



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 17259-11-15 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

לפני כבוד השופט מגן אלטוביה

המבקש:

עמית גולדווסר

ע"י ב"כ עוה"ד אודי כנעני, אור נוי והוד אלפסי

נגד

המשיבים:

1. ניסקו תעשיות (1992) בע"מ

2. ניסקו החזקות (1982) בע"מ

ע"י ב"כ עוה"ד גיורא ארדינסט, הדס בקל, יובל נעים ונדב יפית

פסק דין

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

לפני בקשה לאישור תביעה ייצוגית למתן סעד הערכה ופיצוי לפי הוראות סעיף 338 לחוק החברות, תשנ"ט – 1999 (להלן: "חוק החברות").

רקע

ביום 17.9.2015 פורסמה הצעת רכש מלאה, במסגרתה הציעה משיבה 2 (להלן: "המציעה" או "ניסקו החזקות") לרכוש את סך כל המניות המוחזקות על ידי הציבור – 794,661 מניות אשר היוו באותה עת כ – 10.8% מהונה המונפק והנפרע של משיבה 1 (להלן: "החברה" או "ניסקו תעשיות") וזאת במחיר של 23 ₪ למניה ובתמורה כוללת של כ – 18,277,203 ₪.

ביום 8.10.2015, היום האחרון למסירת הודעות קיבול, נענו להצעת הרכש ניצעים המחזיקים בכ – 7.18% מהון המניות המונפק והנפרע של ניסקו. לפיכך, ובהתאם לסעיף 337 (א) לחוק החברות, נערכה רכישה כפויה של מניות החברה שהוחזקו על ידי מיעוט קטן יחסית של ניצעים אשר נמנעו מלהיענות להצעת הרכש. במסגרת זו נרכשו מניות שהיוו כ – 3.61% מהון המניות של ניסקו.

המבקש החזיק 8,888 מניות החברה במועד פרסום הצעת הרכש, והיה בין הניצעים שלא נענו להצעת הרכש ונרכשו בכפיה על ידי המציעה. לטענתו, מחיר הצעת הרכש לא היה הוגן ומכאן תביעתו ובקשתו לאישור תביעה ייצוגית למתן סעד של הערכה ופיצוי לקבוצת הניצעים שלא נענתה להצעת הרכש ונרכשו בכפיה (להלן: "בקשת האישור").



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

להלן תמצית טענות המבקש:

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
30
31
32
33
34
35
36

א. לביסוס טענתו לפיה המחיר המוצע בהצעת הרכש לא היה הוגן, נסמך המבקש על חוות הדעת מטעם רוי"ח אוריאל וקסלר (להלן: "רוי"ח וקסלר") אשר העריך את שווי החברה על פי שיטת ה- DCF ב – 282.6 מיליון ₪ (38.4 ₪ למניה) המשקף שווי חברה העולה ב – 67% על שווי החברה על פי הצעת הרכש (169.1 מיליון ₪).

ב. הצעת הרכש שיקפה שווי נמוך מהונה העצמי של החברה שעמד על 176.5 מיליון ₪ במועד הצעת הרכש (17.9.2015).

ג. בעת פרסום הצעת הרכש הסתירה המשיבה את התכנון לחלק דיבידנד בסך כ 55 מיליון ₪ בסמוך לאחר ביצוע הצעת הרכש.

ד. קודם לפרסום הצעת הרכש, נדחתה הצעת רכש שפרסמה המציעה בסך 20 ₪ למניה ובכך יש כדי ללמד שהמציעה אשר לא ביצעה הערכת שווי קודם לפרסום הצעת הרכש, נקטה ב"שיטת מצליח" המעידה על חוסר הוגנות השווי.

ה. עובר לפרסום הצעת הרכש העריכה חברת הייעוץ הכלכלי אנטרופי (להלן: "אנטרופי") את שווי של מניות החברה בסך 31.4 ₪ למניה, מחיר הגבוה ב – 37% ממחיר הצעת הרכש.

להלן תמצית טענות המשיבות:

א. ביום 17.9.2015 הציעה המציעה לרכוש את כל מניותיה של החברה המוחזקות על-ידי הציבור. הצעת הרכש "נחלה הצלחה משמעותית" כאשר 7.18% מתוך 10.797% מהניצעים נענו להצעה בהם קופת הגמל של התעשייה האווירית (להלן: "קופת הגמל"), משקיע מוסדי ומתוכם אשר החזיק ב – 2.3% ממניות החברה.

ב. המחיר המוצע בהצעת הרכש התגבש תוך כדי משא ומתן עם קופת הגמל באמצעות פעיל בשוק ההון, לאחר שתשעה חודשים קודם לכן דחתה קופת הגמל הצעת רכש קודמת של המציעה אשר עמדה על 20 ₪ למניה ומכאן שקופת הגמל ייחסה משמעות של ממש למחיר ההצעה והסכמתה למכור את מניותיה במחיר ההצעה מהווה אינדיקציה מכרעת להוגנות הצעת הרכש.

ג. המחיר המוצע היה גבוה ב- 16% מהמחיר הממוצע ששולם עבור מניות החברה בשתי עסקאות מחוץ לבורסה בחודש דצמבר 2014, בכלל זה רכשה קבוצת הראל 3.5% מהון מניות החברה בשווי כולל של 5 מיליון ₪.





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 ד. המחיר המוצע היה גבוה ב 4.64% משער הבורסה של מניית החברה ערב פרסום הצעת הרכש (21.98 ש"ח), וגבוה ב - 4.36% ממחיר המניה הממוצע בששת החודשים שקדמו להצעת הרכש (22.04 ש"ח).
2 ועוד. מחיר השוק של מניית החברה היה במגמת עלייה בחודשים שקדמו להצעת הרכש ומשקיעים
3 מוסדיים לרבות משקיעים מוסדיים מהותיים מכרו את מניותיהם בבורסה כחלק מהמסחר התקין
4 במניית החברה. ועוד. לאחר פרסום הצעת הרכש נמכרו מניות החברה במחיר נמוך מהמחיר המוצע
5 בהצעת הרכש. מכאן שיש לראות במחיר השוק אינדיקציה להוגנות ההצעה.
6

7
8 ה. עסקאות שנעשו בשנים האחרונות בבורסה ומחוצה לה נעשו במחיר נמוך משווי ההון העצמי של
9 החברה (ביחס לכל מניה). כך בעסקה עם קבוצת הראל המחיר למניה עמד על 86% משווי ההון
10 העצמי של החברה. לעומת זאת, המחיר המוצע בהצעת הרכש עמד על 96% משווי ההון העצמי של
11 החברה.
12

13 ו. המשיבות צירפו חוות דעת מטעם רו"ח בני הוד אשר העריך את שווי החברה לפי שיטת ה - DCF ,
14 ונתמכה בהערכה לפי שיטות אחרות. לפי חוות הדעת של רו"ח הוד שווי החברה עמד על טווח שבין
15 157.6 מיליון ש"ח ל - 169.7 מיליון ש"ח.
16
17
18

דיון

19
20
21 1. סעיף 8 (א) (1) לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו - 2006, קובע כי בית המשפט יאשר בקשה לאישור
22 תביעה ייצוגית אם מצא שהתובענה מעוררת שאלות של עובדה ומשפט המשותפות לכל חברי
23 הקבוצה ויש אפשרות סבירה שהן יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה.
24

25 בענייננו, נסמך המבקש על הוראות סעיף 338 (א) לחוק החברות, הקובע:

26
27 **"בית משפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה**
28 **כאמור בסעיפים 336 (ג) ו - 337 (א) או (א1) לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה**
29 **פחות משווי ההון, וכי יש לשלם את השווי ההון, כפי שיקבע בית המשפט."**
30

31 בהתחשב בהוראות סעיף 338 שלעיל, נראה כי השאלות של עובדה ומשפט אותן מעורר המבקש
32 במסגרת הבקשה כאן במטרה לשכנע את בית המשפט כי מחיר ההצעה לא היה הוגן, משותפות
33 לכלל קבוצת הניצעים אשר התנגדו להצעת הרכש של המציעה ונרכשו בכפייה, ונותר לברר האם
34 יש אפשרות סבירה שבית המשפט יקבע שהתמורה ששולמה לניצעים בכפייה הייתה פחותה מהשווי
35 ההון של מניות החברה במועד פרסום הצעת הרכש.
36





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

2. בע"א 10406/06 דן עצמוון נ' בנק הפועלים בע"מ ומשכן – בנק הפועלים למשכנתאות בע"מ (פורסם בנבו) (להלן: "עניין עצמוון"), דן בית המשפט העליון בערעור על פסק דין לפיו נדחתה בקשה לאישור תביעה ייצוגית מכוח הוראות סעיף 338 לחוק החברות, וכך נקבע (פסקה 22 לפסק הדין של כבוד השופט י' דנציגר):

"במלאכת בחינת סיכויי התביעה אין להקל ראש וכבר נקבע כ"ראי לעבור פרוזדור זה בזהירות מרובה וליתן את הרשות רק במקרים המתאימים" זאת, "לבל תתבררנה תביעות סרק ייצוגיות שאינן ראויות להתברר ככאלה, על כל המורכבות והבעייתיות הכרוכות בהן"... לפיכך, אף אם בשלב ראשוני זה אין אנו נדרשים לקבוע את שווי המניות שנרכשו בהצעת הרכש, עדיין איננו פטורים מביורור השאלה כיצד יש להעריך ועל פי אלה אמות מידה ייקבע שוויין ההוגן. רק כך נוכל לדעת לאשורו האם יוכרעו השאלות העולות מהתביעה לטובתה של הקבוצה. השאלה המרכזית הנצבת בפנינו, היא אם כן, כיצד יעריך בית המשפט, בבואו להעניק סעד הערכה לבקשת מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה, את שווי ההוגן של התמורה ששולמה עבור המניות שנרכשו בהצעה".

בהתייחסו לתכליתה של ההוראה הקבועה בסעיף 338 לחוק החברות, קובע בית המשפט העליון בעניין עצמוון (שם, פסקה 30):

"ההסדר שבחוק בא להגשים מספר תכליות. עיקר מטרתו לסייע בעריכתן של עסקאות רכש יעילות, תוך הבטחת הגינות המסחר, השוויון בין בעלי המניות וזכויות בעלי מניות המיעוט.

...

לפיכך, שיקולי המדיניות שהנחו את המחוקק בעיצוב דיני הצעת הרכש היו בעיקרם השיקולים העומדים ביסוד הדינים המסדירים רכישת נכסים הנמצאים בידי בעלים יחיד, ובראשם הדרישה להסכמת הבעלים (ראו הצעת חוק החברות, בעמ' 107). זאת, מתוך ההשקפה, כי אילו יכלו בעלי המניות בחברה להפעיל שיקול דעת מסחרי וכן לנהל משא ומתן ישיר ואפקטיבי עם הרוכש, כמו שיכול לנהל בעלים יחיד, היו מקודמות רק עסקאות רכש יעילות...

...

אולם, על אף מגמת אי-ההתערבות, מקום בו השוק נכשל ותכלית החוק עלולה לצאת נפסדת, מתערב חוק החברות ומגן על בעלי המניות. כאשר מנייתיה של חברה אינן בידי בעלים יחיד, אלא מפוזרות בידי בעלי מניות רבים מן הציבור אשר אינם מתואמים ביניהם, עשוי בעל השליטה לנסות ולנצל את המצב על מנת להרוויח על חשבון בעלי מניות המיעוט באמצעות רכישת מנייתיהם במחיר פחות ממחירן האמיתי...

...

הסדרת סוגיית הצעות הרכש, באה אם כן, לקבוע את המערך הנורמטיבי אשר יבטיח כי אדישותם של בעלי מניות המיעוט לא תוביל לקבלתה של הצעת רכש המרעה





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 17259-11-15 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 עימם, וכן כי החלטתם למכור את מניותיהם לרוכש אם לאו תהיה בלתי מאולצת
2 וחופשית מלחצים ומכאן יעילה...".

3
4 3. בעניין עצמון מפרט בית המשפט את הדרכים בהם מתמודד חוק החברות עם הבעיות הגלומות
5 בהצעת רכש של בעל השליטה בדרך של חיוב הרוכש לממש את כוונתו לרכישת מניות המיעוט
6 במסגרת הצעת רכש (שם, פסקה 35), אישור הרכישה מותנה בהחלטת רוב בעלי מניות המיעוט
7 בדרך של מחדל המחייבת היענות פוזיטיבית להצעה (שם, פסקה 36), חיוב המציע לרכוש את כל
8 מניות המיעוט (שם, פסקה 37).

9
10 4. בהמשך נקבע (שם, פסקה 38):

11
12 "...עם זאת, אין להתעלם מכך, כי זכויותיהם הקנייניות של חלק מבעלי מניות
13 המיעוט במניותיהם ניטלות מהם בניגוד לרצונם. דרישת הרוב, אף שהיא מקהה את
14 הפגיעה הקניינית באמצעות מנגנון הכרעה קולקטיבי, אינה מאיינת אותה. אכן, כל
15 אימת שמתקבלת הצעת רכש מלאה, נפגע קניינם של בעלי המניות שלא נענו להצעה,
16 אשר מניותיהם מופקעות מהם לטובתו של בעל השליטה. מכאן החובה להעניק לבעלי
17 המניות תמורה הוגנת עבור מניותיהם...
18 ...

19 משכך, מנגנון הפיקוח השיפוטי בדמות "סעד הערכה" שניתן בדיעבד, אשר הוענקה
20 לניצעים הזכות לבקש להפעילו, בכוחו לתקן תמורה בלתי הוגנת ששולמה לניצעים
21 בהצעת הרכש. כך מאוזנת הפגיעה בזכויותיהם הקנייניות של בעלי מניות המיעוט,
22 ונשמרת הגנתם מפני ניצול כוחו של בעל שליטה המבקש להרוויח על חשבונם".

23
24 5. בהתייחסו לשאלה כיצד יעריך בית המשפט את השווי ההוגן של המניות, קובע בית המשפט בעניין
25 עצמון (שם, פסקה 47):

26
27 "בבוא בית המשפט לקבוע מהו אותו שווי הוגן, אל לו להעלים עין מהאפשרות כי
28 הצעת הרכש באה לעולם על מנת לנצל הזדמנות להתעשר על חשבון המיעוט. עם זאת,
29 על בית המשפט גם להיות ער לעובדה כי הצעות רכש רבות אינן מבוצעות מתוך מניע
30 פסול, אלא מתוך רציונאל עסקי לגיטמי, כגון חיסכון בעלויות ניהולה של חברה
31 ציבורית, תכנית מיזוג עתידית עם חברות דומות במטרה לייעלן וכיוצא באלה
32 שיקולים עסקיים. כיצד יוכל הכלל המשפטי הקובע את השווי ההוגן להתמודד עם
33 מנעד המקרים הללו, מבלי להעניק פיצוי-יתר או תת-פיצוי לבעלי מניות המיעוט
34 עבור מניותיהם?
35 ...

36 ...נוכח תכליתו של סעד הערכה יפים בעיני העקרונות שהציבו בתי המשפט של
37 דלוור, כפי שפורטו לעיל וכפי שיפורטו ביתר הרחבה להלן, ולאורם נלך בסוגיית
38 הערכת שוויין של מניות במסגרת סעד הערכה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

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
30
31
32
33
34
35
36
37
38

שווי המניות יוערך על פי הערך הפנימי (intrinsic value) של החברה. שווי זה הוא השווי האוטנטי של החברה המבוסס על כל מקור שווי הנובע ישירות מהחברה, ואשר בעלי המניות היו נהנים ממנו אם הייתה החברה ממשיכה להתקיים כמקודם (ראו חביב-סגל, בעמ' 606-607). מקורות שווי אלו כוללים, בין השאר, את הנכסים הקיימים בחברה ואת ההכנסות מהם, כמו גם הכנסות עתידיות. עמד על כך בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל:

"שוויה הריאלי של החברה, מושפע, בין היתר, משווי נכסיה והיקף התחייבויותיה, אך גם ממידת יציבותה הכלכלית והפיננסית, ממבנה וסוג נכסיה (כמו נכסי נדל"ן, אג"ח, מזומנים, מוניטין או קניין רוחני), מרמת הסחירות של מניותיה בשוק החופשי, קרי בבורסה, ואף מצפי פעילותה בעתיד..."

כנגזר מעקרון "השווי הפנימי", מורה העיקרון השני, כי פעולת ההערכה תעשה על פי שוויה של החברה כעסק חי (going concern value). הגיונו של עקרון זה נעוץ בתפיסה, כי שווי החברה חיה ונושמת עולה על סך נכסיה הקיימים. בהנחה המתבקשת, כי בעלי מניות המיעוט היו נכונים להוסיף ולהחזיק בהשקעתם בחברה אלמלא הרכישה, הערכת מניותיהם על פי שוויין היחסי בעסק החי מעניקה להם את התמורה הכספית שוות הערך לרווחים שיכלו להיות מנת חלקם אילו מניותיהם לא היו נלקחות מהם. עקרון זה מוביל למסקנה כי שווי המניות לא ייגזר משווי נכסי החברה בפירוק.

...

כפי שקבעו בתי המשפט של דלוור, אף אני סבור, כי שיטת DCF היא השיטה הראויה להערכת שוויין של מניות במסגרת סעד ההערכה.

...

בהתחשב בתכליותיו של סעד ההערכה, כפי שהובאו לעיל, שיטה זו לטעמי היא הראויה מבין השיטות. כאמור, פן אחד של הבעייתיות הטמון בהצעת רכש מלאה נוגע לחשש כי בעל השליטה מבקש לרכוש "החוצה" את מניות המיעוט מתוך ציפייה לנצל הזדמנויות השקעה אפשריות, הידועות לו טרם הרכישה, מבלי לשתף בהן את המיעוט. בעוד הערכות שוויה נסמכות על נתוני עבר מאפשרות לבעל השליטה לעשות כן, אף שהוא צופה לחברה עתיד מזהיר מבעבר, הרי שיטת הערכה המביאה בחשבון את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, מבטיחה כי חלקו של המיעוט ברווחים אלה לא יחסר, ומצבו לא יורע.

...

בהקשר שלנו, קיימת חשיבות מיוחדת להכללתו של מידע זה במסגרת ההערכה. כך ניתן יהיה לאיין את יתרון המידע של בעל השליטה, המהווה אחת מנקודות התורפה של בעלי מניות המיעוט בעסקאות רכישה מלאות, ולשתף אותם ברווחים הצפויים לאחר היוונם למועד הרכישה..."

...





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 אני מתעלם מכך שגם שיטת DCF אינה חפה מבעיות. השופטת מ' נאור אשר נעזרה
2 בה להערכת שווי המניות בפרשת וויסות מניות הבנקים עמדה על מגבלתה המרכזית:
3 "השימוש במודל של DCF כשלעצמו אינו בגדר מרשם קסמים להערכה נכונה, משום
4 שהשאלה האמיתית היא מה הנתונים החזויים המוכנסים למודל".

5

6 .6 על רקע מסקנותיו שלעיל, מצא בית המשפט לסייג את ההסתמכות על הערכת שווי לפי מודל ה-
7 DCF, וכך קבע (שם, פסקה 67):

8

9 "עמדתי בהרחבה על עקרונות ההערכה הראויים ועל יתרונותיו של כלל ההערכה על
10 פי שיטת DCF. ברם, בשוק משוכלל בו מגוון הצעות הרכש, הסיבות להן ונסיבותיהן
11 רחב כמגוון החברות שבשוק, אין להתעלם מהאפשרות כי ייתכנו לכלל זה גם יוצאים
12 מן הכלל. בידי בית המשפט האפשרות להביא בחשבון אינדיקציות שונות אשר ראוי
13 להסיק מהן לטעמו, ותוך שימת לב לשאר נסיבות המקרה ובחינתו לגופו, כי שווי
14 התמורה שהוצעה בהצעת הרכש היה הוגן, וכי מתייחר הצורך בהתמודדות עם
15 המאטריה הסבוכה של הערכת חברות.
16 מבלי לקבוע מסמרות בדבר, אינדיקציה מועילה לשווי הוגן המייתרת את הצורך
17 בהערכה על פי שיטת DCF, עשויה להתקיים למשל במקרים בהם בסמוך להצעת
18 הרכש נערכה עסקה מרצון מחוץ לבורסה, בין בעל מניות בחברת המטרה לבין המציע,
19 לרכישת בלוק מניות בחברה במחיר שאינו נופל מהמחיר שהוצע בעבור כל מניה
20 בהצעת הרכש. ככל שבלוק המניות הנמכר גדול יותר, ניתן יהיה להניח כי בעל המניות
21 אשר מכר אותן לא היה מסכים למוכרן בפחות משוויין האמיתי. על אחת כמה וכמה
22 נכונים הדברים כאשר מדובר בבלוק מניות המקנות שליטה... לטעמי, טווח הזמן של
23 שישה חודשים... הוא משך זמן ראוי שמעבר לו יורדת עוצמתה של האינדיקציה
24 באשר לשווי מניותיה של החברה.

25

26 ...
27 מעבר לכך ברי כי ייתכנו גם אינדיקציות נוספות העלות מנסיבותיו הייחודיות של כל
28 מקרה, המצדיקות סטייה מעקרונות ההערכה שהותוו לעיל. עם זאת, סטייה מעין זו
29 לטובת הפעלתה של אינדיקציה זו או אחרת, ראוי שתיעשה במשורה ולא בנקל תחליף
30 אינדיקציה גורפת את הערכת שווי המניות לגופו.

31

32 ...
33 סיכומם של דברים, בבוא בית המשפט להעניק לניצע סעד הערכה לקביעת השווי
34 ההוגן של מניות שנרכשו ממנו בהצעת רכש מלאה, ערכן של המניות ייבחן על פי
35 השווי הפנימי של החברה כעסק חי, וזאת בהתאם לשיטת DCF, המעריכה את שווי
36 החברה על פי רווחיה (הכניסות תזרימי מזומנים או דיבידנדים) כפי שהם צפויים
37 בעתיד, מהוונים לערכם הנוכחי, והכל נכון למועד הצעת הרכש. עם זאת, ייתכנו
מקרים בהם עשויה להתקיים אינדיקציה חזקה להיות השווי שהוצע בהצעה שווי
הוגן, אז הערכת המניות על פי שיטת DCF לא תהיה דרך המלך".





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 17259-11-15 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1

2

7. בהתייחסו לחוות הדעת שהוצגו במקרה הקונקרטי שנדון בפניו, קבע בית המשפט בעניין עצמון (שם, פסקה 75):

3

4

5

"בראש ובראשונה, הערכת שוויין של מניות משכן בהתאם לשיטת DCF, כפי שזו נעשתה על ידי רו"ח בן-אור, המומחה מטעם המשיבים, מלמדת כי התמורה שהוצעה עבורן בהצעת הרכש הייתה הוגנת. שתי חוות דעת שהוגשו לבית המשפט המחוזי בחנו את שווי המניות על פי שיטת DCF. חוות הדעת שהועדפה על ידי בית המשפט הייתה חוות דעתו של רו"ח בן-אור. עוד קיבל בית המשפט את קביעתו של רו"ח בן-אור, כי חוות דעתו של רו"ח סוקולובסקי, על פיה מחירה של המניה על פי שיטת DCF עומד על סך של 3,441 ₪, היא מופרכת...

9

10

11

12

13

... בשלב הראשוני בו אנו מצויים, של אישור התביעה כייצוגית, אין כל צורך לצלול לעומקן של חוות הדעת מטעם הצדדים. די בכך כי על פי חוות דעתו של רו"ח בן-אור אשר העריכה את המניות, בין היתר, גם על פי שיטת DCF, טווח שוויין נע בין 898 ₪ ל- 1,051 ₪. המחיר בו נרכשו המניות, אשר עמד על סך של 1,017 ₪ למניה, מצוי איפוא בטווח העליון של ההערכה בהתאם לשיטה זו."

16

17

18

19

8. בעניין עצמון הצטרף כבוד השופט א' רובינשטיין לדעתו של כבוד השופט י' דנציגר באשר לאופן בו יש לבחון האם המחיר בהצעת הרכש משקף שווי הוגן, אולם נוכח ההסתייגות מההערכה על פי שיטת DCF כמפורט לעיל, ראוי ונכון להביא גם את דעתו של המשנה לנשיאה כבוד השופט א' ריבלין:

22

23

24

25

26

27

28

29

30

31

32

33

"סבור אני כי שיטת השוק עדיפה היא – על אף חסרונותיה. לתחושותי, בהיתן תנאי שוק מתאימים, מחיר המניה בשוק מגלם בצורה הטובה ביותר את שלל הרכיבים המשפיעים על שווי המניה. המניפולציות שבעלי השליטה בחברה עלולים לבצע קיימות גם בשיטות ההערכה האחרות, ובוודאי שגם בשיטת ה – DCF יש פתח להתנהלות אסטרטגית מצד בעלי השליטה. יתרה מכך, כשיטת חישוב הצופה פני עתיד, שיטת ה – DCF חשופה ליותר מניפולציות מצד הצדדים המתדיינים. יתרונה של שיטת השוק בכך שהיא מספקת קנה מידה "אובייקטיבי" להערכת שווי המניה, ככול שקיים קנה מידה כזה. היא נסמכת על מציאות קיימת להבדיל מהערכות שאינן חד-משמעיות באשר לעתיד החברה, ומקום בו השוק מספיק גדול – גדולה "חכמת השוק" מתבוננת אה החוזים את העתיד.

34

35

36

מקובלת עלי עם זאת הטענה שבשוק ההון הישראלי מקומה של שיטת השוק מוגבל. נפח המסחר של מרבית החברות הנסחרות בישראל, וה"ריכוזיות" המאפיינת את השוק הישראלי, מביאים לכך שבמרבית המקרים מחיר השוק של המניה אינו משקף





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 באופן מלא ואמיתי את מחירה. מידותיו של השוק הישראלי משמשות לו לרועץ
2 בהקשר זה. בנסיבות אלה, אין טעם לקבוע כלל בל יעבור שאינו מתאים למרבית
3 המקרים שעליהם הוא אמור לחול. אולם מבקש אני להדגיש שבמקום בו עשוי שווי
4 השוק לשמש אינדיקציה רלוונטית – יש להיעזר בו".

5
6 9. לציון, כי בסמוך לאחר מתן פסק הדין בעניין עצמון, ניתן פסק דין ברע"א 5701/07 ו 779/06
7 7820/07 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ ואח' נ' שאול ממון ואח' (פורסם בנובו) (להלן:
8 "עניין קיטאל"), במסגרתו דן בית המשפט בהרכב מורחב ביישום הוראות סעיף 338 לחוק
9 החברות, ולאחר דיון נרחב בשלושת המקרים שנדונו שם, נקבע:

10
11 "הוחלט ברוב דעות של השופטים י' דנציגר, א' רובנישטיין, ס' ג'ובראן, וא' חיות, כי
12 יש להעדיף את שיטת ה- DCF כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של המניות
13 בהצעת רכש מלאה, אלא אם כן מצא בית המשפט כי הנתונים והמאפיינים של
14 המקרה שלפניו מצדיקים יישום שיטת הערכה אחרת. זאת, לעומת דעת המשנה
15 לנשיא (בדימ') השופט א' ריבלין, אליו הצטרפה השופטת ע' ארבל, כי יש להעדיף
16 את שיטת שווי השוק הממוצע כשיטת בסיס בכפוף לחריגים שפורטו שלגביהם יש
17 להחיל שיטות אחרות, ולעומת דעתו של השופט ח' מלצר, שיש לקבוע את השווי
18 ההוגן על פי כלל הנתונים הפיננסיים הרלבנטיים למניה, מושא הערכה, וזאת על פי
19 השיטה המתאימה לעניין בנסיבות, כשהם נשאבים מנתונים ניתנים לצפייה".

20
21 10. לאור התובנות והקביעות הנגזרות מפסקי הדין בעניין עצמון ובעניין קיטאל כמפורט לעיל, אבחנו
22 את טענות הצדדים בענייננו.

23
24 11. לתמיכה בתשובתן צירפו המשיבות תצהיר מטעם ניר קפלון (להלן: "קפלון") אשר התייחס
25 לפעילות החברה ובעלי השליטה במציעה, וכך הצהיר (שם, סעיף 5):

26
27 "ניסקו התאגדה בישראל ביום 21.6.1992 כחברה פרטית בערבון מוגבל. ביום
28 17.8.1993 הפכה החברה לחברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה, וביום
29 15.10.2015 חדלה להיות חברה ציבורית בעקבות הצלחת הצעת הרכש ביום
30 15.10.2015...

31 ניסקו החזקות הינה חברה פרטית אשר התאגדה בישראל ביום 19.4.1982. ניסקו
32 החזקות מצויה בשליטתם של מר יצחק ניצן.. ומר אריה קידרון... היא החזיקה עובר
33 להצעת הרכש ב - 2,210,710 מניות ניסקו, המהוות כ - 30.04% מהונה המונפק
34 והנפרע של ניסקו וכ - 30.7% מזכויות ההצבעה בה, והיא אשר רכשה את מניות
35 הציבור בהצעת הרכש השנייה".

36
37 באשר לנסיבות הצעת הרכש הראשונה, הצהיר קפלון (שם, סעיף 13):



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1
2 "ביום 31.12.2014 פרסמה המציעה הצעת רכש מלאה למניות ניסקו... במסגרתה
3 הציעה לבעלי מניות מהציבור לרכוש את כל המניות המוחזקות על ידי הציבור –
4 794,661 מניות המהוות 10.797% מהונה המונפק והנפרע של החברה... במחיר של 20
5 ₪ למניה, ובתמורה כוללת של 15,893,220 ₪.

6 ...
7 ביום 15.1.2015, היום האחרון למסירת הודעות קיבול, פרסמה החברה את תוצאות
8 הצעת הרכש לפיהן ניתנו הודעות קיבול בגין 107,459 מניות של החברה (המהוות כ –
9 1.46% מהון המניות), כך שלא הושג שיעור היענות המזערי הנדרש בהצעת רכש
10 מלאה לצורך ביצוע מכירה כפויה על פי סעיף 337 לחוק החברות, והצעת הרכש
11 הראשונה נדחתה".

12
13 באשר לנסיבות הצעת הרכש נשוא הדיון כאן, הצהיר קפלון (שם, סעיף 16):

14
15 "בחודש ספטמבר 2015, תשעה חודשים לאחר פרסום הצעת הרכש הראשונה, פנה
16 אליי פעיל בשוק ההון, ומסר לי כי האגודה השיתופית של עובדי התעשייה האווירית
17 לניהול קופות גמל בע"מ... המחזיקה בכמות משמעותית (כ – 170,000) ממניותיה של
18 ניסקו, מעוניינת למכור את מניותיה במחיר של 24 ₪ למניה.
19 לאחר דין ודברים, התבטא אותו אדם, בשמה של קופת הגמל, כי זו תהיה מוכנה
20 לשקול למכור את מניותיה גם במחיר של 23 ₪ למניה.
21 בעקבות זאת, ולאחר שהתברר לניסקו כי גוף מוסדי בעל אחזקה משמעותית
22 במניותיה של ניסקו רואה בסך של 23 ש"י למניה תמורה הוגנת ומוכן ככל הנראה
23 להיפרד מאחזקותיו בתמורה למחיר זה, ובשים לב לכך כי בשלב זה (בשל אחוז
24 החזקתם הגבוה במניות החברה – כ 89.5%), לא יכלו בעלי השליטה לרכוש מניות
25 נוספות אלא על דרך פרסומה של הצעת רכש, החליטה ניסקו החזקות לפרסם הצעת
26 רכש נוספת המבוססת על מחיר זה.

27 ...
28 אי לכך ביום 17.9.2015 פרסמה הצעת הרכש השנייה, במסגרתה הציעה ניסקו
29 החזקות לרכוש את סך כל המניות המוחזקות על ידי הציבור – 794,661 מניות אשר
30 היו באותה עת כ – 10.8% מהונה המונפק והנפרע של ניסקו וזאת במחיר של 23 ₪
31 למניה ובתמורה כוללת של כ – 18,277,203 ₪.

32 ...
33 מחיר הצעת הרכש השנייה היה גבוה בכ – 16% מהמחיר הממוצע ששולם עבור
34 המניות במסגרת שתי עסקאות שנעשו מחוץ לבורסה, בין רכש מרצון למוכר מרצון
35 (כאשר לפחות אחד המוכרים בעסקאות אלה היה משקיע מוסדי) בתחילת חודש
36 דצמבר 2014 (19.53 ₪ ו – 19.20 ₪); גבוה בכ – 4.64% משערה של מניית ניסקו
37 בבורסה ערב פרסום הצעת הרכש (21.98 ₪); גבוה בכ – 4.36% ממחיר המניה
38 הממוצע במסחר שנערך בבורסה בששת החודשים שקדמו להצעת הרכש (22.04 ₪);
39 וגבוה בכ – 13% ממחיר המניה בהצעת הרכש הראשונה (20 ₪).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 ...
2 הצעת הרכש השנייה נחלה הצלחה משמעותית. ביום 8.10.2015, היום האחרון
3 למסירת הודעות קיבול, נענו להצעה ניצעים המחזיקים בכ – 7.18% מהון המניות
4 המונפק והנפרע של ניסקו. לפיכך, ובהתאם לסעיף 337 (א) לחוק החברות, נערכה
5 רכישה כפויה של מניות החברה שהוחזקו על ידי מיעוט קטן יחסית של ניצעים אשר
6 נמנעו מלהיענות להצעת הרכש. במסגרת זו נרכשו מניות שהיוו כ – 3.61% מהון
7 המניות של ניסקו.

8 ...
9 בין הניצעים שנענו להצעת הרכש השנייה היה לפחות משקיע מוסדי מהותי שהחזיק
10 בכמות משמעותית של מניות (כ-2.3%), ולא נענה להצעת הרכש הראשונה.
11 כך כפי שעולה ממכתב של החברה לרישומים פועלים סהר, קופת הגמל, שהחזיקה
12 כאמור בכמות משמעותית של מניות, נתנה הודעת קיבול להצעת הרכש. אותה קופת
13 גמל סירבה בעבר להצעת הרכש הראשונה, בה הוצע מחיר של 20 ₪ למניה..."

14
15 12. הצהרותיו אלה של קפלון נתמכו במסמכים (נספחים 1, 2, 3, 5, 6, 7, 8 – 9 לתצהירו של קפלון)
16 ואף נתמכו בעיקרן בחוות הדעת מטעם אוריאל וקסלר המומחה מטעם המבקש ולא מצאתי
17 בסיכומי המבקש טענות לסתור. על כן הדיון בטענות הצדדים יתבסס על הממצאים שלעיל.

18
19 13. בפני שתי חוות דעת לפי שיטת DCF אשר תוצאותיהן שונות במהותן, באופן שחוות הדעת שהגיש
20 המבקש מטעם רו"ח אוריאל וקסלר מצביעה על שווי חברה של 282.6 מיליון ₪, בעוד חוות הדעת
21 שהגישו המשיבות מטעם רו"ח בני הוד מצביעה על שווי חברה של 165 מיליון ₪.

22
23 14. בהערכת השווי ההוגן של מניות החברה יש להתחשב במכלול האינטרסים המוגנים כמפורט בעניין
24 עצמון, ובנוסף יש ליתן משקל לאינטרס הציבורי המחייב את בית המשפט לנהל את הדיון ביעילות
25 תוך הסתמכות על ראיות ממשיות ולא רק על הערכות אפילו מדובר בהערכות מומחים. במיוחד
26 כך, כאשר שיטת DCF נסמכת בין היתר על הערכות ותחזיות עתידיות, ולמרבית הצער קיים חשש
27 שההערכות והתחזיות לעתיד מושפעות בהתאם לאינטרסים של הצדדים (ראה פסקה 62 בעניין
28 עצמון). יוער, כי בסיכומיו מציין גם המבקש שהפער בין חוות הדעת נובע מהפערים בהנחות
29 העומדות בבסיס המודל לגבי מספר פרמטרים (שם, סעיף 19). על כן, טרם בחינת חוות הדעת,
30 אבחן את האינדיקציות החיצוניות שאפשר שיש בהן כדי ללמד על השווי הריאלי של מניות החברה
31 שנרכשו מחלק מהניצעים בכפיה.

שער המניה בבורסה

32
33
34
35
36 15. הגם שבדעת רוב נקבע כי יש להעדיף את שיטת DCF לצורך הערכת שווי, לא נשללה האפשרות
37 לעשות שימוש בשיטות אחרות ובהן שיטת השוק, בנסיבות המתאימות. אוסיף עוד כי בהעדר
38 מניפולציה בשער המניה או היקף מסחר שיכול ואינו משקף, שיטת השוק היא שיטה אשר בדרך





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

- 1 כלל נתונה ברורים ומפורסמים לכלל המשקיעים בבורסה ובנסיבות המתאימות, היא מהווה
2 פשוטה וודאית לבחינת ההוגנות של הצעות רכש מלאות. בענייננו נמצא כי מחיר הצעת הרכש (23
3 ₪ למניה) היה גבוה ממחיר מניות החברה בבורסה (21.98 ₪) והיה אף גבוה מהמחיר הממוצע של
4 מניית החברה בששת החודשים שקדמו להצעת הרכש (22.04 ₪).
- 5
- 6 16. לטענת המבקש, אין לראות בשער מניית החברה אינדיקציה להוגנות הצעת הרכש, מאחר והמסחר
7 במניית החברה התנהל במחזורים זניחים ובעלת השליטה הוסיפה ופגעה בסחירות מניות החברה
8 באמצעות רכישות המניות שביצעה עד כי הבורסה הוציאה לחברה התראת שימור בחודש ינואר
9 2015.
- 10
- 11 17. בתצהירו מיום 5.11.2015 ציין המבקש כי ביום 19.1.2015 קיבלה החברה הודעה על כך שהיא אינה
12 עומדת בכללי השימור. אולם מיד בסמוך מציין המבקש כי החברה עמדה בדרישות הנהלת הבורסה
13 ונותרה ברשימה הראשית (סעיף 33 לתצהיר). גם בחקירתו אישר המבקש שהחברה לא הייתה
14 ברשימת השימור (ש' 13 ע' 194 לפרוטוקול הדיון מיום 19.7.2018). ממוצגים מש/21 ומש/22 עולה
15 כי לצד ימים בהם לא נסחרה מניית החברה היו ימים בהם נסחרה מניית החברה בהיקפים לא
16 גדולים בטווח עסקאות שנע בין עסקאות בודדות לבין עשרות עסקאות כל יום.
- 17
- 18 18. בתצהירו טען המבקש כי בעלת השליטה בחברה נקטה בפעולות איסוף מניות תוך צמצום המניות
19 המוחזקות בידי הציבור. עוד מציין המבקש כי למרות "נתוני החברה המצוינים, יציבותה הפיננסית
20 וצמיחת רווחיה, לא חולקו בחברה דיבידנדים", ואף אושרו תנאי שכר מפליגים למנכ"ל החברה.
21 זאת כדי להרחיק מהחברה גופים מוסדיים ומשקיעים, להקטין את אטרקטיביות המניות ולהוריד
22 את ערכן כהכנה לקראת פרסום הצעת הרכש (סעיפים 34 – 36).
- 23
- 24 אף בהנחה שיש בסיס לטענות המבקש באשר לפעולות של בעלת השליטה, איני סבור שיש בכך כדי
25 לסייע לו. מנגנון ההערכה שבסעיף 338 לחוק החברות נועד להבטיח שהחלטת הניצעים למכור את
26 מניותיהם "לא תהיה מאולצת וחופשית מלחצים". המנגנון נועד לתקן תמורה בלתי הוגנת ששולמה
27 לניצעים. הוא לא נועד לטפל בכשלים בניהול ענייני החברה על ידי בעלי השליטה. לכך נקבעו
28 הסדרים אחרים בחוק החברות. כשלים בניהול החברה "שאינם מכוונים" שהביאו לירידת ערך
29 המניה הם בן השאר, בסיס להשתלטות גורם אחר ולהצעת רכש מתוך אמונה בפלטפורמה של
30 החברה כמנוף להשאת רווח בניהול אחר. בראיה כלכלית רחבה השתלטות כזו המביאה להשבת
31 החברה, תורמת לגידול המשק (מקומות עבודה, עליה בתשלום מסים, הגדלת היקף מסחר
32 ושירותים וכד') רוצה לומר 'גיוס' טעון של ניהול כושל לצורך הוכחת מחיר לא הוגן הוא מוקשה
33 אלא אם מדובר בניהול כושל "מכוון" שתכליתו הורדת שווי לשם השתלטות וכפיית רכש במחיר
34 לא הוגן. "טיפול" בניהול כושל מצוי כאמור בהסדרים אחרים בחוק החברות. לא הונחה בבקשה
35 תשתית לכאורית המאששת את הנטען באשר להפחתת האטרקטיביות של החברה שנגרמה לכאורה





המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

- 1 בשל אי חלוקת דיבידנד ושיפור תנאי השכר של המנכ"ל. שהרי זה הנושא המצוי כרגע בבחינה, שווי
2 הצעת הרכש הכפוי בהשוואה לשווי השוק של המניה. לא הוכח קשר סיבתי ולו לכאורי כאילו שווי
3 השוק של המניה הושפע מהאמור לעיל. לכך יש להוסיף, כי ככל שהצטברו בחברה רווחים ראויים
4 לחלוקה ששימשו לחלוקת דיבידנד בשנים 2015 ו- 2016, הם באו לידי ביטוי בדוחות החברה,
5 וחלוקתם לאחר השלמת הצעת הרכש לא השפיעה על שווי החברה, כפי שאישר רוי"ח וקסלר
6 בחקירתו (ש' 2 ע' 45 לפרוטוקול הדיון מיום 16.7.2018).
- 7
8 19. ממפרט הצעת הרכש הראשונה (נספח 1 לתצהירו של קפלון), עולה כי בתקופה שבין 30.3.2014 עד
9 4.12.2014 רכשה המציעה מניות של החברה לפי שווי מניה שנע בין 16.60 ₪ עד 19.20 ₪. אכן,
10 בעניין עצמון ציין בית המשפט כי על פי הדין בדלוור מקום בו בעל השליטה רוכש מניותיהם של
11 בעלי מניות המיעוט בחברת המטרה, שווי השוק של עסקאות אילו לא יהווה אינדיקציה לשווי
12 המניות ההוגן, אולם גם אם לא ניתן לראות בכך אינדיקציה יש בכך כדי להצטרף לאינדיקציות
13 נוספות. זאת ועוד, חולשת רכיב זה בבחינת ההוגנת נשענת בן השאר על ההנחה כי בעלי מניות
14 המיעוט מצויים בחסרון מידע לגבי החברה במובדל מבעל השליטה. דומני שעניין זה מצריך טעון
15 והוכחה לכאורה. כך יש לבחון את זהות המיעוט אם מדובר ביחידים או מוסדיים. אין זה סוד כי
16 בישראל מה שמכונה המוסדיים "מדברים ביניהם" בין אם ישירות ובין אם בעקיפין לרבות
17 באמצעות קבלת חוות דעת, הערכות ושירותים אחרים מאותם גורמי יעוץ שגם הם מספרם בשוק
18 לעת הזו קטן. אימוץ ללא סייג של הדין הדלווארי בעניין זה, יכול ואינו נכון למשק הישראלי
19 המוגבל בשחקניו ודומה שמצריך בחינה מחודשת. רוצה לומר אם בעלי מניות מיעוט שהם גופים
20 מוסדיים מקבלים החלטה למכור מניות במחיר כזה או אחר, אין להתעלם מעסקאות אילו גם אם
21 הרכישה היא בידי בעל השליטה ויש לתת להם משקל מסוים בשכלול ובבחינת השווי ההוגן.
- 22
23 20. נוכח כל אלה, נראה כי בהתחשב בהיקפי המסחר במניית החברה בתקופה הסמוכה לפרסום הצעת
24 הרכש כמפורט במוצג מש/21, יש ליתן משקל מסוים גם אם לא מכריע, לכך שמחיר הצעת הרכש
25 עלה על מחיר המניה בבורסה.
- 26
27 עסקאות שבוצעו מחוץ לבורסה
- 28
29 21. המשיבות מצביעות על שתי עסקאות במניות החברה שבוצעו מחוץ לבורסה במחירים נמוכים
30 משמעותית מהמחיר בהצעת הרכש. כך, ביום 12.2.2014 רכשה המציעה מקבוצת הראל 257,691
31 מניות המהוות 3.5% מהון המניות המונפק של החברה במחיר של 19.53 ₪ למניה. ביום 4.12.2014
32 רכשה המציעה מבעל מניות אחר 55,485 מניות של החברה במחיר של 19.20 ₪ למניה.
- 33
34 בעניין עצמון התייחס בית המשפט לטווח הזמן של עסקאות מחוץ לבורסה וקבע טווח זמן ראוי של
35 שישה חודשים, אולם אין מדובר בקביעה השוללת באופן מוחלט התחשבות בעסקאות שנעשו מעבר
36 לטווח האמור אלא שמעבר לטווח האמור "יורדת עוצמתה של האינדיקציה" (שם, פסקה 67). אכן



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 העסקאות האמורות בוצעו כ – 10 חודשים לפני פרסום הצעת הרכש, אולם לטעמי רכישה של
2 למעלה מ – 4% מהונה המונפק של החברה במחיר נמוך באופן משמעותי מהמחיר בהצעת הרכש
3 (23 ש"ח למניה) כ – 10 חודשים לפני פרסום הצעת הרכש מהווה אינדיקציה בעלת משקל שאין
4 להתעלם ממנו להוגנות הצעת הרכש. לכך יש להוסיף כי המחיר במסגרת העסקאות האמורות קרוב
5 יותר למחיר השוק במועד ביצוען מאשר למחיר שהעריכו המבקש והמומחה מטעמו (38.4 ש"ח)
6 ובהעדר ראיה ממשית לסתור אין להניח שקבוצת הראל הנחשבת למשקיע מוסדי הייתה מסכימה
7 למכור מניות של החברה בשיעור נכבד בתמורה המתקרבת ל – 50% משווי המניות הנטען על ידי
8 המבקש (וראו בהקשר זה פסקה 19 לעיל).

היענות קופת הגמל להצעת הרכש

11
12 22. העובדה שהמחוקק מצא לנכון לקבוע סעד של הערכה בהצעת רכש מלאה, מכרסמת בהנחה לפיה
13 הסכמת רוב הניצעים (באופן פוזיטיבי) למחיר המוצע מהווה כשלעצמה אינדיקציה לכך שמדובר
14 במחיר הוגן. אולם לטעמי אין לשלול לחלוטין אינדיקציה זו כאשר בין הניצעים אשר נענו להצעה
15 נכלל גוף מוסדי כדוגמת קופת הגמל אשר הסכימה לאחר משא ומתן (באמצעות פעיל שוק) למכור
16 2.3% מהון המניות המונפק של החברה בהן החזיקה תמורת המחיר המוצע בהצעת הרכש.

17
18 23. לטענת המבקש, אין לייחס להיענות קופת הגמל משקל כלשהו, בהתחשב באלה: א. החלטתה נבעה
19 משיקולים הפנימיים לצמצם את אחזקותיה במניותיה שחרגו מהיתר ועדת ההשקעות כפי שעדכנה
20 את המדיניות להמשך שנת 2015, ובמיוחד את מניות היתר; ב. העדר סחירות מניות המיעוט. ג. אי
21 יכולתה לטרפד את הצעת הרכש לבדה, ואדישות רציונלית לאור שווי החזקתה אל מול השקעותיה
22 האחרות; ד. עמדות מנוגדות בין ניצעים מתוחכמים; ה. העברת הניהול לניהול חיצוני מקצועי.

23
24 24. עיינתי במסמך מדיניות ההשקעה הצפויה של קופת הגמל של התעשייה האווירית (מוצג ת/5) ואף
25 בהתעלם מכך שהמבקש לא העיד נציג של קופת הגמל שיעיד על נסיבות עריכת המסמך, לא מצאתי
26 באמור לעניין מדיניות ההשקעה הצפויה לשנת 2015 של קופת הגמל, כדי לחייב את קופת הגמל
27 למכור דווקא את אחזקותיה בחברה. אדרבא (אף בהתעלם מיכולתה של קופת הגמל לסכל את
28 הצעת הרכש בהיותה מחזיקה של 2.3% מהון המניות המונפק של החברה והעדר האפשרות של
29 המציעה לרכוש מניות נוספות של החברה שלא בדרך של הצעת רכש), אם כטענת המבקש שווי
30 החברה הגיע ל – 282 מיליון ש"ח בעת פרסום הצעת הרכש, סביר להניח שמנהלי ההשקעות של קופת
31 הגמל לא היו ממהרים להוציא מידי הקופה דווקא ממניות החברה או מנצלים את המשא ומתן
32 לשפר את התמורה בעד המניות בהן החזיקה קופת הגמל. כך במיוחד, בהתחשב בעובדה שבחודש
33 ניואר 2015 (בתוך התקופה המתייחסת למדיניות הנטענת) קופת הגמל לא קיבלה את הצעת הרכש
34 הראשונה בה הוצע לרכוש את מניות החברה במחיר של 20 ש"ח למניה.
35



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

- 1 25. בסיכומיו מנסה המבקש ללמוד על החלטת קופת הגמל "לצמצם את האחזקות במניות" מעצם
2 המשא ומתן שניהלה עם המציעה למכירת מניותיה. ניסיון זה לא יצלח. המבקש מניח את המבוקש.
3 על המבקש להוכיח שעקב סיבות פנימיות הקשורות בקופת הגמל ביקשה היא להשתחרר
4 מאחזקותיה בחברה בכל מחיר או למצער במחיר נמוך משמעותית (בהשוואה לשווי הנטען על ידי
5 המבקש), וזאת לא הוכיח. הוא הדין לעניין טענתו באשר לכוונתה של קופת הגמל להשתחרר
6 מאחזקותיה בחברה בכל מחיר עקב החלפת מנהלי ההשקעות.
7
8 26. גם העובדה שבשנת 2015 צמצמה קופת הגמל את שווי כלל תיק המניות שלה, אינה יכולה להועיל
9 למבקש, כל עוד לא הראה שקופת הגמל השתחררה גם מאחזקותיה האחרות במחיר נמוך משוויין
10 כנטען לגבי אחזקותיה בחברה. על אלה יש להוסיף, כי בפועל ולמרות המדיניות הנטענת לשנת
11 2015, קופת הגמל מכרה את אחזקותיה בחברה רק בחודש אוקטובר 2015, במסגרת הצעת הרכש
12 ולאחר שניהלה משא ומתן עם המציעה.
13
14 27. טענת המבקש לפיה קופת הגמל לקתה ב"אדישות רציונלית" נוכח אי יכולתה לטרפד את הצעת
15 הרכש והיקף אחזקותיה בחברה ביחס לכלל אחזקותיה, מהווה סברה הנסתרת מהעובדה שקופת
16 הגמל דחתה הצעת רכש קודמת בסך 20 ₪ למניה, והיא אינה מתיישבת עם הסדר סעד ההערכה
17 שנועד להבטיח שאדישותם של בעלי מניות המיעוט לא תוביל לקבלתה של הצעת רכש המרעה עימם
18 (ראה עניין עצמון). ההנחה היא כי למרות אדישותם, בעלי מניות המיעוט ינצלו את הסדר סעד
19 הערכה כדי להבטיח קבלת מחיר הוגן לאחזקותיהם. כאמור בעניין עצמון אין מבחינים בין ניצע
20 שנענה להצעת הרכש לבין ניצע שלא נענה להצעה ואלה גם אלה זכאים להגיש תביעה לסעד הערכה.
21 בין תנאי הצעת הרכש נקבע כי המקבל את ההצעה מוותר על זכותו לתבוע סעד הערכה (שם, סעיף
22 11.2). בקיבול הצעת הרכש הסכימה קופת הגמל אשר החזיקה בכמות משמעותית של מניות
23 החברה ואף ניהלה משא ומתן עם המציעה בקשר עם מכירת אחזקותיה, לתנאי השולל ממנה
24 אפשרות להגשת תביעה לסעד הערכה בתוך התקופה שנקבעה לכך (סעיף 28 לתצהירו של קפלון),
25 התנהלותה זו של קופת הגמל תומכת במסקנה כי המחיר שהשיגה קופת הגמל במסגרת המשא
26 ומתן מול המציעה כפי שנקבע בהצעת הרכש, הוא מחיר הוגן.
27
28 28. לטענת המבקש, בין הניצעים היו משקיעים מוסדיים נוספים שהמשיבות לא מסרו פרטים לגביהם,
29 ויש להניח שהם או חלקם לא נענו להצעת הרכש. בהינתן שהצבעת הניצעים המוסדיים לא הייתה
30 אחידה "חזקת הניצע המתוחכם לא קמה".
31
32 טענה זו נטענת על דרך הסתם, ללא פירוט וללא ראיות לתמוך ולטענת המשיבות מדובר בטענה
33 שהועלתה רק בסיכומי המבקש ומהווה הרחבת חזית אסורה. על כן, איני רואה לקבל את סברת
34 המבקש כאילו היו משקיעים מוסדיים נוספים שלא נענו להצעת הרכש.
35
36
37
38



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

דחיית הצעת הרכש הראשונה

29. העובדה שהצעת הרכש הראשונה לרכישת כל מניות החברה שהיו בידי הציבור במחיר של 20 ₪ למניה, התקבלה רק על ידי 1.46% מבעלי המניות בחברה, באופן שהצעת הרכש הראשונה נכשלה, תומכת במסקנה שהגורמים הרלבנטיים בשוק ההון היו מודעים לכל המידע הרלבנטי וידעו לתמחר את מניית החברה בסמוך לפרסום הצעת הרכש השנייה. ועל כן, יש בקבלת הצעת הרכש על ידי רוב הניצעים, בהם משקיע מוסדי בעל אחזקה משמעותית, כדי ללמד שהמחיר שהוצע בהצעת הרכש היה הוגן.

טענת המבקש באשר לנסיבות המצביעות שמחיר ההצעה לא היה הוגן

30. לביסוס טענתו לפיה מחיר הצעת הרכש לא היה הוגן מצביע המבקש על הנסיבות שלהלן:

- א. המציעה לא ביצעה הליך מסודר לקביעת המחיר בהצעת הרכש.
- ב. המשיבות הסתירו מהניצעים את העובדה שבמחצית הראשונה של שנת 2015 עלו מכירות החברה ב – 28%.
- ג. המשיבות הסתירו מהניצעים מגעים שניהלו עם קופת הגמל.
- ד. המשיבות הסתירו את כוונתן לחלק דיבידנדים בסך למעלה מ – 50 מיליון ₪ מיד לאחר מימוש הצעת הרכש.
- ה. מחיר הצעת הרכש שיקף שווי חברה של 169.1 מיליון ₪, נמוך מהונה העצמי של החברה אשר עמד על 176.5 מיליון ₪.
- ו. חברת הייעוץ הכלכלי אנטרופי המייעצת למשקיעים מוסדיים העריכה את שווי החברה ב – 234 מיליון ₪ והמליצה למשקיעים המוסדיים שלא להיענות להצעת הרכש.

31. בעניין עצמון התייחס בית המשפט להוראות תקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס – 2000, ובין היתר נקבע כי בהתאם להוראות תקנה 16א לתקנות הרכש, המציע אינו חייב לצרף למפרט הערכת שווי של חברת המטרה, ועל כן, איני מקבל את טענת המבקש כאילו היה על המציעה לבצע הערכת שווי בטרם פרסום הצעת הרכש. המבקש לא הצביע על חובה הקבועה בתקנות הרכש לפרסם את היקף המכירות של החברה, ועל כן, אין אלא לדחות גם את טענתו לעניין פרסום המכירות.

32. מתצהירו של קפלון עולה כי פעיל השוק שניהל דין ודברים עם קפלון הודיע לקפלון כי קופת הגמל תשקול לקנות את מניות החברה בסך של 23 ₪. מאחר ואין מדובר בהתחייבות בעלת תוקף מחייב, איני סבור שנוכח היה שהמציעה תפרסם דברים אלה לציבור הניצעים. למעלה מן הצורך אוסיף, כי



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

- 1 השכל הישר מחייב שאילו ניתן היה לפרסם שקופת הגמל תרכוש את מניות החברה לפי שער של 23
2 ₪ למניה, היה בכך כדי לעודד ניצעים נוספים להיענות להצעת הרכש.
3
4 33. העובדה שהיו בקופת החברה רווחים ראויים לחלוקה, עולה מהדוחות שפרסמה החברה ונלקחו
5 בחשבון בהערכת שווי החברה כך גם אישר ר"ח וקסלר המומחה מטעם המבקש. ממילא, ככל
6 שמדובר בהערכת השווי ההוגן של מניית החברה אין נפקות לעובדה שלאחר השלמת הצעת הרכש
7 שינתה החברה את מדיניותה וחילקה דיבידנדים.
8
9 34. אכן, העובדה ששווי החברה לפי מחיר הצעת הרכש היה נמוך מהשווי ההוני של החברה מהווה
10 אינדיקציה שיש בה כדי לתמוך במסקנה שמחיר הצעת הרכש היה נמוך במידה מסוימת, אולם אין
11 די בכך כדי לאיין את מכלול האינדיקציות האחרות המצביעות על ההיפך.
12
13 35. בסיכומי התייחס המבקש להערכת שווי של חברת הייעוץ הכלכלי אנטרופי (סעיפים 72 – 75), לפיה
14 שווי החברה הוערך לפי שיטת DCF ב – 234 מיליון ₪. גם ר"ח וקסלר התייחס לפרסומים
15 בעיתונות הכלכלית לפיהם ייעצה אנטרופי למשקיעים המוסדיים בשוק ההון שלא להיענות להצעת
16 הרכש מאחר והיא העריכה את שווי החברה ב – 234 מיליון ₪. מומחים או נציגים של אנטרופי לא
17 זומנו לעדות אודות הערכת השווי האמורה ועל כן, איני רואה לייחס להערכת השווי של אנטרופי
18 משקל, בשאלה האם המחיר בהצעת הרכש היה הוגן .
19

חוות הדעת

- 20
21
22 36. בחוות הדעת מטעם ר"ח אוריאל וקסלר (נספח 12 לבקשה) מסכם המומחה את חוות דעתו
23 כדלהלן:
24

25 "ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וחברות הבת שלה עוסקות בתחום הסחר ברכיבים.
26 החברה נסחרה בבורסה לני"ע בתל-אביב משנת 1993 ועד למחיקתה ממסחר בתאריך
27 15.10.2015, בעקבות קבלת הצעת רכש מלאה למנייתיה שבידי הציבור שהציעה
28 ניסקו החזקות (1982) בע"מ שהינה בעלים של כ – 30% ממניותיה.
29 ככלל, רק כ – 10.8% ממניותיה היו בידי הציבור והיתרה בידי בעלי השליטה במישרין
30 ובעקיפין ומניית החברה סבלה מרמת סחירות נמוכה. הצעת הרכש שהוצעה, שנייה
31 במספר, נקבה במחיר של 23 ₪ למניה. למרות שמדובר בחברת אחזקות, ביצענו
32 הערכת שווי לחברה על-פי שיטת היוון תזרימי המזומנים וזאת בהיעדר מידע פרטני
33 ומספק לציבור על אחזקותיה השונות. ניתוח דוחותיה התקופתיים והשנתיים של
34 החברה לשנים 2011-2014 ותמצית דוחות כספיים מאוחדים ביניים שלה ליום 31
35 במרץ 2015 ו – 30 ביוני 2015, מציג תמונה של חברה איתנה ביותר ברמה הפיננסית,
36 המצויה במהלכו של זינוק מרשים בהיקפי פעילותה וברווחיותה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 מן ההערכה עולה כי שוויה הכלכלי של החברה לבעלי המניות מסתכם לסך של כ –
2 282.6 מ' ₪ או כ – 38.4 ₪ למניה, מחיר הגבוה משמעותית מהשווי בסך של כ – 169
3 מ' ₪ כפי שהוא מגולם בהצעת הרכש ואף גבוה מהשווי שנקבע ע"י חברת הייעוץ
4 אנטרופי עפ"י הפרסומים בעיתונות הכלכלית.
5 מכאן שלבעלי המניות מטעם הציבור אשר סירבו להצעת הרכש, אך נאלצו למכור
6 מניותיהם במכירה כפויה, נגרם נזק כספי הנובע מפער המחירים בין השווי הכלכלי
7 למחיר הנמוך הנקוב בהצעת הרכש ביחס לכמות המניות שהחזיקו בעת אישור הצעת
8 הרכש".

9
10 לציין, כי המבקש הגיש חוות דעת משלימה מטעם רו"ח וקסלר (צורף כנספח לתגובת המבקש
11 לתשובה לבקשת האישור מיום 14.3.2017), במסגרתה התייחס לחוות הדעת של רו"ח בני הוך ביחס
12 לחלק ממרכיבי חוות הדעת עליהם ביסס את הערכתו (צמיחה, פרמיית גודל והיוון).

13
14 בחוות הדעת מטעם רו"ח בני הוך (צורף לתשובת המשיבים מיום 24.3.2016) מסכם המומחה את
15 חוות דעתו כדלהלן:

16
17 "בהערכת שווי וקסלר נפלו כשלים מהותיים וטעויות מתודולוגיות אשר "תיקונים",
18 בהתעלם מההנחות האופטימיות שמאמצת הערכת השווי, מוביל להפחתת הסכום בו
19 נוקבת הערכת השווי בכ – 117,124 אלפי ₪, כך שהשווי שצריך היה להתקבל הינו
20 165,445 אלפי ₪. שווי זה, נמוך משווי החברה על פי הצעת הרכש שהינו 169,117
21 אלפי ₪, ומעיד כי הצעת הרכש שיקפה, גם לפי הערכת שווי וקסלר (לאחר תיקונה)
22 שווי הוגן של מניות ניסקו".

23
24
25 37. לאחר עיון בחוות הדעת ובחוות הדעת המשלימה מטעם רו"ח וקסלר ונוכח עדותו, איני רואה לנכון
26 לקבל את מסקנותיו של רו"ח וקסלר, מהטעמים שלהלן:

27
28 א. רו"ח וקסלר נחקר בדיון מיום 16.7.2018 ובחקירתו אישר כי נפלו בחוות הדעת מטעמו טעויות
29 "אריתמטיות" (ש' 18 ע' 13 לפרוטוקול הדיון). בהמשך אישר רו"ח וקסלר כי לא שוחח עם
30 ההנהלה של החברה בטרם עריכת חוות הדעת, לטענתו, מאחר שלא הייתה לו גישה (שם, ש' 19
31 ע' 16). למרות זאת, בחוות דעתו מציין רו"ח וקסלר: "לדברי ההנהלה, לקבוצה פיזור על-
32 פני מאות לקוחות ולמעט תלות בודדת בלקוח (קבוצת Flextronics) שהיווה לשנת 2014 כ –
33 16% מסך המכירות (במאוחד) שהם כ – 44 מ' ₪, אין תלות בלקוח/קבוצת לקוחות". כך גם
34 בסעיף 2.3.1.1. בסעיף 4.13.1 מציין רו"ח וקסלר: "הואיל ואין בנמצא נתונים כספיים לגבי
35 החברות המוחזקות, אני נאלץ להיעזר בנתונים קיימים שאינם בהכרח משקפים". מכל אלה,
36 נראה כי על פי דבריו של רו"ח וקסלר הערכת השווי חסרה מידע ונתונים ונפלו בה טעויות
37 אריתמטיות.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1

2 ב. בהתייחסו לתחזית ההכנסות של החברה, ציין רו"ח וקסלר כי הניח שיעור צמיחה שנתי ריאלי
3 של 5% (שם, סעיף 4.3). בחקירתו התבקש רו"ח וקסלר להסביר כיצד הגיע לשיעור הצמיחה
4 האמור ועם כל הכבוד לא שוכנעתי מהסבריו מקום שהוא עצמו אישר בחקירתו שבשנים 2012
5 – 2014 עמדה צמיחת החברה על שיעור של 0.5% ריאלי, כפי שצוין בחוות הדעת של הוד (ש' 9
6 ע' 29 לפרוטוקול הדיון מיום 16.7.2018).

7

8 ג. רו"ח וקסלר לא ציין בחוות הדעת המשלימה מטעמו כי בינתיים ביצע הערכת שווי של ר.ה
9 טכנולוגיות בע"מ במסגרת הליך משפטי אחר (מוצג מש/1) (להלן: "הערכת טכנולוגיות"),
10 (שם, ש' 29 ע' 14). במהלך חקירתו, הוצגו בפניו חלקים מהערכת טכנולוגיות זהים בניסוחם
11 לחלקים בחוות הדעת כאן, ובא כוח המשיבות טען כלפיו כי מדובר "בהעתק הדבק". רו"ח
12 וקסלר דחה אפשרות זו, והסביר כי הניסוח הזהה או דומה בשתי חוות הדעת נובע מכך
13 שמדובר בשתי חברות מאותו תחום וכך הוא מתנסח. אלא שככל שמדובר בשיעור הצמיחה
14 (המהווה מכפיל ערך) מצא רו"ח וקסלר לקבוע שיעור צמיחה זהה, בעוד ביחס לפרמיית הקוטן
15 (המהווה מכפיל מקטין ערך) הבחין רו"ח וקסלר בין שתי החברות הדומות בגודלן באופן
16 שבהערכת טכנולוגיות קבע פרמיית קוטן בשיעור 5.78 בעוד בחוות הדעת כאן לא קבע פרמיית
17 קוטן בכלל. בחקירתו ניסה רו"ח וקסלר להסביר מדוע לא ייחס פרמיית קוטן לחברה כאן וטען
18 כי יש להבחין בין השוק האמריקאי בו פועלת טכנולוגיות לבין השוק הישראלי בו פועלת
19 החברה כאן כמו גם סוג המשקיע, ומבחינתו השוק הישראלי פחות מסוכן לחברה כאן ועל כן
20 לטענתו, אין לייחס לה פרמיית קוטן. לעניין זה העיד רו"ח וקסלר (ש' 1 ע' 56 לפרוטוקול הדיון
21 מיום 16.7.2018):

22 "תראה, יש כאן עניין של איך נקרא לזה, שיקול דעת שלי. בסדר? השיקול דעת שלי
23 אמר שבמקרה הזה אני צריך לקחת ובמקרה הזה אני לא צריך לקחת"

24

25

26 חוות הדעת המוגשת במסגרת הדיון בסעד ההערכה אמורה לסייע לבית המשפט לקבוע את
27 השווי ההוגן של מניות החברה בעת פרסום הצעת הרכש, כדי לשלול אפשרות שבעלי השליטה
28 בחברה ביצעו מניפולציות בשער המניה לטובתם. עם כל הכבוד, בהתחשב בראיות ובעדויות
29 כמפורט לעיל, מתעורר חשש ממשי שגם חוות הדעת עליה סומך המבקש את בקשת האישור
30 נגועה במניפולציות. לעניין זה אוסיף, כי גם אם יש לחלק מהמרכיבים בהערכת השווי הסבר
31 הנסמך על מחקרים כמפורט (במוצג ת/8) עדיין למעריך קיים שיקול דעת האם לכלול רכיב
32 מסוים בהערכת השווי וכיצד לכמתו כאשר ההבדלים בין האפשרויות השונות הם ממשיים.
33 גם אם יש לבית המשפט ידע בתחום הערכות השווי (ודי אם יאמר כי שער ההיוון שבחר
34 המומחה מטעם המבקש כחברת ענק (כדוגמת אוסם וכי"ל), אינו ישים במקרה זה בלשון
35 המעטה ומצטרף לשאר הבחירות שקיבל כאמור לעיל) אין הוא יכול להחליף את אנשי המקצוע
36 בפרט לא בשלב הזה של בקשת אישור, טרם שהוא נדרש למומחה מטעמו. על כן, יש קושי רב



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1 לקבל ולהסתמך על חוות דעת המבוססת על מרכיבים ונתונים התלויים בשיקול דעתו של
2 המעריך (עד כדי פער של למעלה ממאה מיליון ₪). עניין זה מתעצם לאור תוצאת חקירתו של
3 המומחה בידי ב"כ המשיבה, תוצאה אשר מבלי להיכנס לפרטיה מובילה למסקנה כי חוות
4 הדעת מוטית כלפי מעלה בהתבסס על "שקול דעת" בבחירת רכיביה בלא הסבר, עובדות או
5 אמות מידה מלוות באסמכתאות מהספרות המקצועית ונתונים להשוואה שהם באמת ברי
6 השוואה (דמיון בגודל, בשוק, וכד) כמקובל וכנדרש בחוות דעת כלכלית מעין זו.

7
8 ד. לכך יש להוסיף כי בחקירתו אישר רו"ח וקסלר שחוות הדעת שלו ביחס לטכנולוגיות נדחתה
9 על ידי מומחה בית המשפט שמונה באותו עניין, לאחר שהנתונים שהציב היו מוטים כלפי מעלה
10 (ש' 1 ע' 32 לפרוטוקול הדיון מיום 16.7.2018):

11
12 "נכון, זה באמת לא היה בדיק מהרגע שהמומחה שבית המשפט מינה קבע שחוה"ד
13 שלך היה מוטה, המספרים היו מוטים כלפי מעלה. עד כדי כך שהוא לא יכול אפילו,
14 בית המשפט הנחה אותו לתקן, הוא אמר לבית המשפט אני לא יכול לתקן כי הפערים
15 הם כל כך משמעותיים. ובית המשפט קיבל את חוה"ד המומחה, הבקשה נמחקה
16 והמבקש חויב בהוצאות, זה אתה יודע?
17 זה אני יודע".

18
19 אמנם אין בקביעה שניתנה על ידי מומחה בהליך משפטי אחר אפילו הוא מטעם בית המשפט
20 כדי לחייב את אותה התוצאה גם כאן, אולם בחקירתו הבהיר רו"ח וקסלר ששתי החברות
21 פועלות באותו ענף וחולקות מאפיינים מסוימים דומים ששימשו אותו בשתי הערכות השווי
22 שערך (ש' 25 ע' 23 לפרוטוקול הדיון מיום 16.7.2018), יש ליתן לכך משקל.

23
24 ה. הערכת השווי של אנטרופי עליה נסמכים המבקש ורו"ח וקסלר, אף שאין ליתן לה משקל
25 בשאלת הגינות מחיר הצעת הרכש, מכרסמת באמינותה של הערכת השווי מטעם רו"ח וקסלר
26 אשר הגיע לתוצאה שונה באופן מהותי (פער של 48 מיליון ₪) מהערכת השווי של אנטרופי.

27
28 38. נוכח האמור עד כאן, נראה כי אין לסמוך על חוות הדעת מטעם רו"ח וקסלר, ובהתחשב במכלול
29 האינדיקציות החיצוניות שפורטו לעיל ביחס למחיר השוק של מניית החברה בסמוך לפרסום הצעת
30 הרכש (בבורסה ומחוץ לבורסה), לא שוכנעתי שיש אפשרות סבירה שטענת המבקש לפיה המחיר
31 בהצעת הרכש לא היה הוגן תוכרע בתובענה לטובת הקבוצה אותה מבוקש לייצג.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-11-17259 עמית גולדווסר נ' ניסקו תעשיות (1992) בע"מ וניסקו החזקות (1982) בע"מ

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

11

12

13

סוף דבר

הבקשה נדחית.

המבקש ישלם למשיבות את הוצאות המשפט ושכ"ט עו"ד בסך 165,000 ₪ זאת כשאני מביא בכלל חשבון גם את מספר דיוני ההוכחות שנדרש לשם בירור הבקשה.

מזכירות בית המשפט תמציא את הבקשה לבאי כח הצדדים

ניתן היום, כ"ד אדר תשפ"א, 08 מרץ 2021, בהעדר הצדדים



עמית גולדווסר
מגן אלטוביה, שופט

17