



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1

בפני כב' השופטת רות רוזן

מיכאל ספרא
ע"י ב"כ עוה"ד עדיני וששא

המבקש:

נגד

1. מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
2. מאגרי בניה בע"מ
ע"י ב"כ עוה"ד בלום ודונגי

המשיבות:

2

החלטה

3

4

5

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

1. המבקש הגיש נגד שתי המשיבות (שיכוננו להלן יחד גם "החברות") תביעות ובקשות לאישורן כתובענות ייצוגיות. הבקשות מתייחסות להצעות רכש שהתקבלו בשתי המשיבות. המשיבה 1 (להלן: "מתמ") היא החברה האם של המשיבה 2 (להלן: "מאגרי בניה"). מתמ החזיקה ב- 822,246 מניות במאגרי בניה, שהיוו לאחר דילול מלא כ-89.68% מהון המניות שלה.
- הדיון בשתי הבקשות אוחד.
2. במסגרת הבקשות עתר המבקש לסעד הערכה, וטען כי מניותיו בחברות, כמו גם יתר המניות של מחזיקי המניות מקרב הציבור בהן, נרכשו במסגרת הצעות הרכש במחיר שהוא נמוך משוויין ההוגן. הקבוצה אותה מבקש המבקש לייצג היא קבוצת כל הניצעים בהצעות הרכש שאליהם הופנו ההצעות (קרי הן אלה שקבלו את ההצעות והן אלה שלא קבלו אותן).
3. נושא הבקשה בת.צ. 20467-03-11 היא הצעת רכש של מתמ מיום 25.11.10 שהופנתה למשקיעים מהציבור שהחזיקו ב-329,178 מניות, המהוות 10.2% מהון המניות של מתמ, לרכוש את מניותיהם תמורת סכום של 60 ₪ למניה. ביום 9.12.10 פרסמה מתמ תיקון להצעת הרכש, בעקבות דרישתה של הרשות לניירות-ערך, לפיו חישוב שיעור ההיענות המזערי ייעשה בניטרול מניות מתמ שהוחזקו על ידי החברה הבת שלה, מאגרי בניה. זאת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 כדי ששיעור ההיענות המזערי החדש יהיה גבוה יותר משיעור האחזקות של אחד מבעלי
2 המניות - חברת הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ (להלן: "הראל") במתמ,
3 וכך שהראל לא תוכל להכריע לבדה את גורל הצעת הרכש.
4
- 5 יצוין כי מתמ הציעה למשקיעים הצעת רכש קודמת ביום 4.1.09 (להלן: "הצעת הרכש
6 הראשונה"). המחיר שהוצע למניה במסגרת הצעת הרכש הראשונה היה מלכתחילה 16.15
7 ש"ח למניה. הצעת הרכש הראשונה תוקנה, וביום 15.1.09 העלתה מתמ את מחיר המניה ל-
8 20.80 ש"ח למניה. הצעת הרכש הראשונה נדחתה על ידי הציבור (לאחר שרק 884 בעלי מניות
9 קבלו אותה).
10
- 11 ביום 10.8.10 הציעה מתמ לציבור הצעת רכש שניה, בה הוצע לרכוש את המניות במחיר של
12 60 ש"ח למניה. ההצעה פקעה מאליה לאחר שלטענת מתמ היא נזנחה לאור מחלוקת שנפלה
13 בינה לבין רשות ניירות-ערך לגבי אופן גילוי מידע נוסף שהרשות דרשה שמתמ תגלה.
14 ההצעה נושא הבקשה הנוכחית, שפורסמה כאמור ביום 25.11.10, היא אם-כן הצעת הרכש
15 השלישית שפורסמה מתמ.
16
- 17 על-פי הדיווח המידי של מתמ מיום 12.12.10 נענו להצעת הרכש דן 294,356 מניות
18 המהוות כ-8.96% בהון וכ-13.97% בזכויות ההצבעה בחברה, כלומר שיעור גבוה יותר
19 משיעור ההיענות המזערי שעמד על 223,851 מניות. לכן ההצעה התקבלה, כל מניות הציבור
20 נרכשו - ובכלל זה 34,822 מניות שהוחזקו על ידי בעלי-מניות מהציבור שלא נענו להצעת
21 הרכש.
22
- 23 ביום 19.12.10 הפכה מתמ לחברה פרטית ומניותיה נמחקו מהמסחר בבורסה.
24
- 25 עניינה של ת.צ. 27481-04-11 הוא בהצעת הרכש של מאגרי בניה. מאגרי בניה נשלטה
26 כאמור על ידי מתמ, שהחזיקה ב-כ-89.68% מהון מניותיה. ציבור המשקיעים החזיק בכ-
27 10.32% מהמניות.
28



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 הבקשה נגד מאגרי בניה מתייחסת להצעת רכש מיום 18.11.11 ולתיקון להצעת הרכש הזו
2 מיום 19.11.11 לרכישת מניות מאגרי בניה שהוחזקו על-ידי הציבור. במסגרת התיקון
3 להצעת הרכש, הציעה מאגרי בניה לרכוש את מניות הציבור במחיר של 222.6 ש"ח למניה.
4
5 בהתאם לדיווח המיידני של מאגרי בניה מיום 1.2.11, נענו להצעת הרכש בעלי 60,753 מניות
6 המהוות כ-6.63% בהון בזכויות ההצבעה, כלומר יותר מאשר שיעור ההיענות המזערי.
7 33,830 בעלי מניות לא נענו להצעה. ההצעה התקבלה, וביום 14.2.12 הפכה גם מאגרי בניה
8 לחברה פרטית, ומניותיה נמחקו מהמסחר בבורסה.
9

הבקשות

10
11 7. הבקשות דנן הוגשו מכוח ס' 338(א) לחוק החברות התשנ"ט - 1999 (להלן: "חוק החברות")
12 הקובע:

13 "בית-המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה
14 שהתקבלה כאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(א) או (א1) לקבוע, כי התמורה בעבור
15 המניות היתה פחות משווין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע
16 בית-המשפט".
17

18 המבקש צירף לבקשות חוות-דעת של מומחה כלכלי, מר עודד מלניק (להלן: "מלניק") וכן,
19 מאחר שהמשיבות הן חברות שנכסיהן העיקריים הם נכסי נדל"ן, צורפה לבקשות האישור
20 גם חוות-דעת של שמאי מקרקעין, מר אבי מנדלסון (להלן: "מנדלסון").
21

22 המשיבות השיבו לבקשת האישור, וצירפו לתשובתן חוות-דעת מטעמן – חוות-דעת של
23 המומחה הכלכלי מר זיו פרבר (להלן: "פרבר") וחוות-דעת שמאית של השמאית הגב' שולי
24 קרגולה (להלן: "קרגולה"). לאחר הליך גילוי המסמכים הגיש המבקש חוות-דעת מתקנות
25 מטעמו, והמשיבות הגישו תגובות מתקנות של המומחים מטעמן.
26

טענות הצדדים

27
28 8. הצדדים העלו בסיכומיהם שני סוגים של טענות – טענות כלליות, וטענות פרטניות
29 המתייחסות לחוות-הדעת של המומחים מטעמם, כאשר כל צד טוען לפגמים וטעויות שנפלו



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 בחוות-הדעת שהוגשו מטעם הצד שכנגד, ומתייחס לפגמים הנטענים בחוות-הדעת של
2 המומחים מטעמו.

הטענות הכלליות של הצדדים

3
4
5 9. המבקש טען כי בשלב זה של בקשת האישור, די בכך שהוא הציג ראיות לכאורה לכך כי
6 התמורה ששולמה עבור המניות היתה פחותה משוויין ההוגן, והוא אינו חייב להוכיח זאת
7 ברמה הנדרשת במשפט אזרחי. לטענתו, על-פי ההלכה הפסוקה די בכך שהוא הציג חוות-
8 דעת מקצועית, כדי להעביר למשיבות את נטל ההוכחה.

9
10 לגישתו של המבקש, בית-המשפט אינו צריך להכריע בשלב זה של הדיון מהו השווי המדויק
11 של כל אחד מנכסיהן של המשיבות. די בכך שבית-המשפט ישתכנע כי קיים פער משמעותי
12 העולה על סכום המינימום של סמכותו – 2.5 מיליון ₪ - בין השווי ששולם לקבוצה לבין זה
13 שנטען כשווי הוגן על-ידי המבקש, כדי שהבקשה לאישור התביעה הייצוגית תתקבל.

14
15 10. באשר להצעת הרכש של מתמ, טען המבקש כי מתמ הציעה במסגרת הצעת הרכש הראשונה
16 מחיר שהיה נמוך בשיעור של פי ארבעה בערך מהצעת הרכש נושא הבקשה דנן. זאת למרות
17 שלא חל כל שינוי במצב הכלכלי של החברה ובמצבת נכסיה. מכאן שמתמ נהגה בחוסר תום-
18 לב. עוד טען המבקש כי שתי החברות המשיבות היו ברשימת "דלי הסחירות" בבורסה, ולכן
19 מחירן בבורסה לא שיקף את השווי ההוגן שלהן.

20
21 11. המבקש הפנה להלכה הפסוקה בבית-המשפט העליון, וטען כי העובדה שרוב הניצעים
22 הסכימו להצעת הרכש אינה משמשת חזקה להוגנות המחיר. עוד נטען כי אין די גם בכך
23 שבהצעת הרכש היו מעורבים משקיעים מוסדיים כדי להעיד על הוגנות המחיר. מעורבותם
24 של משקיעים מוסדיים עלולה להעיד דווקא על ההיפך, שכן משקיעים מוסדיים מעדיפים
25 לעיתים את טובתם של גורמים אחרים כתוצאה מניגודי העניינים המובנים הכרוכים
26 בפעילותם, ומאחר שהם אינם מעוניינים להתעמת עם בעלי-הכוח ובעלי-השליטה.

27
28 לטענת המבקש, לא תמיד עומד בפני בעלי-התפקיד מערך תמריצים מתאים להשקעת
29 משאבים בבחינת מצב החברה ולניהול משא-ומתן מולה. באשר לחברת הראל - משקיע



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 מוסדי שהשקיע בחברה, שקיבלה את הצעת הרכש - נטען כי שווי השקעתה בחברה היה
2 קטן ביחס להיקף ההשקעות הכולל שלה.
3
- 4 המבקש מוסיף וטוען כי אף אם קמו חזקות לזכות המשיבות (טענה שהוא כופר בה), הרי
5 שהוא הצליח לסתור אותן בחוות-דעת המומחים מטעמו. המבקש ציין כי כל יתר התנאים
6 הנדרשים לאישור תביעה כייצוגית – מתקיימים במקרה דנן.
7
- 8 מנגד, המשיבות טענו כי יש לדחות את הבקשה. לטענתן, פסיקתו של בית-המשפט העליון .12
9 קבעה כי קיימת חזקה לפיה כאשר משקיע מתוחכם קבל את הצעת הרכש, עובר נטל הראיה
10 למבקש האישור להוכיח כי אין לראות את הסכמתו של הניצע המתוחכם כאינדיקציה לכך
11 שהצעת הרכש היתה הוגנת ("חזקת הניצע המתוחכם"). במקרה דנן, כך נטען, ישנו ניצע
12 מתוחכם שקבל את הצעת הרכש (חברת הראל), ומאחר שלא הוכח כי הסכמתה של הראל
13 התקבלה מטעמים זרים, יש מקום לקבוע כי המחיר שהוצע במסגרת הצעת הרכש הוא
14 מחיר הוגן.
15
- 16 עוד נטען כי אין מקום להתייחס לחוות-דעת המומחה הכלכלי מטעם המבקש, מר מלניק
17 ולתת לה משקל כלשהו, משום שחלק משכרו של מר מלניק (3% בתביעת מתמ ו-7%
18 בתביעת מאגרי בניה) הותנה בתוצאות המשפט. כן העלו המשיבות טענות ביחס לתום-לבו
19 של המבקש – לטענתן המבקש הוא חסר תום-לב שכן הוא רכש את המניות כדי "לייצר
20 עילת תביעה" בתביעה ייצוגית.
21
- 22 בתשובה לטענות אלה, טען המבקש כי גם שכר-טרחתו של המומחה הכלכלי מטעם .13
23 המשיבות, מר פרבר היה גבוה מאוד, וכי אין מקום לפסול את חוות-הדעת של מלניק רק
24 משום שחלק משכרו עברה היה מותנה. בסיכומי התשובה הוא הוסיף כי השכר עליו
25 הוסכם עם מלניק היה שכר משולב – שחלקו סכום קבוע ורק חלקו מותנה בתוצאות. הסכם
26 השכר עם מלניק אינו פוגם בחוות-דעתו, שיש להעדיפה – לטענת המבקש - על פני זו של
27 פרבר. כן צוין כי במקרה דנן, ישנו משקל גדול לחוות-הדעת השמאיות ולשווי נכסי הנדל"ן
28 של המשיבות בהתאם להן.
29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

14. המבקש התייחס בסיכומי התשובה מטעמו גם לטענות המשיבות ביחס להסכמת הראל להצעת הרכש. הוא טען כי יש לדחות את עמדת המשיבות בהקשר זה, וזאת בין היתר לאור מסמך שהגישה רשות ניירות-ערך בתיק אחר של בית-המשפט, שם היא הביעה לטענתו את עמדתה לפיה הסכמתו של משקיע שהוא בית-השקעות להצעת רכש, אינה משקפת בהכרח את עמדתו כי השווי שהוצע הוא שווי הוגן (אלא יתכן כי הנחו אותו שיקולים אחרים). המבקש אף טען כי יש לדחות את הטענות ביחס לתום-לבו.

15. לבקשת המשיבות הותר להן להגיב לענין זה במסמך נוסף מטעמן. המשיבות טענו כי יש לדחות את עמדת המבקש ביחס לנייר העמדה מטעם הרשות לניירות-ערך. ראשית נטען כי בית המשפט בקש את עמדת הרשות בהתייחס לשאלה שונה מזו לה טען המבקש, והרשות לא הביעה עמדתה בשאלה האם היא תומכת בקיומה של חזקת הניצע המתוחכם או שוללת אותה.

מעבר לכך נטען כי עמדת הרשות אינה סותרת את חזקת הניצע המתוחכם. באשר לטענה לגבי האמירה של הרשות לפיה יתכנו שיקולים אחרים של הניצע המתוחכם להיענות להצעה, נטען כי עמדה זו אינה משליכה על נטלי ההוכחה - כאשר שמשעה שהוכח כי הניצע המתוחכם הסכים להצעה, מוטלים שוב על המבקש, לסתור את השווי ההוגן. המשיבות הוסיפו וטענו כי טענת המבקש לפיה הראל הסכימה להצעה "מטעמי נזילות" נסמכת על כתבת עיתון הנוגעת להצעת הרכש הראשונה, שנערכה כשנתיים לפני הצעת הרכש נושא הבקשה דנן, כאשר המחיר המוצע עמד על סכום של 16.15 ₪ למניה.

טענות באשר למחלוקות בין המומחים

16. כאמור, מעבר לטענותיהם הכלליות, התייחסו הצדדים בסיכומים מטעמם גם לטענות קונקרטיות ביחס לחוות-הדעת של המומחים – הן השמאיות והן הכלכליות. זאת למרות ששני הצדדים סבורים כי אין הכרח לבחון טענות אלה לגופן, לאור הטענות הכלליות שהם העלו.

טענות חוות-הדעת הכלכליות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

17. המבקש טען כי בחינה ביקורתית של חוות-הדעת הכלכליות, מעידה על כך כי שווי החברות גבוה משוויין לפי הצעות הרכש.
- לגישת המבקש, לא היה מקום להפחתה בשיעור של 15-20% שבצע פרבר בשל הסחירות הנמוכה של מניות המשיבות. לגישתו, העסקה נושא הבקשות היא עסקה חד-פעמית וכפויה, ולא עסקה של מוכר מרצון לקונה מרצון. בביצוע ההפחתה, הקנה פרבר למעשה בעקיפין פרמיית שליטה לבעלי מניות הרוב, אף שהוא העיד כי פרמיה כזו אינה קיימת. ההלכה הפסוקה קבעה כי בתביעה לסעד הערכה, יש להעריך את שווי החברה כישות אחת, ללא חשיבות להיות המניות רוב או מיעוט. עוד נטען כי בעלי-השליטה לא עשו דבר כדי להגדיל את הסחירות, אף שיכלו לפעול לפתרון הבעיה. המבקש ציין כי פרבר הודה שלא קרא את המאמרים שאזכר בחוות-דעתו, שחלקם עוסקים באופציות ולא במניות. מעבר לכך, המאמרים עוסקים באי-סחירות ולא בסחירות נמוכה, ולכן הם אינם רלבנטיים.
18. עוד טען המבקש, כי פרבר השווה את מניות המשיבות למדד נדל"ן 15, שאינו המדד המתאים. לגישתו של המבקש, פרבר לא היה עקבי בחוות-דעתו, משום שהוא בחר להשוות את מניות המשיבות למניות שבמדד נדל"ן 15. אולם בבואו לקבוע את מחיר ההון המשוכלל, זנח פרבר את המדד הזה, והתעלם ממבנה ההון של החברות בו. הוא הניח "מבנה הון נורמטיבי" של 40% הון עצמי 60% חוב, ללא אסמכתא, ובשונה ממבנה ההון בחברות של נדל"ן 15 (שהוא כ-70% חוב). לפי מבנה ההון הזה – שיעור ההיוון היה צריך להיות 7.6-7.9%. לו היה נעשה שימוש באחוז היוון כזה, היה בכך כדי להוסיף עשרות מיליוני ₪ לשווי החברות.
19. לטענת המשיבות, יש לנכות בהערכת השווי 15-20 אחוז משווי החברות, בגין סחירות נמוכה של המניות. זאת משום שהסחירות הנמוכה היא מעין "גיבנת" על המניות, המשפיעה על שוויין ההוגן. לגישת המשיבות, זו העמדה העולה מפיסקת בית-המשפט העליון. עוד נטען כי מלניק עצמו הביע עמדה דומה במסגרת הערכת שווי שהוא ערך בתיק אחר.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1
2 באשר למדד אליו יש להשוות את מניות המשיבות, הן טענו כי המדד המתאים הוא מדד
3 נדל"ן 15. מדד נדל"ן ובינוי בו עשה מלניק שימוש אינו מתאים למשיבות, משום שרוב
4 החברות במדד זה התאפיינו בתקופה הרלוונטית בהיקפי מסחר נמוכים עד אפסיים,
5 היוצרים בטא נמוכה ללא קשר למידת הסיכון. כדי להשתמש במדד כלשהו לצורך גזירת
6 הבטא, דרוש מסחר משמעותי. מנגד, החברות המופיעות במדד נדל"ן 15 הן חברות
7 המתאפיינות בסחירות גבוהה. חברות אלה הן גם חלק ממדד נדל"ן ובינוי – בו כזכור עשה
8 מלניק שימוש.
9
10 עוד נטען כי יישום הבטא במדד מסוים על חברה, מאפשר לקבוע את שוויה בהנחה שהיא
11 נהנית מסחירות משמעותית. אם מדובר בחברה שמניותיה נזילות פחות מאלה שבמדד, יש
12 להפחית משוויה בגין כך.
13
14 באשר לשיעור ההון העצמי והחוב בחברות נדל"ן, נטען כי התחשיב של מלניק ביחס למינוף
15 הפיננסי בענף היה שגוי, שכן היה על מלניק לבחון את המשקל היחסי של כל חברה במדגם
16 בו הוא עשה שימוש, ולהכפיל אותו בשיעור המינוף הספציפי של כל חברה. מלניק גם לא
17 התייחס בתחשיבו לנכסים פיננסיים, אף שבחשוב החוב הפיננסי יש להתייחס גם אליהם.
18 תיקון הטעויות הללו של מלניק מביא למסקנה כי שיעורי המינוף הממוצעים הם דומים
19 מאוד לאלה בהם עשה פרבר שימוש.
20
21 עוד ציינו המשיבות כי מלניק לא נתן ביטוי לירידה הצפויה בפעילות חניון בתי-המשפט
22 לאחר המעבר הצפוי של בתי-המשפט ממשכנם במבנה המשיבות ברחוב שוקן, תוך שהוא
23 הניח כי החניון יוסיף לפעול באותם היקפים – הנחה שהיא שגויה לגישת המשיבות. מלניק
24 אף הניח בטעות כי דמי-השכירות הגבוהים בנכסים יישמרו, אף שסביבת הריבית היא
25 נמוכה ללא תקדים, ולא סביר להניח כי סביבה זו תישאר נמוכה בטווח הארוך.
26
27 המשיבות התייחסו לטענות המבקש לפיהן המשיבות מציגות את נכסיהן בדוחות בשווי
28 עלות, וטענו כי הצגה כזו היא לגיטימית, ועל-כל-פנים פרבר אישר כי הוא בצע את הערכות
29 השווי שלו על-סמך שווים הכלכלי של הנכסים, ולא לפי עלותם בספרים. באשר לטענה לפיה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 פרבר לא עשה שימוש בדוח 2010 ביחס למאגרי בניה, נטען כי פרבר הבהיר כי נהג באופן זה
2 משום שנסמך על המידע שהיה בידי הציבור במועד הצעת הרכש.

3
4 23. בסיכומי התשובה טען המבקש כי סוגיית הניכיון שבצע פרבר בגין הסחרות הנמוכה של
5 המניות (שמשמעותה הכספית היא כ-84 מיליון ₪) ראויה להכרעה שיפוטית, ודי בה לבד
6 כדי לקבוע כי השווי ההוגן לא שולם בהצעות הרכש. הוא טען כי היה מקום להשוות את
7 המשיבות למדד נדל"ן ובינוי כפי שעשה מלניק, בין היתר משום שהחברות במדד נדל"ן 15
8 מקיימות ברובן פעילות ענפה בחו"ל, בעוד שפעילותן של המשיבות היא בישראל בלבד,
9 ובמינוף מזערי.

10
11 באשר לטענות המשיבות ביחס לאופן בו חישב מלניק את שיעור המינוף הממוצע בענף
12 הנדל"ן, נטען כי מדובר בהרחבת חזית. מעבר לכך, טענת המשיבות שגויה, ואף פרבר אישר
13 כי במדד נדל"ן 15 שיעור המינוף הוא 70%. עוד צוין כי לא היה מקום להתייחס לירידה
14 בפעילות חניון בתי-המשפט, לאחר שגם קרגולה הודתה כי אין לכך השפעה על ההכנסות
15 שיתקבלו.

טענות לגבי חוות-הדעת השמאיות

16
17 24. המבקש טען גבי קרגולה כלל לא העריכה את אחד הנכסים של המשיבות, נכס מקרקעין
18 ברחוב יצחק אלחנן (שמשמש כמשרדי המשיבות). עוד נטען כי קרגולה לא צירפה לחוות-
19 דעתה חוזים ומסמכים אליהם היא התייחסה, ונראה כי המשיבות הסתירו ממנה מידע.
20 לגישת המבקש, חוות-הדעת של קרגולה אינה לגיטימית, משום שהיא ניסתה להפחית
21 משווי נכסי המשיבות בכל דרך אפשרית. קרגולה אף אישרה כי היא לא ערכה את חוות-
22 הדעת שלה לפיה תקן 17.1 למועצת שמאי ישראל.

23
24
25 המבקש טען כי המשיבות הרחיבו את חזית המחלוקת שלא כדין, וכי הן העלו טענות
26 מופרכות ביחס למבנה בית-המשפט ברח' שוקן. הוא הוסיף וטען כי למשיבות היה ברור
27 במועד הקובע כי חברת מת"פ ששכרה מהן נכס, לא תעבור מנכס המשיבות למיקום החדש
28 בחודש 9/2013. הוא אף ציין כי המשיבות הסתירו מסמכים מבית-המשפט וגילו חלק מהם
29 רק במהלך ההוכחות, בלא שהם גולו למבקש במהלך גילוי המסמכים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
25. לגישת המבקש, היה על קרגולה לבדוק מהם דמי-השכירות שהמשיבות מקבלות בפועל, דמי-שכירות העולים על אלה המשולמים בנכסי ההשוואה. עוד נטען כי הערכת שווים של נכסי המקרקעין צריכה להיעשות באמצעות שיטת ההשוואה, שהיא השיטה העדיפה. המקור להשוואה צריך להיות מערכת מס שבח מקרקעין. השמאית קרגולה יישמה את שיטת ההשוואה באופן שגוי, כך נטען, שכן מקורות המידע שלה נחותים באמינותם לעומת אלה עליהם הסתמך השמאי מטעם המבקש.
- עוד נטען כי בהערכת שוויו של נכס, יש לפעול בהתאם לכלל של "השימוש הטוב והיעיל", ולא דווקא לפי השימוש בפועל. לגישת המבקש, נושא אי-התפוסה של נכסים היה צריך לבוא לידי ביטוי בשיעור ההיוון, ואין לחשבו פעם נוספת בנפרד. עוד נטען כי קרגולה התייחסה בטעות לכל נכסי המשיבות כאל נכסים ייעודיים ומיוחדים. המבקש העלה טענות ביחס לשיעור ההיוון שנקטה בו השמאית קרגולה ביחס לנכס של בניין בתי-המשפט ולנכס שהושכר למת"פ. לגישתו, שיעור ההיוון שנקט הוא גבוה מדי, לאור טיבם של השוכרים בנכסים אלה (וזאת מעבר לעובדה שקרגולה הפחיתה בנפרד מקדם אי-תפוסה פעם נוספת).
26. המבקש התייחס לעמדתה של קרגולה ביחס למועד סיום השכירות בחלק מהנכסים, וכן לסתירות נטענות בין עדותה של קרגולה לבין עדות המומחה השני מטעם המשיבות, מר פרבר. כן נטען כי בחוות-דעתה של קרגולה עצמה ישנן סתירות פנימיות. עוד העלה המבקש טענות ביחס לסטטוס החכירה בחלקה 100 בבני-ברק (שהמשיבות מעולם לא ויתרו עליה); טענות ביחס לקיומו של דייר מוגן בנכס ברח' רוטשילד (שלא הוכח ואף נסתר); ביחס לחטיבת הקרקע ברח' התחיה – הזרם (לטענתו מועד הדחייה של 7 שנים לו טענה קרגולה הוא מוגזם). המבקש התייחס לניכוי הוצאות אחזקה ותפעול, וטען כי אם מנכים הוצאות, יש להוסיף הכנסות.
27. המשיבות טענו, מנגד, כי בעבודתו של השמאי מנדלסון מטעם המבקש נפלו מספר טעויות גסות, המעידות על כך כי הוא אינו ראוי לאמון. כך, מנדלסון לא הפחית מהשווי בשלושה בנייני משרדים בגין יחסי ברוטו/נטו, אף שהודה כי כך צריך לעשות; הוא העריך את שווי הקרקע ברח' הירקון בבני-ברק כאילו היא כוללת 2 חלקות, בעוד שלגבי אחת מהן פקעה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 חכירת המשיבות כשבע שנים לפני השומה; הוא העריך את הנכס בשדרות רוטשילד לפי
2 שתי חלקות שאוחדו למגורים, אף שאיחוד החלקות הותנה בכך שיוקם בהן פרויקט
3 למלונאות, ושימוש למגורים אינו אפשרי.
4
5 עוד צוין כי מנדלסון ייחס 100 אחוזי בניה בתוכנית 250 – אף שלא היה לכך כל בסיס; והוא
6 ניסה גם לנפח שווי באמצעות עסקת השוואה שאינה רלבנטית ואינה מתאימה. מנדלסון
7 התעלם מהקושי האדיר בפינוי פולשים בחטיבת הקרקע ברחוב הזרם/התחיה, ומהשנים
8 הרבות שפינוי כזה יארך.
9
10 המשיבות התייחסו לטענות המבקש לגבי חוות-דעתה של קרגולה. לטענתן, לא היה מקום .28
11 להעריך את הנכס שברחוב יצחק אלחנן, שבו ממוקמים משרדי המשיבות כאשר נעשה
12 שימוש בשיטת ה-DCF (שכן לא צפוי מהנכס הזה תזרים כלשהו); כי קרגולה בדקה חוזי
13 שכירות ומצאה כי דמי-השכירות במרבית המקרים נמוכים מדמי-שכירות בשוק, ולכן היא
14 בחרה לעשות שימוש בנתוני השוק שהם גבוהים יותר מאלה הנקובים בחוזים; וכי את
15 הנכס ברחוב רוטשילד היא העריכה בהתאם לשימוש החוקי בו שהוא שימוש למגורים, ולא
16 שימוש למשרדים שאינו חוקי.
17
18 באשר לטענות המבקש לגבי שימוש בשיטת ההשוואה לצורך הערכת נכסי מקרקעין, נטען
19 כי המקורות אליהם הפנה המבקש אינם יכולים לבסס את עמדתו בהקשר זה; כי קרגולה
20 הסבירה את המקורות עליהם היא הסתמכה, והם אינם נחותים באמינותם ממאגרי מס
21 שבח; וכי אין גם ממש בטענה כי קרגולה השוותה לנכסים מרוחקים – אלא לנכסים בעלי
22 מאפיינים דומים יותר לאלה של המשיבות (בניגוד למנדלסון שהשווה לנכסים שמשמשים
23 לתעשייה ולא למשרדים).
24
25 באשר לטענה לפיה קרגולה לא פעלה במספר נכסים בהתאם לשימוש הטוב והיעיל שלהם,
26 השיבו המשיבות כי באשר לנכס ברוטשילד, התייחסה קרגולה לשימוש החוקי; לגבי מגרש
27 החניה של מכבי ברמת-השרון, נטען כי היתרי הבניה יוצאו רק בעוד שנים רבות; וביחס
28 לנכס בפתח-תקווה, נטען כי השימוש הטוב והיעיל בו הוא כנכס בנוי ולא כקרקע ריקה.
29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 המשיבות התייחסו לטענה לפיה קרגולה בצעה הפחתות כפולות בין שיעורי ההיוון, אי-
2 תפוסה וסיכון – וטענו כי בהתאם להסבריה של קרגולה, חלק מהנכסים דנן הם מיוחדים,
3 שכן הם נבנו באופן ייעודי לשוכרים ספציפיים, וכתוצאה מכך יש להפחית משוויים. שיעורי
4 ההיוון בהם עשתה קרגולה שימוש עולים בקנה אחד עם הקווים המנחים של השמאי
5 הממשלתי, מה עוד שבארבעה נכסים מתוך 8 בהם נעשה שימוש בשיעורי היוון, עשתה
6 קרגולה שימוש בשיעורי היוון נמוכים יותר מאלה בהם השתמש מנדלסון. המשיבות אף
7 התייחסו לטענות ביחס לסתירות לכאורה בין חוות-הדעת של קרגולה ושל פרבר, ולסתירות
8 הפנימיות לכאורה בחוות-דעתה של קרגולה עצמה.
9
- 10 לגישת המשיבות, יש לדחות את הטענה בדבר הרחבת החזית הנטענת לגבי השימוש החורג
11 בבנין בתי-המשפט ולהיטל ההשבחה. לגישתן, אין מדובר בהרחבת חזית שכן ב"כ המבקש
12 הוא שהעלה את הטענות שעוררו את הנושא, ויצר את התנאים שהצדיקו את הגשת המסמך
13 ת/12. באשר לטענה לפיה לא קיים בנכס ברחוב רוטשילד דייר מוגן היסטורי והמסמך
14 ת/11, נטען כי המסמך הוצג על ידי קרגולה בתשובה לשאלות ב"כ המבקש בחקירה הנגדית,
15 תוך שב"כ המבקש אף הפנה אליה שאלות ביחס למסמך זה. עוד נטען כי יש לדחות את
16 טענות המבקש לגבי ניכוי הוצאות אחזקה ותפעול, כשההכנסה הנוספת נלקחה בחשבון על
17 ידי קרגולה באמצעות קביעת דמי שכירות גבוהים יותר.
18
- 19 בסיכומי התשובה הוסיף המבקש וטען כי ניתן להקים מבנה מגורים בנכס ברוטשילד; כי
20 אפשר היה לבצע זה מכבר הליך תכנוני ביחס לנכס במכבי הנצח ברמת-השרון; וכי קרגולה
21 לא בחנה את שווי הקרקע ב"טמפו" בפתח-תקווה. המבקש חזר וציין כי קרגולה ביצעה
22 הפחתות כפולות; כי היא לא השתמשה כנדרש בשיטת ההשוואה; וכי היא עלה להביא
23 בחשבון את הנכס ברחוב יצחק אלחנן אף אם הוא אינו מניב תזרים מזומנים.
24
- 25 המבקש הוסיף כי קרגולה פעלה בצורה שגויה מבחינה שמאית; כי המשיבות הודו בעבירה
26 על החוק בשימוש שנעשה במשרד האדריכלים של פיצו קדם, בנו של בעל השליטה, ברחוב
27 רוטשילד; כי ההסבר ביחס לסתירות בשומות קרגולה אינו עולה בקנה אחד עם שומותיה;
28 וכי קרגולה בצעה הרחבת חזית אסורה בעדותה, כאשר היא התייחסה להיתר לשימוש חורג
29 ברחוב שוקן.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28

להלן נתייחס בפירוט לטענות השונות של הצדדים.

נטלי ההוכחה

32. המחלוקת הראשונה שיש לברר אותה מתייחסת לאופן בירור הבקשה, והנטלים המוטלים על כל אחד מהצדדים.

מובן כי הכרעה במחלוקת זו היא הכרחית לצורך בירור יתר הטענות שהעלו הצדדים.

33. מלכתחילה מוטל נטל ההוכחה על המבקש, ה"מוציא מחברו". בפסק-הדין בענין **קיטאל** (רע"א 779/06, 5701/07, 7820/07 **קיטאל ואח' נ' ממון ואח'** 28.8.12, להלן: "**פס"ד קיטאל**") קבע כב' השופט דנציגר בהקשר זה כי הנטל להוכיח שהתמורה עבור המניות בהצעת הרכש היתה בלתי הוגנת, מוטל לפתחו של מבקש הסעד – הוא מבקש אישור התביעה כתביעה ייצוגית, שהופך – אם הבקשה מאושרת - לחלק מקבוצת התובעים.

34. יחד עם זאת, כך קובע כב' השופט דנציגר בענין **קיטאל** :

"נטל זה עשוי להתהפך ולעבור לכתפי המציע בהתקיים אחד ממקרים אלו:

הראשון, כאשר הגיש מבקש הסעד הערכת שווי בהתאם לשיטת DCF המוכחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משוויין האמיתי של המניות, יתהפך נטל ההוכחה ויוטל לפתחו של המציע. המציע יעמוד בנטל אם יוכיח כי בנסיבות המקרה קיימת אינדיקציה משמעותית כי השווי שניתן היה הוגן, או אם הערכת שווי בהתאם לשיטת DCF מטעמו תוכיח זאת. השני, כאשר עלה בידי מבקש הסעד להניח תשתית ראייתית לכאורית המקימה חשד ממשי בדבר פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש - כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים - יעבור הנטל לבעל השליטה להפריך חשדות אלו ולהוכיח באמצעות הערכת שווי בהתאם לשיטת ה-DCF, כי התמורה ששילם הייתה הוגנת. על-פי המקרה השלישי, עשוי הנטל לעבור כאשר הוכיח מבקש הסעד כי הצעת הרכש התקבלה לאחר שבמניין קולות הניצעים שנענו לה הובאו קולותיהם של בעלי-מניות במציע או מטעמו, לרבות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 קרוביהם או תאגידיים שבשליטתם" (ור' גם ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים,
2 28.12.09, להלן: "פס"ד עצמון").

3
4 35. במקרה דנן, הגיש המבקש כאמור שתי חוות-דעת מטעמו – הן חוות-דעת שמאית והן חוות-
5 דעת כלכלית, בה העריך המומחה מטעמו את שווי החברות המשיבות גם בהתאם לשיטת ה-
6 DCF. די בכך כדי לקבוע כי המבקש הרים את הנטל הראשוני שהוטל עליו, והעביר את
7 הנטל לחברות המשיבות.

8
9 כפי שצוין בפסק-דין קיטאל, כדי לעמוד בנטל שהועבר אליהן, המשיבות יכולות היו להוכיח
10 קיומה של אינדיקציה משמעותית לכך שהשווי שהן הציעו בהצעת הרכש היה שווי הוגן, או
11 להציג הערכת שווי מטעמן בהתאם לשיטת ה-DCF. המשיבות טענו כי קיימת אינדיקציה
12 משמעותית להוגנות של הצעת הרכש (טענה שתפורט להלן), ואף הגישו חוות-דעת מטעמן –
13 חוות-דעת של שמאית מקרקעין, וחוות-דעת של כלכלית מעריך שווי. מבקש האישור ניסה
14 להתמודד עם טענות המשיבות – הן ביחס לאינדיקציה הנטענת להוגנות ההצעה, והן ביחס
15 לחוות-הדעת של המומחים מטעמן. אולם, משהוגשו גם על-ידי המשיבות חוות-דעת
16 מומחים, חזר הנטל לכתפי המבקש, להוכיח את טענותיו בבקשה.

17
18 36. בטרם נתייחס לטענותיו של המבקש לגופן, נבחן את שאלת רמת הנטל המוטלת על המבקש.
19 הבקשות אותן הגיש המבקש הן כאמור בקשות לאישור תובענה כייצוגית. כפי שיפורט
20 להלן, בבקשות כאלה, הנטל המוטל על המבקש בשלב הראשון של הדיון בבקשת האישור
21 הוא נטל מופחת.

הנטל המוטל על מבקש אישור תביעה כייצוגית

22
23 37. תביעה ייצוגית נדונה כידוע בשני שלבים: בשלב הראשון בוחן בית-המשפט את השאלה
24 האם מן הראוי לאשר את התביעה האישית של המבקש כתביעה ייצוגית. רק אם הבקשה
25 מתקבלת – מתקיים השלב השני של בירור התביעה של קבוצת התובעים כולה, לגופה.
26 בהתאם להוראת סעיף 18(1) לחוק תובענות ייצוגיות התשס"ו – 2006 (להלן: "חוק תובענות
27 ייצוגיות"), מוטל בשלב הראשון על מבקש האישור להוכיח קיומה של "אפשרות סבירה"
28 שטענותיו יתקבלו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1
2 איך צריך בית-המשפט לפעול בבחנו את השאלה האם קיימת אפשרות סבירה שטענות
3 המבקש יתקבלו? ההלכה הפסוקה קבעה כי מדובר בנטל כבד יותר מזה המוטל על תובע
4 בתביעה רגילה מפני סילוקה על הסף (ר' למשל ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ' טמפו
5 **תעשיות בירה בע"מ פ"ד נא(2) 312,319**). יחד עם זאת, השאלה עד כמה צריך בית-המשפט
6 במסגרת הדיון בתובענה להיכנס לעובי הקורה בבירור ובחינה של השאלות השנויות
7 במחלוקת, לא קבלה תשובה חד-משמעית בפסיקת בית-המשפט העליון.
8
9 מפסק-הדין ברע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' רחמים עמוסי (5.7.12) עולה
10 כי אין צורך בבירור מעמיק של רוב רובה של התביעה, על כל השאלות שהיא מעלה, כבר
11 במסגרת הדיון בבקשת האישור. בית-המשפט (כב' המשנה לנשיאה, השופט ריבלין) קבע
12 באותו ענין כי החמרת התנאים מעבר לקבוע בחוק תובענות ייצוגיות, חורגת מהאיזון שקבע
13 המחוקק ואינה ראויה. מעבר לכך, דיון המבוצע באופן זה אינו יעיל, משום שנוצרת כפילות
14 בין הדיון בגוף התובענה לבין הדיון בבקשת האישור.
15
16 מנגד, נראה שהעמדה שהובעה בהקשר זה על ידי בית-המשפט העליון ברע"א 3489/09 מגדל
17 חברה לביטוח בע"מ נ' חברת ציפוי מתכות עמק זבולון בע"מ (כב' השופטת ברק-ארז,
18 11.4.13) היא שונה במקצת. בית-המשפט קבע באותו ענין כי:
19 "המבחנים לאישורה של תובענה ייצוגית הם מחמירים מאלה שעל-פיהם נבחנת
20 בקשה לסילוק על הסף של תביעה רגילה. על התובע הייצוגי להניח בפני בית-
21 המשפט תשתית משפטית וראייתית התומכת לכאורה בתביעתו.... בית-המשפט
22 שדן בבקשה נדרש להיכנס לעובי הקורה, ולבחון היטב – משפטית ועובדתית –
23 האם מתקיימים התנאים לאישור התובענה כייצוגית... מבחנים אלה לא נקבעו
24 בעלמא, אלא נועדו להביא לשימוש מושכל בכלי התובענה הייצוגית לנוכח
25 השפעתו המכרעת על הנתבעים ועל התנהלותם העסקית, כמוסבר לעיל".
26
27 יוער כי גם בפסק-הדין בענין עמוסי שהובא לעיל, התייחס בית-המשפט לעניינם של
28 הנתבעים ולהשפעה האפשרית של הליך התביעה הייצוגית עליהם. יחד עם זאת, מסקנתו



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 בהקשר זה היתה שונה, והוא סבר כי בירור מעמיק של התובענה בשלב המקדמי עלול
2 דווקא לפגוע בנתבעים, שהדיון בעניינם יימשך פרק זמן ארוך מדי.

3
4 כך קבע בית-המשפט בענין עמוסי בהקשר זה:

5 "בירור עיקר התובענה בשלב המקדמי, אף מסכל את מטרת החוק להגן על
6 הנתבעים. כאשר ברור כי אישור התובענה כייצוגית שקול למעשה לקבלת
7 התביעה, הפגיעה במוניטין של הנתבע והסיכון הרב לו הוא חשוף באים לידי
8 ביטוי כבר כשהוגשה בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגדו. בדרך זו, בקשת
9 אישור תובענה ייצוגית בסכום עתק, אשר פעמים נותרת תלויה ועומדת כנגד נתבע
10 במשך שנים ארוכות, גורמת לאפקט זהה לתביעת עתק אשר תלויה ועומדת כנגד
11 הנתבע. ברי כי לא לכך התכוון המחוקק בפצלו את הדיון לשני שלבים".

12
13 42. לדעתי, כפי שציינתי אותה בפסק-הדין בת"א (ת"א) 2692/05 פנינה יקירביץ נ' תרימה
14 מוצרי רפואה ישראלים בע"מ (18.12.13, להלן: "פס"ד יקירביץ"), כאשר בפני הערכאה
15 הדיונית ישנו בשלב בקשת האישור חומר שדי בו כדי לגבש עמדה ביחס לשאלות השנויות
16 במחלוקת בין הצדדים, על בית-המשפט לברר שאלות אלה לעומקן, תוך שהוא "נכנס לעובי
17 הקורה". רק אם בית-המשפט סבור בתום הבירור הזה כי ישנו סיכוי סביר שעמדת מבקש
18 האישור תתקבל, יש מקום לאישורה של התביעה הייצוגית. אני סבורה כי בירור מעמיק
19 בשלב הראשון אינו פוגע בנתבע, ואף יכול להועיל לו, משום שהוא עשוי להביא לכך
20 שתביעות ייצוגיות שהסיכויים לקבלתן אינם גבוהים, יידחו כבר בשלב הראשון.

21
22 כאשר השאלות השנויות במחלוקת בין הצדדים הן שאלות משפטיות, יכול בדרך-כלל בית-
23 המשפט לבררן לעומקן כבר בשלב הראשון של הדיון. מאחר שמדובר בשאלות משפטיות,
24 בירור כזה אף אינו מחייב בדרך-כלל קיומו של הליך ארוך או מסורבל. אם לעומת זאת
25 המחלוקות העיקריות בין הצדדים הן מחלוקות עובדתיות, אין בדרך-כלל מקום לבררן עד
26 תום כבר בשלב בקשת האישור, ודי בקיום אפשרות סבירה כי טענות המבקש יתקבלו כדי
27 שבית-המשפט יאשר את הבקשה.

28



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

43. במקרה דנן, המחלוקות בין הצדדים הן בחלקן משפטיות – המחלוקת ביחס לנטלי ההוכחה ולמשקלן של חוות-הדעת מטעם המומחים. כן קיימות – כפי שיובהר להלן – שאלות משפטיות הנוגעות לאופן הערכת שווי החברות המשיבות. אולם, בין הצדדים ישנן גם שאלות לא מעטות שבמומחיות, המתייחסות לאופן הערכת השווי של נכסיהן השונים של המשיבות, בהתאם לחוות-הדעת מטעמם של שני הצדדים. שאלות אלה אינן מחייבות בהכרח דיון מעמיק וממצה כבר בשלב זה של הדיון.

בקשות לסעד הערכה - המסגרת המשפטית

44. בהתאם לסעיף 338(א) לחוק החברות שצוטט לעיל, צריך בית-המשפט – כאשר מוגשת לו בקשה לסעד הערכה, לקבוע "כי התמורה בעבור המניות היתה פחות משווי ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית-המשפט". כלומר, על בית-המשפט להכריע בשאלה מהו השווי ההוגן של המניות.

משימה זו שהוטלה על בית-המשפט על-ידי המחוקק, איננה משימה פשוטה. הטעם לכך הוא משום הערכות שווי אינן מדע מדויק, בהיותן נסמכות בעיקרן על השערות בנוגע לעתיד (שיעור תשואה עתידי של נכסי החברה, שיעור הריבית במשק בעתיד וכיו"ב).

45. בחוות-דעתו של כב' המשנה לנשיאה השופט ריבלין (שהיה בדעת מיעוט בענין קיטאל) הפנה כב' השופט ריבלין לדברים הבאים:

"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 ככול שיהיה, המבוסס על נתונים משוערים, אינו יכול להניב אלא תוצאות משוערות' (פרוקצ'יה בעמ' 303, 325 ה"ש 43)".

כב' השופט ריבלין הוסיף וציין כי:

"שימוש בשיטת התזרימים המהוונים מחייב הערכה של כל התזרימים העתידיים הצפויים להתקבל מעסקי החברה בעתיד. הערכה זו צריכה כמובן



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 להניח מהם התנאים המאקרו-כלכליים שישררו בעתיד, מה תהיה רמת התחרות
2 מולה תתמודד החברה, מה תהיה רמת הביקוש למוצרים או לשירותים שמספקת
3 החברה, ועוד כהנה וכהנה. לא זו אף זו, הערכת סכום התקבולים העתידיים אינה
4 מספקת, ויש להעריך גם את מועד קבלתם. זאת מכיוון שההנחה הכלכלית היא
5 שיש ערך כספי לחלוף הזמן. לבסוף, יש לבחור מהו מקדם ההיוון שבו יהוונו
6 התקבולים העתידיים המשוערים, ואשר אמור לשקף את מידת הסיכון הקיימת
7 בעסקי החברה – לאמור: מידת הסיכוי כי התקבולים העתידיים המשוערים כלל
8 לא יגיעו לחברה. ברי כי הערכת נתונים עתידיים כה רבים, בחברות שמנהלות
9 פעילות עסקית נרחבת, רחוקה מלהיות בגדר 'מדע מדויק' (ראו: ע"א 9709/10 רן
10 נ' קווי אשראי לישראל שיתופים פיננסים משלימים בע"מ (בפירוק)
11 28.3.2012))."
12

13 46. הקושי בבחינת השאלה מהו השווי ההוגן של מניות החברה ובהכרעה בין חוות-דעת שונות,
14 הוא קושי שהן בתי-המשפט בישראל והן אלה שבמדינת דלאוור היו ערים לו. בפסק-הדין
15 **קיטאל** הפנה כב' השופט דנציגר בהקשר זה לשני פיתרונות שנקטו על ידי בתי המשפט
16 בדלאוור כדי להימנע מהקושי הזה: **הראשון**, קביעת כלל לפיו בית-המשפט יבחר בתום
17 ההליך באחת משתי חוות-הדעת שהגישו הצדדים, ללא ניסיון לצלול לתוך חוות-הדעת שני
18 הצדדים, בניסיון לאזן ולשקלל ביניהם (מה שאמור להקטין את התמריץ של הצדדים
19 "למתוח" את חוות-הדעת מטעמם לקצוות); **השני** – מינוי מומחה אובייקטיבי מטעם בית-
20 המשפט, שיהיה נטול תמריץ לעוות את נוסחאות ההערכה, שיפטור את בית-המשפט
21 מהצורך לבחון ולהתעמק בחוות-הדעת מטעם הצדדים.
22

23 47. חרף הקשיים האמורים בהערכת שווי החברה, קבע המחוקק כאמור לעיל, כי הצעת רכש
24 תהיה כפופה לביקורת שיפוטית, והקנה לבית-המשפט את הסמכות לקבוע מהו שוויין
25 ההוגן של המניות. ודוק- בית-המשפט אינו אמור – על פי ס' 338(א) ובהתאם להלכה
26 שנקבעה בפס"ד **קיטאל** - לבחון האם הסכמת המיעוט להצעת הרכש היא סבירה.
27

28 48. תפקידו של בית-המשפט בבקשה שעניינה סעד הערכה, הוא תפקיד שונה אם כן מאשר
29 תפקידו בבחינת מחיר העסקה במקרה של עסקת מיזוג – בה בעלי-מניות המיעוט אינם



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 זכאים לסעד הערכה, אך הם יכולים לפנות לבית-המשפט בטענות כלפי החלטת דירקטוריון
2 החברה לאשר את עסקת המיזוג. במקרה כזה בוחן בית-המשפט את סבירות ההחלטה.
3
4 כאמור, תפקידו של בית-המשפט בהליך של סעד הערכה הוא שונה, שכן בית-המשפט אמור
5 להכריע בעצמו מהו השווי ההוגן של המניות, ולהשוות שווי זה למחיר המניות בהצעת
6 הרכש. אם התמורה שהוצעה פחותה מהשווי ההוגן כפי שזה נקבע על ידי בית-המשפט,
7 בית-המשפט יקבל את התביעה.
8

9 ר' בענין זה את פסק-דינו של בית-המשפט במדינת דלאוור בארצות-הברית **Reis v.**
10 **Hazelett Strip-Casting Corp.**, 28 A.3d 442, 466 (Del. Ch. 2011), שם נקבע כי
11 כאשר מדובר בעסקת מיזוג, ייבחן המחיר בהתאם לשאלה האם המחיר **fell within the**
12 **range of fairness** [נמצא בטווח הסבירות], מה שאין כן במסגרת תביעה לסעד הערכה
13 [appraisal value] שאז על בית-המשפט לבחון מהו השווי ההוגן; ור' גם **Cede & Co. v.**
14 **Technicolor, Inc.**, 884 A.2d 26, 30 (Del.2005).
15

16 49. בית-המשפט נדרש אם כן לכאורה לבצע בחינה עצמאית של השאלה מהו המחיר ההוגן –
17 אלא-אם-כן קיימים לו "עוגנים" חיצוניים, שמהם הוא רשאי להסיק כי המחיר ההוגן הוא
18 אכן המחיר שהוצע על ידי בעלי-השליטה בחברה לבעלי-המניות מקרב הציבור. כאשר קיים
19 "עוגן" כזה, או במילותיו של בית-המשפט העליון, כאשר קיימת "אינדיקציה משמעותית"
20 כי המחיר הוא הוגן, תידחה בקשת האישור של התביעה כתביעה ייצוגית.
21

22 להלן נתייחס לשני "עוגנים" אפשריים כאלה.
23

חזקת הסכמת הרוב

24 50. בהחלטה בענין **קניאל** (ת.א. (ת"א) 1209/03 **שקולניק נ' קניאל** 8.5.07), להלן "**ענין קניאל**"),
25 הוצע על-ידי מנגנון שיכול לשמש כ"עוגן" לקביעה בדבר הגינות המחיר – עצם הסכמת רוב
26 בעלי-המניות הניצעים. ההנחה היתה כי הסכמה של בעלי-המניות לעסקה, עדיפה על-פני
27 הערכה של בית-המשפט בקביעת השווי ההוגן של החברה.
28



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1
2 בפסק-דין קיטאל (בו נדון גם הערעור על פסק-דין קניאל), דחה בית-המשפט העליון את
3 ההנחה לפיה הסכמת רוב בעלי-המניות הניצעים מהווה ראייה לכאורה להגינותה של
4 ההצעה. בית-המשפט העליון (כב' השופט דנציגר בדעת רוב) קבע כי:
5 "אין מקום לקבוע כי קיימת חזקה בדבר הוגנות התמורה בהתבסס על הסכמת
6 רוב הניצעים להצעת הרכש. חזקה שכזו פירושה כי די בהתקיימותו של מנגנון
7 הגנה אחד על מנת לייתר את המנגנון השני ולצמצמו למקרים חריגים. חזקה שכזו
8 מאיינת את סעיף 338 לחוק החברות, ולמצער מצמצמת אותו למקרים חריגים
9 ביותר, ולפיכך סותרת את לשון ותכלית החוק".

10
11 לכן, העובדה שרוב הניצעים הסכימו להצעת הרכש, אינה מהווה אינדיקציה כלשהי להוגנות
12 המחיר שהוצע במסגרת הצעות הרכש.

חזקת ה"ניצע המתוחכם"

13
14 51. בהחלטה בענין קניאל ניתנה משמעות גם להסכמתו של אחד הניצעים – חברת אנליסט
15 אי.אם.אס. שירותי ניהול והשקעות בע"מ (להלן: "אנליסט"), חברה העוסקת בפעילות
16 בשוק ההון, ובין היתר בניהול השקעות בניירות-ערך, להצעת הרכש.

17
18
19 כך נקבע באותו ענין כי:

20 "אנליסט היא משקיע מתוחכם. חזקה עליה שבטרם הסכימה להצעת הרכש, היא
21 בררה את כל הפרטים הרלוונטיים (וכאמור כל המידע הרלוונטי נמסר לאנליסט
22 יחד עם כל הניצעים האחרים). לאור כל המידע - הגיעה אנליסט להחלטה
23 מושכלת להיענות להצעות.
24 יש להדגיש כי אנליסט היתה מודעת לכך שללא הסכמתה לא תוכל הצעת הרכש
25 להתקבל. לכן, בניגוד לנטען על ידי המבקש, להסכמתה של אנליסט להצעות
26 הרכש יש משקל רב לביסוס טענת המשיבים לפיה התמורה שהוצעה בהצעות
27 היתה הוגנת.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 יודגש שוב כי המבקש לא העלה כל טענה ולא הוכיח בכל דרך שהיא כי בין
2 אנליסט לבין המשיבים או מי מהם היתה קנוניה או שנערכה מניפולציה כזאת או
3 אחרת, שבשלה אין לתת משקל להסכמה של אנליסט להצעות".
4
5 הסכמתה של אנליסט להצעה היתה אם כן בנסיבות אותו מקרה ראייה לכאורה להגינות
6 המחיר שהוצע במסגרת הצעת הרכש.
7
8 52. בית-המשפט העליון בפסק-דין קיטאל, קבל את ההנחה שישנה משמעות ראייתית להסכמת
9 אנליסט להצעת הרכש. כך קבע כב' השופט דנציגר בחוות-דעתו במסגרת פסק-הדין:
10 "סבורני כי המסקנה שגזר בית-המשפט המחוזי מהסכמתה של חברת אנליסט
11 להצעת הרכש בדבר הוגנות הצעת הרכש הינה מסקנה סבירה בנסיבות העניין.
12 אנליסט הינה ניצע גדול ובלתי תלוי (ובלשונו של בית-המשפט המחוזי – 'ניצע
13 מתוחכם') ובכוחה היה 'לטרפד' את הצעת הרכש, בשים לב להיקף אחזקותיה
14 בחברות. בנסיבות אלה יש ליתן להסכמתה להצעת הרכש משקל ראייתי נכבד, אף
15 אם לא מכריע. סבורני כי ניתן לראות בהסכמתו של ניצע בנסיבות כאלה
16 אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה, בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם
17 להצעת הרכש, במסגרתה רוכש מציע בלוק מניות בחברה. בנסיבות אלה הנטל
18 המוטל על מבקש סעד ההערכה הינו להוכיח כי הסכמתו של ניצע מסוגה של
19 אנליסט אינה מהווה אינדיקציה שכזו או כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא
20 נמוך. אכן, שקולניק טען כי אנליסט הייתה מצויה בניגוד עניינים ולכן הסכמתה
21 אינה מהווה אינדיקציה להוגנות הצעה. כאמור, טענה זו נדחתה בבית-המשפט
22 המחוזי ונקבע כי הטענה לא הוכחה מבחינה עובדתית. שקולניק שב וטען טענה זו
23 גם במסגרת הערעור לפנינו, מבלי לבסס אותה בראיות כלשהן מלבד אמירה
24 כללית בדבר ניגוד עניינים שנובע מתפקידה של אנליסט כחתם בהנפקת החברות
25 בעבר. בנסיבות אלה לא עמד שקולניק בנטל ההוכחה להוכיח שהסכמתה של
26 אנליסט מקורה בניגוד עניינים. כפועל יוצא, סבורני כי קביעותיו העובדתיות
27 והמשפטיות של בית-המשפט המחוזי בנקודה זו אינן מקימות עילה להתערבותו
28 של בית משפט זה" (ההדגשות הן שלי, ר.ר.).

29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 והשופט מלצר (שדעתו בפסק-הדין היתה דעת יחיד) קבע בחוות-דעתו כי:
2 "כן שכנעה אותי פה – ביחס להוגנות הצעת הרכש – הסכמתה של חברת אנליסט
3 להצעת הרכש המלאה, וזאת על בסיס ההנחה שגוף זה הוא מקצועי ומצוי בתחום,
4 וכי ההסכמה ניתנה רק לאחר בדיקה ראויה של השווי ההוגן ביחס למחיר
5 ולתנאים שהוצעו".
- 6
- 7 53. יובהר כי בית-המשפט העליון הביע עמדה דומה ביחס למשמעותה של "עסקה מרצון מחוץ
8 לבורסה, במסגרתה רכש המציע בלוק מניות בחברה במחיר הנופל מהמחיר שהוצע בעבור
9 המניות בהצעה", כשעסקה כזו נערכה בסמוך לפני הצעת הרכש (ר' גם פס"ד עצמון, סעיף
10 74 לפסק-הדין). הסכמת ניצע מתוחכם במסגרת הצעת רכש, עשויה במקרים מסוימים
11 להיות דומה בנסיבותיה לעסקה בה מכר אותו ניצע "בלוק" מניות לבעל-השליטה, כתוצאה
12 ממשא-ומתן שהתנהל בינו לבין בעל-השליטה.
- 13
- 14 54. מכאן, כי בנסיבות המתאימות, הסכמה של ניצע מתוחכם להצעת רכש, עשויה להוות
15 "אינדיקציה חלקית" להוגנות התמורה, אינדיקציה שהיא בעלת "משקל ראייתי נכבד", אף
16 אם לא מכריע. לאור הקושי שפורט לעיל בביצוע הערכות שווי, ישנו לדעתי טעם רב במתן
17 משקל להסכמה מושכלת של בעל-מניות משמעותי ומתוחכם למכירת מניותיו במחיר
18 מסוים כאינדיקציה להוגנות המחיר, ודאי מקום שמדובר בהסכמה שהיא תולדה של משא-
19 ומתן, וכאשר הסכמתו של הניצע המתוחכם היא מהותית לכך שהצעת הרכש תתקבל.
20 הסכמה כזו עשויה להעיד על כך כי גיבוש המחיר הוא תולדה של התמקחות בין שני צדדים
21 המצויים בשני עברי המתרס, ודי בכך כדי להעיד שהמחיר הוא הוגן.
- 22
- 23 55. במקרה דנן הסכימה חברת הראל להצעת הרכש. המבקש טוען כי אין לתת משקל להסכמה
24 זו. ראשית הוא טוען כי זו המסקנה העולה מעמדתה של רשות ניירות-ערך הגישה במסגרת
25 עמדה שהוגשה על ידיה לבית-המשפט במסגרת ת"צ 36604-02-10 מגן נ' אוליצקי כרייה
26 (1990) בע"מ. בהתאם לעמדת הרשות באותו ענין, הסכמתם של ניצעים מתוחכמים כמו
27 בתי-השקעות, אינה משקפת בהכרח את העובדה כי שווי ההצעה הוא הוגן לדעתם, אלא
28 יכולה לנבוע מסיבות אחרות שונות. לכן לא ניתן להסיק מההיענות או אי-ההיענות של
29 גופים כאלה כי המחיר שהוצע היה הוגן או לא.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1
2 עוד טען המבקש כי חברת הראל הבהירה שהיא נענתה להצעת הרכש לאור צורכי נזילות
3 שלה, מה עוד שהשקעתה בחברות היתה בשווי נמוך יחסית. המבקש הוסיף כי המשיבות לא
4 צירפו כל ראיה ממנה ניתן להסיק כי הראל נענתה להצעת הרכש בשל היות התמורה בה –
5 הוגנת.
- 6
7 56. כפי שהובהר לעיל, כי מפסק-דינו של בית-המשפט העליון בענין **קיטאל** עולה כי להסכמתו
8 של ניצע דוגמת הראל להצעת רכש יש משקל ראייתי – שעשוי להעביר את נטל ההוכחה
9 מהחברות המשיבות אל כתפי המבקש. בפני המבקש עומדות בשלב זה שתי אפשרויות –
10 האחת, להסביר מדוע בנסיבות המקרה אין לייחס משמעות להסכמת הניצע המתוחכם
11 להצעת הרכש, ומדוע אין להסיק ממנה כי ההצעה היתה הוגנת.
12
- 13 מעבר לכך, יכול המבקש להעלות – כנגד עמדת המשיבות - טענות כבדות משקל משלו לשווי
14 ההוגן של החברות. הסכמת הניצע המתוחכם היא כאמור ראיה בעלת משקל ראייתי נכבד,
15 אך לא מכריע. המבקש יכול לכן להרים את הנטל שהועבר אליו גם אם יציג טענות כבדות
16 משקל לגופו של ענין ביחס לשווי ההוגן, ולהביא לכך שבית-המשפט יקבע שנכון לשלב זה
17 של הדיון ישנה "אפשרות סבירה" כי טענותיו יתקבלו, חרף הקושי שהסכמת הניצע
18 המתוחכם יוצרת.
- 19
20 57. להלן נדון בשתי האפשרויות הללו. כפי שיובהר, אינני סבורה כי המבקש הוכיח שאין לייחס
21 משמעות להסכמת הראל במקרה דנן, אולם הוא העלה טענות כבדות משקל, שדי בהן כדי
22 להביא למסקנה כי הוא הרים את הנטל שעבר אליו, וכי יש לקבל לכן את בקשת האישור.
23
- 24 **האם הוכיח המבקש במקרה דנן כי אין לייחס משמעות להסכמת הראל?**
- 25 58. אני סבורה כי המבקש לא הציג ראיות שדי בהן כדי לקבוע כי אין לייחס משמעות ראייתית
26 להסכמת הראל להצעת הרכש, וכדי לסתור באופן זה את האינדיקציה הראייתית העולה
27 מהסכמת הראל להצעת הרכש.
28



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 אני סבורה כי עמדתה של רשות ניירות-ערך כפי שהוגשה בתיק בית-משפט אחר, אינה בעלת
2 משקל מכריע בדיון בתביעה דנן. מעבר לטענות המשיבות בהקשר זה (כי העמדה לא נועדה
3 להתייחס לשאלה שבמחלוקת), הרי עמדתה של רשות ניירות-ערך אינה מחייבת כמובן את
4 בית-המשפט, מה עוד שלהבנתי היא אינה עולה בקנה אחד עם ההלכה הפסוקה כפי שזו
5 נקבעה בפס"ד **קיטאל**, שהובאה לעיל.
- 6
- 7 59. עוד יש לציין כי לדעתי, ובניגוד לטענת המבקש – לאחר שהובהר כי ניצע מתוחכם כמו
8 הראל הסכים להצעת הרכש, הנטל אינו מוטל על המשיבות להוכיח כי היענותו נבעה משום
9 שהתמורה בהצעה היתה הוגנת, אלא הנטל הוא על המבקש - להבהיר מדוע אין לתת משקל
10 להיענותו של המציע המתוחכם להצעה.
- 11
- 12 60. בנסיבות המקרה דנן, אני סבורה כי להסכמת הראל צריך להיות משקל ראייתי לא מבוטל.
13 ראשית, הצעת הרכש הראשונה נדחתה - הן על-ידי הראל והן על ידי רוב הניצעים האחרים.
14 מכאן, כי הראל לא היתה מסכימה לכל הצעה שהיא, אלא היא שקלה את ההצעות ואת
15 מחירן.
- 16
- 17 לטענת המשיבות שלא נסתרה, לאחר כישלון הצעת הרכש הראשונה, התנהל משא-ומתן בין
18 מתמ לבין הראל ביחס למחיר שיוצע במסגרת הצעת הרכש. המשא-ומתן כלל בין היתר
19 פגישות, סיור משותף בנכסי מתמ, והאנליסטים של הראל בדקו את הנכסים אחד אחד, כדי
20 לגבש עמדה ביחס למחיר שיוצע במסגרת הצעת הרכש (ר' סעיף 14 לתצהיר התשובה של
21 מתמ בבקשת האישור, וכן עמ' 272 לפרוטוקול, שורות 11-9). בסופו של המשא-ומתן הזה,
22 הוסכם בין מתמ לבין הראל כי המחיר שיוצע למניה במסגרת הצעת הרכש יעמוד על 60 ₪.
23
- 24 ואכן, זה אכן היה המחיר למניה שהוצע על ידי המציעים בהצעת הרכש השנייה (שלא יצאה
25 לפועל עקב המחלוקת עם רשות ניירות-ערך). זה היה גם המחיר שהוצע במסגרת הצעת
26 הרכש השלישית – היא הצעת הרכש נושא הבקשה דנן.
- 27
- 28 המשיבות טענו כי כאשר סוכם המחיר בין הראל לבין מתמ, היה זה בין צדדים המודעים
29 לכך שללא הסכמת הראל, הצעת הרכש לא תתקבל. פירוש הדבר הוא שהראל ניהלה את



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 המשא-ומתן על מחיר מניית מתמ מתוך עמדת כוח ברורה, ויש בכך כדי לחזק את תוקפה
2 של הסכמתה כאינדיקציה להוגנות המחיר.

3
4 61. המבקש הוסיף וטען כי היקף ההשקעה של הראל במשיבות היה קטן, וכי היא הסכימה
5 להצעת הרכש מטעמים של צרכי נזילות. לגישת המבקש, מטעם זה לא היה להראל אינטרס
6 אמיתי בשאלת המחיר של הצעת הרכש, ואין לתת משמעות להסכמתה למחיר.

7
8 אני סבורה כי אין לקבל את טענות המבקש בהקשר זה. ראשית, לאור מועד הכתבה בעיתון
9 אליה הפנה המבקש בהקשר זה, נראה כי היא מתייחסת להצעת הרכש הראשונה. כאמור,
10 המבקש היה זה שהיה עליו להוכיח כי קיימות נסיבות שיש בהן כדי לשלול מהסכמתה של
11 הראל את תוקפה כאינדיקציה להוגנות המחיר. במקרה דנן, מדובר במחיר עליו הוסכם בין
12 הראל לבין מתמ במסגרת משא-ומתן שהתנהל ביניהן. מבחינה זו דומה הסכמתה של הראל
13 שניתנה בנסיבות בהן הצדדים הניחו כי ללא הסכמה זו לא תוכל הצעת הרכש לצאת לפועל,
14 להסכמה של בעל-מניות שמכר בלוק של מניות בעסקה מחוץ לבורסה במועד סמוך למועד
15 הצעת הרכש.

16
17 כאמור, הראל לא הסכימה למחיר הראשון שהוצע על ידי המשיבות בהצעת הרכש
18 הראשונה. טענת המבקש לפיה הראל הסכימה להצעה מטעמים של צרכי נזילות, היא טענה
19 המבוססת על עדות שמיעה שלא הוכחה, ולכן אין לתת לה משקל.

20
21 לאור כל האמור לעיל אני סבורה כי יש לתת משקל להסכמת הראל, כאינדיקציה להוגנות
22 המחיר בהצעת הרכש.

האם הריס המבקש את הנטל שהועבר אליו לאור הסכמת הראל למחיר?

23
24 62. המבקש טען כאמור כי אף אם הסכמת הראל די בה כדי להשיב אליו את נטל ההוכחה, הרי
25 שהוא עמד בנטל הזה, לפחות נכון לשלב הנוכחי של הדיון.

26
27
28 כאמור, וכעולה מפס"ד קיטאל שנוכר לעיל, להסכמתו של ניצע מתוחכם יש לתת משקל
29 ראייתי נכבד אך לא מכריע. לכן, אם קיימות בשלב זה של הדיון אינדיקציות חזקות לפיהן



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 מחירה של הצעת הרכש אינו מחיר הוגן, על בית-המשפט לקבל את הבקשה לאישור
2 התביעה כייצוגית, חרף ההסכמה של הניצע המתווכס. הסכמה זו אמנם תהיה בעלת משקל
3 בשלב הבא של הדיון, אולם כאמור קבוצת התובעים עשויה להתגבר עליה.
4
5 63. יש לבחון האם ישנם עניינים השנויים במחלוקת בין המומחים של שני הצדדים, שביחס
6 אליהם ישנו סיכוי סביר לכאורה כי תתקבל עמדת המומחים מטעם המבקש, באופן שיהיה
7 בו כדי לשנות באופן משמעותי את המחיר שהוצע על-ידי המשיבות עבור המניות.
8
9 לו היו המחלוקות היחידות בין הצדדים, מחלוקות מקצועיות בין המומחים (מחלוקות כגון
10 המחלוקת ביחס למדד הנכון אליו יש להשוות את החברה, מחלוקות שמאיות לגבי אופני
11 הניצול המיטביים של נכסי החברה, מחלוקות על שכר הדירה הצפוי מהנכסים וכיו"ב), יתכן
12 כי די היה - בנסיבות הענין - בהסכמת הראל על נסיבותיה, כדי לקבוע שהמבקש לא עמד
13 בנטל שהוטל עליו נכון לשלב זה של הדיון, ולא הוכיח כי המחיר שהוצע בהצעות הרכש
14 נושא הדיון הוא פחות ממחירן ההוגן של המניות. לו זה היה המצב, היתה בקשת האישור
15 נדחית.
16
17 64. אולם, כפי שאפרט להלן, בין המומחים הכלכליים, ישנה לפחות מחלוקת משמעותית אחת
18 שהיא בבסיסה מחלוקת משפטית. אם תתקבל עמדת המבקש במחלוקת זו, יהיה בכך כדי
19 להביא למסקנה לפיה המבקש עמד בנטל שהוחזר אליו, והוכיח כי יש מקום לקבל את
20 בקשת האישור כדי לדון בתביעה לגופה. המחלוקת בה מדובר היא המחלוקת ביחס
21 למשקלה של הסחירות הנמוכה של המניה בקביעת שווייה ההוגן.
22
23 טענות הצדדים ביחס למחלוקת זו יידונו בפירוט להלן.

ניכיון בגין העדר סחירות

- 24 65. פרבר בחוות-דעתו ציין כי הוא ביצע ניכיון במחיר המניות בשל נזילות וסחירות, ובשל
25 מרכיב זה הוא הפחית 15-20% משוויין של המשיבות (ר' חוות-דעתו בענין מתמ, עמ' 35-37,
26 40, 49 ופרוטוקול הדיון בעמ' 130 שורות 17-20). פרבר אישר בחקירתו הנגדית בבית-
27 המשפט כי הפחתת השווי לאור קביעתו ביחס לסחירות הנמוכה היא בשיעור של 84 מיליון
28
29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 שה משוויין של המשיבות. כלומר, לשאלה האם יש מקום להפחתת שווי המניות בגין
2 הסחירות הנמוכה יש משקל משמעותי, בסכום של עשרות מיליוני שקלים, על שאלת השווי
3 ההוגן של החברות.
4
5 .66 המבקש טען כי לא היה מקום להפחתת השווי בגין הסחירות הנמוכה. לגישתו, בתביעה כזו,
6 אין מקום לבחון את שווי המניות בעסקאות בבורסה ממוכר לרצון לקונה מרצון. מדובר
7 בתביעה לקביעת לסעד הערכה ולקביעת "שווי הוגן", בה מניות הניצעים נרכשו באופן חד-
8 פעמי על ידי המשיבות בכפייה. חישוב שוויין ההוגן של המניות בנסיבות אלה אינו יכול
9 להביא בחשבון את שיקולי הנזילות והסחירות.
10
11 המבקש טוען כי בביצוע הניכיון, נתן פרבר למעשה שווי רב יותר למניות השליטה בחברה –
12 ובכך העניק להן פרמיית שליטה. אולם, הערכת שווי חברה בהתאם להלכה הפסוקה צריך
13 להיעשות ללא חשיבות להיותן של המניות מניות רוב או מיעוט. המבקש טען כי בפס"ד
14 **קיטאל**, לא צוין כי יש לנכות משוויין של המניות בגין סחירות נמוכה (אף שמניותיהן של
15 חלק מהחברות נושא פס"ד **קיטאל** היו כאלה שהסחירות בהן לא היתה גבוהה).
16
17 המבקש הוסיף כי בעלי-השליטה במשיבות לא עשו דבר כדי להגדיל את סחירות המניות,
18 והם לא טענו אחרת. עוד נטען כי מלניק ביצע הלכה למעשה הפחתה הכרוכה בסחירות
19 הנמוכה של המניות, כאשר הוסיף 2-3% להון העצמי של החברה (ר' עדותו של מלניק
20 בפרוטוקול בעמ' 95-98 ועמוד 100).
21
22 .67 מנגד, טענו המשיבות כי מניה שסחירותה נמוכה היא נכס הנושא עמו "גיבנת". כאשר נבחן
23 השווי ההוגן של המניה, הגיבנת הזו מביאה להפחתת המחיר. עוד נטען כי זוהי העמדה
24 העולה מפסיקת בית-המשפט העליון בענין **עצמון** ובענין **קיטאל**, שם קבע כב' השופט דנציגר
25 כי השווי ההוגן של המניות צריך להיקבע על ידי הערך הפנימי של החברה, כאשר אחד
26 מרכיביו של ערך זה – לגישת המשיבות – הוא רמת הסחירות של מניות החברה בשוק
27 החופשי. עמדה דומה עולה – כך נטען – מחוות-הדעת של השופטים גובראן וריבלין (שהיה
28 בדעת מיעוט).
29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 המשיבות טענו כי ירידה בסחירות מניה פוגעת בשוויה, וכי לכן יש מקום להביא ענין זה
2 בחשבון במסגרת הערכת שוויה של המניה. עוד נטען כי מלניק עצמו הפחית במסגרת הערכת
3 שווי אחרת אותה הוא ערך 24% מהשווי הנטען של החברה עקב אי-סחירות.
4
- 5 להפחתת שווי המניות בגין הסחירות הנמוכה שלהן כפי שזו בוצעה על ידי פרבר, יש אם כן .68
6 ולאור האמור לעיל, משמעות רבה ביחס להפרש בין הערכות השווי בין חוות-הדעת השונות.
7 אם תידחה עמדתו של פרבר בהקשר זה, תשתנה מסקנתו ביחס לשווי ההוגן של המשיבות
8 בשיעור של עשרות מיליוני שקלים, דבר שישפיע כמובן על סיכוייה של בקשת האישור
9 להתקבל באופן משמעותי, ודי יהיה בו כדי להביא לקבלתה.
10
- 11 דיון
12 האם על מעריך שווי המעריך את השאלה מהו השווי ההוגן של המניה, להביא בחשבון את .69
13 הסחירות הנמוכה של מניות החברה?
14
- 15 ראשית יובהר כי אין למעשה מחלוקת בין הצדדים כי העובדה שהסחירות של מניה בחברה
16 מסוימת היא נמוכה, משפיעה על שוויה הבורסאי, כלומר משפיעה על מחירה של המניה
17 בעסקה ממוכר מרצון לקונה מרצון בבורסה. עמדתו של המבקש איננה נובעת מכך שהוא
18 כופר בהנחה זו, אלא שלשיטתו, בקביעת השווי ההוגן של המניה במסגרת הליך של סעד
19 הערכה בו נמכרות מניות הניצעים בכפייה, אין מקום להביא ענין זה בחשבון, אלא יש
20 להעריך את שווי החברה ללא שיובאו בחשבון שיקולי נזילות וסחירות.
21
- 22 השאלה היא אם-כן האם במסגרת תביעה לסעד הערכה, על בית-המשפט להפחית ממחיר
23 המניות שנרכשו במסגרת הצעת הרכש, משום שמדובר בחברה שסחירות המניות בה היא
24 נמוכה, ומשום שהירידה בסחירות פוגעת בשווי המניות.
25
- 26 לאחר שנקבע שווי חברה לפי שיטת ה-DCF (או לפי שיטה אחרת), יכול בית המשפט .70
27 להקטין (או להגדיל) שוויין של מניות מסוימות, לאור מספר שיקולים, וביניהם הפחתה בגין
28 היותן של המניות מניות מיעוט, והפחתה בשל סחירות נמוכה או העדר סחירות.
29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 בית-המשפט בענין קיטאל קבע כי ההיסטוריה של סעד ההערכה בארצות-הברית ובמיוחד
2 התפתחותו שם בעשורים האחרונים, מאפשרת לבית-המשפט בישראל ללמוד מהניסיון
3 האמריקאי הרב בנושא זה.
4
5 כפי שצוין בענין קיטאל, בארצות-הברית המדיניות היא לא להפחית משוויין של מניות
6 מיעוט. כך קבע כב' השופט דנציגר באותו ענין כי:
7 **"מבלי לקבוע מסמרות, אציין כי נראה שהעמדה המקובלת בקרב המלומדים**
8 **האמריקאים הינה שכלל אין לבצע ניכיון בגין מניות המיעוט. נטען כי הערכת**
9 **שווי החברה על-פי שוויה הפנימי וכ'עסק חי' מחייבת הערכה כישות אחת, תוך**
10 **קביעת שווי מניותיה כנגזרת של שווי החברה באופן יחסי למספר המניות, ללא**
11 **חשיבות להיותן מניות רוב או מיעוט".**
12
13 ואכן, גם בבית-המשפט במדינת דלאוור נקבע כי המגמה בהערכת שווי צריכה להיות הערכת
14 שוויה של החברה עצמה כעסק חי. חלקו היחסי של בעל-המניות אינו רלוונטי, אלא רק
15 לצורך קביעת חלקו בערך הכולל של החברה. המטרה של הקביעה הזאת היא למנוע רווח
16 לא הוגן לבעלי-מניות הרוב הרוכשים את חלקם של בעלי המיעוט, תוצאה שלגישת בית
17 המשפט איננה רצויה (ר' Cavalier Oil Company v. Harnett, 564A 2d 1137, 1145 (Del 1989)).
18 (1989) (שאושר ב) 564A 2d 1137 (Del 1989) פסק-דין זה יכונה להלן פס"ד Cavalier).
19
20 71. איך משליכה קביעה זו על שאלת הערכת חסר של מניות שסחירות? מתן
21 אפשרות להפחית את שווי המניות במקרה שהסחירות שלהן בבורסה היא נמוכה, עלול
22 להביא בפועל באופן עקיף להערכה שונה של מניות רוב ומיעוט.
23
24 לאור המגמה של לימוד מניסיונו של המשפט האמריקאי, התייחס בית-המשפט בפרשת
25 קיטאל לעמדת המשפט האמריקאי גם בנושא הפחתת שווי מניות בגין אי-סחירות המניה.
26 הוא ציין כי המשפט האמריקאי מנסה לאחרונה -
27 **"לפשט את הפרוצדורה הנוקשה שנקבעה בחקיקה האמריקאית ולהרחיב**
28 **את קשת המקרים בהם יוכל בעל מניות המיעוט ש'נרכש החוצה' לתבוע**
29 **סעד הערכה. כפועל יוצא, סבורים חלק מהכותבים שיש לצמצם את חריג**



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 השוק או לבטלו לחלוטין במקרים של 'רכישה החוצה' של בעלי מניות
2 המיעוט על ידי בעל השליטה בחברה ציבורית... עוד מוצע על-ידי חלק
3 מהכותבים לקבוע שבמקרים של 'רכישה החוצה' לא יתבצע ניכיון
4 בגין אי-סחירות המניה או היותה מנית מיעוט [ראו Wertheimer
5 ו-Thompson שם]" (ר' פיסקה 53 לפסק-הדין, ההדגשה היא שלי,
6 ר.ר.).

7
8 המגמה הזו נובעת – כך מבהיר בית-המשפט העליון, משום שהפסיקה בארה"ב הכירה בכך
9 ש"לא ניתן להמשיך ולומר שתכליתו הבלעדית או העיקרית של סעד ההערכה הינה תכלית
10 'הנזילות', כאשר מרבית התביעות לסעד הערכה מתעוררות על רקע עסקאות שכופה בעל
11 השליטה על בעלי-מניות המיעוט ואשר מטרתן 'לרכוש אותם החוצה'. מרבית המלומדים
12 ציינו כי עסקה במסגרתה 'נרכשים החוצה' בעלי-מניות המיעוט בחברה ציבורית בניגוד
13 לרצונם אינה דומה לעסקה במסגרתה מבקשים בעלי מניות המיעוט להתנתק מרצונם
14 מהחברה עקב שינוי מהותי בפעילותה".

15
16 72. ואכן, בפסקי-דין של בית-המשפט של דלאוור, נקבע לא אחת כי אין מקום לנכות משוויין
17 של מניות בחברה במסגרת סעד הערכה בגין הסחירות הנמוכה של המניות – מטעמים
18 דומים לאלה שלאורם לא הותר ניכוי בגין היותן של המניות – מניות מיעוט, ולאור אותה
19 הנחת יסוד לפיה יש לקבוע את שווי החברה כולה, ללא התחשבות במניות המסוימות
20 המוחזקות על-ידי בעל-מניות כזה או אחר.

21
22 בפסק-הדין של בית-המשפט בדאלוור בענין Cavalier שנוזכר לעיל, נקבע בהקשר זה כי
23 הפחתה כזו משווי מניות המיעוט, פוגעת בהנחה שיש להעריך את שווי החברה כעסק חי:

24 "The application of a discount to a minority shareholder is
25 contrary to the requirement that the company be viewed as a
26 'going concern'".

27



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 עוד נקבע בענין Cavalier הנ"ל כי ניכיון בגין העדר סחירות או סחירות נמוכה, מניח
2 בטעות כי השווי המוערך הוא של המניות הספציפיות המוחזקות על ידי בעל מניות ספציפי,
3 בעוד שלמעשה מה שמוערך הוא שוויה של החברה בכללותה:

4 **"The notion of a non-marketability discount, like a minority**
5 **discount, rests upon the invalid premise that what is being**
6 **valued are specific shares in the hands of a particular**
7 **dissenting stockholder."**

8
9 .73 בית-המשפט בדלאוור מבחין הערכת שוויין של מניות המוחזקות על ידי החברה עצמה (והן
10 מהוות חלק מנכסי החברה אותן יש להעריך), שאז לסחירות הנמוכה של המניות יש משקל
11 בהערכת השווי; לבין הערכת שוויין של מניות המיעוט שנרכשו בהצעת הרכש. אז כאמור
12 ההערכה אינה לשווי המניות הספציפיות, אלא הערכה של שווי החברה כעסק חי, כששווי
13 מניות המיעוט נגזר משווי זה, בהתאם לחלקו היחסי של המיעוט בחברה.

14
15 **Hadas v. Spectrum Tech. Inc.**, C.A. No 11 11265 (Del -ב-
16 **Robbins & Co. v. A. C. Israel Enters., Inc.**, C.A. No. -ב- Ch. Dec. 7, 1992)
17 lack of מ-7919 (Del. Ch. Oct. 2, 1985) שם נקבע כי אין מקום להפחתה נוספת כתוצאה מ-
18 marketability at the stockholder level. ר' גם **747 Paskill Corp. v. Alcoma Corp.**
19 A.2d 549, 557 (Del. 2000)

20
21 .74 עמדת בתי המשפט בדלאוור מפורטת במאמר The Short and Puzzling Life of the
22 Implicit Minority Discount in Delaware Appraisal Law (156 University of
23 Pennsylvania Law Rev. (Nov. 2007), 1) .כותב המאמר מציין כי אין מקום להפחתת
24 השווי הנובעת מסחירות נמוכה של המניות, וכי זהו המצב המשפטי הנוהג במדינת דלאוור -

25 **"In calculating the appraisal reward, the value awarded to**
26 **petitioning shareholders is not reduced to reflect the**
27 **illiquidity of the shares they held. Instead, they receive their**



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 **pro rata value of the company, which correctly prices their**
2 **shares".**

3
4 המאמר מתייחס להעדר סחירות, אבל מובן כי אם אין מקום להפחתת שווי כאשר המניות
5 כלל אינן סחירות, אין גם מקום להפחתה כזו כאשר המניות הן סחירות, אבל סחירותן
6 נמוכה. אין כל סיבה להבחין בין שני המקרים.

7
8 טענה אפשרית שהיתה יכולה לתמוך בעמדת המשיבות דווקא, היא הטענה לפיה בעלי-
9 מניות המיעוט שילמו מחיר מופחת עבור מניותיהם מלכתחילה כשהם רכשו את מניותיהם,
10 אם אכן מדובר בחברה שמידת הסחירות במניותיה היתה נמוכה. לכן, בעלי-מניות המיעוט
11 יזכו ברווח לא הוגן, אם השווי של מניותיהם יתומחר בהתעלם ממידת הסחירות הנמוכה
12 של המניות.

13
14 אולם, אינני סבורה כי יש לקבל טענה כזו. ראשית, לא תמיד ברור מה היתה מידת
15 הסחירות של המניות במועד בו רכש כל אחד מבעלי מניות המיעוט את מניותיו, ובאילו
16 מידה השפיע ענין זה על מחיר המניות.

17
18 מעבר לכך, אם מבוצעת הפחתת שווי בגין סחירות נמוכה, השווי המצטבר של מניות
19 המיעוט אינו זהה לחלקן היחסי של המניות הללו בשווי החברה כאשר שווי זה מחושב
20 בהתאם לשיטת ה-DCF. במילים אחרות אם כל בעלי-המניות שסחירות מניותיהם היא
21 נמוכה יקבלו את שוויין של מניותיהם בניכוי הפחתה בגין הסחירות, התשלום שהרוב ישלם
22 עבור רכישת חלקו של המיעוט יהיה נמוך יותר מחלקם היחסי של בעלי-המניות הללו
23 בחברה – כלומר הרוב יוכל לרכוש חלק מהחברה בפחות משווי של חלק זה. מסקנה זו עולה
24 גם מאופן החישוב בהתאם לחוות-דעתו של המומחה פרבר, אשר "ניכח" מהשווי בו הוא
25 העריך את החברות המשיבות בהתאם לשיטת החישוב בה הוא נקט, ניכיון המשקף את
26 העובדה כי המניות אינן סחירות.

27
28 במצב כזה, מי שזוכה בהפרש השווי בגין אי הסחירות הוא בעל השליטה (הרוכש את מניות
29 המיעוט במחיר נמוך יותר מאשר המחיר המשקף את חלקן היחסי של מניות אלה בחברה).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 לכן, אם הכלל יאפשר לבעלי-השליטה לרכוש את חלקם של בעלי-מניות המיעוט במחיר
2 נמוך יותר מאשר המחיר המשקף את חלקם היחסי בחברה, פירוש הדבר הוא כי בעלי-
3 השליטה יפיקו תמיד רווח גבוה מרכישת המיעוט באותן חברות בהן סחירות של המניות
4 היא נמוכה. רווח ודאי כזה משקף למעשה פרמיית שליטה של בעלי השליטה, שבעלי מניות
5 המיעוט אינם נהנים ממנה.

6
7 כאמור, בית-המשפט העליון בפסק-דין קיטאל לא קבע מסמרות ביחס לשאלת הפחתת .77
8 השווי למניות המיעוט. יחד עם זאת, כבי' השופט דנציגר הפנה לגישה האמריקאית, לפיה
9 במסגרת בחינת המחיר ההוגן למניות בהצעת רכש, אין מקום לתת משקל שונה למניות רוב
10 ולמניות מיעוט, אלא לקחת בחשבון את שווי החברה כעסק חי, ואת החלק היחסי של
11 המניות שנרכשו משווי זה.

12
13 מעבר לדברים שהובאו לעיל, ציין כבי' השופט דנציגר בהקשר זה גם כי:
14 **"נראה שהעמדה המרכזית בקרב המלומדים בארצות-הברית ובפסיקת**
15 **בתי המשפט בדלוור הינה כי אין לבצע ניכיון בגין מניות מיעוט במסגרת**
16 **סעד הערכה (סעיף 84 לחוות-דעתי). כאמור, סוגיה זו אינה מתעוררת**
17 **בתיקים שלפנינו, ולכן איני סבור שיש להכריע בה בשלב זה. למען**
18 **שלמות התמונה, אעיר כי לאחרונה התעוררה סוגיה זו בפסק דינו של**
19 **בית-המשפט הכלכלי בתל-אביב-יפו (השופטת ד' קרת-מאיר) בת"צ**
20 **11-01-26809 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (15.5.2011), במסגרת**
21 **תביעה להסרת קיפוח על פי סעיף 191 לחוק החברות, ונקבע כי התמורה**
22 **שהתקבלה בחברה בעקבות מכירת מניותיה לצד שלישי תתחלק באופן**
23 **שווה בין כל בעלי מניותיה, ללא חשיבות לזהותם כבעלי שליטה או בעלי**
24 **מניות מיעוט. סבורני כי פסק דינו של בית-המשפט המחוזי עולה בקנה**
25 **אחד עם הערכת שווי החברה כ'עסק חי' ומנוגד, על פניו, לגישתו של**
26 **חברי המשנה לנשיא".**

27
28 כאמור, קבלת עמדתן של המשיבות מנוגדת לרתיעה מפני הוספת פרמיית שליטה לערכן של
29 מניות הרוב, וזהו נימוק נוסף לדחייתה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1
2 יש לציין כי עמדתם של שופטי המיעוט בפסק-דין **קיטאל** (כב' השופטים ריבלין וארבל),
3 היתה כי לצורך חישוב השווי ההוגן, יש לתת משקל לשווי השוק הממוצע של המניה. שווי
4 זה מושפע ללא ספק מסחירותה הנמוכה של המניה. אולם, שופטי הרוב בפרשת **קיטאל** לא
5 קיבלו את העמדה הזאת. אם כן, הדרך בה יש להעריך את השווי ההוגן של המניות אינו
6 באמצעות בחינת מחירן בבורסה אלא באמצעות בחינת שווי החברה לפי שיטת ה-DCF.
7 הדעת נותנת כי הערכה כזו לא תיתן משקל יתר לעובדת היות המניות – בעלות סחירות
8 נמוכה בבורסה.
9
10 זאת ועוד. בעלי-מניות השליטה בחברה יכולים לא אחת לשלוט במידת הסחירות של
11 המניות בחברה. מובן כי מבחינת בעלי-מניות המיעוט, פגיעה בסחירות עלולה לפגוע
12 ביכולתם לממש את השקעתם, וכתוצאה מכך – בערך המניות שלהם. באשר לבעלי-מניות
13 השליטה – מערך האינטרסים שלהם הוא שונה. כך, בעלי-מניות שליטה אינם מבקשים
14 ככלל לסחור במניותיהם בבורסה, שכן הם מבקשים לשמור על שליטתם בחברה. המסחר
15 שמקיימים בעלי השליטה במניות בבורסה הוא בדרך-כלל בכמויות קטנות, ואם בעל-
16 השליטה מבקש למכור את השליטה, הוא עושה זאת בדרך כלל באמצעות עסקה מחוץ
17 לבורסה (ר' החלטתי בת.צ. 11-10-7477 **גולדשטיין נ' פינרוס**, 18.3.2013).
18
19 אם תתקבל עמדת המשיבות בשאלה שבנדון, עשוי להיות לבעלי-מניות השליטה אינטרס
20 לצמצם את מידת הסחירות של המניות באופן אקטיבי. כאמור, בעלי-השליטה לא ייפגעו
21 מכך, והם אף יוכלו להפיק מצמצום הסחירות תועלת - אם יש להם ענין להציע הצעת רכש
22 לציבור. אם ייקבע כי הסחירות הנמוכה של המניות תביא להפחתת שווי מניותיהם של
23 בעלי-מניות המיעוט, יהיה אם כן לבעלי-השליטה תמריץ משמעותי לפגוע בסחירות המניות,
24 באופן שיפגע בבעלי מניות המיעוט פעמיים – הן ביכולתם לסחור במניותיהם בבורסה כל
25 עוד לא הוצעה הצעת רכש, והן במחיר שהם יהיו עשויים לקבל תמורת מניותיהם במסגרת
26 הצעת רכש.
27
28 מאחר שיצירת תמריץ כזה אינה רצויה בעיני, אני סבורה כי יש להעדיף את עמדתו של
29 המבקש על פני עמדת המשיבות.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
80. סיכומה של נקודה זאת – בהערכת שוויין של מניות שנרכשו במסגרת הצעת רכש, לצורך הקביעה האם השווי שהוצע בהצעת הרכש היה שווי הוגן, על מעריך השווי להביא בחשבון את שווייה של החברה כעסק חי, ולא לבצע הפחתות בגין סחירות נמוכה או העדר סחירות של המניות.
81. המומחה מטעם המשיבות מר פרבר ביצע הפחתה בשיעור של 15-20%, שמשמעותה הכספית שלה היא בשווי של כ-84 מיליון ₪. לטעמי, די בעובדה זו כדי להביא למסקנה כי המבקש עמד בנטל שהוטל עליו נכון לשלב זה של הדיון להוכיח כי יש סיכוי סביר לטענתו כי שווי המניות בהתאם להצעת הרכש לא היה הוגן. לכן, יש לקבל את בקשתו לאישור התביעה כתביעה נגזרת.
- הטענות ביחס למנגנון קביעת שכר טרחתו של המומחה מטעם המבקש**
82. לטענת המשיבות, המבקש לא הרים את הנטל שהוטל עליו, ולא הוכיח את עמדתו – שנסמכה על חוות-דעתו של המומחה הכלכלי מטעמו, מלניק, שכן לחוות-דעת זו אין כל ערך ראייתי. הטעם לכך הוא משום ששכרו של מלניק היה שכר תלוי תוצאה.
- המשיבות טענו כי ההלכה הפסוקה קבעה כי מומחה כזה הוא בעל ענין בתוצאת המשפט. הן הפנו להחלטה בענין **שקולניק**, וכן לקביעות בערעור על החלטה זו בפס"ד **קיטאל**. לגישתן, כל השופטים שדנו בערעור בענין **קיטאל**, התייחסו להשלכות הקשות שיש לשכר-טרחה מותנה על האפשרות שבית-המשפט יסתמך על חוות-דעתו של מומחה שכך נקבע שכרו. לטענתן, כל השופטים קבעו כי לא ניתן לייחס משקל לחוות-דעת מומחה ששכרו תלוי בתוצאה.
83. במקרה דנן, כך נטען, הוכח ששכרו של מלניק היה מותנה בחלקו בתוצאה, למרות שמלניק ציין בחוות-דעתו כי אין לו ענין אישי ולא קיימת תלות או זיקה כהגדרתם בחוק. ב"כ המבקש הודיע – באיחור – ולפי דרישת המשיבות, כי שכרו של מלניק עמד על 21,000 ₪ + מע"מ בתוספת סכום השווה ל-3% מגמול ושכר-טרחה בתיק מתמ ו-7% בתיק מאגרי בנייה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשיה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1
2 המשיבות טענו כי מדובר בניסיון התחמקות של המומחה, הן לאור פרק הזמן הממושך
3 שחלף עד שתשובתו ניתנה, והן משום שהיא ניתנה על-ידי בא-כוחו של המבקש ולא על-ידי
4 מלניק עצמו. מעבר לכך, מסמכי שכר-הטרחה לא צורפו, ומלניק התנגד לבקשת המשיבות
5 להגישם. המשיבות טענו כי ברור מהתנהלותו של מלניק כי מסמכי שכר-הטרחה הם
6 חשובים כדי לוודא שהנתונים שנמסרו בהודעה לגבי שכר-טרחתו הם מדויקים ואותנטיים,
7 ושאינן בהם ניסיון להסתיר ולערפל את התמונה המדויקת בהקשר זה. אי הגשת ההסכמים
8 גורע מעמדת המבקש, ויש להניח כי לו היה ההסכם תואם את עמדתו, הוא היה מוגש.
9
10 לגישת המשיבות, הסכום הקבוע שקבל מלניק עבור הכנת חמישה מסמכי חוות-דעת, היה
11 נמוך כל-כך שבהכרח לא יכול היה להיות העיקר על-פי ציפייתו. העיקר אמור היה להגיע
12 מאחוזים מהתוצאה.
13
14 84. המבקש טען מנגד, כי יש לדחות את טענות המשיבות ביחס לשכר-טרחתו של מלניק.
15 לטענתו, שכר הטרחה של מלניק היה שכר משולב, והורכב ברובו מסכום קבוע ששולם לו,
16 וחלקו הקטן הוא באחוזים. לשיטת המבקש, אין משמעות לשאלה האם שכר-טרחתו של
17 מלניק היה מותנה אם לאו. אם תתקבל ההנחה שהתניית שכר-הטרחה בתוצאות תפגום
18 בחוות-הדעת, המשמעות תהיה הכבדה על מגישי התביעות הייצוגיות, שאין להם בדרך כלל
19 משאבים כלכליים כמו למשיבים, באופן שימנע ממבקשים את האפשרות להגיש "תביעות
20 טובות". אם המגמה היא לעודד את ה"אכיפה האזרחית", הרי שאין לשלול התניית שכר-
21 טרחתם של מומחים מטעם המבקשים.
22
23 עוד נטען, כי גם המומחה מטעם המשיבים, פרבר, קבל סכום גבוה מאוד של 170,000 ₪ +
24 מע"מ עבור חוות-דעתו, וגם סכום נכבד זה מעורר חשש של הטיית תוצאות חוות-הדעת על-
25 ידי המומחה הזה, כדי לרצות את שולחיו.
26
27 85. עוד ציין המבקש כי אין פגם בחוות-דעתו של מלניק. חוות-דעתו של מלניק נערכה כנדרש
28 מבחינה מקצועית. דווקא חוות-דעתו של פרבר סובלת מפגמים קשים ומשגיאות
29 מתודולוגיות מהותיות ביותר. מלניק הניח בחוות-הדעת הנחות שמרניות, באופן שהפחית



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

1 דווקא משווי המשיבות ולא להיפך. לא ניתן להסיק מסקנות מפס"ד קיטאל, שם מלוא
2 שכרו של המומחה מטעם המבקש היה מותנה בתוצאה. מעבר לכך, מדובר במקרה דנן
3 בחברות נדל"ן שעיקר נכסיהן הם נכסי מקרקעין, ולכן הדומיננטיות של הערכות שמאי
4 המקרקעין היא רבה יותר מזו של הכלכלנים.

דיון

7 השאלה נושא פרק זה מתייחסת למשקל שיש לייחס לחוות-דעתו של המומחה הכלכלי
8 מטעם המבקש. אני סבורה כי הסכמת המבקש עם המומחה מלניק ביחס לשכר טרחתו היא
9 בעייתית, ופוגעת במשקלה של חוות-הדעת ובמשקלן של מסקנותיו של המומחה בה. יחד עם
10 זאת, חרף הפגם בחוות-הדעת, אינני סבורה כי יש לקבוע כי לחוות-הדעת אין כל משקל.

12 כב' השופט דנציגר בפס"ד קיטאל קבע כי:

13 "מנגנון שכר הטרחה שסוכם בין המבקש לבין המומחה מטעמו (רו"ח
14 סופר), בו נגזר שכר הטרחה מסוכם הזכייה בתביעה, מעורר קושי של
15 ממש. מנגנון זה הופך את המומחה במידה מסוימת לבעל אינטרס
16 בתביעה ומעורר חשש מובנה להטיה של חוות-הדעת (ולמען הסר ספק
17 ייאמר כי הדברים נאמרים מבלי להטיל כל דופי ביושרו של המומחה).
18 לפיכך, מדובר בחוות-דעת שמשקלה הראייתי נמוך. יוער כי הסבריו של
19 המבקש בנקודה זו במסגרת השלמת הטיעון לפנינו לא שכנעו אותי
20 אחרת".

21
22 כלומר, לגישתו של כב' השופט דנציגר, בנסיבות חוות-הדעת בענין קיטאל (בערעור על
23 ההחלטה בענין קניאל), לא נקבע כי חוות-הדעת נעדרת כל משקל, אלא כי משקלה הראייתי
24 הוא נמוך. מסקנה דומה עולה מחוות-דעתו של שופט המיעוט, כב' השופט ריבלין (שקבע כי
25 נסיבות ההסכמה על שכר הטרחה משפיעות על משקלה של חוות-הדעת), ומעמדתו של כב'
26 השופט מלצר – שאף הוא לא פסל את חוות-הדעת מיניה וביה, אלא ציין כי למומחה היה
27 אינטרס תוצאתי.
28



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 כעולה מהמסמך נ/8 (ההודעה בדבר שכר-טרחתו של מלניק), הסכם שכר-טרחת המומחה
2 מלניק הוא שונה מההסכם עם המומחה רו"ח סופר – מי שהיה המומחה נושא פסה"ד
3 בערעורקיטאל. נסיבותיו של ההסכם חמורות פחות מאלה מאשר אלה שהוכחו ביחס
4 למומחה סופר. המומחה סופר, שהיה המומחה בענין קניאל, היה אמור לקבל רק שכר-
5 טרחה מותנה, בשיעור של 20% מסכום הפיצוי הסופי שייפסק לתובע הייצוגי. לעומת זאת,
6 כפי שעולה מתשובת ב"כ המבקש בהקשר זה, שכר טרחתו של מלניק כלל רכיב קבוע
7 (21,000 ₪ + מע"מ) ותוספת קטנה הרבה יותר – 3% ו-7% מהגמול ושכר הטרחה.
8
9 אכן, הסכם שכר-הטרחה של מלניק לא הוצג לבית-המשפט ולמשיבות, חרף בקשתן של
10 המשיבות כי ההסכם יוצג להן. בפני בית-המשפט ישנה רק הודעה מטעם ב"כ המבקש (נ/8)
11 בה צוינו רכיבי השכר. לעובדה זו יש משמעות ראייתית שצריכה לפעול לחובת המבקש,
12 לאור ההנחה כי לו היה ההסכם מועיל למבקש – הוא היה מציגו. יחד עם זאת, חומר
13 הראיות בכללותו אינו מעיד על כך כי הסכם שכר-טרחתו של מלניק כלל – כמו הסכם שכר
14 הטרחה בענין קניאל רכיב מותנה בלבד, אלא כי היה בו גם רכיב קבוע.
15
16 מעבר לאמור לעיל, יש להביא בחשבון את העובדה כי חשש להטיה קיים לא רק ביחס
17 לחוות-דעתו של המומחה מטעם המבקש, אלא גם ביחס לחוות-הדעת של המומחה מטעם
18 המשיבות.
19
20 כפי שצוין לעיל, נהוג לומר ביחס להערכות שווי של חברות כי "מספר ההערכות כמספר
21 המומחים". מאחר שהערכות שווי אינן מדע מדויק, מאחר שחישוב השווי מבוסס על
22 השערות רבות והפעלה רחבה של שיקול-דעת על-ידי המומחה, ישנו מרחב רחב מאוד של
23 תוצאות אפשריות להערכת שווי. אין להתעלם מכך שמומחה "מטעם" אחד הצדדים –
24 בניגוד למומחה הממונה על-ידי בית-המשפט, עשוי לכוון את תוצאת חוות-הדעת שלו, בתוך
25 מרחב האפשרויות, לאפשרות שתעלה בקנה אחד עם עמדתו של מזמין חוות-הדעת.
26
27 אכן, שכר-טרחתו של המומחה מטעם המשיבות לא היה מותנה בתוצאה. אולם, אין לשלול
28 את האפשרות כי המומחה פרבר, שקבל שכר גבוה, כיוון את תוצאת חוות-הדעתו לתוצאה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 שתיטיב עם המשיבות – כאשר מובן שהדברים נאמרים ללא כל כוונה להטיל דופי ביושרו
2 או במקצועיותו.
3
4 יחד עם זאת, אין ספק כי למלניק היה אינטרס כי קבוצת התובעים תזכה בסכום פיצוי גבוה
5 יותר – דבר שהיה בו כדי להשליך על שכרו. מלניק עצמו הודה כי התשלום הקבוע שהוא
6 קבל היה בסכום נמוך יחסית (ר' עמ' 111 לפרוטוקול, שם מציין מלניק כי "**הבן אדם שילם**
7 **לי כל כך קצת, אז שיהיה לי**"). כלומר היתה חשיבות מבחינתו לכך שלשכר-הטרחה יתווסף
8 הרכיב המותנה. האינטרס האישי הזה של מלניק, פוגע במשקלה של חוות-דעתו. לכך יש
9 להוסיף את הקושי העולה מהעובדה שהסכם שכר-טרחתו של מלניק לא הוצג, דבר המותר
10 ערפל מסוים ביחס לתנאיו המדויקים.
11
12 90. המסקנה של כל האמור לעיל היא כי לאופן חישוב שכר-טרחתו של מלניק ולעובדה כי חלק
13 משכר-הטרחה היה מותנה תוצאה, יש השלכה הגורעת ממשקלה של חוות-דעתו. אולם,
14 אינני סבורה כי די בכך כדי לשלול את המסקנה אליה הגעתי לעיל. כפי שהובהר לעיל
15 בהחלטה זו, היא מבוססת על מסקנה ביחס להשלכת הסחירות הנמוכה על מחירן של מניות
16 המיעוט בחברות המשיבות. מסקנה זו היא מסקנה משפטית, ולמשקלן היחסי של חוות-
17 דעתם של המומחים הכלכליים אין השלכה עליה. לכן, גם אם לא יתקבלו יתר הנחותיו של
18 המומחה מלניק, וגם אם יוחלט להעדיף את מסקנותיו הכלכליות של המומחה פרבר באשר
19 ליתר המחלוקות בין המומחים, לא יהיה בכך כדי לשנות את המסקנה אליה הגעתי ביחס
20 לרכיב הסחירות. די ברכיב זה – שמשליך על שווי החברות באופן משמעותי, כדי להצדיק את
21 קבלת הבקשה.
22
23 מובן כי הדברים האמורים לגבי חוות-הדעת של מלניק אינם משליכים גם על חוות-הדעת
24 של המומחה מנדלסון, שמאי המקרקעין, שאף לחוות-דעתו יש השלכה משמעותית על
25 הערכת שווי החברה.
26
27 תום לבו של המבקש
28 91. המשיבות טענו כי המבקש הוא חסר תום-לב משום שהוא רכש מניות בחברות המשיבות
29 במטרה להגיש את התביעה. המבקש רכש את מניותיו במתמ ובמאגרי בניה ימים ספורים



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 לאחר הצעת הרכש השניה (שכפי שתואר לעיל נזנחה בסופו של דבר). לגישת המשיבות, הוא
2 עשה זאת כאשר "הכתובת היתה על הקיר", וכאשר המהלך של הצעת הרכש כבר "הותנע".
3 המשיבות הוסיפו כי המבקש הודה בכך שהוא היה מודע להצעת הרכש, והיה סבור כי
4 המחירים שהוצעו אינם הוגנים (והוא אף שוחח על כך עם המומחה מנדלסון); כי התנהלותו
5 בנוגע לעיתוי הרכישה היא תמוהה – שכן הוא רכש רק מספר מצומצם של מניות, והוא עשה
6 כן דווקא לאחר שמחיר המניות עלה כתוצאה מפרסום הצעת הרכש. לכן, לגישת המשיבות,
7 יש לקבוע כי המבקש זיהה את פוטנציאל התביעות, ורכש את המניות בשל כך, ולא לשם
8 השאת תשואה עתידית. זו התנהגות שמשמעה כי המבקש לא עמד בדרישת תום-הלב
9 הקבועה בסי' 8(א)(4) לחוק תובענות ייצוגיות.
- 10
- 11 92. המבקש טען מנגד, כי יש לדחות את טענות המשיבות. זאת משום שהוא רכש את מניותיו
12 לפני פרסום הצעות הרכש, והוא אף העיד כי עשה כן משום שבעל-השליטה במשיבות, מר
13 קדם, העביר את השליטה בחברות אל בניו, ולאור הסיכוי שהוא ראה לנגד עיניו למאבקי
14 שליטה, שיובילו להצפת ערך ולחלוקת דייוידנד.
- 15
- 16 93. אני סבורה כי אין לקבל את טענת המשיבות בהקשר זה. מאחר שהמבקש רכש את המניות
17 לפני הצעת הרכש נושא התובענה, אין לקבוע, רק לאור מועד הרכישה, כי הוא היה חסר
18 תום-לב. אין מקום לקבוע כי הוא רכש את המניות רק כדי להגיש את התביעה - שכן לא
19 היתה למבקש דרך לדעת, במועד בו הוא רכש את המניות, האם תוצע הצעת רכש נוספת,
20 מתן, ובעיקר - מה יהיה המחיר שיוצע בה, והאם הוא ישקף את המחיר ההוגן של המניות.
- 21
- 22 יוער בשולי הדברים כי לאור האמור לעיל בהחלטה זו, גם לו הייתי מקבלת את טענת
23 המשיבות ביחס לתום-לבו של המבקש, לא היה בכך כדי להביא לדחיית הבקשה, אלא
24 שהיה על בית המשפט להורות על החלפת המבקש בתובע ייצוגי אחר, מכוח הוראות סעיף
25 8(ג)(2) לחוק תובענות ייצוגיות.
- 26
- 27

סוף דבר



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 כאמור, בשלב זה של הדיון די בכך שבית המשפט קובע כי ישנה אפשרות סבירה כי טענות
2 המבקש יתקבלו במסגרת הדיון בשלב הבא. במסגרת ההחלטה שלעיל, נקבע כי המבקש
3 עמד בנטל הראשוני שהוטל עליו כאשר הוא הציג את חוו'ת-הדעת מטעמו.
4
5 הנטל עבר למשיבות, אשר הציגו אף הן חוו'ת דעת מטעמן. מעבר לכך, הציגו המשיבות גם
6 אינדיקציה משמעותית לשווי ההוגן נושא הצעת הרכש – הסכמתה של חברת הראל להצעה,
7 שהיא תולדה של משא ומתן ובדיקה של הראל. כפי שצוין, לו היו יתר המחלוקות בין
8 הצדדים מחלוקות לגיטימיות בעניינים שבמומחיות, יתכן שדי היה באינדיקציה הזו כדי
9 להביא למסקנה שהמבקש לא עמד בנטל, ולא הוכיח כי השווי שהוצע במסגרת הצעת הרכש
10 לא היה שווי הוגן.
11
12 אולם, הסכמת הראל אינה ראיה מכרעת, אלא היא מחזירה את הנטל לכתפי המבקש.
13 המבקש הרים את הנטל שהוטל עליו – נכון לשלב זה של הדיון, בהעלותו את הטענה
14 המתייחסת לאופן חישוב השווי על ידי המומחה מטעם המשיבות. כאמור, חישוב זה נערך
15 תוך הנחה שיש לנכות 15-20 אחוז משווי החברה בשל הסחירות הנמוכה של מניות החברה.
16 מאחר שהסכמת הראל אינה ראיה מכרעת, ניתן היה להביא ענין זה בחשבון, וכאמור – די
17 היה בו כדי לקבוע שיש לקבל את בקשת האישור.
18
19 96. בדיון בתביעה לגופה, יהיה מקום לבחון אם כן את טענות הצדדים לגופן לאור הנטלים
20 המוטלים עליהם במשפט האזרחי בהתאם למכלול הראיות, ובכלל זה חוו'ת-הדעת.
21 במסגרת הדיון בתביעה העיקרית, תיבחן בין היתר השאלה האם יש מקום למינוי מומחה
22 מטעם בית-המשפט (כפי שהוצע על ידי כב' השופט דנציגר בענין **קיטאל**), וזאת בין היתר
23 לאור שאלת משקלן היחסי של חוות-דעת המומחים השונים, הן הכלכליים והן השמאים,
24 ולאור יתר האינדיקציות שפורטו בהחלטה זו לעיל.
25
26 97. לכן, אני מאשרת את הבקשה להגשת תביעה ייצוגית.
27 בהתאם לסעיף 14 לחוק תובענות ייצוגיות אני קובעת כי:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ
ת"צ 27481-04-11 ספרא נ' מאגרי בניה בע"מ

תיק חיצוני:

- 1 • **הקבוצה בשמה תתנהל התובענה** היא קבוצת כל הניצעים בהצעות הרכש של שתי
- 2 המשיבות שאליהם הופנו ההצעות (קרי הן אלה שקבלו את ההצעות והן אלה שלא
- 3 קבלו אותן).
- 4 • **התובע המייצג** הוא מר מיכאל ספרא, **ובאי כוחו** הם עוה"ד רונן עדיני ואפי שאשא
- 5 מרחוב כינרת 5 (מגדל ב.ס.ר.) בני-ברק.
- 6 • **עילת התובענה** היא בטענה כי המחיר בו נרכשו המניות במסגרת הצעות הרכש
- 7 נושא הבקשה מחברי הקבוצה לא שיקף את השווי הוגן של המניות.
- 8 • **הסעד הנתבע** הוא פיצוי חברי הקבוצה בגין הפרש השווי בין מחיר הרכישה לבין
- 9 השווי ההוגן של המניות.

10
11 אני מחייבת את המשיבות לשאת בשכר-טרחת באי-כוח המבקש ובהוצאותיו בגין הגשת
12 הבקשה בסכום כולל של 75,000 ₪.

13
14 **התיק נקבע לישיבת קד"מ ביום 2.10.14 בשעה 10:30.**

15
16 ניתנה היום, י"א סיוון תשע"ד, 09 יוני 2014, בהעדר הצדדים.

17
18 

19 רות רונן, שופטת