן.

לאחר שהוגשה תגובת המזכירה לבקשת האישור, הוגשה תשובת המבקש לתגובה זו, שנתמכה בין היתר בחוות-דעת משלימה של הגב' דיאמנדי, בה התייחסה הגב' דיאמנדי להערות שעלו לגבי חוות-דעתה בתשובת המזכירה.

11. לאחר הגשת התשובה לתגובה על ידי המבקש ביום 6.2.2014, הגיש המבקש ביום 2.3.2014 בקשה לבית-המשפט בה הוא עתר כי בית-המשפט יתיר לו להגיש חוות-דעת נוספת, מטעמו של המומחה ד"ר עמרם אהרוני (להלן: "אהרוני"). כעולה מהבקשה, ד"ר אהרוני הוא דוקטור למינהל עסקים, מרצה בכיר בתחום המימון במרכז הבינתחומי הרצליה ובעל ניסיון מעשי. המבקש עתר כי בית-המשפט יראה את חוות-דעתו של אהרוני כאילו היא נכללה בתשובתו של המבקש מיום 6.2.2014.

12. בהחלטה מיום 1.4.2014, קבלה כב' השופטת קרת-מאיר את בקשת המבקש. בית-המשפט ציין כי אין מחלוקת בין הצדדים כי המבקש היה רשאי לצרף את חוות-הדעת לתשובתו לתגובת המזכירה. עוד נקבע כי אין מדובר בתביעה אשר הוגשה בחופזה ומבלי שהמבקש עמד על ראיותיו טרם הגשתה. בית-המשפט הוסיף כי לגישת המבקש, הוא נדרש לחוות-דעת נוספת, ובנסיבות העניין אין מניעה עניינית מלאשר את הגשתה, אף בשלב הדיון בו התבקשה ההגשה.

לאור החלטה זו, הפכה חוות-דעתו של ד"ר אהרוני לחלק מחומר הראיות. ד"ר אהרוני אף נחקר על חוות-דעתו בחקירה נגדית, וכפי שיובהר להלן, בית-המשפט הסתמך על חוות-דעתו ועל עדותו במסגרת ההחלטה.

ההחלטה

13. בית-המשפט קבל כאמור את הבקשה ואישר את הגשתה של התביעה כתביעה ייצוגית.

בית-המשפט קבע כי המסחר במניית החברה היה דל, ומחירה היה במגמת ירידה. עוד נקבע כי הירידה במחיר המנייה לא היתה קשורה למצבה של החברה, וסביר לכן כי היה קשר ישיר בין המסחר המצומצם בבורסה לבין מחיר השוק שלה. לכן, כך נקבע, אין לקבל את עמדת המזכירה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

לפיה יש משמעות של ממש למחיר השוק בבורסה בתקופה שקדמה לפרסום הצעת הרכש, ואין לבחון את הוגנות המחיר בהתאם למחיר השוק של המניה בתקופה שקדמה להצעה.

14. בית-המשפט ציין כי הנטל להוכיח שהתמורה עבור המניות בהצעת הרכש היתה בלתי-הוגנת, מוטל לפתחו של מבקש הסעד – קרי מבקש אישור התביעה הייצוגית. נטל זה עשוי להתהפך אם ניתנה הסכמה של ניצע גדול ובלתי תלוי להצעת הרכש – וזאת בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם להצעה, במסגרתה רוכש המציע צבר מניות בחברה במחיר הנופל מהמחיר שהוצע עבור המניות במסגרת הצעת הרכש.

15. באשר לטענת המציעה לפיה קמה במקרה דנן "חזקת הניצע המתוחכם" שיש בה כדי להפוך את הנטל – קבעה כבי' השופטת קרת-מאיר כי אין לקבל טענה זו.

בית-המשפט קבע כי יש להבחין בין נסיבות המקרה שלפניו לבין ההחלטה בת"א (מחוזי ת"א) 20457-03-11 מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ נ' ספרא (9.6.2014) (להלן: "ענין מ.ת.מ."). עוד קבע בית-המשפט שיש להבחין בי נסיבות המקרה שלפניו לבין קביעותיו של בית המשפט העליון ברע"א 779/06 קיטאל נ' ממון (להלן: "ענין קיטאל") בהתייחס לערעור על ענין קניאל (ערעור על ההחלטה בת"א (מחוזי ת"א) 1209/03 שקולניק נ' קניאל (8.5.2007), להלן: "ענין קניאל"). זאת משום שטענת המציעה במקרה דנן ביחס לפנייתם של המשקיעים המוסדיים שהביאה כביכול לשינוי במחיר ההצעה, היתה טענה ערטילאית ללא תשתית ראייתית של ממש.

16. בהקשר זה נקבע כי אין לקבל את טענת המציעה בדבר קיומו של משא-ומתן או מעין משא-ומתן של המציעה עם המשקיעים המוסדיים. היא הוסיפה כי המצהיר מטעם המציעה לא ציין מיהם המשקיעים המוסדיים מהם התקבלו הערות בנוגע למחיר, ומה מהות הליך המשא-ומתן או "מעין משא-ומתן" שהתקיים איתם. כן צוין שאין כל אינדיקציה כי הדרישה למחיר שהועברה – אם הועברה, הועלתה על-ידי משקיע מוסדי מהותי או על-ידי משקיעים מוסדיים שיחד היתה להם אפשרות להשפיע על קבלתה או אי-קבלתה של הצעת הרכש.

17. בהמשך פנה בית-המשפט לבחון האם המציעה הרימה את הנטל שהועבר לכתפיה באמצעות חוות-הדעת מטעמה להוכחת השווי ההוגן של מחיר ההצעה. בית-המשפט קבע בהקשר זה כי אין מקום להידרש למחלוקות המקצועיות בין המומחים. יחד עם זאת נקבע כי בין המומחים היתה מחלוקת מתודולוגית אחת, המתייחסת ל"שווי הטרמינאלי" של פעילות הייזום והפיתוח של החברה. מדובר במחלוקת אשר גרעה מהערכת השווי מטעם המציעה סכום של כ-356 מיליון דולר קנדיים או 11.8 ₪ למניה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

לגישתה של כב' השופטת קרת-מאיר, אין לקבל את עמדתו של המומחה מטעם המציעה, לפיה הערך הכלכלי הנוכחי של הפעילות הצפויה בחברה לאחר תקופת התחזית (2019) הוא אפס. תוצאה כזו מקבילה למעשה להערכת שווי החברה על בסיס נכסי. בית-המשפט ציין כי המומחה הקנדי מטעם המציעה התייחס בהקשר זה להשוואה בין חברות פיתוח מקרקעין לבין חברות כרייה, ששוויין מוערך על בסיס המקורות הקיימים שיש למכרה, גם כאשר מדובר בחברת כרייה שקיימת כבר שנים רבות ותמצא מכרות חדשים בעתיד. בית-המשפט לא קיבל את ההשוואה הזאת, וקבע כי לא הונחה לה תשתית עיונית או מקצועית.

18. בית-המשפט התייחס לעדותו של המומחה ד"ר אהרוני בשאלת הערכת השווי בתקופה הטרמינאלית. המומחה ד"ר אהרוני קבע כי הכלל הוא שחברה שלגביה נערכת הערכת שווי לא הוקמה לצורך פעילות חד-פעמית או לשם ביצוע מספר פרויקטים מסוים. הוא ציין כי התשתית הניהולית והמקצועית של החברה נותנת לה את האפשרות להמשיך ליזום פרויקטים שיתבטאו בתזרים עתידי גם לאחר תקופת התחזית. לגישתו, כדי לסטות מהעיקרון של הערכת שווי טרמינאלית, יש להוכיח באופן מובהק כוונה של ממש לחדול מפעילות ואף תחילת ביצוע בפועל של סגירת העסק. הדברים הללו נכונים ביחס לכל חברה שהיא עסק חי, והם נכונים שבעתיים בחברה ציבורית.

בהחלטה קבל בית-המשפט את עדותו של אהרוני. הוא קבע כי חוות-דעתו היתה נקודתית וממוקדת, וכי הוא התרשם ממקצועיותו ומהתייחסותו האובייקטיבית לעמדות שני המומחים האחרים. בית-המשפט קבע כי עמדתו העקבית עולה בקנה אחד עם העקרונות המהווים את הבסיס להערכת השווי על פי שיטת ה-DCF, שהיא השיטה שנקבעה לביצוע הערכות שווי בבית-המשפט העליון.

19. בהמשך התייחס בית-המשפט – בין היתר לאור עדותו של אהרוני – גם למחלוקות נוספות שהיו בין המומחים, ולטענות אחרות שעלו ביחס לחוות-דעתה של המומחית גב' דיאמנדי. בהתייחס לטענה לפיה הגב' דיאמנדי לא נפגשה עם הנהלת החברה, קבע אהרוני כי בביצוע הערכות שווי אכן מקובל להיפגש עם הנהלה. בית-המשפט ציין בהקשר זה כי היה מקום שדווקא המומחה הקנדי ייפגש עם מנהלי החברה העוסקים בתחום הייזום ובכלל זה עם מנכ"ל החברה (ולא רק עם שלושה מנהלי כספים), וזאת כדי לבחון את השאלה האם אין לתת ערך כלכלי כלשהו לתקופה הטרמינאלית.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני : מספר תיק חיצוני

20. באשר לטענה לפיה המומחית גב' דיאמנדי לא ערכה תיקוף לחוות-דעתה ובדיקות סבירות, קבע בית-המשפט, לאור עדותו של אהרוני, כי אין חובה לתקף הערכת שווי בשיטה נוספת, וכי התיקוף אינו תמיד פועל. החשיבות היא לבדוק את סבירות ההנחות שעל-פיהן נקבע בסופו של דבר השווי. בית-המשפט הוסיף כי לטענה לגבי אי-תיקוף חוות-הדעת על ידי המומחית גב' דיאמנדי אין משמעות של ממש ביחס להפרש המשמעותי בין חוות-הדעת הנובע מהערכת השווי בתקופה הטרמינאלית.

21. בית-המשפט התייחס גם לטענה לפיה גב' דיאמנדי קבעה מקדם היוון אחיד לכל אחד ממגזרי הפעילות של החברה. בהקשר זה הבהיר המומחה אהרוני בעדותו כי בשיטת ה-DCF מקובל להשתמש באותו שיעור היוון ללא אבחנה בין פרויקטים שביצועם החל, לבין כאלה שיש כוונה לבצע אותם. מעדותו עולה כי הנושא של מקדם ההיוון הוא בעייתי ביותר, וכי תפקידו של מעריך השווי הוא למצוא שיעור היוון משוקלל שישקלל את כל סוגי הפעילות של החברה. מדבריו של אהרוני עולה גם כי יש מקום להתייחס לסיכון הספציפי הטמון בכל אחד מתחומי הפעילות של החברה, ואף דיאמנדי אישרה כי היא אינה פוסלת את האפשרות לערוך חישוב לפי מגזרי פעילות, אולם היא אינה סבורה כי יש מקום לתקן את החישוב שנעשה על-ידיה.

22. מחלוקת נוספת אליה התייחס בית-המשפט, עניינה בחישוב מקדם ההיוון על ידי גב' דיאמנדי על-פי נתוני השוק הישראלי. בהחלטה נקבע כי לגישתה של המומחית, היא פעלה באופן זה משום שהחברה בחרה להנפיק את מניותיה בישראל, והחישוב מתבסס על אלטרנטיבות בשוק הישראלי עבור משקיעים ישראלים. ד"ר אהרוני בעדותו אישר כי היה מקום במקרה דנן לבחון את פעילות החברה מול השוק הקנדי, ומאחר שהחברה מגייסת כסף בישראל, היה מקום לבחון את העניין גם באספקטים ישראליים. יחד עם זאת הוא סיכם כי יש לתת משקל רב יותר לנקודת המבט הקנדית.

בחוות-הדעת המשלימה של גב' דיאמנדי היא ציינה כי לו היה מקום לבחון את החברה על רקע השוק הקנדי, הרי שזו חברה בעלת מאפיינים של חברה קטנה שפרמיית הסיכון לגביה צריכה להיות בשיעור של 2.05% - 2.65% ולא 4% - 5% כפי שקבע המומחה הקנדי. בהתייחס למחלוקות אלה צוין בהחלטה כי יהיה מקום לבחון את האפשרות למנות בשלב הבא של הדיון מומחה מטעם בית-המשפט.

בית-המשפט אף דחה את טענות המציעה ביחס למעמדו של המבקש כמי שמבקש שתאושר תביעה ייצוגית בשמה של הקבוצה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

טענות הצדדים

טענות המציעה

23. המציעה טענה כי בית-המשפט שגה כאשר קבל את הבקשה. לטענתה, בית-המשפט התעלם בהחלטה מהעובדה שהצעת הרכש נתמכה על ידי מרבית המשקיעים המוסדיים. כך, נטען כי למעלה מ-70% מהמשקיעים המוסדיים נעתרו להצעת הרכש, והתקבצותם יחד היא שהביאה להצלחתה של ההצעה. ההסכמה של המוסדיים היא תולדה של משא-ומתן עמם שהביא לשיפור במחיר ההצעה. תמיכת המשקיעים המוסדיים היא אינדיקציה לכך שההצעה היא הוגנת.

24. המציעה טענה כי בית-המשפט שגה כאשר קבע כי לא הוכח קיומו של משא-ומתן בין המציעה לבין המשקיעים המוסדיים. לטענתה, לא היתה מחלוקת שהיתה פנייה של המשקיעים המוסדיים למציעה על-מנת להעלות את מחיר ההצעה, ואלמלא כן – אין הסבר לעובדה שההצעה שופרה.

עוד נטען כי בית-המשפט קבע שלא הוכח שהדרישה לשיפור במחיר נבעה ממשקיעים מוסדיים שהיוו "לשון מאזניים" קרי שהיתה להם יחד אפשרות להשפיע על קבלת ההצעה. המציעה טענה כי ישנה אינדיקציה לכך שהמשקיעים שעמם התנהל משא-ומתן היו לשון מאזניים. זאת משום שהמשקיעים המוסדיים ה"משמעותיים" החזיקו יחד ב-66% ממניות החברה, והם יכלו לחרוץ את גורלה של הצעת הרכש לשבט או לחסד. נטען כי הצורך לשכנע רוב המשקיעים המוסדיים בהוגנות הצעת הרכש הוא משמעותי יותר מהצורך לשכנע משקיע מוסדי אחד (ענין אותו ראה בית המשפט בפסיקה קודמת כאינדיקציה להוגנות).

25. המציעה טענה כי ההחלטה יישמה את "חזקת הניצע המתוחכם" באופן מצומצם, תוך בחינה האם התקיימו אותן נסיבות נושא פסקי-הדין בהן הוחלה חזקה זו. אולם, כך נטען, יש לבחון את הענין באופן מהותי, והנסיבות במקרה דנן מתאימות להחלת החזקה. ההחלטה שמה דגש על השאלה מה היו שמות המשקיעים המוסדיים עמם דנה המציעה בנושא המחיר, הגם שלא היתה מחלוקת כי התקיים איתם משא-ומתן שכתוצאה ממנו המחיר שופר. בית-המשפט החליט לא לתת למשא-ומתן הזה שום משקל. אין גם בהכרח חובה להוכיח קיומו של משא-ומתן, אלא די בכך שהמשקיעים המוסדיים תמכו בהצעת הרכש.

המציעה התייחסה לקביעת בית-המשפט לפיה אין אינדיקציה לכך שהדרישה להעלאת המחיר הועלתה על-ידי משקיע מוסדי מהותי. המציעה טענה כי קביעה זו היא שגויה משום שלמשקיעים



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני : מספר תיק חיצוני

המוסדיים היתה אפשרות לחרוץ את גורל ההצעה, ויש בכך כדי להעביר את נטל הראיה למבקש האישור להבהיר מדוע אין לתת משקל להיענותם להצעה.

26. המציעה הוסיפה וטענה כי לא היה מקום להיפוך נטלי הראייה על ידי בית-המשפט. לגישה, בית-המשפט היה צריך לבחון קודם כל את הפגמים בחוות-הדעת שהוגשה מטעם המבקש, חוות-דעתה של המומחית דיאנמדי. ואולם, בפועל בהחלטה התייחס בית-המשפט לנושא זה רק בשולי ההחלטה ובקצרה. על-פי ההלכה הפסוקה, כדי להרים את נטל ההוכחה שהוטל עליו, היה על המבקש להציג חוות-דעת בשיטת ה-DCF שמוכיחה כי המחיר בהצעת הרכש אינו משקף את השווי ההוגן.

לכן, כך טענה המציעה, בטרם בחינת חוות-הדעת מטעם המציעה, היה על בית-המשפט לבחון באופן מדוקדק את חוות-הדעת מטעם המבקש. בחוות-דעת זו נפלו, כך נטען, פגמים רבים ובכלל זה העובדה שעורכת חוות-הדעת לא ערכה בדיקות סבירות ותיקוף לחוות-דעתה; העובדה כי לא חושב מקדם היוון שונה ונפרד לכל אחת מהפעילויות של החברה אלא נקבע מקדם היוון אחיד הן פעילות הנדל"ן המניב של החברה והן לפעילות של יזמות הנדל"ן; העובדה שהמומחית עשתה שימוש בנתוני השוק הישראלי כדי לבחון חברה קנדית, כאשר נתוני הריבית הישראלים אינם רלבנטיים לחישוב מקדמי סיכון תזרים מזומנים דולרי של חברה הפועלת בקנדה; העובדה שהמומחית אינה בקיאה בשוק ההון הקנדי; העובדה שלמומחית אין ניסיון בשיטת ה-DCF, אין לה תואר במימון ואין לה הכשרה אקדמית בנושא; העובדה שהמומחית התעלמה ממחיר המניה בשוק; והעובדה שהמומחית הציבה נתונים שונים ביחס לגידול השנתי בהכנסות החברה לפי נוחותה.

27. המציעה טענה כי מכלול הכשלים הללו מביא למסקנה כי המבקש לא הרים את הנטל, ולא הוכיח באמצעות חוות-דעת כי יש "לפתוח" את הצעת הרכש שזכתה להיענות רחבה בראשות המוסדיים. מכאן שלא היה מקום לאשר את התובענה על-סמך חוות-הדעת של המומחית דיאנמדי, ולא היה כלל מקום לבחון את חוות-הדעת של המומחה מטעם המציעה.

28. המציעה הוסיפה וטענה כי ההחלטה מיישמת את שיטת ה-DCF באופן טכני, בלא התייחסות לעובדה שהשאלה המהותית היא שאלת שווי החברה, ונוסחת ה-DCF היא רק נוסחה לחישוב השווי. המציעה ציינה כי התוצאות של החברה בשטח בפועל, הן טובות פחות מהערכות המומחים לפי שיטת ה-DCF.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני : מספר תיק חיצוני

29. המציעה הוסיפה וציינה כי ההחלטה מתעלמת מהעבודה היסודית של מעריך השווי הקנדי מטעם המציעה. המציעה ציינה כי להערכת השווי הזו ישנם יתרונות רבים, ובכלל זה העובדה שהיא נערכה על-ידי מומחה קנדי; העובדה שהמומחה הזה נפגש עם הגורמים הרלוונטיים בחברה; העובדה שהוא בצע בדיקות סבירות רבות שאיששו את מסקנותיו; העובדה שהוא חישב מקדם היוון שונה לכל מגזר פעילות; העובדה שההערכה נערכה בהתאם לכללי תקינה מסודרים הקיימים בקנדה; העובדה שההערכה היא מסמך רציני ומקיף; והעובדה שהמומחה החמיר עם עצמו ובחר במקרי גבול את האופציה שתוצאתה גבוהה יותר.

30. המציעה טענה כי בית-המשפט אף שגה כאשר שלל את עמדת המומחה הקנדי מטעם המציעה שלא להעניק ערך נוכחי כלשהו לפרויקטים העתידיים של החברה. לגישת המציעה, הנחת המומחית גבי דיאמנדי היתה כי החברה תוסיף לבצע לעולם ועד פרויקטים בסדר גודל דומה, שיצליחו ויפיקו תזרים מזומנים חיובי מהותי, באופן שלגישתה צריך היה להקנות לבעלי המניות פרמיה של 50% על שוויה הנוכחי של החברה.

בית-המשפט קבע – כך נטען – כי לא ניתן באופן מתודולוגי להציב ערך של "אפס" בנוסחת השווי הטרמינאלי לפי ה-DCF. לגישת המציעה, מדובר בשאלה של מומחיות. המומחה הקנדי התייחס לנושא, וחיווה דעתו באופן מעמיק ורציני. הוא ציין כי לחברה אין ניסיון מוכח (track record) בתחום הייזום, כי אין לה כל קרקע או אופציה לקרקע נוספת לפרויקט ייזום, וכי אף פרויקט שלה עדיין לא הושלם. לכן, ולאור ההאטה בשוק במונטריאול, הוא העריך את השווי הטרמינאלי באפס.

31. הערכת המומחה הקנדי היא הערכה הצופה פני העתיד. אין במקרה דנן חשש מפני ניצול עודף מידע של בעל-השליטה על-פני המידע שהיה לבעלי-מניות המיעוט. עמדת המומחה הקנדי היא לגיטימית וסבירה, והיא מבוססת על בחינה עתידית של אופק החברה. לגישת המומחה הקנדי, גם אם יהיו לחברה תקבולים בעתיד, הרי הערך הנוכחי שלהם לאור מקדם ההיוון, הוא אפס.

המציעה טענה כי המסקנה של המומחה הקנדי מעוגנת גם בעמדתו של המומחה מטעם המבקש, ד"ר אהרוני. היא התייחסה למסמכים שונים שבית-המשפט הפנה אליהם בהחלטה, וטענה כי לא ניתן להסיק מהם מסקנות ביחס לערך הטרמינאלי של החברה, ולא ניתן לקבוע כי ערך זה הוא גבוה מאפס.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

32. המציעה ציינה כי בית-המשפט לא קבע מהו הערך הטרמינאלי, והערכתה של המומחית דיאמנדי בהקשר זה היא כי שגויה וחסרת בסיס. דיאמנדי ייחסה פרמיית עתק לקיומה של הנהלת החברה, שהיא כלל לא נפגשה עמה.

33. המציעה טענה עוד כי ההחלטה לא העניקה כל משקל שהוא למחיר מנית החברה בשוק. נקבע בהחלטה כי סחירות המניה היתה דלה, ולכן לא היתה משמעות למחירה. אולם, סוגיית הסחירות לא התבררה, ולא הובהר מהי הסיבה למחיר הנמוך של המניה. עוד נטען כי בהחלטה אין משקל להעדר המעמד של המבקש, לחוסר תום-לבו ולחוסר הרצינות שלו. ההחלטה אף התעלמה מהתמורה ששולמה על-ידי המציעה עבור האופציה.

טענות המבקש

34. המבקש השיב לבקשה לדיון חוזר. הוא סמך את ידיו על ההחלטה, וטען כי דין הבקשה להידחות.

לגישתו, אין ממש בטענה כי בית-המשפט התעלם מתמיכתם של רוב המשקיעים. בית-המשפט קבע בנושא זה ממצאים עובדתיים, תוך אבחון עובדות המקרה דן ממקרים אחרים שנדונו בפסיקה. המבקש טען כי תמיכתם של הגופים המוסדיים בהצעה היא אינדיקציה חלקית בלבד, ובמקרה דן לא ניתן להסיק ממנה כי השווי היה הוגן. ישנה במקרה דן מחלוקת מתודולוגית אחת ביחס לשווי הטרמינאלי של פעילות הייזום והפיתוח של החברה. עמדת המציעה בהקשר זה חורגת מההלכה הפסוקה של בית-המשפט העליון. מחלוקת זו גרעה סכום של 11.8 ₪ למניה מחוות-דעתה של המציעה.

35. בית-המשפט בהחלטתו הסתמך על חוות-דעתו של ד"ר אהרוני, שקבע שאם החברה לא הוקמה לצורך פעילות חד פעמית או כדי לבצע מספר מוגבל של פרויקטים, וכאשר יש לחברה תשתית ניהולית ומקצועית המאפשרת תזרים עתידי, הרי כדי לסטות מעיקרון השווי הטרמינאלי צריך הוכחה פוזיטיבית לכוונה ותחילת ביצוע של סגירת העסק. המבקש הוסיף כי המסקנה לפיה מתוכנן המשך פעילות של החברה עולה גם ממוצגים שונים.

קביעת המומחה הקנדי לפיה שווי הפעילות הטרמינאלי הוא אפס היא חסרת בסיס עובדתי, כאשר הנושא עלה לראשונה בעדותו של המומחה הקנדי. המשמעות של הערכה כזו היא הערכת החברה על בסיס נכסי – באופן המנוגד לקביעת בית-המשפט העליון.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc. נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

36. המבקש התייחס לשאלת מקדם ההיוון, וטען כי בית-המשפט ציין שניתן יהיה למנות מומחה בשלב הבא של הדיון ביחס לכך. הוא הוסיף כי אין ממש בטענות ביחס למעמדו של המבקש, מה עוד שמדובר בקביעות עובדתיות שנובעות מהתרשמות מהעדים.

דיון

37. העולה מהאמור לעיל הוא כי בין הצדדים ישנן מספר מחלוקות הטעונות הכרעה. ראשית, יש לבחון האם המבקש עמד בנטל הראשוני שהוטל עליו, והאם הוא הגיש חוות-דעת שיש בה כדי להעביר את הנטל למציעה להוכיח את הוגנות המחיר. לאחר מכן, אם ייקבע כי הנטל עבר, יש לבחון האם המציעה הרימה את הנטל שהוטל עליה. ענין זה צריך להיבחן לאור השאלה ביחס ל"חזקת הניצע המתוחכם", ולאור המחלוקת בין המומחים ביחס לשווי הטרמינאלי של החברה.

עניינים אלה ייבחנו בפירוט להלן, אך קודם לכן נתייחס בקצרה לאופן הבחינה של בית-המשפט במסגרת בקשה לדיון חוזר את ההחלטה נושא הבקשה.

בקשה לדיון חוזר

38. הבקשה לדיון חוזר דן הוגשה מכוח מכוח סעיף 41(ה) לחוק בתי-המשפט [נוסח משולב] התשמ"ד – 1984 (להלן: "חוק בתי המשפט"), שעל-פיו יידונו בקשות כאלה בפני הרכב של שלושה שופטים בבית-המשפט המחוזי.

ההליך של דיון חוזר הוא הליך חדש שהאפשרות לו נוספה מכוח תיקון מס' 59 לחוק בתי המשפט מיום 27.7.2010 (חוק בתי המשפט (תיקון מס' 59), התש"ע-2010, ס"ח 612). ההליך נוסף במסגרת התיקון מכוחו הוקמה המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב, כאשר האפשרות להגיש בקשה לדיון חוזר חלה על החלטות במסגרתן בית-המשפט מאשר בקשות לאישור תביעות נגזרות או בקשות לאישור תביעות ייצוגיות לפי פריט 5 לתוספת השנייה לחוק תובענות ייצוגיות התשס"ו – 2006 (להלן: "חוק תובענות ייצוגיות") שהתקבלו על ידי בית-המשפט.

39. סעיף 41(ה) לחוק בתי המשפט קובע כי -

"(1) על אף האמור בסעיף קטן (ב) ובסעיף 8(ד) לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006, לא תינתן רשות ערעור על החלטת בית משפט מחוזי לאשר תובענה ייצוגית לפי פריט 5 לתוספת השנייה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

לחוק האמור או לאשר תביעה נגזרת לפי סעיף 198 לחוק החברות,
התשנ"ט-1999;

(2) לבקשת בעל דין, יקיים בית המשפט דיון חוזר בהחלטה כאמור
בפסקה (1) בהרכב של שלושה שופטים... על החלטת ההרכב לפי
פסקה זו לא תינתן רשות ערעור;

(3) אין באמור בסעיף קטן זה כדי לגרוע מזכותו על פי דין של בעל
דין לערער על החלטה כאמור בפסקה (1) במסגרת ערעור על פסק
הדין".

בקשה לדיון חוזר תוקפת אם כן החלטת ביניים, לאישור תביעה ייצוגית או נגזרת. עוד יש להוסיף
כי גם אם בקשה לדיון חוזר על החלטה לאשר תביעה ייצוגית או נגזרת נדחת, ואם בסופו של
דבר בית-המשפט הדין בתביעה הייצוגית או הנגזרת לגופה מקבל אותה, יכול הצד שחולק על
קביעת בית-המשפט במסגרת פסק הדין, להגיש ערעור על פסק-הדין לבית-המשפט העליון, ערעור
שבמסגרתו הוא רשאי לתקוף גם את החלטת האישור של התביעה כתביעה ייצוגית או נגזרת על
נימוקיה.

40. בית-המשפט העליון, בפסק דינו בע"א 461/14 רוזן נ' ביטון (14.1.2015) (להלן: "עניין רוזן"), דן
בשאלת הרכב השופטים שרשאי לדון בבקשה לדיון חוזר (והאם הוא יכול לכלול את השופט שנתן
את ההחלטה נושא הבקשה לדיון חוזר). בהחלטתו של בית-המשפט הוא התייחס גם לאופי של
הליך הדיון החוזר ולסוג השאלות שניתן להעלות במסגרתו.

בית-המשפט העליון (כב' הנשיא כתוארו אז א' גרוניס) קבע בעניין רוזן הנ"ל כי:

"ההליך דנא אינו מהווה אכסניה דיונית מתאימה לשרטט באופן
מדויק את אופיו של הדיון החוזר ואת סוג הטענות שניתן להעלות
בגדרו. לצורך הדיון בערעור הפסלות די במסקנה – שתוצג
בהרחבה בהמשך הדברים – לפיה ניתן מבחינה עקרונית להעלות
בהליך זה גם טענות ערעוריות 'רגילות'".

בהמשך הוסיף בית-המשפט וקבע כי:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

**"המותב הדן בדיון החוזר מוסמך מבחינה עקרונית להתערב,
במקרה מתאים, אף בהכרעות עובדתיות שנכללו בהחלטת
האישור וכן לברר טענות ערעוריות מובהקות".**

41. הליך הדיון החוזר הוא אם כן - כך עולה מהכרעתו של בית-המשפט העליון - הליך הדומה (אם כי לא בהכרח זהה) להליך של ערעור. מגיש הבקשה לדיון חוזר רשאי להעלות במסגרת בקשתו טענות "ערעוריות" התוקפות הן הכרעות עובדתיות של בית-המשפט והן הכרעות משפטיות.

יחד עם זאת, יש להדגיש כי מדובר בהליך התוקף החלטת ביניים במסגרתה התקבלה בקשה לאישור תביעה ייצוגית (או נגזרת). תביעה ייצוגית נדונה כידוע בשני שלבים: בשלב הראשון בוחן בית-המשפט את השאלה האם מן הראוי לאשר את התביעה האישית של המבקש כתביעה ייצוגית. רק אם הבקשה מתקבלת – מתקיים השלב השני של בירור התביעה של קבוצת התובעים כולה, לגופה.

42. בהתאם להוראת סעיף 18(1) לחוק תובענות ייצוגיות, מוטל בשלב הראשון על מבקש האישור להוכיח קיומה של "אפשרות סבירה" שטענותיו יתקבלו.

בהחלטה לאשר תביעה כתביעה ייצוגית, בית-המשפט אינו קובע מסמרות ביחס לתביעה לגופה, אלא הוא נדרש רק להכריע בשאלה האם יש מקום לאשר את הבקשה באופן שהתביעה (הייצוגית או הנגזרת) לגופה יידונו בשלב הבא של הדיון. שאלת רמת ההוכחה הנדרשת ממבקש האישור בשלב הראשון של הדיון, איננה נקייה מספקות.

43. ברע"א 3489/09 מגדל חברה לביטוח בע"מ נ' חברת ציפוי מתכות עמק זבולון בע"מ (11.4.2013) התייחס בית-המשפט העליון לשאלה מהו הנטל המוטל על מי שמבקש כי בית-המשפט יאשר תביעה ייצוגית. כב' השופטת ד' ברק-ארז קבעה באותו ענין כי:

**"המבחנים לאישורה של תובענה ייצוגית הם מחמירים מאלה
שעל-פיהם נבחנת בקשה לסילוק על הסף של תביעה רגילה. על
התובע הייצוגי להניח בפני בית-המשפט תשתית משפטית
וראייתית התומכת לכאורה בתביעתו... בית-המשפט שדן בבקשה
נדרש להיכנס לעובי הקורה, ולבחון היטב – משפטית ועובדתית –
האם מתקיימים התנאים לאישור התובענה כייצוגית".**

כב' השופט י' דנציגר, שהצטרף לתוצאה אליה הגיעה כב' השופטת ברק-ארז, הביע עמדתו כי:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc. נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

"בשלב אישור התובענה כייצוגית נבחנת עילת התביעה במישור הלכאורי בלבד ואין מצופה כי בשלב זה תוכח עילת התביעה ברמה שבה יידרש התובע הייצוגי להוכיחה בהליך העיקרי, לאחר שתאושר תובענתו כייצוגית. הבחנה זו לגבי טיב ואיכות הראיות שצריך להניח התובע הייצוגי בשלב המקדמי אינה הבחנה עיונית בלבד אלא צריך שינתן לה משקל ממשי באופן שלא יוצב בפני תובעים ייצוגיים רף הוכחה גבוה מדי דבר שעלול להביא לכרסום באפקטיביות של כלי התובענה הייצוגית".

יחד עם זאת, סייג כב' השופט דנציגר את דבריו, בהבהירו כי "הקלה מעבר לנדרש באשר לרף הראייתי בו צריך לעמוד התובע הייצוגי עלולה לגרור תוצאות שלהן השלכות מערכתיות בלתי רצויות, הן על מערכת המשפט והן על המשק וחיי המסחר והכלכלה".

כב' השופט ע' פוגלמן שהיה בדעת מיעוט באותו עניין, צטט בהסכמה את דברי בית-המשפט העליון ברע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' רחמים עמוסי (5.7.2012) לפיהם -

"החמרת התנאים לאישור תביעה ייצוגית מעבר לקבוע בחוק תובענות ייצוגיות, ובירור רוב רובה של התביעה כבר בשלב אישור התובענה כייצוגית, חורגת מהאיזון שקבע המחוקק ועל כן אינה ראויה. נוסף על כך, דיון שמתבצע באופן זה אינו יעיל, מכיוון שנוצרת כפילות בין הדיון בגוף התובענה לבין הדיון בבקשת האישור; חוסר היעילות הטמון בכפילות זו גדל מקום בו פונים הצדדים פעמיים לערכאת הערעור".

44. ככלל, על החלטה לאישור תביעה ייצוגית או נגזרת יש להגיש בקשה לרשות ערעור (ור' השיקולים ביחס למתן רשות ערעור כזו בהחלטתו של בית-המשפט העליון ברע"א 8761/09 סלקום ישראל בע"מ נ' פתאל (6.5.2010) כב' השופט (כתוארו אז) א' גרוניס)).

זה אינו המצב בהתייחס לדיון חוזר – צד המעוניין לתקוף החלטה לאישור תביעה ייצוגית אינו זקוק לרשות בית-המשפט לצורך קיום דיון חוזר ויש לו זכות לקיום הליך כזה (בדומה לערעור בזכות). יחד עם זאת, גם בדיון חוזר, על בית-המשפט לבחון את ההחלטה הנתקפת בבקשה תוך שהוא מביא בחשבון את העובדה שמדובר בהחלטה שאיננה סופית, ושביית-המשפט היה רשאי לקבלה בהתאם לכללים החלים על בקשה לאישור תביעה ייצוגית כפי שנסקרו לעיל.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

45. סיכומה של נקודה זו – הליך של דיון חוזר הוא הליך בעל קווי דמיון להליך של ערעור, ולכן אין זה מן הנמנע כי המבקש יעלה טענות התוקפות הן את הקביעות העובדתיות של בית-המשפט והן את קביעותיו המשפטיות. יחד עם זאת, במסגרת דיון בבקשה יש להביא בחשבון כי מדובר בהליך בו נבחנת החלטת ביניים, שהתקבלה בהתאם לנטלים מחמירים פחות מאשר אלה הנבחנים על ידי בית-המשפט במסגרת דיון בתביעה לגופה.

בקשה לסעד הערכה

46. בקשת האישור היא בקשה לסעד הערכה והיא הוגשה מכוח ס' 338 לחוק החברות, התשנ"ט – 1999 הקובע:

"(א) בית-המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה כאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(5) או (א1), לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה פחות משווין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן כפי שיקבע בית-המשפט".

הסעיף מקנה לבעל-מניות שהיה "ניצע" בהצעת רכש את האפשרות לפנות לבית-המשפט ולטעון כי התמורה ששולמה לו על ידי המציע עבור מניותיו, "היתה פחות משווין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן". בית-המשפט נדרש אם כן להכריע מהו השווי ההוגן של המניות. בעשותו כן, בית-המשפט אמור להכריע בעצמו מהו השווי ההוגן, ולהשוות שווי זה למחיר המניות כפי שהוא הוצע בהצעת הרכש. אם המחיר נושא הצעת הרכש נמוך יותר מהשווי ההוגן – על בית-המשפט לקבל את התביעה (ר' עניין מ.ת.מ.).

הנטל המוטל על מבקש האישור והאם המבקש במקרה דנן הרים אותו?

47. במסגרת הדיון בבקשה לסעד הערכה, מוטל על מבקש הבקשה – כמי שהוא ה"מוציא מחברו", הנטל להוכיח כי התמורה שהוצעה עבור המניות במסגרת הצעת הרכש לא היתה הוגנת. המבקש יכול להרים את הנטל הזה אם יגיש "הערכת שווי בהתאם לשיטת ה-DCF המוכיחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משווין האמיתי של המניות". הוכחה כזו מביאה להיפוך נטל ההוכחה והעברתו לפתחו של המציע (ר' עניין קיטאל).

48. במקרה דנן אין חולק כי המבקש תמך את בקשת האישור בחוות-דעת מטעמו, של המומחית הגב' דיאמנדי שהעריכה את שווי החברה לפי שיטת ה-DCF. אולם, לגישת המציעה, כדי לעמוד בנטל



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

שהוטל עליו, אין די בכך שמבקש האישור יגיש מסמך שכותרתו "חוות-דעת", אלא עליו להגיש חוות-דעת ראויה, שניתן להסתמך עליה לצורך ביסוס טענתו של המבקש לפיה המחיר נושא הצעת הרכש לא היה מחיר הוגן.

49. המציעה טענה כאמור כי חוות-דעתה של גב' דיאמנדי איננה עומדת בסטנדרט הזה, וכי היא אינה יכולה לכן להיחשב כהערכת שווי לפי שיטת ה-DCF "המוכיחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משווין האמיתי של המניות" כדרישת בית-המשפט העליון בעניין קיטאל. לכן, לא ניתן לקבוע כי המבקש הרים את הנטל הראשוני שהוטל עליו, והיה מקום לדחות את בקשת האישור – בלא לפנות כלל לברר את יתר השאלות השנויות במחלוקת ובכלל זה את הפגמים הנטענים בחוות-הדעת מטעם המציעה.

50. מקובלת עלי טענת המציעה לפיה לא כל מסמך המכונה "חוות-דעת מומחה" המתיימר להעריך את שווי החברה ואת שווי מניותיה, די בו כדי להצדיק את המסקנה כי המבקש עמד בנטל שהוטל עליו, וכי יש להעביר את הנטל למציעה. כדי שחוות-דעת מטעם מבקש האישור תוכל לשמש הערכת שווי ראויה, עליה לעמוד במספר דרישות. בכלל זה יש לבחון האם עורך חוות-הדעת הוא בעל מומחיות וניסיון בתחום חוות-הדעת. כן יש לבחון את חוות-הדעת לגופה, ולוודא כי היא עומדת בקריטריונים הדרושים לעריכת חוות-דעת בתחום זה, וכי לא נפלו בה טעויות יסודיות או כשלים מהותיים, שדי בהם כדי לאיין אותה.

51. במקרה דנן הפנתה המציעה כאמור למספר רב של פגמים וכשלים המתייחסים לחוות-דעתה של המומחית הגב' דיאמנדי – הן מבחינת המומחיות שלה בתחום הנדון, והם מבחינת תוכנה של חוות-דעתה והאופן בו היא נערכה.

52. אני סבורה כי במקרה דנן יש לבחון את טענות המבקש לאור השילוב של חוות-הדעת שהוגשו מטעמו – אלה של המומחית הגב' דיאמנדי יחד עם זו של ד"ר אהרוני – ושל חקירתם הנגדית של המומחים. באשר לחקירתו הנגדית של ד"ר אהרוני, חזר בית-המשפט וציין בהחלטה כי "התרשמתי ממקצועיותו של המומחה במהלך כל חקירתו הנגדית והתייחסותו האובייקטיבית לעמדות שני המומחים" (ר' למשל עמ' 40 להחלטה).

53. כפי שצוין לעיל, הפגמים להם טענה המציעה התייחסו הן לחוות-הדעת של המומחית הגב' דיאמנדי והן להכשרתה ולניסיונה. יש מקום לבחון האם מכלול הכשלים הללו, כשהם נבדקים גם תוך התייחסות לחוות-הדעת המשלימה של המומחית ולדבריו של ד"ר אהרוני עליהם התבסס



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

בית-המשפט, די בהם כדי לאפשר קביעה לפיה לא היה די בחוות-הדעת כדי להוכיח כי שווי התמורה שהוצעה נפל משוויין ההוגן של המניות – כפי שנקבע על ידי בית-המשפט העליון בענין **קיטאל**.

54. אני סבורה כי די בחומר הראיות שהוצג מטעם המבקש בכללותו כדי לקבוע כי המבקש עמד בנטל הראשוני, והוכיח כי שוויין של המניות בהצעת הרכש נופל משוויין ההוגן.

באשר להכשרה והניסיון של המומחית הגב' דיאמנדי – נטען כי היא אינה בקיאה בשוק ההון הקנדי, שאין לה ניסיון בשיטת ה-DCF וכי אין לה הכשרה אקדמית במימון.

55. ראשית יש לציין כי על פי ההלכה הפסוקה, ניסיון של מומחה אינו חייב להיות מבוסס בהכרח על הכשרה אקדמית דווקא, ובית-המשפט רשאי להסתמך במקרים מתאימים גם על חוות-דעת של מומחים שהניסיון שלהם נובע מעיסוק בתחום הרלוונטי, או מלימוד בדרכים שאינן דווקא לימוד במוסד אקדמי (אורי גורן **סוגיות בסדר דין אזרחי** 467 (2013); ע"א 70/88 פז נ' אלון, פ"ד מד(3) 32, 34 (1990)). לכן, בנסיבות העניין, העובדה שלגב' דיאמנדי אין לה תואר במימון, אינה מצדיקה כשלעצמה את המסקנה כי ממצאי חוות-דעתה יידחו.

56. מעבר לכך, בית-המשפט שדן בבקשת האישור היה ער לטענות שהועלו ביחס לניסיונה של גב' דיאמנדי. בית-המשפט הדגיש בהחלטתו כי המומחית היא בעלת תואר מוסמך (M.A.) בכלכלה, והיתה כלכלנית במחלקת המחקר של בנק לאומי ויועצת פיננסית בכירה בחברת תבור כלכלה ופיננסים בע"מ. במועד עריכת חוות-דעתה היא עבדה כבר במשך שנתיים כעצמאית, ובמסגרת עבודתה כשכירה היא כתבה שתי חוות-דעת כלכליות שחלקן היו אמורות להגיע לבית-המשפט. היא ערכה חוות-דעת נוספת לחברת גב-ים שהיא אינה חתומה עליה, ובצעה הערכת שווי לחברה שהיא בבעלות משותפת של התעשייה האווירית ומטריקס.

את נושא ה-DCF למדה המומחית – כך נקבע בהחלטה, במסגרת עבודתה כשכירה בחברת תבור, ניסיון הכולל ניסיון מעשי ולימוד עצמי. במסגרת עבודתה בבנק לאומי, עסקה המומחית בחלק גדול מעבודתה בניתוח שוקי חו"ל ובין היתר כלכלת קנדה (אף שעיקר עיסוקה היה בארצות הברית ואירופה).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

57. במסגרת ההחלטה לא היה בית-המשפט סבור כי למומחית אין די ניסיון כדי לאפשר לה להגיש חוות-דעת שדי בה לצורך הרמת נטל ההוכחה המוטל על מי שמבקש אישור תביעה כייצוגית, וכי יש לפסול את חוות-דעתה רק מטעם זה.

אני סבורה כי השאלה האם די בניסיונו של מומחה מסוים היא שאלה שבית-המשפט הדין בבקשה לדיון חוזר יתערב בה לעיתים נדירות ורק במקרים חריגים. שאלה זו היא מסוג השאלות הכרוכות בין היתר בהתרשמות הכוללת של בית-המשפט מהמומחה, ממכלול הניסיון שלו ומעדותו בבית-המשפט. משבית-המשפט שדין בבקשה לגופה לא מצא לנכון לפסול את המומחית על רקע ניסיונה בתחום של הערכות שווי, אין מקום שהרכב זה במסגרת הדיון הנוסף יתערב במסקנה זו ויקבע קביעה שונה.

58. זאת ועוד – כפי שיובהר להלן, המסקנה לפיה המבקש עמד בנטל שהוטל עליו, מבוססת על השילוב בין חוות-הדעת של גב' דיאמנדי ושל ד"ר אהרוני. באשר לד"ר אהרוני, דומה כי לא היתה מחלוקת לגבי מומחיותו וניסיונו, וכאמור בית-המשפט נתן אמון רב בדבריו וייחס לעמדתו משקל משמעותי. ביחס לחלק מהליקויים שנטענו לגבי חוות-דעתה של גב' דיאמנדי, ניתן מענה בעדותו של אהרוני – כפי שיפורט להלן.

59. כאמור, מעבר לטענות ביחס לניסיון ולמומחיות של המומחית, העלתה המציעה גם טענות לגופה של חוות-דעתה. כך, נטען כי היה על המומחית לערוך בדיקות סבירות ותיקוף לחוות-דעתה. בית-המשפט התייחס לטענה, והפנה בהקשר זה לעדותו של ד"ר אהרוני. בית-המשפט ציין כי מעדותו של ד"ר אהרוני עולה כי אין חובה לתקף הערכת שווי בשיטה נוספת, והתיקוף אינו תמיד פועל (די בכך שנבחנת סבירות ההנחות שעל פיהן נקבע השווי של החברה). כאמור בית-המשפט נתן משקל רב לדבריו של ד"ר אהרוני, ועדותו נותנת מענה לטענה הנוגעת לתיקוף חוות-הדעת.

60. כן נטען שהמומחית קבעה מקדם היוון אחיד לכל אחד ממוגזרי הפעילות של החברה. גם בהקשר זה הפנה בית-המשפט לעדותו של ד"ר אהרוני, והבהיר כי נושא מקדם ההיוון הוא נושא בעייתי, וכי תפקיד מעריך השווי הוא למצוא מקדם היוון משוקלל שישקלל את כל סוגי הפעילות של החברה. יחד עם זאת, ד"ר אהרוני ציין כי יש מקום להתייחס לסיכון ספציפי בכל אחד מתחומי הפעילות, וגם המומחית אישרה כי ישנה אפשרות לעשות זאת. העולה ממכלול העדויות האלה הוא כי לא ניתן לפסול את חוות-דעתה של גב' דיאמנדי רק משום שהיא לא ערכה חישוב נפרד לכל אחד ממוגזרי הפעילות של החברה, אלא התבססה על שיעור היוון אחיד המתייחס לכל סוגי הפעילות של החברה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

61. באשר לעובדה שגב' דיאמנדי התבססה על נתוני השוק הישראלי, הרי מדבריו של ד"ר אהרוני עלה כי הוא סבור שהיה מקום בנסיבות הענין לתת משקל לשוק הישראלי, אם כי היה מקום לתת משקל רב יותר לנקודת המבט הקנדית. יחד עם זאת, בהקשר זה הוסיפה הגב' דיאמנדי והתייחסה בחוות-הדעת המשלימה מטעמה, לאפשרות של בחינת החברה על רקע השוק הקנדי, וציינה את מסקנותיה מבחינה זו. לכן, גם ענין זה אין בו כשלעצמו כדי להביא לפסילת חוות-הדעת במידה כזו שלא ניתן לראות בה "חוות-דעת מומחה" שדי בה כדי להעביר את נטל ההוכחה למציעה.

62. סיכומה של נקודה זו – בית-המשפט שדן בבקשת האישור התייחס למכלול הטענות שהועלו ביחס לחוות-דעתה של גב' דיאמנדי. הוא נתן ביטוי לניסיונה ולהכשרתה, ולא התעלם מטענות המציעה ביחס לכך; והוא גם התייחס באופן פרטני לטענות הנוגעות לחוות-דעתה. בהקשר זה ניתן חיזוק בנוגע למספר מחלוקות הנוגעות לחוות-הדעת, בדבריו של ד"ר אהרוני בבית-המשפט – כאשר ד"ר אהרוני הוא מומחה מנוסה ובעל הכשרה מתאימה, והדברים אודותיהם הוא העיד היו מקובלים על בית-המשפט ששמע את עדותו. לכן, די היה במכלול – קרי חוות-הדעת של גב' דיאמנדי, חוות-הדעת של ד"ר אהרוני והעדויות של שני המומחים הללו בבית-המשפט כדי להרים את הנטל הראשוני שהוטל על המבקש, ולקבוע כי הוא הוכיח במידה הנחוצה לשלב הראשוני הזה כי מחיר המניה בהצעת הרכש לא היה הוגן.

חזקת הניצע המתוחכם

63. כפי שהובהר בהחלטה נושא הבקשה לדיון הנוסף (כמו גם בהחלטה בענין **מ.ת.מ.**), לאחר שהמשיב מגיש חוות-דעת מטעמו – כנגד חוות-הדעת שהוגשה מטעם המבקש, חוזר הנטל לכתפי המבקש להוכיח את טענותיו. בשלב זה יש לבחון את מכלול הראיות שהצדדים הגישו ואת מכלול הטענות שהם העלו, כדי לבדוק האם ניתן לקבוע – ברמה הדרושה להליך של אישור תביעה כייצוגית, שהמבקש עמד בנטל שהוטל עליו.

64. אחד הנושאים שיש לבחון אותם בהקשר זה הוא השאלה האם יכול הנתבע – המציע – להיעזר בחזקה שכונתה בפסיקה "חזקת הניצע המתוחכם". חזקה זו מקורה בפסק הדין בעניין **קיטאל**, באותו חלק מפסק-הדין בו התייחס בית-המשפט העליון לערעור בעניין **קניאל**. בעניין **קניאל**, הסכימה להצעת הרכש נושא בקשת האישור חברה גדולה – חברת אנליסט, חברה שהיה בכוחה לטרפד את הצעת הרכש בשים-לב להיקף אחזקותיה בחברות שהציעו את ההצעה.

בהקשר זה קבע בית-המשפט בעניין **קיטאל** (תוך אישור ההחלטה בעניין **קניאל**) כי:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc. נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

"בנסיבות אלה יש ליתן להסכמתה [של אנליסט, ר.ר.] להצעת הרכש משקל ראייתי נכבד, אף אם לא מכריע. סבורני כי ניתן לראות בהסכמתו של ניצע בנסיבות כאלה אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה, בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם להצעת הרכש, במסגרתה רוכש מציע בלוק מניות בחברה. בנסיבות אלה הנטל המוטל על מבקש סעד ההערכה הינו להוכיח כי הסכמתו של ניצע מסוגה של אנליסט אינה מהווה אינדיקציה שכזו, או כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא נמוך".

65. בהתבסס על האמור בפסק-דין קיטאל שצוטט לעיל, נקבע בהחלטה בענין מ.ת.מ. כי:

"ישנו לדעתי טעם רב במתן משקל להסכמה מושכלת של בעל-מניות משמעותי ומתוחכם ומכירת מניותיו במחיר מסוים כאינדיקציה להוגנות המחיר, ודאי מקום שמדובר בהסכמה שהיא תולדה של משא-ומתן, וכאשר הסכמתו של הניצע המתוחכם היא מהותית לכך שהצעת הרכש תתקבל" (פיסקה 54 להחלטה).

66. מהאמור לעיל עולה אם כן כי ישנם מספר רכיבים שיש להביא אותם בחשבון כאשר נבחנת שאלת קיומה של "חזקת הניצע המתוחכם" – האם ישנו ניצע מתוחכם שהסכים להצעת הרכש? האם הסכמה זו היא תולדה של משא-ומתן בין אותו ניצע לבין המציע? והאם מדובר בניצע שהסכמתו היא מהותית לכך שהצעת הרכש תתקבל?

יוער כי קביעה זו בהחלטה בעניין מ.ת.מ. נבחנה – יחד עם קביעות נוספות בהחלטה, במסגרת בקשה לדיון חוזר שהוגשה על ההחלטה (ר' ת"א (מחוזי ת"א) 37739-07-14 מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ נ' ספרא מיום 6.8.2015, להלן: "ההחלטה בדיון החוזר בעניין מ.ת.מ."). הרכב בית-המשפט המחוזי שדן בבקשה לדיון חוזר קבע, בהתייחס לטענות שהועלו ביחס להסכמת הניצע המתוחכם, כי "מקובלת עלי לחלוטין קביעתה של כב' השופטת רונן בענין זה" (ר' עמ' 13 להחלטה בבקשה לדיון חוזר).

בהחלטה בדיון החוזר בעניין מ.ת.מ. נקבע בהקשר זה (בחוות-דעתה של כב' השופטת קרת-מאיר)

כי –



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

"הסכמתו של הניצע המתוחכם מהווה אינדיקציה חלקית בלבד ולא אינדיקציה מוחלטת. לכן, אין מקום לטענות המבקשות (הן המציעות, ר.ר.) כי הדיפת חזקת הניצע המתוחכם אפשרית בכל מקרה רק בקשר לרכיבי הסכמתו. אם קיימות אינדיקציות נכבדות וכבדות משקל הגוברות, לכאורה, בשלב בקשת האישור, על אותה אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה העולה מהסכמתו של הניצע המתוחכם, אין מניעה כי יותר למבקש סעד ההערכה להעלותו במסגרת הדיפת החזקה".

67. במקרה דנן, המבקש לא העלה טענות ביחס לעצם קיומה של הסכמה מצד הגופים המוסדיים אשר קבלו את הצעת הרכש. הטענות שהועלו על-ידיו בהקשר זה התייחסו למספר נושאים – לעובדה שלא הוכח קיומו של משא-ומתן בין הגופים המוסדיים לבין המציעה; ולעובדה שההסכמה של הגופים המוסדיים היתה הסכמה של מספר גופים, כאשר לא הוכח לגבי אף אחד מהם כי הסכמתו היא הסכמה מהותית לכך שהצעת הרכש תתקבל.

יש לבחון אם כן את השאלה מהי משמעותה של חזקת הניצע המתוחכם בנסיבות המקרה דנן.

68. כפי שהובהר לעיל, חזקת הניצע המתוחכם מבוססת על ההשוואה בין הסכמה של ניצע מתוחכם להצעת רכש, לבין מקרה בו בטרם הוצעה הצעת הרכש, בוצעה עסקה ממוכר מרצון לקונה מרצון, במסגרתה נמכרה חבילה של מניות. המחיר של עסקה כזו עשוי להיות - בהעדר טענה אחרת - אינדיקציה חזקה מאוד לשאלה מהו מחיר השוק ההוגן והסביר של המניות.

הטעם לכך הוא כי השאלה מהו המחיר שמוכן מוכר מרצון לקבל תמורת נכס בבעלותו במסגרת עסקת אמת, היא שאלה המשקפת את המחיר ההוגן בצורה מדויקת ומהימנה יותר מאשר חוות-דעתו של מומחה המבקש להעריך את המחיר ההוגן בהתאם למכלול אינדיקציות שונות, אך אינו נדרש "לשלם את המחיר" על הקביעה שלו. ביצוע עסקה במחיר מסוים משקף בצורה הטובה ביותר (בהנחה שלשני הצדדים לעסקה יש מידע מלא) את מחיר הנכס. הדברים אמורים לא רק ביחס למניות בחברה, אלא ביחס לכל נכס שהוא – שהמחיר שלו בעסקה ממשיה הוא האינדיקציה בטובה ביותר למחירו ה"אמיתי" (אלא-אם-כן מוכחות נסיבות כגון כשלי שוק, עסקת בעלי ענין וכיו"ב).

69. הדברים הללו יפים ביתר שאת כאשר מדובר בהערכת שווייה של חברה, ובהערכת שוויין של מניות בה כנגזרת של שווי החברה. כפי שצוין על-ידי בתי-המשפט לא אחת, הנושא של הערכות שווי של



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

חברות הוא נושא בעייתי מאוד, כאשר ישנו קושי עצום לקבוע מהו השווי הנכון והמדויק של חברה על-סמך הערכת שווי שבוצעה לה. הדברים הללו הובהרו בין היתר על-ידי כב' המשנה לנשיאה (כתוארו אז) השופט ריבלין בענין **קיטאל** (שדעתו בפסק-הדין היתה דעת מיעוט). כב' השופט ריבלין ציין שם כי:

"עמד על כך פרופ' פרוקצ'יה: 'כל מי שבקיא בפרקטיקה בנושא זה מודע לכך כי מספר ההערכות הינו כמספר המומחים, והן נבדלות זו מזו לעתים קרובות בצורה קיצונית. הסיבה איננה – או לפחות איננה רק – נכונותם של המומחים להתאים את הערכתם לרצונו של המזמין, אלא גם בכך ש'מלאכת ההערכה אינה מדע מדויק'. ועוד: 'כל חישוב, מדויק ככל שיהיה, המבוסס על נתונים משוערים, אינו יכול להניב אלא תוצאות משוערות' (פרוקצ'יה בעמ' 3030, 325, ה"ש 43)".

70. מאחר שנושא הערכות השווי הוא כל-כך בעייתי, ומאחר שיש קושי גדול מאוד הן למומחים והן כמובן לבית-המשפט לקבוע קביעות פוזיטיביות מדויקות ביחס לשווי ה"נכון" של חברות, יש משקל רב לעסקאות אמת שבוצעו בין צדדים שבאו ביניהם בדברים והגיעו להסכמה על מחיר, בהנחה שהצדדים לעסקאות אלה היו בעלי מידע מקביל ביחס לעסקה. זהו כאמור הטעם העיקרי לחזקת הניצע המתוחכם.

71. יחד עם זאת, חזקת הניצע המתוחכם איננה דורשת – כתנאי לתחולתה, כי בין ה"ניצע המתוחכם" לבין המציע, התקיים משא-ומתן. קיומו של משא-ומתן אכן הופך את ההסכמה של הניצע המתוחכם להצעת הרכש לבעלת משמעות רבה יותר, משום שהיא דומה יותר לעסקה בתנאי שוק. זאת לעומת מצב בו הניצע המתוחכם הסכים להצעת הרכש כמות שהיא, ללא שהתנהל עמו משא-ומתן קודם לכן (כהצעה של take it or leave it) – שאז המשמעות של ההסכמה קטנה יותר.

72. אולם, גם להסכמה של ניצע מתוחכם שלא נוהל איתו משא-ומתן כלל, יש משקל. כאלה היו פני הדברים בהחלטה בענין **קניאל** שכפי שהובהר לעיל אושרה בפסק דין **קיטאל**. באותו ענין (בניגוד להחלטה בענין **מ.ת.מ.**) לא נטען כי התנהל משא-ומתן עם הניצע המתוחכם, חברת אנליסט, אולם בית-המשפט נתן משקל מכריע לעצם הסכמתה של חברה זו, לביסוס המסקנה לפיה יש לדחות את בקשת האישור.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

73. כאן יש להתייחס לרכיב נוסף שנוכח לעיל ביחס להסכמת הניצע המתוחכם – העובדה שמדובר בניצע שהסכמתו יש בה כדי להכריע את הצעת הרכש. כאלה היו פני הדברים בהחלטה בענין **קניאל** ביחס לחברת אנילסט, שלגביה נקבע כי היא היתה מודעת לכך שאלמלא הסכמתה לא תוכל הצעת הרכש להתקבל. כאלה היו פני הדברים גם בהחלטה בענין **מ.ת.מ.** שגם בה נקבע כי הצדדים היו מודעים לכך שללא הסכמתה של חברת הראל, הצעת הרכש לא תתקבל.

74. מהי המשמעות של הסכמה של מציע המודע לכך שהסכמתו מהווה תנאי לכך שהצעת הרכש תתקבל, למחיר המוצע בהצעה? כאשר מדובר במציע כזה, הרי כפי שנקבע בפס"ד **קיטאל** ההנחה היא כי הסכמתו היא בעלת-משמעות. כלומר, הסכמה של מציע כזה להצעה דומה להסכמה במסגרת משא-ומתן היפותטי שמתנהל לכאורה בין המציע לבין הניצע המתוחכם והמשמעותי, ולכן הסכמת הניצע דומה לקבלת הצעה במשא-ומתן "ממשי".

75. אכן, בהחלטה במקרה דנן, בית-המשפט לא קבל את הטענה לפיה התנהל משא-ומתן ממשי בין המציע לבין המשקיעים המוסדיים או מי מהם. אינני סבורה כי יש מקום להתערב במסקנה עובדתית זו. יחד עם זאת, אין ספק כי המציעה ניסתה לחוש את "רחשי הלב" של הניצעים בהצעת הרכש, ושכתוצאה מכך היא העלתה את מחיר ההצעה מ-14.78 ₪ למנייה ל-16.6 ₪ למנייה (כאשר אין כל הסבר אחר להעלאת המחיר).

76. השאלה שיש לבחון אותה במסגרת ההחלטה הנוכחית היא מהי המשמעות של הסכמה של מספר ניצעים מתוחכמים להצעת רכש, כאשר אין טענה כי המציעים הללו פעלו בשיתוף פעולה כלשהו ביניהם; כאשר לא התנהל משא-ומתן ממשי עם אף אחד מהם; וכאשר הסכמתו של אף אחד מהם אינה הסכמה "מכרעת" במובן זה שללא הסכמה כזו, הצעת הרכש לא תוכל להתקבל.

אני סבורה כי גם להסכמה כזו צריך להינתן משקל מסוים, תוך שיש להביא בהקשר בחשבון מספר שיקולים.

77. ראשית, בית-המשפט העליון בפסק-דין **קיטאל** דחה את האפשרות להסתמך על הסכמת רוב הניצעים להצעת רכש כאינדיקציה להוגנות ההצעה. חזקה של הוגנות המבוססת על הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש "**מאיינת את סעיף 338 לחוק החברות, ולמצער מצמצמת אותו למקרים חריגים ביותר, ולפיכך סותרת את לשון ותכלית החוק**" – כך קבע כב' השופט דנציגר בחוות-דעתו בפסק-דין **קיטאל**. חרף האמור לעיל, בית-המשפט העליון נתן כאמור משקל להסכמה של ניצע מתוחכם, תוך הנחה שניצע כזה ברר את כל הפרטים הרלוונטיים, והגיע – לאור כל המידע –



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

להחלטה מושכלת להיענות להצעת הרכש. מכאן, כי בית-המשפט מבחין בין הסכמה של ניצעים "רגילים" לבין הסכמה של ניצעים מתוחכמים.

78. יחד עם זאת, בית-המשפט בענין **קיטאל** הדגיש את העובדה כי אנליסט היתה משקיע מהותי – קרי כי היה ביכולתה לטרפד את הצעת הרכש בשים לב להיקף אחזקותיה.

אני סבורה כי עובדת היותו של משקיע – משקיע "מהותי" עשויה להיות בנסיבות מסוימות בעלת משמעות מסוימת לגבי ההנחה ביחס למידת הבירור והחקירה שאותו משקיע ערך בטרם נתן את הסכמתו להצעה. כך, אין זה מן הנמנע כי ככל שחלקו של ניצע במניות החברה גדול יותר, וככל שהשפעתו על גורלה של הצעת הרכש גדולה יותר, גדלה המוטיבציה שלו לערוך בירורים מעמיקים יותר ביחס להצעת הרכש, כדי לבחון האם להיענות לה אם לאו. זאת ועוד, סביר כי ניצע שהוא בעל-מניות מהותי שהסכמתו או סירובו יכריעו את גורל הצעת הרכש (ללא קשר לאופן בו יחליטו לגביה ניצעים אחרים), ישקיע זמן וממון רבים יותר בבחינת הצעה, מניצע – ולו גם מתוחכם – שחלקו בחברה קטן יותר.

אני סבורה כי לא מדובר בשיקול דומיננטי, ולא ניתן כמובן לקבוע מסמרות בהקשר זה, שכן מידת ההשקעה של המשקיע המוסדי בקבלת החלטה תלויה גם בסכום הכולל של ההשקעה שלו בחברה, בשיעורה היחסי לעומת תיק ההשקעות הכולל של אותו משקיע המוסדי וכיו"ב. במקרה דנן לא הועלו טענות ולא הובאו ראיות ביחס לאופן בו קבלו המשקיעים המוסדיים או מי מהם את החלטה לקבל את הצעת הרכש – לאור הגובה של ההשקעה שלהם בחברה ונתונים אחרים. לכן נותרת בעינה המסקנה לפיה יש לייחס משמעות להסכמתם להצעת הרכש, הסכמה שהיא של משקיעים שהם בעלי יכולת טובה יותר לקבל החלטות מושכלות. מזו של משקיעים פרטיים "רגילים".

79. עוד יש לציין כי במקרה דנן, לצד העובדה שרוב הניצעים המתוחכמים אכן נענו בחיוב להצעת הרכש, הרי ישנם גם מציעים מתוחכמים שלא נענו להצעה. אם ישנו משקל לעמדתם של מציעים מתוחכמים, יש להביא גם ענין זה במכלול השיקולים.

80. לצד האמור לעיל – ממנו נובע לכאורה כי להסכמה של ניצע מתוחכם מהותי אחד יש לייחס משקל רב יותר מאשר להסכמה של מספר ניצעים מתוחכמים שאינם "מהותיים", יש להביא בחשבון גם שיקולים נוגדים. ראשית, הסכמה של מספר ניצעים להצעה מקטינה במידת מה את החשש מפני טעות של כל אחד ואחד מהם (ואת החשש כי החלטתם נגועה באינטרסים שאינם רלוונטיים), ולכן יש לתת לה משקל רב יותר מאשר הסכמה של ניצע אחד בלבד. אם – כפי שעולה מפסק-הדין



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

בענין **קיטאל** – ההנחה היא כי ניצע מתוחכם מקבל את ההחלטה שלו ביחס להצעת רכש בצורה מושכלת בהיותו "מתוחכם", הנחה זו צריכה לחול הן על ניצע "מהותי" והן על ניצעים שאחזקותיהם קטנות יותר. לכן, ההחלטה של מספר ניצעים מתוחכמים לקבל את הצעת הרכש, היא החלטה בעלת משמעות רבה יותר מהחלטה דומה של ניצע אחד בלבד.

81. בהקשר זה יש לציין כי על ההחלטה בענין **קיטאל** נמתחה ביקורת בספרות המשפטית. כך, במאמרם "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" (דר. הדס אהרוני ברק ופרופ' אסף חמדני, תאגידיים ט'4 (נובמבר 2012) בעמ' 17) מציינים המחברים כי:

"גופים מוסדיים הם אמנם מתוחכמים, אולם הם מנהלים את כספם של אחרים, וסובלים מבעיית נציג בין העמיתים להנהלת הגוף המוסדי. גופים מוסדיים אף עלולים להיות מושפעים מניגודי עניינים הנובעים מפעילויות עסקיות שלהם בנוסף לניהול כספי העמיתים... יש לציין, כי דווקא גופים מוסדיים עלולים לפעול משיקולי נזילות או משיקולים של הצגת רווחים טווח הקצר. לסיכום, נוכח מבנה התמריצים הבעייתי של הגופים המוסדיים, אין לייחס משקל מיוחד לאופן ההצבעה שלהם".

ואולם, משקלם של החששות עליהם מצביעים המחברים במאמרם, קטן כאשר מדובר במספר גופים מוסדיים, שכל אחד מהם – באופן בלתי תלוי באחרים, קבל את הצעת הרכש והחליט להיענות לה בחיוב.

82. כן יש להביא בחשבון את העובדה שניצע שאינו "מהותי" מביא בחשבון את האפשרות כי חרף הסירוב שלו להצעת הרכש, ההצעה בכל זאת תתקבל על ידי רוב של הניצעים האחרים. כאשר זה המצב – קרי הצעת הרכש מתקבלת חרף סירובם של חלק מהניצעים, הניצע המתוחכם שסירב להצעת הרכש עשוי להיות זכאי להגיש בקשה לסעד הערכה (בהתקיים הנסיבות נושא ס' 338(ג) לחוק החברות). אפשרות זו אינה עומדת לניצע מתוחכם שקבל את הצעת הרכש. האפשרות של מי שסירב להצעה ליהנות מסעד הערכה (במסגרת בקשה שתוגש על-ידיו או על-ידי ניצע אחר), עשויה להגדיל את המוטיבציה של ניצע מתוחכם שאינו מהותי לסרב להצעה. מכאן שהסכמה שלו להצעה היא בעלת משקל לא מבוטל, והיא מעידה על הנחה שלו לפיה הצעת הרכש היא טובה ורצויה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיזוני: מספר תיק חיזוני

83. בהתאם לקביעת בית-המשפט בפסק-דין קיטאל ובהחלטות בענין מ.ת.מ. (הן ההחלטה והן ההחלטה בדיון הנוסף), לאינדיקציה העולה מהסכמתו של ניצע מתוחכם יש משקל ראייתי נכבד אולם לא מכריע. לאור כל האמור לעיל, אני סבורה כי לעובדה שרוב המציעים המוסדיים במקרה דנן הסכימו להיענות להצעת הרכש, יש לתת משקל ראייתי – אולם גם במקרה דנן אין מדובר במשקל מכריע. כדי להכריע האם יש לקבל את בקשת האישור אם לאו, לאור חוות-הדעת של המומחים, ונוכח קיומה של חזקת הניצע המתוחכם שמשקלה אינו מכריע – יש לבחון את חוות-הדעת לגופן, ולברר האם קיימות בין מומחי הצדדים מחלוקות מתודולוגיות או משפטיות שניתן לבחון אותן כבר בשלב זה של הדיון.

במקרה דנן, וכפי שיפורט להלן, קיימת בין המומחים מחלוקת מתודולוגית, שבית-המשפט יכול ומוסמך להתייחס אליה, מחלוקת שבהתייחס אליה נקבע בהחלטה כי יש לתת עדיפות לעמדת המבקש על פני זו של המציעה. ענין זה יפורט להלן.

המחלוקת המתודולוגית ביחס לערך הטרמינאלי של החברה

84. כפי שהובהר לעיל, עמדתה של המומחית הגב' דיאמנדי, שנתמכה בחוות-דעתו של המומחה ד"ר אהרוני היתה כי כאשר מדובר בחברה ציבורית שהיא עסק חי, יש לתת ערך לפעילות החברה "עד אינסוף".

מנגד, עמדתו של המומחה הקנדי מטעם המציעה היתה כי כאשר מדובר בחברה העוסקת בפיתוח נדל"ן כמו החברה דנן, חברה שאין לה ניסיון ו-track record בפרויקטים קודמים, וכאשר אין כל אינדיקציה לתוכניות עתידיות או פרויקטים עתידיים, הרי השווי הטרמינאלי של החברה הוא אפס. למסקנה זוהי ניתן להגיע גם אם ההערכה היא כי יש שווי כלשהו לפרויקטים העתידיים הלא ידועים של החברה, לאור הסיכון הגבוה הכרוך בהם ושיעור ההיוון הנגזר מכך.

85. מבין העמדות של המומחים, העדיפה כב' השופטת קרת-מאיר את עמדת המבקש והמומחים מטעמו, ואני סבורה כי אין מקום להתערב במסקנה זו. השופטת קרת-מאיר הסתמכה כאמור על חוות-דעתו ועל עדותו של המומחה ד"ר אהרוני, שהיא סמכה את ידיה על מומחיותו, מקצועיותו והראייה האובייקטיבית שלו. במסקנות הנוגעות להערכת המומחה, אינני סבורה – כפי שהובהר לעיל - כי מן הראוי שנתערב במסגרת הבקשה לדיון החוזר.

86. גם לגופו של ענין עמדתו של ד"ר אהרוני ביחס לשווי הטרמינאלי של חברה המתנהלת כעסק חי היא עמדה שאני סבורה כי יש לקבלה. ד"ר אהרוני הבהיר כי הכלל שלפיו יש לנהוג הוא להעריך



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

את שווי הפעילות של חברה באופן טרמינאלי. האפשרות לקבוע כי השווי הטרמינאלי הוא אפס, הוא היוצא מן הכלל, שיש להוכיח באופן פוזיטיבי את התנאים להתקיימותו.

לדבריו של המומחה "היוצא מן הכלל זה כאשר יש חברה שמכריזה מראש שהיא הולכת להיסגר או שהיא נכנסה או הוקמה כאיזשהו מיזם לאיזשהו פרויקט חד-פעמי, שהוא ייגמר אין כוונה להמשיך אותו, אבל חברה שיש לה הנהלה, שיש לה כספים, שיווק, ניהול, מוניטין, הנחת העבודה שלי לפחות, כפי שאני רואה אותה, שהחברה הזאת רוצה להמשיך ולהתקיים כ- going concern, אני מניח שגם בעתיד תחפש פרויקטים וגם תעשה פרויקטים" (עמ' 8 לפרוטוקול, ור' עמ' 41 להחלטה).

87. במקרה דנן, לא הובאו על ידי המציעה ראיות פוזיטיביות לפיהן החברה התכוונה לבצע פרויקטים חד-פעמיים, וכי אין לה ולא היתה לה כוונה להמשיך לפעול לאחר שהם יסתיימו. החברה היא חברה ציבורית בעלת הנהלה, כספים, שיווק, ניהול ומוניטין, ולכן לא ניתן לקבוע – ודאי לא בשלב זה של הדיון, כי יש מקום לקבל את ההערכה לפיה השווי הטרמינאלי שלה הוא אפס. לצורך קביעה כזו, היה על המציעה להביא ראיות לכך שמדובר במקרה החריג בו אין בכוונת החברה להמשיך להתקיים – ראיות שלא הוצגו.

88. כפי שצוין לעיל, ההפרש בין שווי החברה בהנחת העבודה של המומחית גב' דיאמנדי לפיה יש לה ערך טרמינאלי, לבין ההערכה לפיה הערך הטרמינאלי שלה הוא אפס, הוא הפרש משמעותי - סכום של 11.8 ₪ למניה. די בעובדה שלא היה מקום לקבל את חוות-דעתו של המומחה מטעם המציעה בהקשר זה ולהעדיף את שיטת העבודה שהציעו המומחים מטעם המבקש – הגב' דיאמנדי וד"ר אהרוני, כדי להביא למסקנה כי דינה של בקשת האישור להתקבל, כפי שנקבע בהחלטה.

89. לכן, אני סבורה כי יש לדחות את הבקשה לדיון חוזר.

אני סבורה כי יש לחייב את המציעה, שהגישה את הבקשה, בהוצאות המבקש בסכום כולל של 25,000 ₪.

רות רונן, שופטת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquisition Inc. נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISITION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

השופט ח. כבוב:

אני מסכים.

חאלד כבוב, שופט

השופט ד. רוזן:

אני מסכים.

דוד רוזן, שופט

ניתנה היום, כ"ו כסלו תשע"ו, 08 דצמבר 2015, בהעדר הצדדים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 9714-07-15 Elad High Plateau Acquistion Inc. נ' מלאכי
ת"צ 44884-03-13 מלאכי נ' ELAD HIGH PLATEAU ACQUISTION INC

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

שופט דוד רוזן

שופטת רות רון

שופט חאלד כבוב