



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

כפני : כבי' השופטת ד"ר דרורה פלמל / ס. נשיאה

בעניין: יעל כבידי שמיע ואח'  
ע"י ב"כ עו"ד י' אבירם

### המבקשים

נ נ ד

אי.די.בי. חברה לפיתוח בע"מ  
ע"י ב"כ עו"ד י' בנקל /או עו"ד שי גלינקא /או עו"ד עי רו

### המשיבה

## החלטה

- 1
- 2 **א. מהות הבקשה**
- 3
- 4 זו בקשה לאישור התובענה כתובענה ייצוגית.
- 5 המבקשים חיו בעלים של מניות במשיבה.
- 6 המשיבה הינה חברה לאחזקות (עמ. 10 לחו"ד פרלמן), ומחזיקה במישרין במספר חברות תפעוליות
- 7 ובשלוש חברות אחזקה עיקריות שהינן חברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה בתל-אביב.
- 8 המשיבה מוחזקת ברובה ע"י חבי אי.די.בי אחזקות בע"מ, שתוארה בחו"ד של פרלמן כאחת
- 9 מחברות האחזקות הגדולות בישראל, שמשקיעה בעצמה ובאמצעות חברות מוחזקות, בחברות
- 10 הפועלות בענפים שונים של המשק הישראלי ובחו"ל.
- 11 לטענת המבקשים נכפתה עליהם מכירה של מניותיהם למשיבה במסגרת הצעת רכש פגומה ופסולה,
- 12 תוך תשלום נמוך משווי ערך מניותיהם.
- 13 לכן עתירתם היא לבטל את הצעת הרכש ותוצאותיה, ולחלופין לקבוע את השווי החוגן לביצוע
- 14 הצעת הרכש, שלעמדתם לא יפחת מ-82 ש"ח למניה.
- 15
- 16
- 17 **ב. ההסתוריה של הצעת הרכש**
- 18
- 19 בתאריך 7.7.2008 פרסמה המשיבה הצעת רכש לרכישה של 7.5% מהון המניות של החברה במחיר
- 20 של 82 ש"ח למניה.
- 21 בתאריך 27.7.2008 תוקנה הצעת הרכש ונדחה מועד הקיבול.
- 22 המבקשים לא נענו להצעת רכש זו, ועפ"י האמור בפרשת התביעה (שלא הוכחש) גם אביו ואחותו של
- 23 מר נוחי דנקנר, יו"ר המשיבה, לא נענו להצעה זו.

1 מתוך 17



## בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

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

הצעת רכש זו אינה נשוא הבקשה (אלא בעקיפין לגבי מועדים, ועל כך להלן).  
נשוא הבקשה היא הצעת רכש מלאה מיום 26.1.2009, בה הציעה המשיבה לכל בעלי המניות לפי סעיף 336 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") (הצעת רכש עצמית) לרכישת כל המניות הרגילות א' בגודל 1.00 ₪ ערך נקוב של החברה, במחיר של 36 ₪ למניה.  
מהצעה הותרו מניות רדומות של המשיבה, מניות שהוחזקו בידי חברת בת, סה"כ 46,250,969 מניות שהוחזקו ע"י אי.די.בי. חברה לאחזקות בע"מ שהיא בעלת השליטה במשיבה.  
במילים אחרות כ-12.88% מהון המניות הוצע לרכישה.  
כשהמשיבה הציעה 36 ₪ למניה, היא עשתה את התחשיב לכאורה לפי ממוצע שערי המניות שלה בבורסה בשנת החודשים שקדמו לתאריך ההצעה, ותוך ציון כי המחיר המוצע הוא 33.4 משער הנעילה של מניות החברה בבורסה ביום הסמוך לפני תאריך המפרט ונמוך בכ-19.9% משער המניה הממוצע בבורסה בשנת החודשים שקדמו לתאריך המפרט.  
בתאריך 23.2.2009 תוקנה הצעת הרכש, ומחיר המניה נקבע ל-41 ₪ למניה.  
ביום 26.2.2009 פרסמה המשיבה כי ניתנו הודעות קיבול של 4,385,230 מתוך 6,860,823 מניות. שיעור המחווה 8.23% תהוון המניות ולפיכך התקבלה הצעת הרכש.  
לעמדת המבקשים, המדובר בשיעור של 63.9% מהניצנים שהסכימו. השאר סירבו וכ-13% מהניצנים שהסכימו נשוייכים למר נוחי דנקנר (אחותו ואביו).  
החל מיום 1.3.2009 חדל להתקיים מסחר במניה. ביום 3.3.2009 העבירה המסלקה את תמורת המכירה לחברי המסלקה לצורך העברתם לחשבונות חלקוחות, וביום 5.3.2009 נמחק המניה מהמסחר.  
עקב מכלול פגמים אותם מונים המבקשים (דבר שידון להלן) הם גורסים שיש לבטל את הליכי הצעת הרכש, לחזיר לחם את המניות בעין ולחילופין את ערכן המלא כפי שישום בית המשפט.

### ג. עילות התביעה

- לכל המבקשים היו מניות במשיבה, ומכאן שיכולה להיות לחם, ברמה הנורמטיבית, הן עילת תביעה אישית והן עילה בתביעה.  
נוחי עילת התביעה:  
את הדיונים יש למקד בנושאים הבאים:
- האם החלטה אודות הצעת הרכש נעשתה כדין?
  - מהו ערך החברה וכיצד הוא יחושב?
  - האם מערך החברה ניתן לגזור את ערך המניה לתשלום?



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1  
2 כגבי ראש הפרק הראשון, עילת התביעה מקורה בסעיף 5 לתוספת השניה לחוק התובענות  
3 הייצוגיות, התשס"ו – 2006 (להלן: "חוק התובענות הייצוגיות"), שענינה "זיקה לנייר ערך";  
4 הוא הדין לגבי הערכת שווי החברה, נושא שיש לו זיקה למניותיה ולערך.  
5 ואין לשכוח את הוראות סימן ב' (החל מסעיף 207) לחוק החברות, שמאפשר הגשת תובענה ייצוגית  
6 במסגרת החוק, ובעצם מפנה בהגדרותיו לתוספת השניה לחוק התובענות הייצוגיות.  
7 אשר על כן, ברמה העקרונית ומאחר ולכל אחד מהמבקשים יש זיקה לנייר ערך כהגדרתו בחוק  
8 התובענות הייצוגיות, יש לכל אחד ואחד מהם הן עילת תביעה אישית כנגד המשיבה והן עילה  
9 בתביעה.

10

11

12

ד. האם ההחלטה בדבר הצעת הרכש, - נעשתה כדין?

13

14

טוען ב"כ המבקשים כי ההחלטה בדבר הצעת הרכש פגומה במספר נושאים.

15

נבחן זאת.

16

17

1. האם דיון בהצעת רכש אמור להיות בדרגה שוויונית או באסיפה הכללית?

18

19

טען ב"כ המבקשים כי המדובר בעסקה חריגה, וכי חיה צורך לכנס את האסיפה הכללית של החברה  
20 כדי לדון ולאשר עסקה זו.

21

מכיוון שאסיפה זו לא זומנה ולא כונסה, אזי כל החליף שנעשה, (לרבות פגמים נוספים לחם הוא  
22 טוען – ועל כך להלן) - בטל.

23

24

בשנת 2011 ותיקון מס. 16 – שאיננו חל לענייננו, אבל יכול להשליך על משמעות העסקאות) הוגדרה  
25 יניסקה חריגה כיניסקה שאינה במהלך העסקים הרגיל של החברה, או שאינה בתנאי השוק, או  
26 עסקה הנעשית להשפיע באופן מהותי על רווחיות החברה, רכוש או התחייבויותיה.

27

ב"כ המשיבה מלין כנגד טענה זו וגורס כי היא לקוחה בעצם מאנלוגיה מסעיף 350 לחוק החברות, -  
28 ואין לעשות כן.

29

קובע סעיף 350 כדלקמן:

30

"350. סמכות לפשרה או להסדר

31

(א) הוצעו פשרה או הסדר בין חברה לבין נושיה או בעלי מניותיה, או בינה לבין סוג

32

מלוני שבהם, רשאי בית המשפט, על פי בקשה של החברה, של נושה או של בעל

33

מניה, או של מפרק אם החברה היא במירוק, להורות על כינוס אסיפה של אותם

34

נושים או בעלי מניות, לפי הענין, בדרך שיוזרה בית המשפט".



## בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09-12  
12 מרץ 2014

- 1  
2 ומהי האנלוגיה?  
3 אם בנושא של פשרה והסדר חוב, קובע המחוקק שיש להביא את הנושא לאסיפה הכללית; אזי  
4 במקרה הנוכחי, כשהמשיבה ביקשה לרכוש זכויות באופן שגדיל את אחזקותיה של אי.די.בי.  
5 אחזקות, בעלת השליטה במשיבה בעל 90% - על אחת כמה וכמה.  
6 זה מצד אחד.  
7 מצד שני – כשמוצעת הצעת רכש, היא נשלחת לכל בעלי הזכויות של החברה, ולאחר מכן נמנה מספר  
8 הקולות בעד ונגד.  
9 האסיפה הכללית מייצגת את בעלי הזכויות, וזימון לשיבותיה נשלח לכולם.  
10 צא ואמור – "הסמכויות" שניתנות בהצעת רכש כוללת לבעלי הזכויות מכח הצבעתם, קיימות בין  
11 אם כונסה בפועל אסיפה כללית ובין אם לאו.  
12 זה מצד שני;  
13 לכך נוסיף גם את הוראות סעיף 328(ב1) שלענין רכישת זכויות בהצעה פרטית, קובע המחוקק שיש  
14 להביאה לאישור באסיפה הכללית.  
15 ואז נגיע למסקנה - שאין צורך באסיפה כללית. במידה וקיימת הודעה כדן, ומולאו כל התנאים  
16 לענין הצעת הרכש; הזימון לכלל בעלי הזכויות באופן אישי, הוא הליך מיוחד לצורך הצעת הרכש.  
17  
18 **2. כיצד נקבע המחיר למניה?**  
19  
20 מחיר המניה נגזר מערך החברה.  
21 מומחה המבקשים, מר אהוד קאופמן. שהינו כלכלן במקצועו (ת/14) העריך את שווי החברה עובר  
22 להצעת הרכש, בשיטת ה-NAV, בין 5 ל-6 מיליארד ₪ וזאת "טרם שגולו המסמכים לגבי כלל נכסיה  
23 וחשיפת הערכות השווי הפנימיות" (סעיף 8 לסיכומי המבקשים), ולפי 79 ₪ למניה.  
24  
25 ר"ח פאחן – קנה העריך את השווי הכלכלי של החברה, כנראה לפי שיטות משולבות (רי עמ' 9  
26 לחוזה"ד), נכון ליום 30.9.2012, בסכום בטווח שבין 1.9 – 3.3 מיליארד ₪. החון העצמי שמופיע  
27 בספרי אי.די.בי פיתוח ל-30.9.2012 הוא 0.039 מיליארד ₪.  
28  
29 ר"ח פרלמן ערך גם הוא תחשיב לפי בקשת המשיבה בענין אחר.  
30 חוות דעתו התייחסה לנושא חלוקת דיבידנדים שביצעה אי.די.בי חברת לאחזקות בע"מ בשנים  
31 2010-2011 ודוק: לענינו המדובר באי.די.בי פיתוח.  
32 על כל פנים הערכה זו גם כן נעשתה לפי מודל NAV (שאינו רלבנטי) וממנה עולה הערכת שווי בגובה  
33 של 6,383 מיליון ₪ ולאחר ניכוי תשומות ניהול, שווי נכסי נקי של 5,426 מיליון ₪ (סעיף 95 בעמ' 34  
34 לחוזה"ד). המומחה מציין כי היו ירידות בלתי צפויות בשווי החברה אחרי אישור החלוקה  
35 האחרונה, אבל לא השכלתי להבין, מהו הקשר בין חו"ד מאוחרת זו לגבי תבה אחרת, כשיטה  
36 אחרת, ולהערכת השווי של המשיבה.

4 מתוך 17



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1 בפני מומחה זה היו הדוחות הכספיים של החברה נכון לשנים 2008-2011.  
2 מומחי המשיבה פרופ' בן שחר ופרופ' בן בסט, שהגישו חו"ד וגם נחקרו לגביה, העריכו את המשיבה  
3 לפי מספר שיטות, וצינו כי לפי שיטת ה- DCF היה שווי החברה 1,810,869,565 ₪ (עמ' 34), כששווי  
4 מניה כתוצאה מכך הוא 34 ₪ (עמ' 55); ובשיטת ה- NAV שווי מניה 23.2 ₪ ושווי החברה 1,234  
5 מיליון ₪ (עמ' 38 לחווח"ד).

6  
7 הצעת הרכש הועלתה לדיון בדירקטוריון החברה, וגם אושרה בו, לרבות מחיר המניה המוצע.  
8 העיד מר נוחי דנקנר (בעמ' 119 שורות 18-20):

9 "תשמע אם אני יודע לומר מספר אחד, היינו מציגים מספר אחד" (עמ' 128 שורה  
10 (23).

11  
12 העד ד"ר סולנגיק מנחל כספים ומשנה למנכ"ל המשיבה (עמ' 301 שורה 18) הוסיף שלאמיתו של דבר  
13 לא היה דיון על השווי של המניות.  
14 נראה שחשווי נבע משיחות פנימיות שהתקיימו. כנראה הוא לא היה מדויק והתבסס על השיטה בח  
15 ניחלה המשיבה בדרי"כ את ספריה, מחיר שוק וספרים, לפי הערך הגבוה יותר, בצירוף פרמיה על ערך  
16 המניה בבורסה.  
17 קשה לאמר כיום שזו דרך נאותה לקביעת מחיר מניה, לאור פסה"ד של קיטאל ועצמון אבל אפילו  
18 נפלו פגמים לענין זה בתהליך קביעת המחיר, השאלה היא – האם פגמים אלה גרמו לשווי לא הוגן  
19 למניה, או שמא למרות פגמים אלה, ערך המניה בהצעת הרכש, היה ערך הוגן.  
20 התשובה לכך היא נגזרת של סעד ההערכה מחולק לשווי המניות, לכן תשובה לכך יכולה להינתן רק  
21 לאחר בדיקת הנושא של סעד ההערכה.

22  
23 **3. מכירה כמיה של מניות - התנאים**

24  
25 התנאים קבועים בסעיפים 336 – 339 לחוק החברות, וזו לשונם

26  
27 "336. הצעת רכש מלאה  
28 [תיקונים: התשס"ה, התשע"א (מס' 3)]

29  
30 (א) לא ירכוש אדם מניות של חברה ציבורית או זכויות הצבעה בחברה כאמור (בפרק  
31 זה - מניות) או סוג של מניות של חברה ציבורית, כך שלאחר הרכישה תהיה לו  
32 החזקה של למעלה מתשעים אחוזים ממניות החברה הציבורית או מסוג המניות,  
33 אלא בדרך של הצעת רכש לכלל המניות או לסוג המניות (להלן - הצעת רכש מלאה),  
34 אשר התקבל לפי הוראות פרק זה.



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1 (ב) החזיק אדם מניות בשיעור הגבוה משיעור של תשעים אחוזים מכלל מניות  
2 החברה הציבורית כאמור בסעיף קטן (א) אי מסוג מניית, לא ירכיש מניות נוספות  
3 כל עוד הוא מחזיק מניות בשיעור האמור.  
4 (ג) על אף האמור בסעיף קטן (ב), החזיק אדם ביום כ"ה בשבט התש"ס (1 בפברואר  
5 2000) מניות בשיעור כאמור בסעיף קטן (ב), לפי הדין שחל ערב היום האמור, לא  
6 ירכיש מניות נוספות אלא בדרך של הצעת רכש מלאה אשר התקבלה על ידי  
7 הניצעים, באופן ששיעור הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות ממחצית מהון  
8 המניות המונפק, או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה;  
9 התקבלה הצעת רכש מלאה כאמור בסעיף קטן זה, יעברו כלל המניות שביקש  
10 המציע לרכוש לבעלותו, והרישומים של הבעלויות במניות ישונו בהתאם לכך.

337. מכירה כפוייה

[תיקונים: התשע"א (מס' 3), (מס' 4)]

15 (א) התקבלה הצעת רכש מלאה על ידי הניצעים, באופן ששיעור ההחזקות של  
16 הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק או  
17 מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה ויותר ממחצית הניצעים שאין  
18 להם עניין אישי בקבלת ההצעה נענו לה, יעברו כלל המניות שביקש המציע לרכוש  
19 לבעלותו והרישומים של הבעלויות במניות ישונו בהתאם. על מי שיש לו עניין אישי  
20 יחולו הוראות סעיף 276, בשינויים המחויבים.  
21 (1א) על אף האמור בסעיף קטן (א), הצעת רכש מלאה שתקבל אם שיעור ההחזקות  
22 של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות משני אחוזים מהון המניות המונפק או  
23 מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה.  
24 (ב) לא התקבלה הצעת רכש מלאה כאמור בסעיף קטן (א) או (1א) לא ירכוש המציע,  
25 מניצעים שונעו להצעה, מניות שיקנו לו החזקה של למעלה מתשעים אחוזים מכלל  
26 המניות בחברה או מכלל סוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה.

338. סעד הערכה

[תיקונים: התשס"ה, התש"ע (מס' 2), התשע"א (מס' 3), (מס' 4)]

31 (א) בית המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה  
32 שהתקבלה כאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(א) או (1א), לקבוע, כי התמורה בעבור  
33 המניות היתה פחות משיוון ההונן, וכי יש לשלם את השווי ההונן, כפי שיקבע בית  
34 המשפט.  
35 (ב) בקשה כאמור בסעיף קטן (א) תוגש לא יאוחר משישה חודשים ממועד קבלת  
36 הצעת הרכש המלאה; ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה  
37 ויצוגית ויחולו הוראות סעיף 209.

38  
39



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

- 1  
2  
3 (ג) המציע רשאי לקבוע בתנאי הצעת הרכש המלאה, כי יוצע שנענה להצעת הרכש  
4 המלאה שחתקבלה כאמור בסעיף 337(א) או (א1), לא יהיה זכאי לשעזר לפי סעיף  
5 זה.  
6 (ד) לא יהיה תוקף לקביעת מציע לפי סעיף קטן (ג), אם המציע או החברה לא  
7 ברסמו לפני מועד ההיענות להצעה את המידע שחיבה לפרסם לפי כל דין בקשר עם  
8 הצעת הרכש המלאה.  
9  
10 338א. הצעת רכש לניירות ערך [תיקון התשע"א (מס' 3)]  
11  
12 התקבלה הצעת רכש מלאה לפי הוראות סימן זה, והמציע הציע גם הצעה לרכישת  
13 כלל ניירות הערך של אותה חברה ציבורית, יחולו הוראות סעיפים 337 ו-338,  
14 בשניוניים המחויבים, לגבי כל סוג של נייר ערך, גם על הצעת הרכש לניירות הערך  
15 האמורים.  
16  
17 339. הפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית  
18  
19 התקבלה הצעת רכש מלאה בהתאם להוראות סימן זה, וההצעה היתה לסוג המניות  
20 היחיד של החברה או לכל אחד מן הסוגים של מניית החברה שבידי הציבור, תהפוך  
21 החברה לחברה פרטית".  
22  
23 טוען ב"כ המבקשים (סעיפים 104-110 לסיכומים) כי נפלו פגמים בהצעת הרכש והם:  
24  
25 ניגוד עניינים בין המתחייב מתפקיד הדירקטורים ב-אי.די.בי. פיתוח לבין חובותיהם כנושאי  
26 משרה בתאגידים אחרים בקבוצת אי.די.בי (סעיף 108).  
27  
28 במקרה של ניגוד עניינים, החובה המוטלת על הדירקטורים היא עפ"י סעיפים 254 ו-255 לחוק  
29 החברות, לחיטוטני מניגוד עניינים, וכן לגלות לחברה את מחות העניין האישי בפינולה לרבות כל ידיעה  
30 ומסמך רלבנטיים, וכן גם לא להתחרות עם עסקי החברה.  
31 הצעת הרכש אושרה ע"י דירקטוריון החברה, כפי שצינתי, ללא דיון מעמיק (עמ' 301 שורה 18),  
32 כשחוא מודע לרוכשים הפוטנציאליים שמתוכו.  
33 לא הוכח כי פעולה זו חיתה בתחרות עם עסקי החברה;  
34 אכן קיימת אפשרות שהפרש שווי המניה "חושלם" כתוצאה מכך שלרוב הניצעים היו מניות גם ב-  
35 אי.די.בי פיתוח שמחלקת דיבידנדים (סע' 110 סיפא לסיכומי המבקשים), זו אפשרות שלא הוכחה.  
36 (ר' עדות מר דנקנר בעמ' 129 שורות 19-26).  
37  
38



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

- 1  
2  
3 אין מחלוקת על העיקרון, אבל בהשערות הגנה אין די, וטעויות בהערכת השווי אפילו קיימות, אינן  
4 תומכות בהשערה כזו או אחרת. מה גם שנראה ששווי המניה נקבע לפי השיטה שבה המשיבה, לטוב  
5 ולרע, ניהלה במשך שנים את ספריה.  
6  
7 הצעת הרכש לא התקבלה מכיוון שאין לכלול את המניות הרדומות במספר המניות של החברה,  
8 ומכאן שלא הושג הרוב הדרוש לשם ביצוע מכירה כפויה, כלומר נותרו מעל ל-5% מבעלי המניות  
9 שלא נענו להצעת הרכש (סעיף 109).  
10  
11 החון המונפק של התברה עמד על 53,268,792 מניות.  
12 להצעת הרכש נענו 4,385,230 מחזיקים במניות, כלומר לא נענו להצעת הרכש 2,475,593 בעלי מניות.  
13 זה מביא אותנו לפחות מ-5% מהחון המונפק של החברה, לפי חישוב של המשיבה.  
14 גורס ב"כ המבקשים כי כמות המניות שלא נענו להצעת הרכש (לעיל) הינה יותר מ-54% מערך החון  
15 המונפק של החברה, ולפיכך לפי חישוב זה לא הושג שיעור ההיענות ולא ניתן היה לבצע את חרכישה  
16 הכפויה.  
17 פרשנות זו אינה יעילה בקנה אחד עם החישוב שקובע סעיף 337(א) לחוק החברות, לפיו יש לחשב את  
18 השיעור בהתייחס לחון המניות המונפק של החברה מסוג המניות שלגביהן הוצעה התצעה, ולא  
19 מפחית מתחשיב זה איזה סוג של מניות לרבות מניות רדומות.  
20  
21 **"איחוד" מניות לצורך ספירת השולות**  
22  
23 בטלות נוספת של הצעת הרכש, נובעת, לעמדת המבקשים, מכך שהיה על המציעה לכלול את המניות  
24 של גבי' ברגמן (אחותו של מר זנקנר) ואת המניות של מר יצחק דנקנר (אביו) במסגרת דבוקת  
25 השליטה ובעלי ענין (סעיף 43 לבקשה לאישור).  
26  
27 **"הטעם לכך הוא שמדובר במעולה השוהה שנועדה ליצור ריב בהצעת הרכש ומעידה**  
28 **על כוונה ידועה מראש לבצע הצעת רכש נוספת" (סעיף 44, שם).**  
29  
30 ייאמר כי אכן מתעורר סימן שאלה נרחב לדרך הפעילות של השניים. כזכור חיתה לחם אפשרות  
31 להיענות להצעת רכש עצמית שהיתה בתאריך 7.7.2008 בסכום של 82 ₪ למניה, שלח סרבו.  
32 ולעומת זאת בהצעה הנוכחית שהיתה פחותה, בגובה של 41 ₪ למניה, כן נענו. לכאורה הפסד של  
33 מליוני שקלים נר' פירוט בסעיף 43 לבקשה לאישור).  
34 ובמיוחד לאור עדות הגבי' ברגמן, שביצעם נענתה לבקשת אחיה.  
35  
36





## בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1

2 נכון שההתנהלות לא ברורה אבל סה"כ מדובר ב-393,406 מניות של הגב' שלי בגמך ו-185,000  
3 מניות של מר יצחק דנקנר.

4 אם נשווה זאת למספר הרב של הניצנים, אזי גם אפשרויות החשפעה של שניים אלת, באמצעות  
5 מניותיהם, צריכות להילקח בצורה פרופורציונית.  
6 אשר על כן אני דוחה טענה זו.

7

8 לא עבר הזמן הקבוע בחוק להצעת רכש שניה

9

10 החוק קובע תקופה של 6 חודשים.

11 ההצעה הראשונה היתה ב-7.7.2008. היא תוקנה בתאריך 27.7.2008.

12 ההצעה השנייה היתה ב-26.1.2009.

13 לפי חישובי ינברו 6 חודשים מההצעה המקורית (שזו הדרך המתוקנת לביצוע התחשיב), ולכן טענה  
14 זו נדחית.

15 מכאן שגם הטענה שהמשיבה לא עמדה בתקנת ניירות ערך להצעת רכש, תש"ס, 2000, נופלת, באשר  
16 הצעת הרכש השניה שהוצעה, היתה מעבר ל-6 החודשים שיש להמתין עד הצעת רכש נוספת, ולא  
17 במסגרת התקופה של 6 החודשים.

18

19 **4. סעד הערכה**

20

21 צד זכאי לטינון ל"סעד של הערכה" בפני בית המשפט, במגמה שבית המשפט יגריך את השווי החוגן  
22 של המניות לצורך קביעת מחיר עיסקה שנגשתה, כל זאת במידה ולא התקיימו שורה של תנאים  
23 הנקובים בחוק.

24 מהדיון בסעיף הקודם יולה כי התנאים כן התקיימו; למרות התמיהות המתעוררות לא הצליחו  
25 המבקשים להוכיח את טענותיהם ברמת הסבירות הנחוצה בתובענה ייצוגית (ר' רע"א 8268/96  
26 רייכרט נ' שמש, פ"ד נה(5) 276, 291).

27 אבל לצורך שלמות התמונה אבדוק גם את הנושא של סעד הערכה.

28

29 סעיף 338(א) לחוק החברות קובע:

30

31 "בית המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת נרכש מלאה שהתקבלה  
32 פאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(א), לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה פחות  
33 משוין החוגן, וכי יש לשלם את השווי החוגן, כפי שיקבע בית המשפט".

34

35

36



## בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

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

מחו סעד ההערכה:

מטרתו לקבוע האם התמורה שהוצעה בהצעת רכש מלאה שהתקבלה עבור מניות המיעוט, נופלת מהשווי החוגן שלהם.  
כיצד נעשה חישוב זה?  
החלכה נקבעה בחילכת הרוב בפס"ד קיטאל (השופטים דנציגר, רובינשטיין, גובראן ו-חיות).

...כי יש להעדיף את שיטת ה-DCF כשיטה בסיס להערכת השווי החוגן של המניית בהצעת רכש מלאה, אלא אם כן מצא בית המשפט כי הנתונים והמאפיינים של המקרה שלפניו מצדיקים יישום שיטת הערכה אחרת. זאת, לעומת דעת המשנה לנשיא (בדימו) השופט א' ריבלין, אליו הצטרפה השופטת ע' ארבל, כי יש להעדיף את שיטת שווי השוק הממוצע כשיטה בסיס בכמוף לחריגים שפוטו שלגביהם יש להחיל שיטת אחדות, ולעומת דעתו של השופט ח' מלצר, שיש לקבוע את השווי החוגן על פי כלל הנתונים הפיננסיים הרלבנטיים למניה, מושא הערכה, וזאת על פי השיטה המתאימה לענין בנסיבות, כשרם נשאבים מנתונים ניתנים לצפייה".  
(ע"א 779/06 קיטאל החזקות בע"מ ואח' נ' נאות אביב בע"מ ואח', פורסם בבב).

בית המשפט הבחיר כי שיטה זו עדיפה כשיטה בעייתית במיעוטה, חן לגבי רכישה בהסכמה וכן לגבי רכישה בכפייה).

מה היא שיטת ה-DCF?

זו שיטת הערכה שבסיסה היוון תזרים המזומנים.

והינה השיטה הנפוצת ביותר כיום לבצוע הערכת שווי חברות.

היא לוקחת בחשבון את הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים וכן את אלה הצפויים בעתיד, ויוצאת מתוך הנחה שהמטרה העיקרית של משקיע בעסק היא להפיק ממנו מקסימום תמורה כספית. תמורה כספית זו כוללת רווחים במזומן לאחר הפחתת השקעות בניזומן שיש להשקיע בעסק במשך השנים כדי לחבטיח את הרווחים העתידיים.

השופט דנציגר בפס"ד קיטאל מתאר כך את מרכיביה:

- עקרון ראשון (עמ. 31, שם) הערכת החברה לפי שוויה הפנימי, ולא לפי מדד חיצוני לה חמתמקד בשווי שוק שלה או בשווייה התחליפי בעסקה עם צד שלישי.
- עקרון שני – הערכת החברה כ"עסק חי" בחנחה שיש להעניק לניצעים את התמורה הכספית שוות הערך לרווחים שיכלו להיות מנת חלקם אילו נכפתה עליהם רכישת מניותיהם. מכאן אף נובע כי שיטת שווי נכסי, שגוזרת את שווי המניות משווי נכסי החברה בפירוק, אינה מתאימה להערכת מניות במסגרת סעד ההערכה.



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1 העקרון השלישי (שם עמ. 32) הערכת שווי המניות תיעשה נכון למועד הגשת הצעת הרכש  
2 ולא לאחריו, ולא יכללו בה הרווחים הצפויים לבניל השליטה בעקבות הרכישה עצמה; את  
3 הרווחים הצפויים מהשקעותיהם העתידיות של החברה, הידועות לבעל השליטה עובר  
4 למועד הרכישה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה.

5 לכן מגיע ביחמ"ש שם למסקנה כי:

6  
7 "השיטה שהועדפה בענין עצמון בדעת רוב, הינה שיטת DCF... שיטה זו נבחרה  
8 על ידי מתקין התקנית כברירת המחדל כאשר מתעורר הצורך בהערכת חברה  
9 לקראת רכישה... משקבת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על  
10 נתוני העבר... לשיטת הערכה מודרנית הצופה בני עתיד: שיטת ה- DCF מעריכה  
11 את החברה על פי תודים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים, כמו גם על פי  
12 תודים המזומנים המהוון שהיו מוצרות היזמנויות ההשקעה העתידיות שלה..."

13  
14 לפי שיטה זו עמד הערך הכלכלי של המניה במשיבה נכון ליום הצעת הרכש על 34 ₪.  
15 אכן, קיימות שיטות נוספות (ר' פירוט בפס"ד קיטאל וגם בחו"ד של נומחי המשיבה).

16 לענינו אפרט רק אחת מהן, שיטת ה-NAV, מאחר שלפחות בחלק מטיעוני ב"כ המבקשים, זו  
17 אמורה להיות השיטה המתאימה להערכת השווי, ועל כל פנים המונחה מטעמם – נקט דווקא בה,  
18 ולא בשיטת ה-DCF.

19 מהי שיטת ה-NAV:

20 משמעה ערך נכסים נקי.

21 נקודת המוצא לחישוב היא התון העצמי של החברה: ערך פנקסי של הנכסים וערך פנקסי של  
22 ההתחייבויות.

23 מבוצעת הערכת שווי בהנחה שהחברה מוכרת כל אחד מנכסיה בנפרד, תמורת שווי הוגן, ולאחר מכן  
24 פורטת את התחייבויותיה בפרעון נוקדם.

25 אם לאחר פריעון ההתחייבויות נותרה יתרה, כי זה סכום היתרה מייצג את השווי ההגון לבעלי  
26 המניות. בחינה יתרה – לא יחולק מאופה לבניל מניות.

27 בדרי"כ שיטה זו נהוגה סף תחתון לשווי החברה.

28 יפ"י שיטה זו לעומדת נומחי המשיבה עמד הערך הכלכלי למניה ע"ס 23.2 ₪ (בניגוד ל-70 ₪ לפי  
29 עמדת מומחה המבקשים), ושוי השוק שלה היה 26 ₪.

30 הן בפס"ד עצמון ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (פורסם ב-נבו ב-28.2.06), והן ב-  
31 רע"א 779/06 ואח' קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ ואח' נ' נאות אביב בע"מ ואח' (פורסם

32 ב-נבו), התגבשה הדרך המשפטית לפיה יש לנקוט לענין קביעת השווי ההגון של המניות בהתאם  
33 להליכים שמתקיימים לפי חוק החברות, ובהצעת רכש המפיקעה את המניות מבעליהן.

34 הדרך המשפטית הבסיסית היא לפי שיטת ה-DCF.

35 מסקנת ביניים לפיה שיטת ה-DCF ערך המניה אמור להיות 34 ₪.

11 מתוך 17



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

- 1  
2 לפי שיטת ה-NAV ערך מניה אמור להיות 26 ₪.  
3 השאלה שמתעוררת היא כמובן מדוע הוצע בסיבוב זה סכום של 41 ₪ למניה, שאלה שמבחינה  
4 עובדתית לא באה על פתרונה.  
5 יחד עם זאת, מבחינת הנתונים ה"פורמליים", ההצעה היא סכום גבוה יותר משתי צורות החישוב.  
6  
7 לגופו של ענין, המשיבה הינה חברת אחזקות, כפי ש-קיטאל (לעיל) גם כן חברה לאחזקות לכן, ברמה  
8 חקרונית ההלכה שנקבעה בפס"ד קיטאל חלה גם לענינו.  
9 בפס"ד קיטאל נקבע כי ניתן להחריג מישום שיטה זו חברות שיש להן נסיבות "ייחודיות" וממקרה  
10 למקרה (שם עמ' 36 סוף פסקה 69). הדוגמאות שמנה כיהמ"ש (בצינו שאין זו רשימה סגורה) היו:  
11 חברה שנמצאת לפני פירוק, בנקים וחברות ביטוח, חברות סטארט אפ (ר' פירוט הסיבות לכך)  
12 בהוסיפו כי:  
13  
14 "נטל ההוכחה בדבר היעדר התאמה של שיטת ה- DCF למאפייניה של חברה  
15 ספציפית ובדבר הצורך להעריך את שוויה באחת מהשיטות האחרות מוטל על  
16 המציע. (המשיב)".  
17  
18 בד בבד נקבע שם כי נטל ההוכחה להוכיח שהתמורה בעבור המניות בהצעת הרכש היתה בלתי  
19 חוגגת, מוטל לפתחו של מבקש הסעד,  
20 הנטל עשוי להתחפך ולעבור לכתפי המציע בהתקיים אחד מהמקרים הבאים:  
21 - כשהגיש מבקש הסעד הערכה לפי DCF לפיה שווי התמורה שהוצעה נפל מהשווי האמיתי  
22 של המניות;  
23 - כשמבקש הסעד הניח תשתית ראייתית לכאורית המקימה חשד ממשתי בדבר פגמים  
24 בפרוצדורת הצעת הרכש כמו: חטיעה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים;  
25 - אם הוכח כי הצעת הרכש התקבלה לאחר שבמנין קולות הניצעים שנענו לה הובאו  
26 קולותיהם של בעלי מניות במציע או מטעמו, לרבות קרוביהם או תאגידים שבשליטתם.  
27  
28 והישום לענינו:  
29 ב"כ המבקשים צירף את חוה"ד של קאופמן אהוד (ת/14) מתאריך 15.5.2009.  
30 המומחה (שזו חוות הדעת הראשונה שלו לענין סעד הערכה) קובע את המנגנון לקביעת שווי מניה  
31 הוגן (סעיף 109 שם) כך:  
32  
33 "לפי חוות דעתי השווי ההוגן של מניה במצב של רכישה כפויה צריך להיקבע לפי  
34 השווי הנכסי והזכויות של החברה לפי ערכם במועל, תזרים המזומנים הצפוי וכן לפי

**בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו**

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

- 1 פוטנציאל הרווח של החברה, ולא לפי ערך המניה במורסה או חישובי ערך שמרניים,
- 2 והכל לאחר חיפה מלאה של נכסי החברה".
- 3
- 4 העד הגדיר (בעדותו עמ' 159) את המודל לעריכת חוה"ד כ: "הערכת השווי, שהצעת הרכש התבסס
- 5 על המחיר של השוק בתוספת איזושהיא פרמיה שהציעו הצעת הרכש...".
- 6 ומאוחר יותר (עמ' 186) אמר שהבסיס לחוה"ד היא שיטת ה-NAV.
- 7 נראה שלפי אמת מידה זו, עתרו המבקשים, בתביעה המתוקנת, לשווי מניה בגובה של 130 ₪ (סעיף
- 8 103), לעומת 79 ₪ בחוה"ד המובחה (שניתנה בהסתייגות, מכיון שלא ראה את כל החומר הרלבנטי).
- 9 כדי לאושש את תביעתו, אמור היה ב"כ המבקשים להגיש חוה"ד מתקנת לאחר שקיבל חומרים
- 10 נוספים במסגרת גילויי המסמכים וגם/או את חוה"ד המאוחרות יותר שנגשו, ובמיוחד כשב"כ
- 11 המבקשים הגיש בקשה לגילוי מסמכים ולצירוף חוה"ד אחרות – מאוחרות יותר- בשיטת ה-DCF-
- 12 כשהוא מציין כי ממסמכים אלה ניתן יהיה לדלות את הערך ההוגן הנכון (ר' החלטה בבקשות 16 ו-36
- 13 המהוות חלק מהחלטה זו).
- 14 כדי לאושש את תביעתו, אמור היה ב"כ המבקשים להגיש חוות דעת מומחה בשיטת ה-DCF, לפחות
- 15 לאחר פרסום פס"ד קיטאל.
- 16 כדי לאושש את תביעתו, אמור היה ב"כ המבקשים להגיב בחוה"ד נגדית של מומחה מטעמו, לחוה"ד
- 17 של המשיבה שהן שיטת ה-NAV והן שיטת ה-DCF נזכרו בה;
- 18 כדי לאושש את תביעתו, יכול היה ב"כ המבקשים לעתור לבית המשפט להגיב לחוה"ד השונות
- 19 שהוגשו מטעמו והיערכות השונות של המשיבה נזכרו בהן, כדי להבחיר לבית המשפט, מדוע חישובים
- 20 אלה, במונחים אלה, לרבות חישוב לגבי חברת אי.די.בי אחזקות, - רלבנטיים להערכת השווי נשוא
- 21 בקשה זו.
- 22 הדברים לא נעשו.
- 23 מומחה המבקשים לא התבקש להגיש חוה"ד נוספת לגבי המחיר, גם לאחר שבוצע גילוי מסמכים
- 24 בתיק;
- 25 מסתבר גם כי הוא לא נקט לפי אמת החישוב של שיטת ה-NAV (עמ' 187) באשר לא ביצע ניכוי
- 26 של ההתחייבויות, עקב מחסור במסמכים.
- 27 חתוצאה היא – שבתמיכה לבקשה הוגשה חוה"ד מומחה חלקית, לפי שיטה בסיסית שונה מזו
- 28 שנקבעה בביחמ"ש העליון.
- 29 והרי, למטרה זו (בין היתר): בדיקת הערכים שיכולים להיות בסיס ל-NAV, וכדי לבדוק מה גרס
- 30 לשוני בהערכות השונות של המשיבה לפי שיטת ה-DCF, חותרה הגשת חוות דעת מאוחרות יותר
- 31 בשיטת ה-DCF, עליהן אעמוד להלן.
- 32 ולא נשמט מעיני כי מומחה המשיבה ציין בחקירתו כי (עמ' 502) בחברת אחזקות שיטת ה-NAV
- 33 היא השיטה המקובלת, וכן הדבר גם בספרות הכלכלית; וכי התחשיב המקובל למחיר הוגן של מניה
- 34 הוא בחנות מחיר לעומת ה-NAV (שם).



## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1 זהו אולי הטעם שהמשיבה הגישה במסגרת חוה"ד מטעמה מספר סוגים של תחשיבים, כשהעיקריים  
2 בהם:  
3 האחד – לפי החלטת ביהמ"ש בנושא של קיטאל - בנושא של חברת אחזקות, שיש לעשות שימוש  
4 בשיטת ה-DCF;  
5 ואילו השני – לפי עמדת הכלכלנים, שבחברת אחזקות יש לעשות שימוש דווקא בשיטת ה-NAV.  
6 אכן זו סוגיה שלטעמי ראויה אולי לעיון מחדש בבית המשפט העליון, כרם נכון לגכשיו בתיקים  
7 המאוחדים שהיו בפניו החליט ביהמ"ש העליון, שיש לעשות שימוש בשיטת ה-DCF, לענן חברת  
8 אחזקות.  
9 לכן כאמור זו תהיה השיטה הקובעת גם במקרה הנוכחי.  
10 מה שנותר למבקשים לנטות הוא להוכיח כי במקרה הספציפי שלהם, לא היה מקום לעשות שימוש  
11 בשיטת ה- DCF אלא בשיטת ה- NAV דווקא. זה אחד הפתחים שהותר בית המשפט, לגבי מי  
12 שאמור "להימלט" מברירת המחל של חישוב באמצעות שיטת ה-DCF.  
13 האם הצליח ב"כ המבקשים להוכיח כי למרות שהאמור בחברת אחזקות, יש מקום להחריג את  
14 הערכת השווי ההלכה הכללית שנקבעה בקיטאל, ולפעול לפי שיטה אחרת?  
15 התשובה שלילית.  
16 לכן הפועל היוצא הוא – שבידי ב"כ המבקשים חו"ד לא מושלמת, בשיטה לא נכונה, ובמובן זה אין  
17 תמיכה לבקשתו.  
18 במהלך שמינת הראיות עלה בידי ב"כ המבקשים להוכיח כי חלק מהתחשיבים של מומחי המשיבה,  
19 אינו מדוייק.  
20 בסיכומיו הוא, לכן, גורס שלחו"ד מומחה המשיבה ערך אפסי (סעיף 49 סיפא), והוא בבחינת פיסת  
21 נייר (סעיף 18) ואין לה ערך אובייקטיבי (סי' 19) בכלל ועקב כל מיני פגמים שהוא מוצא בה, הוא  
22 מבצע בעצם חישובים עצמאיים של הערכת השווי, לפי הנתונים שהוכחו בכדי לחגוע לערך החוגן של  
23 המניה.  
24 הפגמים שחגגו ונשארו ללא הסבר בחו"ד מומחי המשיבה היו:  
25 גובה חדיבידנד שחולק בסכום גבוה ממה שהמומחה העריך בחוה"ד שלו (עמ' 257 שורות 12-30; עמ'  
26 258 שורות 7-21).  
27 התבדל בגירסאות בין עמדת דנקר שהיה הרבה כסף בקופה (עמ' 124 שורה 2), לבין עמדת המומחה  
28 (עמ' 285 שורות 27-31; עמ' 286).  
29 תחשיב המומחה לגבי הוצאות הנחלה (עמ' 282-283, 311-312) שחיו גבוהות בכ- 18% מחסכום  
30 שהוצא בפועל בשנת 2009 (עמ' 40 לסיכומי המבקשים).  
31 בתנחן שפגמים אלה נכונים, האם אפשר לחעמיס סכומים אלה על גבי השווי של החברה ובכך  
32 לחעלותו, וביחד עמו את ערך השווי החוגן של המניה:  
33 ב"כ המבקשים גורס שכן, ולמיצער שיש לתקן את חוה"ד בהתאם, ועפ"י חישוביו.  
34 זו פרוצדורה שאינה מקובלת באשר המדובר בחו"ד מומחה ובחישובים של מומחיות הן בכלל  
35 ובתובענה ייצוגית בפרט.



## בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1  
2 מבלי להכנס לפרטי הפגמים (הנטענים) אזי זו דרך מאד מסוכנת לנבקשים:  
3 כותונן יש בפנינו כבר קביעה, שאין להסתמך על שיטת החישוב של ה-NAV, וכי ב"כ המשיבים לא  
4 הצליח להוכיח סיבה לסטות מהילכת קיטאל. העובדה שהמשיבה התנחלה במשך כל השנים לפי  
5 שיטה של: ספרים וערך שוק, הגבוה מביניהם, כדי לאמוד את נכסיה, אינה סיבה מספיק טובה  
6 לסטייה, לאור הנחות היסוד שנקבעו בפס"ד קיטאל, כיצד נבחנת ההוגנות.  
7 אם "נזרום" גם ב"כ הנבקשים ונאמר, שאין לקבל את האמור בשיטת חישוב ה-DCF, של מומחי  
8 המשיבה, כי אז אין בפני בית המשפט, שום חוות דעת לענין הערכת שווי;  
9 אם לכך נוסף את העובדה, כי נושא הערכת השווי הינו דבר שבמומחיות, לגבי קבעה הפסיקה יש  
10 צורך לקבל חו"ד מומחה, כי אז אין לקחת בחשבון את "התיקון" שנעשה ע"י ב"כ המבקשים (סעיף  
11 97 לסיכומים), ונוצר מצב של טיעונים חסרי תשתית ראייתית לצורך קביעת השווי החוגן של המניה.  
12 עסקינן בתובענה ייצוגית, שעפ"י הוראות המחוקק על המבקש - כאמור - להוכיח את תביעתו לא רק  
13 לכאורה, אלא רף החוכחה הוא ברמה גבוהה יותר של סבירות (ר' רע"א 8268/96 דייכרס נ' שמש  
14 פ"ד נה (5) 276, 291) וזה לא קיים כאן.  
15 טיעון אחר שהועלה ע"י ב"כ המבקשים כחיוק לעמדתו בדבר השווי הלא חוגן של המניה ומציאת  
16 השווי הנכון הוא שבידי המשיבה מספר חוות דעת בשיטת ה-DCF, מתאריכים שונים, כשבכל אחת  
17 מהן שווי נכסים שונה של המשיבה, ומהם ניתן לראות הן את השווי החוגן, והן את אי נכונות  
18 חוה"ד של המשיבה שצורפה לתיק.  
19 וזו סוגיה נוספת קרי:  
20 מה דין חינוכות מומחים שונות בחו"ד שונות במועדים שונים, בשיטת ה-DCF.  
21 האם אלה רלבנטים לענינו?  
22 נפתח במסמך שצורף לעמדת המשיבה לתובענה זו - חוה"ד של פרופ' חיים בן שחר ופרופ' אשר בלס  
23 מתאריך 31.5.2010.  
24 הערכה זו נעשתה ב-4 שיטות חלופיות, ביניהן שיטת ה- DCF וה-NAV.  
25 מניתוח הנתונים חם חגיגו למסקנה כי בשיטת ה- DCF בהתאמה לחלוקת רווחים כדיבידנד,  
26 בשיטת חיוון זרמי הדיבידנדים (DDM) שווי המניה היה 34 ₪.  
27 חוות דעת שניה שצורפה לפי בקשה מיוחדת של ב"כ המבקשים היא חוה"ד של פרלמן מנחם  
28 שנעשתה בינואר 2013 לגבי חברה שונה - אי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ, לענין: "עמידת חלוקות  
29 דיבידנדים שביצעה החברה במהלך השנים 2008-2010... במבחן יכולת הפרעון, הקבוע בסעיף 302  
30 לחוק החברות".  
31 בסעיף 48 לחוה"ד הוא כותב:  
32  
33 "לדעתי הדרך בה בחרה החברה לצורך חישוב שווי הנכסים, המבוססת על הערך  
34 הגבוה מבין שווי הספרים לשווי שוק של ההשקעות הסחירות, היא הדרך  
35 המדויקת והמבוססת ביותר לחישוב שווי נכסיה של חברת אחזקות...".



## בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

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

לשיטה זו היתנה השלמה אותה מתאר המומחה שם בסעיף:

"השלים הדיסקטוריון בבחינה לטיוח הקצרי, הצומח פני עתיד, במסגרתה נבחן תזרים המזומנים הצמוי של החברה ביחס להתחייבויותיה בטווח הזמן הקרוב. את בחינת תזרים המזומנים הצמוי יש לערוך במועד ההחלטה על חלוקה, בהתבסס על הנתונים הידועים במועד זה" (הכוונה כמובן לחלוקת דיבידנדים – הערה שלי ד.פ.).

לגבי חו"ד זו, מעבר לבעייתיות החוזרת של חדרך הנכונה לחישוב בחברות אחזקות) אומר שלושה:

- המדובר בחברה אחרת, ולא ברור לי הקשר בין האמור שם לבין נושא הדין, ובמיוחד –
- כשהמדובר בתחשיב משולב של בסיס NAV ובתוספת DCF לטווח קצר.
- ועל כל פנים לא בשיטה אותה קבע ביחמ"ש היגליון בפרשת קיטאל.
- לאור המטרה של חוה"ד והתאריך המאוחר יותר שלה.

מכל אלה עולה - שלא ניתן לחסתמך עליה.

חוות דעת נוספת היא חוה"ד של פאחן קנה בע"מ שנעשתה בתודש אפריל 2013 ונכונה ליום 30.9.12, וענינה אומדן שווי כלכלי של אי.די. בי חברה לפתוח בע"מ (ר' ההקדמה). שם הוערך שווי מניה בין 35.67 ועד 69.14 ₪ למניה.

המדובר בהערכת שווי שנערכה כ-6 שנים לאחר הגשת התביעה, לגבי מצב החברה נכון ל-5 שנים בקרוב לאחר הגשת התביעה.

לא צריך להיות כלכלן דגול כדי לחניע למסקנה, ששווי חברות משתנה, ולא ניתן לקחת היערכה זו כבסיס או כהסבר (אפילו אינה מזויקת ביותר) כדי לקבוע שהערכה שנעשתה לשנה הרלבנטית, - אינה נכונה.

אשר יעל כן אני מגינה למסקנה, שהערכה שיש לחסתמך עליה היא ההערכה שצורפה לחו"ד המשיבת. אני יורה לנסיון ב"כ המבקשים למצוא בה פגמים, שאולי קיימים ברמה כזו או אחרת, ברם לא הוכח לי האם הם פוגעים בשווי ההגון של החברה ועד כמה.

משהגעתי למסקנות לעיל, נראה שאין מקום לבחון את שאר התנאים לאישור בקשה לתובענה ייצוגית, ואני קובעת שתבקשה נדחית בהעדר עילת תביעה.

ולפני סיום –

לא אוכל לעבור לסדר היום על דרך התנהלותו של ב"כ המבקשים.

לא ייתכן ללוות כמעט כל מסמך כתוב וכל שאלה בהטית הפועל: שקר על כל גווניו, ביחוס תרמית, הטעיה וספקולציה לכל מי שהחליט, כתב או פעל לגבי נושא המשפט.

ייתכן והדבר גם נכון, אבל זה יענין לראיות, והדבר החשוב יותר, ניתן לחגיע לתוצאה כזו, ולהגנה על חלוקה, גם בשימוש במילים ובכתיבה שמכבדות את אומרו.

16 מתוך 17





## בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 1543-09  
12 מרץ 2014

1 ב-רע"א 1104/07 ע"ד פואד חיר ג' ע"ד עודד גיל (פורסם ב-נבו) חדגיש בית המשפט כי אין:  
2 "להחדיד מורא ללב המשתתפים בדיון המשפטי ולהקשות עליהם למלא את תפקידם" (פיסקה 10  
3 שם), אבל איני סבורה שהכוונה היתה לניהול אלים ולא נחוץ של התבטאויות, שרק בעת שמיעת  
4 העדויות ניתן היה לעצור בעד שטפס.  
5

### פ ס ק - ד י 1

6  
7  
8 משדחיתי את הבקשה, אזי גם התביעה נדחית.  
9 התובעים ישלמו לנתבעת ביחד ולחוד שכ"ט ע"ד בסכום של 50,000 ₪, וכן את הוצאותיהם, אותן  
10 ישום הרשם.  
11 המזכירות תודיע בפקס.  
12

13 ניתנה היום 12.3.2014, בהיעדר הצדדים.  
14 המזכירות תמציא עותק החלטה זו לב"כ הצדדים בהמצאה כדין וכן למנהל בתי המשפט.  
15

ד"ר דרורה פלמל, שופטת  
ס/נשיאה

16