

בעניין: סעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות")

ובעניין: פמה חברה להשקעות ונכסים בע"מ, ח.צ. 520024910 ("החברה")

ובעניין: סמדר חפץ, ת.ז. 038495420 ("המבקשת")

מרח' רחוב רופין 22, תל אביב
ע"י ב"כ עו"ד יצחק אבירם (16689) ו/או עו"ד נועם שכנר
מבית עוז, קומה 12, רח' אבא הלל סילבר 14, רמת גן 52506
טל': 03-6110505 ; פקס': 03-7522095

- נ ג ד -

("המציעות")

1. מקסאל השקעות בע"מ
2. הר המלך אינווסטמנט קורפ.

מת.ד. 20519 תל אביב 61204
באמצעות עוה"ד איזי הולדשטיין, אורלי ויניק-כספי ומיקי אוסובסקי
ממשרד עו"ד הולדשטיין, שלו, גלאור
מרחוב דניאל פריש 3 תל אביב
טלפון: 03-6910330 ; פקס: 03-6919533

בקשה לאישור בקשה לסעד הערכה

כתובענה ייצוגית

לפי חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006

בעניין: סעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999
ובעניין: פמה חברה להשקעות ונכסים בע"מ, ח.צ. 520024910
ובעניין: סמדר חפץ, ת.ז. 038495420
מרחוב רופין 22, תל אביב
ע"י ב"כ עו"ד יצחק אבירם (16689) ו/או עו"ד נועם שכנר
מבית עוז, קומה 12, רח' אבא הלל סילבר 14, רמת גן 52506
טל': 03-6110505 ; פקס': 03-7522095

- נ ג ד -

1. מקסאל השקעות בע"מ
2. הר המלך אינווסטמנט קורפ.
שתייהן מת.ד. 20519 תל אביב 61204
באמצעות עוה"ד איזי הולדשטיין, אורלי ויניק-כספי ומיקי אוסובסקי
ממשרד עו"ד הולדשטיין, שלו, גלאור
מרחוב דניאל פריש 3 תל אביב
טלפון: 03-6910330 - פקס: 03-6919533

(המציעות)

בקשה לאישור בקשה לסעד הערכה - כתובענה ייצוגית

המבקשת מתכבדת להגיש בזאת בקשה לאישורה של בקשה לסעד הערכה, בהתאם לסעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן, "חוק החברות"), כתובענה ייצוגית לפי חוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006 (להלן, "חוק תובענות ייצוגיות")

לבקשות מצורפים נספחים המסומנים במספרים. ההדגשות בציטוטים השונים המופיעים בבקשות הוספו כולן, אלא אם נאמר אחרת.

ואלה נימוקי הבקשה:

תוכן עניינים

3	.....	חלק א' - עיקרי הדברים
4	.....	חלק ב' - הצעות הרכש של המציעות
4	.....	1. מבנה האחזקות בחברה ערב הצעת הרכש
5	.....	2. הליכי הצעת הרכש מיום 10/11/2009
6	.....	3. הצעת הרכש השנייה מיום 6/12/2009
6	.....	4. קבלת הצעת הרכש וביצוע הרכישה הכפויה
6	.....	5. אודות המבקשת והזיקה שלה למניות החברה
7	.....	חלק ג' - על החברה והשווי ההוגן של המניות
7	.....	1. מקורות הנתונים אודות החברה
7	.....	2. רקע כללי אודות החברה
8	.....	3. תחשיב ההון העצמי למניה - 46.64 ש"ח למניה
9	.....	4. השווי למניה לפי תזרים המזומנים המהוון (DCF)
10	.....	5. השוואה של שער הצעת הרכש ביחס לשווי המניה בחתכים שנסקרו לעיל
10	.....	6. אופן קביעת השווי ההוגן במקרה דנן
11	.....	חלק ד' - מהו השווי ההוגן ודרך קביעתו
11	.....	1. הקשרו החוקתי והחוקי של המונח "שווי הוגן"
12	.....	2. "שווי הוגן" אינו "שווי שוק" אלא שווי לפי מודל DCF
16	.....	חלק ה' - התנאים לאישור התובענה כתובענה ייצוגית
17	.....	ה.1. מתקיימים בבקשה תנאי הסף להגשתה של התובענה כייצוגית
19	.....	ה.1. (א) - קיומה של קבוצה והגדרת הקבוצה
21	.....	ה.1. (ב) - קיומו של נזק לכאורי
21	.....	ה.2. התקיימות תנאי הסף לאישור התובענה כייצוגית
22	.....	תנאי 1 - שאלות מהותיות של עובדה ומשפט
23	.....	תנאי 2 - תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת לניהול התביעה
25	.....	תנאי 3 - יסוד סביר להניח כי עניינם של חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת
25	.....	תנאי 4 - יסוד סביר להניח כי עניינם של חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בתום לב
26	.....	חלק ו' - סיכום

חלק א' - עיקרי הדברים

1. עניינה של תובענה זו בעתירה למתן סעד הערכה, על יסוד סעיף 338 לחוק החברות.
2. המבקשת החזיקה מניות של **פמה חברה להשקעות ונכסים בע"מ** (להלן גם "החברה") והיא נכפתה למכור את מניותיה למשיבות ("המציעות"), במסגרת הצעת רכש, תוך תשלום מחיר נמוך מהשווי ההוגן של המניות, כפי המפורט להלן.
3. עתה היא מבקשת, בהתאם לזכותה בחוק, כי בית המשפט יקבע את השווי ההוגן של המניות ויחייב את המציעות לשלם לה ולכל הניצעים בהצעת הרכש את ההפרש בין המחיר ששולם להם בגין המניות, לבין השווי ההוגן של אותן מניות.
4. רכישת מניות, לפי תמורה מוכתבת מראש ע"י בעל השליטה בחברה, עלולה להביא למצב בו הרוכש יבקש להשתלט על מלוא מניות החברה, במחיר המינימאלי מבחינתו, ולפיכך דורשת הגנה מתאימה מצד המחוקק ומצד בתי המשפט על בעלי מניות המיעוט.
5. סעיף 338 לחוק החברות קובע כדלקמן:

"(א) בית המשפט רשאי, לבקשתו של מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה כאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(א), לקבוע, כי התמורה עבור המניות היתה פחות משווי ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שייקבע בית המשפט.

(ב) בקשה כאמור בסעיף קטן (א) תוגש לא יאוחז משלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה; ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית ויחולו הוראות סעיף 209."
6. בקשת המבקשת לסעד הערכה, מוגשת בהתאם לסעיף 338(א) לחוק. לפי הוראות סעיף 338(ב) לחוק החברות, בקשה לסעד הערכה - יכול שתוגש כתובענה ייצוגית.
7. ברי כי למבקשת עילת תביעה עפ"י דין - זכות לסעד ההערכה, על יסוד סעיף 338 לחוק החברות - הנובעת מזיקה לנייר ערך. נשאלת השאלה: מה ראה טעם המחוקק לציין בסעיף 338 לחוק החברות כי תובענה לסעד הערכה - יכול שתוגש כתובענה ייצוגית? והלא ברי כי כל תובענה יכולה להיות מוגשת כתובענה ייצוגית, אם היא עומדת בתנאים הקבועים לכך בסעיף 207 ו-210 לחוק החברות (דאז) או בתנאי חוק תובענות ייצוגיות היום?
8. המחוקק אינו משחית מילותיו לריק ולכן, בהתוותו את הדרך להגיש בקשה לסעד הערכה לפי סעיף 338(א) לחוק החברות, על דרך של תובענה ייצוגית, באופן ספציפי, לא ביקש המחוקק לחזור על המנגנון הכללי שהיה קבוע אז בסי' 207 ואילך לחוק החברות, אלא ביקש ליצור במקרה זה - של סעד ההערכה במסגרת הצעת רכש מלאה - מסלול ישיר לאישור תובענה כייצוגית, ללא החלת הדרישות המפורטות בסעיף 210 לחוק החברות (דאז).
9. לחילופין ולמצער, יש לראות את המחוקק כמי שקבע חזקה סטטוטורית, לפיה, התנאים המוקדמים שבסעיף 210 לחוק החברות (דאז, וחוק תובענות ייצוגיות כיום) מתמלאים לגבי בקשת סעד ההערכה וכי הנטל מוטל על הרוצה להפריך חזקה זאת.

10. כך או כך, על יסוד סעיף 338(ב) לחוק החברות, מתבקש בית המשפט הנכבד להכיר בבקשת המבקשת לסעד הערכה, כתובענה ייצוגית. לחילופין, לשם הזהירות בלבד, תראה המבקשת, כי יש להכיר בבקשה לסעד הערכה כתובענה ייצוגית, גם על יסוד המנגנון הכללי הקבוע בדין.
11. הקבוצה אותה מבוקש לייצג בתובענה זאת היא קבוצת בעלי המניות בחברה שמניותיהם נרכשו מהם בהתאם להצעת הרכש מיום 6/12/2009; דהיינו, כל בעלי המניות של החברה מקרב הציבור, ביום 23/12/2009, ובמלים אחרות, הבעלים של 657,827 מניות רגילות א' בנות 1 ש"ח ע.נ. המהוות 16.48% מההון המונפק והנפרע של החברה ("מניות הניצעים").
12. בקצרה, מניות הניצעים נרכשו במחיר 26 ש"ח למניה. הסכום שהיה הוגן וראוי כי ישולם בגין כל מניה, הוא השווי ההוגן, מוערך לעת הגשת התביעה ב- 58.37 ש"ח למניה. ההפרש בין המחיר ששולם (26 ש"ח) לבין השווי ההוגן, היינו 32.37 ש"ח לכל הפחות, הוא ההפסד שנגרם לכל אחד מחברי הקבוצה בגין כל מניה שנרכשה ממנו.
13. סך התביעה הכולל לכל חברי הקבוצה, שהינו מכפלה של מספר המניות בשווי הנוסף, עומד בשלב זה על 21,296,070 ש"ח (657,827 מניות X 32.37 ש"ח לכל מניה, לכל הפחות).
14. הסעדים המתבקשים בשם הקבוצה הם אלו:
- א. הערכת שוויין ההוגן של מניות החברה, בהתאם להוראות סעיף 338(א) לחוק החברות;
- ב. חיוב המציעות לשלם לחברי הקבוצה את השווי ההוגן של מניות החברה, כפי שיקבע בית המשפט הנכבד בצירוף ריבית והצמדה.

חלק ב' - הצעות הרכש של המציעות

11. מבנה האחזקות בחברה ערב הצעת הרכש

15. **המציעות הן בעלות השליטה בחברה.** ערב הצעת הרכש, החזיקו המציעות יחדיו ב- 3,332,201 מניות החברה, המהוות 83.51% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ומזכויות ההצבעה בה (3,990,028 מניות בסך הכל):
- א. כמפורט בהצעת הרכש, 2,590,058 מניות החברה (המהוות כ- 64.91% מזכויות ההון וההצבעה בחברה) מוחזקות ע"י מקסאל השקעות בע"מ (להלן: "מקסאל"), חברה בבעלות ובשליטת זליג ונגרובסקי (ישירות 90%) ואשתו (10%) (להלן: "בעל השליטה");
- ב. 742,143 מניות החברה (המהוות כ- 18.6% מזכויות ההון וההצבעה בחברה) המוחזקות ע"י הר המלך אינווסטמנט קורפ. (להלן: "הר המלך"), חברה המאוגדת על פי דיני מדינת פנמה, המצויה בבעלות ובשליטה מלאה של מר מרטין ונגרובסקי (אחיו של בעל השליטה), הקשורה עם מקסאל בהסכם הצבעה בקשר להחזקותיה בחברה.
16. ניירות ערך של החברה, המוחזקים על ידי הניצעים ערב פרסום המפרט, ואשר הוצע לרכשם בהצעת הרכש היו 657,827 מניות רגילות של החברה, המהוות כ- 16.48% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ומזכויות ההצבעה בה (להלן: "מניות הניצעים").

ב2. הליכי הצעת הרכש מיום 10/11/2009

17. ביום 10/11/2009 פרסמו המציעות הצעת רכש, ולפיה הן מציעות לכל בעלי המניות של החברה (למעט לעצמן) הצעת רכש מלאה בהתאם לסעיף 336 לחוק החברות, לרכישת כל המניות הרגילות א' בנות 1.00 ש"ח ערך נקוב של החברה (להן: "המניות"), במחיר של 22 ש"ח למניה (להלן - "הצעת הרכש" או "ההצעה", ו-"המפרט").

נספח 1 < מצ"ב העתק מפרט הצעת הרכש מיום 10/11/2009

18. הצעת הרכש הופנתה לכל בעלי המניות של החברה, למעט ביחס למניות המוחזקות בידי המשיבות.
19. המציעות הציעו עבור כל המניות שתירכשנה על פי הצעת הרכש, סך כולל של 14,472,194 ש"ח.
20. התחייבות המציעות לרכישת מניות הניצעים הותנתה בשיעור היענות מזערי, כך שתיתנה הודעות קיבול מן הניצעים, המתייחסות לפחות ל- 458,326 מניות של החברה, המהוות כ- 11.48% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ומזכויות ההצבעה בה בתאריך המפרט. היענות מזערית זו אמורה להביא את שיעור ההחזקות של המציעות בחברה ל- 95% לפחות מהון המניות המונפק של החברה ("שיעור היענות המזערי").
21. בהתאם למפרט, אם במועד הקיבול, הניצעים שלא ייענו להצעת הרכש יחזיקו מניות המהוות פחות מ- 5% מההון המונפק של החברה, תתבצע מכירה כפויה בהתאם להוראות סעיף 337 (א) לחוק החברות, גם מהניצעים אשר לא יענו להצעת הרכש ("מכירה כפויה"). לאחר מכן תהפוך החברה לחברה פרטית ומניותיה יימחקו מהמסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ ("הבורסה").
22. שער הנעילה של המנייה ביום 9 בנובמבר 2009 (היום הסמוך לפני תאריך המפרט) היה 20.19 ש"ח למניה, שהם כ- 9% פחות מן המחיר המוצע בהצעת הרכש (ר' ס' 13 למפרט, בעמ' 6).
23. כעולה מן המפרט, **ההון העצמי למניה היה כ- 44.4 ש"ח למניה, קרי גבוה בכ- 102% מהשער המוצע לרכישה (ס' 14 למפרט, בעמ' 6):**

"ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה (בניכוי זכויות מיעוט) בהתאם לדו"חותיה הכספיים המאוחדים של החברה ליום 30.06.2009 הינו כ- 177,176 אלפי ש"ח. ההון העצמי המיוחס לכל מניה של החברה הינו כ- 44.4 ש"ח."

24. עוד צוין בסעיף 16 למפרט, פרט חשוב לענייננו- **המניות הן דלות סחירות:**

"בהתאם להודעת הבורסה לניירות ערך בתל אביב מיום 18 במרץ, 2009, והחל מיום 17 בפברואר 2009, נסחרות מניות החברה בשימת ניירות הערך דלי סחירות. בהתאם, ניירות הערך של החברה נסחרות במסחר רב צדדי פעמיים ביום, בתחילת יום המסחר ובסיומו, ולא נסחרות בשלב הרציף הדו צדדי."

25. בסעיפים 46-47 למפרט, מפנות המציעות לסעיפים 337 ו- 338 לחוק החברות שזכרו לעיל. כלומר, המציעות עצמן, מפנות את הניצעים, **כולם**, אל הוראות ס' 338 בעניינו "סעד הערכה", ולזכותם לפנות אל בית המשפט.

26. ביום 26/11/2009 פרסמה החברה דו"ח מיידי, על פיו נענו להצעת הרכש רק המחזיקים ב- 9.43% מהון המניות של החברה, שיעור הנמוך משיעור היענות המזערי (11.48%). לאור זאת, הצעת הרכש לא נכנסה לתוקף.

נספח 2 < מצ"ב העתק הדו"ח המיידי מיום 26/11/2009 על תוצאות הצעת הרכש הראשונה

3ב. הצעת הרכש השנייה מיום 6/12/2009

27. ביום 6/12/2009 פורסם מפרט הצעת רכש נוספת (להלן - "המפרט השני", "הצעת הרכש השנייה").

נספח 3 < מצ"ב העתק מפרט הצעת הרכש השנייה מיום 6/12/2009

28. עיקר השינוי הוא קביעת מחיר המניה ע"ס של 26 ש"ח למניה, במקום 22 ש"ח. או במילים אחרות, המציעות הציעו עבור כל המניות שתירכשנה על פי הצעת הרכש, סך כולל של 17,103,502 ש"ח.

29. במפרט השני אף פורסם כי ההון העצמי של החברה עלה בכ- 9 מיליון ש"ח, ולפיכך ההון העצמי למניה היה כ- 46.64 ש"ח למניה, ולא 44.4 ש"ח, וזאת בהסתמך על הדוחות הרבעוניים של הרבעון השלישי. ר' ס' 14 למפרט, בעמ' 6:

"ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה (בניכוי זכויות מיעוט) בהתאם לדו"חותיה הכספיים המאוחדים של החברה ליום 30.09.2009 הינו כ- 186,094 אלפי ש"ח. ההון העצמי המיוחס לכל מניה של החברה הינו כ- 46.64 ש"ח."

30. עדיין לא היה בהעלאת מחיר הצעת הרכש כדי להואיל ומחיר הרכישה - 26 ש"ח למניה המשקף שווי חברה בסך כ- 104 מיליון ש"ח - הינו זעום לעומת ההון העצמי למניה - 46.64 ש"ח, ולבטח לעומת הערך ההוגן והאמיתי של המניות.

31. בכל מקרה, ההון העצמי למניה המיוחס לבעלי המניות של החברה בהתאם לדוחות הכספיים האמורים היה כ- 46.64 ש"ח למניה, קרי גבוה בכ- 79% ממחיר הצעת הרכש השנייה.

4ב. קבלת הצעת הרכש וביצוע הרכישה הכפויה

32. ביום 23/12/2009 פרסמה החברה הודעה לפיה ניתנו הודעות קיבול של 516,337.19 מתוך 657,827 מניות שהוצע לרכוש, היינו 12.94% מהון המניות של החברה, ומעל שיעור ההיענות המזערי. ולפיכך התקבלה הצעת הרכש. החל מיום 30/12/2009 נמחקה המניה מהמסחר.

נספח 4 < מצ"ב העתק הדו"ח המידי מיום 23/12/2009 על תוצאות הצעת הרכש

נספח 5 < מצ"ב הודעה (מתוקנת) על המחיקה מהמסחר מיום 29/12/2009

5ב. אודות המבקשת והזיקה שלה למניות החברה

33. המבקשת הינה עורכת דין בהכשרתה העובדת במחלקת סחר בינלאומי בחברה מסחרית גדולה.

34. בידי המבקשת היו 505 מניות של החברה.

נספח 6 < מצ"ב מסמכים המתעדים את זיקתה של המבקשת למניות ולהצעת הרכש

35. המבקשת לא נענתה להצעת הרכש.

36. המבקשת נכפתה למכור את מניותיה במחיר שהוצע.

37. ואכן, ביום 29/12/2009 נמכרו למשיבות 505 המניות של המבקשת.

חלק ג' - על החברה והשווי ההוגן של המניות

1.1. מקורות הנתונים אודות החברה

38. בחלק זה נפרט אודות החברה ואודות מספר מדדים המעידים כי מחיר הצעת הרכש לא היה הוגן.
39. העובדות נלמדו מן הדוחות התקופתיים שפרסמו החברה וחברת-הבת אורדע פרינט תעשיות בע"מ ("אורדע"), לשנת 2008, ולרבעון השלישי של שנת 2009 (שהוא הדוח הכספי האחרון ערב הצעת הרכש בה עסקינן). בנוסף, הסתמכו המבקשת והמומחה על מסמכים שצורפו לאותם דוחות, כגון חוות דעת שמאיות לנכסי נדל"ן.
40. הדוחות המדוברים מצטברים למאות רבות של עמודים. למען הנוחות, צורפו רק העמודים הרלוונטיים מן הדוחות הללו, תוך שמבקשת שומרת על זכותה לצרף עמודים נוספים במסגרת ההליכים.
41. בשלב זה, מפנים המבקשת והמומחה מטעמה אל הדוחות והמסמכים שיימנו להלן:

נספח 7 < מצ"ב דו"ח התקופתי של החברה לשנת 2008

נספח 8 < מצ"ב דו"ח הדירקטוריון של החברה על מצב ענייני התאגיד לתקופה שנתיימה ביום 31 בדצמבר 2008

נספח 9 < מצ"ב הדוחות כספיים של החברה ליום 31 בדצמבר 2008

נספח 10 < מצ"ב דו"ח הדירקטוריון על מצב ענייני התאגיד לתקופה שנתיימה ביום 30 בספטמבר 2009

נספח 11 < מצ"ב דוחות כספיים תמציתיים ביניים של החברה ליום 30 בספטמבר 2009

נספח 12 < מצ"ב מספר עמודים מן הדו"ח התקופתי של אורדע לשנת 2008

נספח 13 < מצ"ב הדוחות כספיים של אורדע ליום 31 בדצמבר 2008

נספח 14 < מצ"ב דו"ח הדירקטוריון של אורדע על מצב ענייני התאגיד לתקופה שנתיימה ביום 31 בדצמבר 2008

נספח 15 < מצ"ב הדוחות הכספיים התמציתיים של אורדע לרבעון השלישי של שנת 2009

נספח 16 < מצ"ב חוות דעת שמאית לנכס נדל"ן מניב של החברה ברחוב הברזל 29 בתל אביב (בית קומברס) אשר צורפה לדוח התקופתי של החברה לשנת 2008.

נספח 17 < מצ"ב חוות דעת שמאית לנכס נדל"ן מניב של החברה ברחוב הנחושת 6 בתל אביב אשר צורפה לדוח התקופתי של החברה לשנת 2008

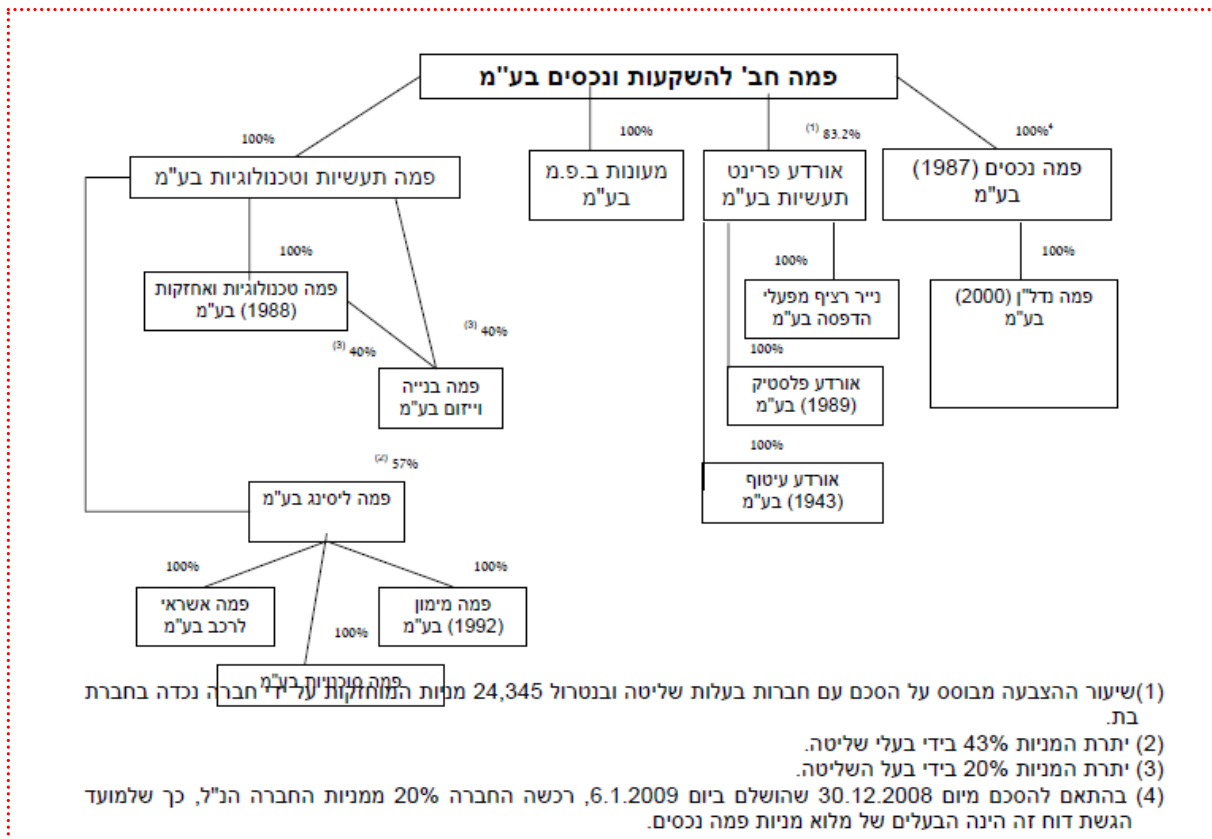
נספח 18 < מצ"ב חוות דעת שמאית לנכס נדל"ן מניב של החברה ברחוב השיקמה 40 בכפר סבא אשר צורפה לדוח התקופתי של החברה לשנת 2008

2.1. רקע כללי אודות החברה

42. החברה הינה חברת השקעות העוסקת במספר תחומי פעילות, חלקן באמצעות חברות בנות וקשורות וחלקן במישרין.
43. ענפי העיסוק הינם אלו:
- א. שירותים פיננסיים וביטוח: ביצוע פעילויות מימון וביטוח של כלי רכב לגופים עסקיים ופרטיים באמצעות פמה ליסיניג בע"מ, פמה מימון בע"מ, פמה אשראי לרכב בע"מ ופמה סוכנויות בע"מ.

- ב. תעשייה: ייצור ושיווק של מגוון מוצרים בתחומי פעילות שונים הכוללים בין השאר דיור ישיר, הפקת נתונים ומגנוט מסמכים, לוחות ואריזות מקרטון גלי ע"י אורדע פרינט תעשיות בע"מ.
- ג. נדל"ן מניב: ייזום, הקמה והשכרה של נכסי מקרקעין, באמצעות מעונות ב.פ.מ בע"מ, פמה בניה וייזום בע"מ, פנמה נכסים (1987) בע"מ.
- ד. השקעה בבנייה למגורים.

44. בדוח התקופתי של החברה לשנת 2008 (נספח 7), מצוי תרשים מבנה האחזקות של הקבוצה:



ג3. תחשיב ההון העצמי למניה - 46.64 ש"ח למניה

45. על פי המפרט השני (ר' סי' 14 למפרט השני - נספח 3, בעמ' 6), ההון העצמי למניה היה כ- 46.64 ש"ח למניה, וזאת בהסתמך על הדוחות הרבעוניים של הרבעון השלישי, שעל-פיהם-

"ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה (בניכוי זכויות מיעוט) בהתאם לדוחותיה הכספיים המאוחדים של החברה ליום 30.09.2009 הינו כ- 186,094 אלפי ש"ח".

46. כעולה מהערכת השווי המצורפת, ההון העצמי למניה נמוך מהערכת שווי החברה לפי מודל DCF.

ג4. השווי למניה לפי תזרים המזומנים המהוון (DCF)

47. כמפורט בחוות הדעת המצורפת, נפרשו נתוני החברה כפי שניתן היה להעריך אותם לפי הנתונים הפומביים של החברה, אשר שימשו בסיס להערכת השווי:

תחום הפעילות	במיל' ש"ח	הערה
שווי אחזקות בחברת אורדע פרינט	50.28	הערכת שווי האחזקות בוצעה לפי שיטת DCF
שווי הוגן נדל"ן להשקעה על פי שמאיות החברה	138.14	הערכת שווי נכסי הנדל"ן בוצעה על ידי שמאים בהתאם לשיטת DCF
תשלומים ע"ח נדל"ן להשקעה	26.20	על פי שווי כלכלי של נכס בתהליך רכישה
תחשיב שווי ההוגן של מגזר השקעה בבניה למגורים	40.00	לא כולל תוספות שווי כמפורט לעיל בחוות הדעת
בניכוי עודף התחייבויות כספיות ע"פ נכסים כספיים	-50.95	נכסים והתחייבויות אשר אינם נמדדים בשיטת DCF
שווי פעילות המימון (היוון רווח נקי)	66.20	החלק המיוחס לחברה בלבד (57%). מהוון לפי 7.25%
היוון הוצאות הנהלה וכלליות עתידיות נטו בניכוי הטבת מס	-36.96	סולו של החברה
סך הכל שווי הוגן של החברה	232.904	
סך הכל שווי הוגן לכל מניה	58.37 ש"ח	

48. מדובר, כפי שהוסבר, בחישוב שאינו כולל את מלוא השווי, אלא רק את הפריטים שניתן היה לחשב בהסתמך על נתונים פומביים וכן תחת הנחות שמרניות.

49. עולה מהערכת השווי של המומחה, בטרם יימסרו מסמכים נוספים ויבחן מבנה האחזקות של הקבוצה כולו וערך הקבוצה כולה, ובהתחשב בשיעורי המס הגבוהים של השנים האחרונות, כי הסכום ההוגן שיש לשלם בגין כל מניה, הינו לכל הפחות סך של 58.37 ש"ח, לפי החישוב הבא:

$$\text{שווי החברה לפי DCF } 232.904 \text{ מיליוני ש"ח} \\ = \frac{\text{חלקי } 3,990,028 \text{ מניות החברה}}{58.37 \text{ ש"ח למניה}}$$

50. וזאת, לעומת מחיר המניה בהצעת הרכש, 26 ש"ח למניה בלבד.

51. לפיכך, זכאי כל ניצע לסך נוסף של 32.37 ש"ח בגין כל מניה.

52. סך התשלום הכולל לכל חברי הקבוצה, שהינו מכפלה של מספר המניות בשווי הנוסף עומד על 21,293,860 ש"ח (657,827 מניות X 32.37 ש"ח לכל מניה).

53. כמצוין בחוות הדעת, מדובר בהערכה שמרנית לאור אלו:

א. הערכת השווי אינה כוללת נתונים מצויים במסמכים שהחברה והמציעות לא גילו בדיווחים הפומביים, הנוגעים למבנה האחזקות של הקבוצה כולו וערך הקבוצה כולה. רשימת המסמכים פורטה בהערכת השווי של המומחה.

ב. הערכת השווי ניתנה בהסתמך על שיעורי המס הגבוהים יותר שהיו בתוקף בשנים האחרונות, ולא בהסתמך על שיעורי המיסוי הנמוכים יותר הצפויים בשנים הקרובות, אשר יגדילו את הרווחיות.

ג. הערכת השווי מתבססת על ערכי היוון שמרניים.

ג. השוואה של שער הצעת הרכש ביחס לשווי המניה בחתכים שנסקרו לעיל

54. סיכום הנתונים לפיהם יש לדון בתביעה מובא להלן:

הערך המחושב של המניה	בש"ח	דרך הקביעה
שער השוק לפני הצעת הרכש הראשונה	20	
מחיר הצעת הרכש הראשונה	22	שרירותי - לפי גחמת בעלי השליטה
שער השוק לפני הצעת הרכש השנייה	22	
מחיר הצעת רכש השנייה	26	שרירותי - לפי גחמת בעלי השליטה
הון עצמי למנייה לפי הדו"חות	46.64	עובדתי - על פי הנתונים שבמפרט
שווי למניה לפי DCF	58.37	לפי הערכת שווי של המומחה

55. פערים כאלו, בנסיבות כאלו, מחייבים שתי מסקנות:

א. ברמה הלכאורית הנדרשת בשלב מקדמי זה, בולט כי מחיר הצעת הרכש (26 ש"ח למניה) אינו משקף "שווי הוגן" למניה;

ב. השווי ההוגן של המניה הינו יותר מפי שניים ממחיר הצעת הרכש!!!

ג. הפער העצום כלפי מעלה ולרעת מחזיקי מניות המיעוט מהציבור, מחייב הכרעה לפי חוות הדעת המצ"ב או לכל הפחות, מינוי מומחה על ידי בית המשפט על מנת שישום את השווי ההוגן של המניה.

ג. אופן קביעת השווי ההוגן במקרה דנן

56. הצעת הרכש המלאה והמכירה הכפויה אינן משקפות שווי הוגן למניות החברה.

57. למיטב ידיעת המבקשת, המציעות לא פרסמו חוות דעת כלכלית בדבר שווי המניות.

58. מדובר בחברה המחזיקה במספר תחומי פעילות ובנכסים שונים שלא כולם חשופים לציבור בעלי המניות. סביר להניח כי בדיקה לעומקם של דברים תחשוף תוספות נוספות לערך החברה ותחייב עדכון השווי של כל מניה כלפי מעלה. המבקשת שומרת על זכותה לטעון לקביעת שווי הוגן גבוה יותר, ככל שהמומחה מטעמה יסבור כי הנתונים שיתגלו מקימים את הצורך להגיש חוות דעת מתוקנת. בהתאם לתוקן הבקשה.

59. לכן, לעת זו מוגשת חוות דעת ראשונית בלבד, ערוכה ומחושבת לפי הנתונים הידועים כעת. המבקשת שומרת על זכותה לתקן חוות דעת זו בהתאם למסמכים שיאספו ושיתקבלו מהמשיבות ומהחברה.
60. סיכמו של דבר, המבקשת תטען כי הסכום ההוגן בגין כל מניה הינו לכל הפחות סך של 58.37 ש"ח. המבקשת תטען כי יש לשלם לכל ניצע סך נוסף של 32.37 ש"ח בגין כל מניה.
61. סך התשלום הכולל, לפיכך, לכל חברי הקבוצה הינו מכפלה של מספר המניות בשווי הנוסף והוא עומד על 21,293,860 ש"ח.
62. המבקשת מדגישה שוב, כי הערכת השווי מסתמכת על המסמכים הפומביים בלבד. לכן, המבקשת תעתור לבית המשפט הנכבד לקבל מסמכים נוספים, המפורטים בהערכת השווי של המומחה, על מנת שניתן יהיה לתקן או להשלים את הערכת השווי בהתאם למסמכים שיגולו. בהמשך לכך תבקש המבקשת לתקן את חוות הדעת המצורפת.

חלק ד' - מהו השווי ההוגן ודרך קביעתו

1ד. הקשרו החוקתי והחוקי של המונח "שווי הוגן"

63. זכות הקניין, היא זכות יסוד, וכך קובע סעיף 3 לחוק היסוד: כבוד האדם וחירותו: "אין פוגעים בקניינו של אדם". רכישה כפויה הינה מעשה חריג וקיצוני, המנוגדת באופן בסיסי לזכות הקניין של בעל המניות ועל כן, על בית המשפט לוודא כי הרכישה הכפויה נעשית בהגיונות. "בהגיונות" - במובן "מתן שווי הוגן".
64. לעניין הרכישה הכפויה קובע סעיף 337 לחוק החברות כדלקמן:
- א. התקבלה הצעת רכש מלאה על ידי הניצעים, באופן ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה, יעברו כלל המניות שביקש המציע לרכוש לבעלותו והרישומים של הבעלויות במניות ישונו בהתאם.
- ב. לא התקבלה הצעת רכש מלאה כאמור בסעיף קטן (א) לא ירכוש המציע, מניצעים שנענו להצעה, מניות שיקנו לו החזקה של למעלה מתשעים אחוזים מכלל המניות בחברה או מכלל סוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה."
65. האיזון לחריג של הרכישה הכפויה הינו סעד ההערכה בחוק החברות. חוק החברות, אשר התיר ביצוע רכישה כפויה במצבים מסוימים בלבד, איזן פגיעה קשה זו ע"י מתן האפשרות לקבלת סעד הערכה, כך שבית המשפט קובע מהו השווי ההוגן של המניות והתמורה האמיתית שאמורה להשתלם בגינן.
66. עניינו של סעד ההערכה הוא בקביעת השווי ההוגן של המניה כסעד יחיד למי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה. כל שהותיר החוק לבעל המניות וכל ששימר בידי הינו הזכות לפנות לבית המשפט בעתירה לקביעת השווי ההוגן של המניה, אותו זכאי הוא לקבל מהמציע.

67. כב' השופטת רונן הסבירה בעניין **שקולניק**¹, כי מדובר במהלך דו שלבי:

"הצעת רכש מלאה כוללת, אם כן, שני שלבים – השלב הראשון הוא השלב של ההצעה והקיבול. זהו שלב בו כוחות השוק הם המשפיעים על התוצאה – כוחות השוק, היינו בעלי המניות הניצעים, קובעים בהחלטת רוב, האם הצעת הרכש תתקבל, ותנאיה ייכפו על המיעוט המתנגד, אם לאו. פרופ' גושן מכנה את ההגנה הניתנת לבעלי המניות הניצעים בשלב זה הגנה מסוג של "כלל קניין" (ר' פרופ' גושן, מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית, משפטים לב (2002) 381, עמ' 409; ור' גם פרופ' פרוקצ'ה, מאחורי הקלעים, משפטים לב (2002) 303, עמ' 324).

השלב השני הוא השלב בו הכוח נתון לבית המשפט. בשלב זה בית המשפט הוא המוסמך לקבוע את התנאים של ההצעה, והוא מוסמך לחייב את המציע לשלם לניצעים (כולם או חלקם) סכום גבוה יותר מזה שהוצע על ידו. ההגנה הניתנת בשלב זה היא הגנה מסוג "כלל אחריות" (ר' פרופ' גושן, שם).

68. כלומר, קביעת השווי ההוגן היא האיזון שמצא המחוקק להפקעת של הקניין.

2ד. "שווי הוגן" אינו "שווי שוק" אלא שווי לפי מודל DCF

69. מדובר בתיק שכולו קביעה כלכלית על סמך עקרונות חשבונאיים, משפטיים ועל סמך נתונים שיתקבלו מהחברה ומהמציעות. השאלה העיקרית שעל בית המשפט לשאול טרם קביעתו העובדתית הכלכלית את השווי ההוגן היא השאלה - **מהו "השווי ההוגן"?**

70. המבקשת תטען כי על בית המשפט לקבוע, כפי שקובע החוק שאין להסתכל בקנקן (מחיר המניה בשוק) אלא במה שיש בו (מהות הנכסים והשווי האמיתי של החברה לאור היוון תזרים המזומנים שלה), וזאת מתוך הבנה כי בדיקת השווי ההוגן של החברה תיצור באופן מיידי ערך נוסף לבעלי המניות, באשר צבר הנכסים המצויים בחברה והרווחיות הגלומה בהם, שווים לאין ערוך מהשווי שיחסו המציעות לחברה.

71. סעיף 338(א) לחוק החברות נוקב במונח "שווי הוגן". ודוק: **החוק לא נקב בביטוי "שווי שוק"**. המחוקק ברר מילותיו, ונקב ב- "שווי הוגן". **שווי השוק אינו שווי הוגן**. אם היה, חזקה על המחוקק שהיה כותב זאת במפורש, או בוחר במלים "התמורה עבור המניות היתה פחותה משווי השוק".

72. אם בעבר הייתה מחלוקת לעניין דרך קביעת השווי ההוגן בהצעת הרכש, הרי החלטת בית המשפט העליון בפסק הדין בע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ** שניתן ביום 28/12/2009, (להלן, **עניין עצמון**), שדן לראשונה בסוגיית שווי מניות לצורך סעד הערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות, שמה סוף פסוק לטענות החברות בעניין זה והבהירה את המסד המשפטי לניהול התיק:

א. בית המשפט העליון קבע כי שווי המניה בבורסה עובר להצעת הרכש אינו אינדיקציה לשווי ההוגן. למעשה פסל בית המשפט את השימוש במחיר המניה בבורסה.

ב. בית המשפט קבע כי הכרעת הרוב אינה מקימה חזקה של הוגנות השווי שהוצע בהצעת הרכש.

¹ ת.א. 1209/03 (בש"א 4148/03) **שקולניק נ' קניאל**, פדאור (לא פורסם) 05 (24) 848

- ג. בית המשפט העיר כי יש לבחון את מחיר הצעת הרכש והשווי ההוגן מנקודת מבט של השוק המקומי המוגבל בהיקפו וסחירותו, בראיה מפוקחת כי בעל השליטה מנסה לנצל את המצב כדי להרוויח על חשבון בעלי המיעוט באמצעות רכישת מניות במחיר פחות ממחירן האמיתי.
- ד. בית המשפט קבע כי את ערך חברה במצב של הצעת רכש המפקיעה את המניות מבעליהן, יש לבחון לפי שיטת "היוון תזרים מזומנים" (שיטת ה- DCF) כפי המבוקש כאן.
73. שלושת שופטי ההרכב בעניין עצמון, האירו את הדרך הפרשנית בה יש לצעוד בכל הנוגע לסעד הערכה, לקביעת השווי ההוגן ולמעשה, בכל עניין הנוגע לשוק ההון הקטן והריכוזי בישראל:
- א. כבוד המשנה לנשיאה ריבלין:

"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 באופן מלא ואמיתי את מחירה. מידותיו של השוק הישראלי משמשות לו לרועץ בהקשר זה".

ב. כבוד הש' דנציגר (בפסקה 32):

"על אף מגמת אי-ההתערבות, מקום בו השוק נכשל ותכלית החוק עלולה לצאת נפסדת, מתערב חוק החברות ומגן על בעלי המניות. כאשר מניותיה 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 מניותיהם במחיר פחות ממחירן האמיתי".

ג. כבוד הש' רובינשטיין:

"בסופו של יום מסכים אני עם חברי כי על פי רוב אין לראות את שווי השוק כאינדיקציה לקביעת שווי הוגן, מן הטעמים שמנה, והתואמים גם את לשון החוק בשונה מהצעת החוק כאמור. את משמעה של הביקורת שבשלה אין לתמוך בגישת שווי השוק ניתן לתמצת במלים 'יצר לב האדם', קרי, אם מידע שבידי בעל השליטה עלול לגרום שינוי בשווי השוק, יש למנוע הימנו ליהנות ממניפולציות".

74. לאורן של נקודות מוצא ערכיות אלו - כי יצר לב בעל השליטה חמדן מטבעו, כי השוק בישראל ריכוזי ואינו משוכלל, וכי תכלית החוק הינה לפרוש את הגנת בית המשפט על המשקיעים מהם הופקעו המניות ולהכריע בדבר הפיצוי ההולם, קרי השווי ההוגן של המניות - יש להכריע בתיק זה.
75. בעניינו הדבר נכון כפליים באשר מדובר בחברה שמניותיה נסחרות במחזורים דלים במיוחד, במסגרת מסחר מצומצם במיוחד וברשימת מניות דלי סחירות.
76. בית המשפט העליון התייחס לטענות רבות שנשמעות בתיקים מסוג זה, ודחה אותן אחת לאחת:

א. ראשית לכל, בית המשפט העליון קבע כי השווי ההוגן נקבע במנותק מן המחיר בבורסה. ורי בעיקר את פסקה 54 להנמקתו של כבי הש' דנציגר, וכן את ההנמקה של המשנה לנשיאה ריבלין שצוטטה בסי' 73.א. לעיל.

ב. בית המשפט העליון אישש כי גם לבעלי מניות המיעוט יש זכות בנכסי החברה. ואף מעבר לזאת. יש להם גם זכות בפרוטנציאל הרווח הגלום בהם! ר' גם בפסקה 49. ור' גם בפסקה 47 להנמקתו של כב' הש' דנציגר:

“כפועל יוצא מכך נקבע, כי השווי ההוגן עבור המניות הוא אותו שווי המבטא את חלקו היחסי של בעל המניה בחברה, כלומר, את ערכה האמיתי “הפנימי” של מנייתו”.

ג. בית המשפט העליון ציין מפורשות כי כוונת המחוקק לא היתה ששווי השוק הוא השווי הקובע. ר' את הנמקתו של כב' הש' רובינשטיין בעניין משמעות המונח “הוגן” בדין הישראלי ובדין העברי. ר' גם בפסקה 61 להנמקתו של כב' הש' דנציגר -

“דומה כי שיטת DCF היא ברירת המחדל שבחר בה מתקין התקנות כאשר מתעורר הצורך בהערכת חברה לקראת רכישה”.

ד. בית המשפט העליון שלל את ההקשר בין המחיר המוצע לבין שער נייר הערך בבורסה. ר' בעיקר את פסקה 54 להנמקתו של כב' הש' דנציגר:

“בל נשכח כי הצעות הרכש, רובן ככולן, מציעות עבור המניות מחיר הגבוה ממחירן בבורסה, שאם לא כן היה כל ניצע מעדיף למכור את מניותיו בבורסה ומסרב להצעת המציע לרכוש את המניות במחיר הנמוך (ראו פרוקציה, בעמ' 324). לפיכך, פרשנות המזהה שווי הוגן עם שווי שוק, מייתרת על פניה את הוראת סעיף 338 לחוק ואינה מספקת הגנה ראויה למיעוט”.

כלומר, על פי הפסיקה המנחה בעניין עצמון, אין לייחס כל משקל לכך שמחיר הצעת הרכש בענייננו (26 ש"ח) היה גבוה ממחיר השוק (כ- 22 ש"ח). קביעת השווי ההוגן מתעלמת ממחיר המניה בבורסה. כך הוחלט פה אחד, ור' בעיקר את פסקאות 52-56 להנמקתו של כב' הש' דנציגר, וכן את ההנמקה של המשנה לנשיאה ריבלין שצוטטה בס' 73.א. לעיל ואת הנמקתו של כב' הש' רובינשטיין.

ה. בית המשפט העליון החליט לצעוד בשבילי הדין של דלוואר, וקבע שהוא הוא הדין הרלבנטי בסוגייה. ר' פסקה 48 להנמקתו של כב' הש' דנציגר (“נוכח תכליותיו של סעד ההערכה יפים בעיני העקרונות שהציבו בתי המשפט של דלוור”), ואת דברי כב' הש' רובינשטיין (“נדמה לי שנכונה הדרך בה נקט חברי, אימוץ - ביסודה - של שיטת DCF אשר ננקטה בבתי המשפט של דלאור, המתמחים כידוע בכגון דא”).

ו. בית המשפט העליון אישש כי האופי הכופה של העסקה מחזק את הטענה כי שווי שוק אינו שווי הוגן. ר' בפסקה ד' להנמקתו של כב' הש' רובינשטיין. ור' בפסקה 38 להנמקה של כב' הש' דנציגר -

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

ז. בית המשפט העליון קבע כי הכרעת הרוב לא מקימה חזקה של הוגנות השווי שהוצע בהצעת הרכש המלאה (ר' בפסקה 73 להנמקה של כב' הש' דנציגר):

"כאן המקום להטעים, כי היענות הרוב להצעת הרכש אינה מהווה לטעמי חזקה לשווי הוגן, כפי שטענו בפנינו המשיבים. שאלת שווי המניות נחתכת אך ורק על פי הערכת שוויין מבחינה מהותית. ההוראה הקובעת את סעד ההערכה מניחה מראש כי למחיר המוצע בהצעת הרכש הסכימו רוב הניצעים [ולעיתים, על פי סעיף 337(א) לחוק החברות, רובם המיוחס], ועדיין מעניקה מפלט לבעלי מניות המיעוט בדמות הפנייה לבית המשפט על מנת שיבחן אם שווי המניות על פי הצעת הרכש היה הוגן (ראו והשוו עניין קניאל א', בס' 21; עניין רמת אביבים, בס' 4-ז.ח)."

ח. בית המשפט העליון קבע לא ניתן להסיק כי הניצעים מקבלים החלטה מושכלת, גם אם הם נענים להצעה. ר' בפסקה ד' להנמקתו של כב' הש' רובינשטיין, ור' בפסקה 32 להנמקה של כב' הש' דנציגר, שם אומצו דברי כב' הנשיא ברק בעניין נצבא² כי -

"במקרה כזה, זכויות המיעוט בחברה הנרכשת אינן זוכות לייצוג הולם על ידי הרוב שיש לו אינטרסים בחברה הרוכשת. במצב כזה לא מתקיים משא ומתן אמיתי בין הרוכשת לנרכשת, שיש בו כדי לבטא את האינטרסים של החברה הנרכשת ובמיוחד את האינטרסים של המיעוט בחברה הנרכשת."

וכן ר' בפסקה 33 -

"ייתכנו מקרים בהם גם כאשר בעלי המניות מתנגדים להצעה לרכישת מניותיהם בחירתם תעוות והם ייענו לה - אם בשל העדר מידע על כוונת השליטה של הרוכש אשר לא תובא במניין שיקוליהם אם להיענות להצעה; אם בשל חששם שמא נענו לה בעלי המניות האחרים, כך שבסופה של רכישה יוותרו הם, שלא נענו להצעה, בעלי מניות מיעוט בעלות שווי פחות."

ט. בית המשפט העליון קבע כי מפרט הצעת הרכש והדוחות הכספיים אינם מספקים בהכרח את כל המידע הנדרש לשם קבלת החלטה מושכלת. בית המשפט אימץ את העמדה של המלומדים חמדני ואהרוני-ברק, בעניין מידע רך. ור' בפסקה 74 סיפא להנמקה של כב' הש' דנציגר. וכן בפסקה 53 שם אומצו הדברים הבאים:

"סכנה משמעותית נוספת היא ניצול יתרון המידע של בעל השליטה ושליטתו בעיתוי העסקה על מנת להכתיב תנאים לא הוגנים... לבעל השליטה גישה למידע המצוי בידי הנהלת החברה ושיש בו כדי להשפיע על השווי שלה... בהינתן הנגישות למידע לא פומבי, קיים חשש, כי בעל השליטה יקבע את עיתוי העסקה ותנאיה תוך ניצול מידע זה, וכך ירכוש את מניות המיעוט במחיר הנמוך משוויין האמיתי..."

וכן בפסקה 59 -

² ע"א 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר, ס' 2 לדעת המיעוט של הנשיא א' ברק (לא פורסם, 14.12.2006).

”כדי להעריך נכונה את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה גם מידע המצוי אצל בעל השליטה באשר לאפשרויות ההשקעה העתידיות בחברה כפי שהן ידועות לו במועד הרכישה. גם מקום בו לא נערכו מניפולציות על העסקה ולא היה שימוש אסור במידע פנים (אלא במידע ”רך” או במידע צופה פני עתיד, ראו אהרוני-ברק וחמדני, בעמ’ 62-63), מידע זה עשוי להיות בעל השפעה על שווי המניה”.

קביעה זו, בנוגע למידע חסר, רלוונטית ביותר בענייננו, לאור רשימת המסמכים שהמומחה מציין בחוות דעתו, אשר נדרשים לשם קבלת מלוא התמונה בנוגע לשווי ההוגן של החברה.

77. סופו של דבר, פה אחד קבע בית המשפט העליון כי המודל להערכת השווי ההוגן אינו מחיר השוק, אלא מודל DCF - היוון תזרים המזומנים (ר' בפסקה 71 להנמקה של כב' הש' דנציגר):

”סיכומם של דברים, בבוא בית המשפט להעניק לניצע סעד הערכה לקביעת השווי ההוגן של מניות שנרכשו ממנו בהצעת רכש מלאה, ערכן של המניות ייבחן על פי השווי הפנימי של החברה כעסק חי, וזאת בהתאם לשיטת DCF, המעריכה את שווי החברה על פי רווחיה (הכנסות, תזרימי מזומנים או דיבידנדים) כפי שהם צפויים בעתיד, מהוונים לערכם הנוכחי, והכל נכון למועד הצעת הרכש”.

78. לאור אלו, מוגשת חוות דעת מומחה, המלמדת כי על פי מודל DCF, השווי ההוגן של המניות שנרכשו במסגרת הצעת הרכש, היה גבוה הרבה יותר מן השווי ששולם.

79. נציין עם זאת, כי בשיטת השווי הנכסי נהוג להשתמש בעיקר לגבי חברות בפירוק, או על מנת לקבל חסם תחתון לגבי שווי החברה. במקרה הנדון, היות ומדובר בעסק חי ובחברה רווחית, ברי כי השווי הנכסי נותן אך ורק חסם תחתון לגבי שווי החברה ולפיכך יש לבצע הערכת שווי לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF) שיש בה כדי ליתן לחברה את הערך האמיתי בהתחשב בתחומי הפעילות העיקריים שלה.

חלק ה' - התנאים לאישור התובענה כתובענה ייצוגית

80. בד בבד עם הגשת הבקשה לסעד הערכה, מוגשת גם בקשה לאישור התובענה כייצוגית. כפי שיפורט להלן, הן הבקשה לסעד הערכה, והן בקשה זו, מוגשות מכוח חוק תובענות ייצוגיות בהתאם לקבוע בסעיף 5 לתוספת השנייה - ”תביעה בעילה הנובעת מזיקה לנייר ערך או ליחידה”.

81. חוק תובענות ייצוגיות קובע כמטרה ראשונית לאפשר ניהול תביעות ייצוגיות כבמקרה זה תחת מסגרת יעילה. כך קובע סעיף 1 לחוק:

”מטרתו של חוק זה לקבוע כללים אחידים לענין הגשה וניהול של תובענות ייצוגיות, לשם שיפור ההגנה על זכויות, ובכך לקדם בפרט את אלה:

(1) מימוש זכות הגישה לבית המשפט, לרבות לסוגי אוכלוסיה המתקשים לפנות לבית המשפט כיחידים;

(2) אכיפת הדין והרתעה מפני הפרתו;

(3) מתן סעד הולם לנפגעים מהפרת הדין;

(4) ניהול יעיל, הוגן וממצה של תביעות.”

82. כפי שנראה להלן התאמתה של תביעה זו לניהול כתביעה ייצוגית בולטת וברורה, במיוחד על רקע מטרת החוק של " **ניהול יעיל, הוגן וממצה של תביעות**".
83. התנאים להגשתה ולאישורה של תביעה כתובענה ייצוגית קבועים בחוק תובענות ייצוגיות. תנאי הסף להגשת בקשה לאישור קבועים בסעיפים 3, 4 ו-5 לחוק תובענות ייצוגיות והתנאים לאישור בקשה שהוגשה קבועים בסעיף 8 לחוק תובענות ייצוגיות.
84. בפרק הראשון של חלק זה של כתב הטענות נעמוד על תנאי הסף להגשת בקשה לאישור תביעה כתובענה ייצוגית ובפרק השני להלן נעמוד על התנאים לאישור הבקשה. בית המשפט הנכבד יווכח, כי המבקשת ותביעתה, עומדים בכל אחד ואחד מתנאים אלה, כך שיש לאשר את תביעתה נגד המציעות כתובענה ייצוגית.
85. אך בטרם נעמיק, מן המקום להעיר הערה מקדימה. אמנם עיקר פסק הדין בעניין **עצמון** לא עסק בתנאים לאישור התובענה כיייצוגית. עם זאת ההכרעה בעניין **עצמון** רלוונטית במישורים נוספים:
- א. **במישור הערכי** - נקודות המוצא הערכיות שהביעו השופטים בעניין **עצמון**, כי יצר לב בעל השליטה חמדן מטבעו, כי השוק בישראל ריכוזי ואינו משוכלל, וכי תכלית החוק הינה לפרוש את הגנת בית המשפט על המשקיעים, הן שיכריעו גם בסוגיות הפרשניות הנוגעות ליייצוגיות.
- ב. **במישור הקונקרטי** - הערות בית המשפט במספר נקודות, ובפרט לגבי זכויות בעלי המניות למול המציע, והיחס בינם לבין עצמם (קרי השוואת תנאי כל בעלי המניות במסגרת הצעת הרכש וקביעת השווי ההוגן כסעד ההערכה).
- נפרט את הדברים בהמשך, בפרקים הרלוונטיים.

ה.1. מתקיימים בבקשה תנאי הסף להגשתה של התובענה כיייצוגית

86. המבקשת עומדת בכל תנאי הסף לאישור הבקשה, כקבוע בסעיפים 3, 4 ו-5 לחוק תובענות ייצוגיות.
87. תנאי הסף הראשון להגשתה ולאישורה של תביעה כתובענה ייצוגית, הוא שהתביעה היא באחד העניינים המפורטים בתוספת השניה לחוק תובענות ייצוגיות. פרט 5 בתוספת השניה לחוק תובענות ייצוגיות קובע, כי ניתן להגיש תובענה ייצוגית בעניין הנובע מזיקה לנייר ערך.
88. כמפורט לעיל, עילת התביעה נובעת מן הזיקה של המבקשת ויתר הניצעים לנייר הערך בו עסקינן, מניות החברה. נוסף על האמור, סעיף 338 קובע מפורשות כי ניתן להגיש תביעה ייצוגית בנושא זה.
89. **למבקשת קיימת עילת תביעה אישית**. בנוסף, המבקשת עונה על ההגדרה הקבועה ברישא של סעיף 4 לעיל, שכן המבקשת נמנית עם הקבוצה שנפגעה מהצעת הרכש ותוצאותיה.
90. נזכיר כי על התובע הייצוגי להוכיח את עילתו ועמידתו בתנאי הסף רק באופן לכאורז, וזאת כדי לא להכביד על הדיון ולא להרתיע תובעים פוטנציאליים. לעניין זה נקבע כי נטל השכנוע ומידת ההוכחה הנדרשים מהתובע, לשם עמידה בתנאי הסף הקבועים בסעיפים הרלוונטיים של חוק ניירות ערך (הדומים ברובם לתנאים שבחוק התובענות הייצוגיות), לאישורה של התובענה כיייצוגית, הם

אחידים וזהים לכל התנאים ולפיהם על בית המשפט להשתכנע, במידת סבירות ראויה, שהתובע ממלא באופן לכאורי, אחר התנאים (ר' עניין פרשת מגן וקשת³ ועניין שמש נ' רייכרט⁴).

91. לאמור, מי שחפץ להגיש תובענה ייצוגית נדרש להוכיח את טענותיו רק באופן לכאורי, ועל בית המשפט להשתכנע כי קיים סיכוי סביר כי במהלך המשפט יוכיח התובע הייצוגי את כל התנאים הדרושים לשם קבלת התביעה הייצוגית (ור' גם פרשת תדיראן⁵ ואת עניין נהור⁶).

92. דרישה זו מעוגנת כיום בסעיף 8(א)(2) לחוק, הדורש מן התובע להוכיח כי "יש אפשרות סבירה" שאותן שאלות מהותיות של עובדה או משפט, המשותפות לכלל חברי הקבוצה, תוכרענה בתובענה לטובת הקבוצה, וברור כי הדבר כולל, בראש ובראשונה, את עילת התביעה האישית. בית המשפט העליון הדגיש כי אין להעמיד דרישות מחמירות מדי לענין מידת השכנוע בקיומה של עילה לכאורה, על מנת שלא לגרום להתמשכות השלב המקדמי, וכדי לא להרתיע תובעים ייצוגיים פוטנציאליים.

93. הרקע לכך הוא הרצון של המחוקק להגן על הציבור. בית המשפט העליון הבהיר כי תובענה ייצוגית נועדה להגן על אינטרס היחיד שנפגע, דווקא באותם המקרים בהם הוא איננו טורח להגיש תביעה, אך קיים אינטרס ציבורי לאכיפת הוראות החוק שבגדרו באה התובענה הייצוגית, על מנת להרתיע מפני הפרת החוק, ולמנוע שימוש לרעה בכוח הנתון בידי גופים בעלי עוצמה כלכלית מרובה (ר' פרשת שמש נ' רייכרט⁷; ור' פרשת טצת⁸). קביעה זו קיבלה בעניין עצמון משנה תוקף לצורך דיון בתביעה ייצוגית בנושא דנן. בפסקה 74 נאמר:

"ייצוין כי בפסיקה המחוזית נקבע כי מבקש המגבה את בקשתו בחוות דעת מקצועית על פיה שווי המניות עלה על התמורה שהוצעה עבורן, עבר את משוכת התשתית הראייתית הראשונית [ראו עניין סנואי, בס' 8. ראו והשוו עניין קיטאל, בס' 10. כן ראו ע"א (ת"א) 3492/06 סי.אי תעשיות קרטון בע"מ נ' שנהב, עמ' 6 לפסק דינה של השופטת ש' דותן (לא פורסם, 11.3.2007)]."

94. כלומר, די בקיומה של חוות דעת, המלמדת ברמה הלכאורית כי המחיר לא היה הוגן, כדי להביא לאישור התובענה כייצוגית.

95. בית המשפט בעניין עצמון, קובע מפורשות כי: "בשלב הראשוני בו אנו מצויים, של אישור התביעה כייצוגית, אין כל צורך לצלול לעומקן של חוות הדעת מטעם הצדדים". (פסקה 76 להנמקה של כב' הש' דנציגר).

96. חוות דעת כזו מצורפת. לכן, אליבא דבית המשפט העליון, המבקשת עומדת בנטל.

97. אך נדגיש: גם בלא הערכת השווי של המומחה מטעם המבקשת, הודעות החברה עצמה ומפרטי הצעות הרכש של המציעות (שמהווים הודאת בעל דין) מוכיחים לכאורה את עילת התביעה. די באלו כדי להביא למסקנה כי המבקשת עומדת בנטל הלכאורי המוטל עליה.

³ ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ ואח' נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ ואח', פ"ד נא (2) 312, בעמ' 329-330.

⁴ רע"א 8332/96 שמש נ' רייכרט, פ"ד נה (5) 276.

⁵ ת.א. 165/05 אמיר שהי שאל נ' תדיראן מוצרי צריכה בע"מ, תק-מח (1) 2008 7156.

⁶ ת.א. 2695/04 נהור רונן נ' הכשרת הישוב חברה לביטוח בע"מ, תק-מח (4) 2007 8328.

⁷ ר' הערת שולים 4 לעיל, בפסקה 8.

⁸ רע"א 4556/94 טצת ואח' נ' זילברשץ ואח', פ"ד מט (5) 774, בפסקה 7.

98. כמפורט בבקשה לסעד הערכה, עומדת למבקשת הזכות לסעד ההערכה, על יסוד הוראת סעיף 338 לחוק החברות, מכוח זיקתה למניות שהיו בבעלותה ואשר נרכשו על ידי המציעות לפי הצעת הרכש.
99. **העברת נטל ההוכחה**: לאור חוות הדעת שמגישה המבקשת, ולאור האמור בפסקה 74 להנמקה של הש' דנציגר בעניין **עצמון**, עובר נטל ההוכחה אל המציעות, וזאת בשל מספר טעמים:
- המבקשת הגישה חוות דעת**: "בהקשרו של סעד ההערכה עשוי הנטל להתהפך ולעבור לכתפי המציע, כאשר הערכת השווי שהגיש המבקש על פי שיטת DCF מוכיחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משוויין האמיתי של המניות" (פסקה 74 לפסק הדין).
 - ההון העצמי למניה **גבוה משמעותית** מהשווי בהצעת הרכש.
 - תחשיב השווי ההוגן למניה לפי שיטת ה- DCF **גבוה** משמעותית מהשווי בהצעת הרכש.
 - סחירות המניה נמוכה מאוד.
100. **בנסיבות אלה, המבקשת עמדה בנטל השכנוע המוטל עליה, בשלב דיוני זה, להוכיח קיומה של עילת תביעה אישית שיש לה. המבקשת אף העבירה את הנטל אל המציעות, להוכיח כי מחיר הצעת הרכש היה הוגן.**

ה.1.א) - קיומה של קבוצה והגדרת הקבוצה

101. סעיף 4(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות קובע כי "אדם שיש לו עילה בתביעה או בעניין כאמור בסעיף 3(א)" רשאי להגיש בקשה לאישור תובענה ייצוגית בשם "קבוצה". ברי כי נתקיימו תנאי סעיף זה.
- ראשית, המבקשת מגישה תביעתה בעילה אשר על-פיה היא יכולה לתבוע;
 - שנית, המבקשת מגישה את התביעה בשם כל בעלי המניות הניצעים (הקבוצה).
 - "הקבוצתיות" וההומוגניות של הקבוצה נגזרת מאחידות הוראות חוק, מאחידות המנגנון של הצעת הרכש ללא אבחנה בין בעלי המניות.
102. **הגדרת הקבוצה הינה**:

"כל מי שמניותיו בחברה נרכשו ממנו לפי הצעת הרכש מיום 6/12/2009"

103. ראשית לכל, כך קובעת הצעת הרכש, שאין בה הבחנה בין ניצע שהסכים לבין ניצע שלא הסכים, לעניין הזכות לפנות אל בית המשפט בבקשה לסעד הערכה. ר' את שפורט בס' 25 שבעמוד 5 לעיל.
104. שנית, כך קובע החוק ואין אינדיקציה חקיקתית הקובעת ההיפך. על כן יתבקש בית המשפט לקבוע כי הקבוצה המיוצגת הינה כל ניצעי הצעת הרכש, בין שהסכימו להצעה ובין אם לאו. כך עשו בתי המשפט המחוזיים בפרשות **קיטאל**⁹, **רמת אביבים**¹⁰ ו**קניאל**¹¹ שצוטטו בעניין **עצמון** (בפסקה 43).
105. גם דברי בית המשפט העליון בעניין **עצמון** תומכים בפרשנות זו, משום שבית המשפט העליון מכיר בכך שה'הסכמה' של הניצעים אשר 'הסכימו' להצעת הרכש, אינה ראויה להיחשב כ'הסכמה':

⁹ ת"א (ת"א) 2338/02 ממנ נ' קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ, סד (1) 946 (19.12.2005) - בפסקה 12.

¹⁰ בשי"א (ת"א) 8549/04 הרשקוביץ נ' רמת אביבים בע"מ (27.6.2007) - בפסקה 8.ג.

¹¹ בשי"א (ת"א) 4148/03 שקולניק נ' קניאל אריזות משקה בע"מ (לא פורסם, 2.11.2005) - בפסקה 34-39.

א. ר' בפסקה 32 להנמקה של כב' הש' דנציגר, שם אומצו דברי כב' הנשיא ברק בעניין **נצבא** כי "במקרה כזה, זכויות המיעוט בחברה הנרכשת אינן זוכות לייצוג הולם על ידי הרוב שיש לו אינטרסים בחברה הרוכשת. במצב כזה לא מתקיים משא ומתן אמיתי בין הרוכשת לנרכשת, שיש בו כדי לבטא את האינטרסים של החברה הנרכשת ובמיוחד את האינטרסים של המיעוט בחברה הנרכשת".

ב. כן ר' בפסקה 33 - "ייתכנו מקרים בהם גם כאשר בעלי המניות מתנגדים להצעה לרכישת מניותיהם בחירתם תעוות והם ייענו לה - אם בשל העדר מידע על כוונת השליטה של הרוכש אשר לא תובא במניין שיקוליהם אם להיענות להצעה; אם בשל חששם שמא נענו לה בעלי המניות האחרים, כך שבסופה של רכישה יוותרו הם, שלא נענו להצעה, בעלי מניות מיעוט בעלות שווי פחות".

ג. ור' בפסקה ד' להנמקתו של כב' הש' רובינשטיין בנוגע למניפולציות בחברה ובמחיר.

ד. בית המשפט הנכבד אימץ את העמדה של המלומדים חמדני ואהרוני-ברק, בעניין **מידע רך**. ור' בפסקה 74 סיפא להנמקה של כב' הש' דנציגר, וכן בפסקה 53 שם אומצו הדברים הבאים: "סכנה משמעותית נוספת היא ניצול יתרון המידע של בעל השליטה ושליטתו בעיתוי העסקה על מנת להכתיב תנאים לא הוגנים... לבעל השליטה גישה למידע המצוי בידי הנהלת החברה ושיש בו כדי להשפיע על השווי שלה... בהינתן הנגישות למידע לא פומבי, קיים חשש, כי בעל השליטה יקבע את עיתוי העסקה ותנאיה תוך ניצול מידע זה, וכך ירכוש את מניות המיעוט במחיר הנמוך משוויין האמיתי...".

כלומר, **לאור ההערות שנכתבו בעניין עצמון, מיטשטש קו הגבול בין הניצעים שהסכימו לבין הניצעים שלא-הסכימו**. העובדה שהתקבלה הסכמתם של רוב הניצעים אין בה לשנות דבר ואין בה להעיד על הוגנות המחיר, או לשלול את זכאותם לפיצוי.

106. **לאור זאת, אין מקום להבחנה בין הניצעים, שכן לא ניתן לראות את "ההסכמה" של ניצע, בתור הסכמה. בוודאי שלפי לשון החוק גופו אין עולה הבחנה בין מי שהסכים למי שלא הסכים. לבטח, לא במקום שהמחוקק לא ביצע הבחנה כזו. חוק החברות קובע מפורשות כי סעד הערכה ניתן לבקש ע"י "כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה" (סעיף 338 לחוק). המחוקק אינו משחית מילותיו לריק ואכן הוא לא קבע כי סעד הערכה ניתן לבקש ע"י מי שקיבל ההצעה או מי שמניותיו נרכשו בכפיה. המחוקק ציין במדויק כי כל מי שהיה ניצע בהצעת הרכש הוא שיכול לפנות בבקשה לסעד הערכה.**

107. המציעות בעצמן חזרו על מילים אלו במפרט הצעת הרכש.

108. בכל מקרה, לאור דברי כב' הש' דנציגר בפתח פסקה 42 לעניין **עצמון**, אין חולק כי המלל של החוק הוא ברור: "כאמור, תנאי הסף הראשון טעון דיון. עולה ממנו, על פי פשוטו של מקרא, כי אין מניעה שניצע בהצעת רכש מלאה יסכים להצעה בתמורה שנקבה בה, ולאחר שזו התקבלה, יפנה לבית המשפט בטענה כי התמורה ששולמה לו לא הייתה הוגנת". ואם מילות החוק ברורות, אין כל צורך להידרש לכוונת המחוקק ויתר מאפיינים פרשניים (שגם הם ממילא נוטים במובהק להכרעה כי לכל הניצעים זכות לפיצוי).

109. ממילא, שהמציעות לא עומדות גם בסטנדרט של הרשות לניירות ערך, שפורסמה בדצמבר 2005¹².
הרשות קבעה כך :

"לאור פסיקת בתי המשפט המחוזיים מן העת האחרונה (ר' ת.א 2091/03 נאות אביב ואח' נ. רמת אביבים בע"מ ואח' (טרם פורסם), ובש"א 4148/03 שקולניק דרור נ' קניאל אריזות משקה בע"מ ואח' (טרם פורסם)), אשר קבעה כי סעד ההערכה ניתן לכל הניצעים, לרבות אלו אשר נענו להצעה, לא יוכל עוד מציע להביע דעתו כי היענות להצעת הרכש מהווה ויתור על סעד ההערכה, שכן "דעה זו" נידונה בבתי המשפט והוכרעה.

על אף האמור לעיל, היה ובכוונת מציע לחלוק על פסיקת בתי המשפט דנן במקרה שיבוקש בעניינו סעד הערכה, יהיה רשאי להצהיר על כוונתו זו במפרט הצעת הרכש, ובלבד שיתמוך אותה בחוות דעת משפטית שתצורף להצעת הרכש ואשר תנמק את עמדתו תוך שהיא מתייחסת ללשון החוק, לפסיקה דנן ולעובדה שהצעה לצמצום סעד הערכה במסגרת הצעה לתיקון חוק החברות (תיקון מס' 3) לא התקבלה".

נספח 19 < מצ"ב לנוחות בית המשפט תדפיס החלטת הרשות מיום 13/12/2005

110. היינו, אם מציע מתכוון לטעון כי הסכמה להצעת הרכש שוללת מן הניצע את הזכות לסעד הערכה, עליו להצהיר על כוונה זו במפרט, ולתמוך את הצהרתו בחוות דעת משפטית. בענייננו, המציעות לא עשו כן במפרטי הצעת הרכש, ועל כן הן לא יוכלו לטעון כי הקבוצה אינה כוללת את הניצעים שהסכימו להצעת הרכש.

ה.1. (ב) - קיומו של נזק לכאורי

111. סעיף 4(ב)(1) לחוק תובענות ייצוגיות קובע כי כאשר אחד מיסודות העילה הוא נזק די בכך שהתובע ראה כי לכאורה נגרם לו נזק.

112. ברור כי בתביעה לסעד הערכה, אין "הנזק" מהווה "יסוד מיסודות העילה". וגם אם כן, הרי שהמחוקק הסתפק בדרישת נזק לכאורי בלבד. בכל מקרה, המבקשת הציגה לעיל את פירוט הנזק הלכאורי שלה, לפי סך 32.37 ש"ח לכל מניה. אומדן הנזק לקבוצה, בשלב זה ובטרם יתקבלו המסמכים שיידרשו הוא סך של 32.37 ש"ח בגין 657,827 מניות ובסה"כ 21,293,860 ש"ח.

113. זהו הסכום הנתבע במסגרת התובענה, לעת עתה. תחשיב זה הינו אך ורק לצורך הערכת התביעה כייצוגית במעמד הגשתה, והמבקשת שומרת את הזכות לתקן את סכום התביעה, גם בהתחשב בנתונים שיתקבלו. ממילא שבשלב הדיוני המקדמי של אישור התובענה כייצוגית, אין חובה ליתן הערכה מדויקת וניתן להסתפק בהערכה כללית (ר' עניין אדטו¹³).

ה.2. התקיימות תנאי הסף לאישור התובענה כייצוגית

114. להלן נסקור את התנאים לאישור תביעה כתובענה ייצוגית, התנאים הקבועים בסעיף 8(א) לחוק תובענות ייצוגיות ונראה כי הבקשה והמבקשת עומדות בתנאים אלה במלואם.

¹² עמדת הרשות לניירות ערך פורסמה באתר הרשות : http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_830.pdf

¹³ ברע"א 10198/02 עירית ראשון לציון נ' מריסה אדטו, תק-על 2003 (2), (1486).

תנאי 1 - שאלות מהותיות של עובדה ומשפט

115. התנאי הראשון לאישורה של תובענה כייצוגית הוא כי "התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה, ויש אפשרות סבירה שהן יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה".
116. בעניין תנאי זה הבהיר כב' הנשיא ברק בעניין **טצת**¹⁴ כי: "אין כל צורך שכל השאלות המתעוררות ביחס לקבוצה תהיינה משותפות. די בכך שהיסוד המשותף מהווה מרכיב מהותי בהתדיינות". ר' גם דברי כב' השופט שטרסברג-כהן בעניין **רייכרט**¹⁵. תנאי זה מתקיים בענייננו.
117. העובדות המשמשות יסוד לתובענה כפי שפורטו לעיל, ברורות ואינן שנויות במחלוקת כלל, הן משותפות לכלל חברי הקבוצה, מאחר והעובדות היוצרות עילות אלה, מתייחסות כולן לחברה, ואין ביסודות העילות כל מאפיין אישי. הוא הדין בשאלות המשפטיות, אשר עשויות להתעורר בתיק זה.
118. בענייננו, אין ספק שהשאלות העובדתיות המשפטיות המהותיות בתובענה משותפות וזהות למבקשת ולכל יתר חברי הקבוצה, כפי שמפורט להלן:
- א. המסכת העובדתית שהתקיימה לגבי המבקשת, התקיימה גם לגבי כל אחד מחברי הקבוצה;
 - ב. כל חברי הקבוצה החזיקו בניירות הערך של החברה במועד הרלוונטי;
 - ג. כל חברי הקבוצה היו ניצעים בהצעת הרכש;
 - ד. המחיר שנקבע בהצעת הרכש מקפח את כל חברי הקבוצה באופן זהה, בכך שאינו משקף את השווי ההוגן של מניות החברה.
 - ה. בסופו של תהליך הצעת הרכש, מצאו עצמם כל חברי הקבוצה ללא הבעלות על מניות החברה ובלא שקיבלו את התמורה הראויה וההוגנת עבור מניות אלה.
119. מכאן, שכל מי שהחזיק בבעלות במניות החברה, שאינו מבעלי השליטה, במועד הרלוונטי של הצעת הרכש, עניינו זהה לחלוטין לעניין של המבקשת והחיסרון שנגרם להם הוא זהה (בהתאם כמובן למספר המניות שהיו בבעלותו). העובדה, שחלק מהניצעים נענו להצעת הרכש אינה גורעת מזכותם לבקש סעד הערכה **ולשון סעיף 338 לחוק ברורה בעניין זה וחד משמעית**.
120. הסוגיות המשפטיות הנוגעות להתקיימות התנאים מכוחו של סעיף 338(א) לחוק מתקיימות כלפי המבקשת, כמו גם לגבי כל אחד מחברי הקבוצה:
- א. חברי הקבוצה הינם כהגדרתם לעיל.
 - ב. המציעות קבעו בהצעת הרכש תמורה שהיא פחות משוויין ההוגן של מניות החברה, לפי האמור בסעיף 338 לחוק החברות.
 - ג. חובת המציעות לשלם את השווי ההוגן של מניות החברה, לפי האמור בסעיף 338(א) סיפא לחוק החברות.
121. בענייננו, חיסרון הכיס שנגרם לכל אחד מבני הקבוצה, בגין כל מניה, הוא אותו חסרון הכיס בדיוק. עצם העובדה שהסכום החסר לכל אחד מחברי הקבוצה, כשלעצמו, אינו זהה, אלא משתנה בהתאם

¹⁴ רע"א 4556/94 **טצת ואח' נ' זילברשץ ואח'**, פ"ד מט (5) 774, בעמ' 789.

¹⁵ רע"א 8332/96 **שמש נ' רייכרט**, פ"ד נה (5) 276, בפסקה 15.

לשיעור האחזקות של כל אחד מחברי הקבוצה במניות החברה, אין בו כדי להפריע לדיון משותף ויעיל, ולהתאמה של התובענה להליך של תובענה ייצוגית, שכן חיסרון הכיס זהה ביחס לכל מניה.

122. השאלה המהותית והעובדתית הנוגעת לגובה חסרון הכיס שנגרם לכל אחד מבני הקבוצה, עניינה העילה המשפטית וקיום החובה מצד המשיבות לשלם את השווי ההוגן. משאלה מהותית זו נובעת השאלה הטכנית בדבר גובה החיוב הספציפי של המשיבות כלפי כל אחד מחברי הקבוצה, ועניינה אך ורק בסכום חסרון הכיס שסבל כל חבר בקבוצה (בהתאם לשיעור אחזקותיו במניות החברה), עקב התקיימות נסיבותיה של העילה המשפטית, והחבות שהיא מולידה כלפי המשיבות.

123. בכל מקרה, בירור הנזק האישי לאחר שתיקבע ההכרעה בעילה המשפטית, יכול להיעשות בדרך פשוטה של חישוב אריתמטי פשוט, ע"י הכפלת ההפרש שבין השווי ההוגן של מניות החברה, כפי שיקבע בית המשפט הנכבד, לבין המחיר ששולם בהצעת הרכש, בכמות המניות שהיו באחזקתו של כל חבר וחבר בקבוצה במועד הצעת הרכש.

124. יוזכר כי חוק תובענות ייצוגיות, ובוודאי שלא סעיף 338 לחוק החברות, לא קבעו תנאי של חסרון או נזק אחיד כתנאי לניהול תובענה ייצוגית, וברור כי החוק הניח ניהול תובענה ייצוגית גם במצב של סכומי נזק שונים לחברי הקבוצה, בהתאם להיקף הבעלות שלהם בחברה.

125. ועל כל אלו: נקל לראות כי בית המשפט העליון בעניין **עצמון** אומר כי השאלה המהותית העובדתית והמשפטית היחידה הקיימת בהליך זה, היא שאלת השווי ההוגן של המניות. שאלה זו, בהגדרה, משותפת לכל בעלי המניות. מבחינה תפיסתית (בייחוד לאחר ההכרעה בעניין **עצמון**), זו שאלה פשוטה. מבחינת הביצוע, היא תעשה לפי פרמטרים שיקבע בית המשפט המחוזי לאחר גילוי מסמכים והערכות שווי של מומחים ושמאים. בכל מקרה קביעת שווי המניה משותפת לכל הניצעים.

126. לאור זאת, העילה המשפטית מכוח הוראות סעיף 338(ב) לחוק החברות הינה עילה לתובענה ייצוגית. השאלה העובדתית המשותפת הינה מה הוא השווי ההוגן של מניות החברה. גם הסעד המתבקש, סעד הערכה, הינו סעד משותף ואחיד לכל חברי הקבוצה.

תנאי 2 - תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת לניהול התביעה

127. התנאי השני לאישורה של תובענה כייצוגית הוא כי "תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין".

128. הרעיון העומד מאחורי תובענה ייצוגית הוא כי לאור שיעור הנזק הנמוך יחסית שנגרם לכל אחד מחברי הקבוצה - מחד גיסא, ולאור העלויות והטרחה הכרוכות בניהול תובענה נגד גוף גדול במשק - מאידך גיסא, קיים חשש שהנפגעים לא יטרחו כלל להגיש תובענה. בכך ייפגעו הן זכותם האישית לפיצוי, והן האינטרס הציבורי הכרוך בהרתעת גופים גדולים מפגיעה בזכויות צרכנים. ר' עניין **אזוב**¹⁶; עניין **מגן וקשת**¹⁷; ועניין **א.ש.ת.**¹⁸.

¹⁶ ע"א 3613/97 **אזוב נ' עיריית ירושלים**, פ"ד נו (2) 787, 801.

¹⁷ ע"א 2967/95 **מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ**, פ"ד נא (2) 312, 322-323.

¹⁸ רע"א 3126/00 **מ"י נ' א.ש.ת. ניהול פרויקטים וכוח אדם בע"מ**, פ"ד נו (3) 220, 278.

129. התביעה שבפנינו מעוררת שאלות חשובות של עובדה ומשפט, שהן משותפות לקבוצה משמעותית של בעלי מניות. מוטב להן לשאלות אלו להתברר כמקשה אחת, ולא בתביעות רבות ומפוזרות. הדבר יביא ליעילות ולחיסכון במשאבים, ימנע כפל התדיינויות וחוסר אחידות בפסיקה, ויאפשר לבעלי המניות, בהיותם מאוחדים, לאכוף את הוראות הדין בצורה טובה יותר, מקום שהמשקיע הבודד יתקשה לעמוד מול התאגיד רב-הכוח. זה הרעיון העומד מאחרי התובענה הייצוגית, והוא מתקיים בענייננו בצורה מובהקת¹⁹.
130. אחד מן הסממנים להיותה של התביעה מתאימה לניהול כייצוגית, הוא היותה תובענה רצינית ובעלת סיכויי הצלחה טובים. אין צורך לחזור על כל שהוסבר בעניין זה לעיל ובית המשפט הנכבד מופנה לפירוט ולהסבר בדבר עילת התביעה נגד המציעות, אשר מבהיר די הצורך, כי התובענה דן היא רצינית ובעלת סיכויי הצלחה טובים.
131. למעשה, בקשת "סעד הערכה", הינה חלק מובנה בהצעת רכש ובמכירה כפויה, כפי המצוין גם במפרט הצעת הרכש. ניהול הבקשה כתובענה ייצוגית אף הוא חלק אינטגרלי מהצעת הרכש והמכירה הכפויה.
132. ניהול התובענה בדרך של תובענה ייצוגית היא הדרך המתאימה והנכונה לטיפול בעניין. ברור כי מדובר במספר רב של בעלי מניות שהחזיקו במניות אלה. החזקה שנקבעה בפסיקה בעניין **שמש נ' רייכרט**²⁰, היא כי **יכאשר מדובר בחברה ציבורית, קמה חזקה ביחס לגודלה של הקבוצה המורכבת מבעלי המניות של החברה מקרב הציבור והנטל להוכיח כי גודל הקבוצה אינו מצדיק אישור התובענה כייצוגית עובר אל שכם הנתבעים**.
133. יש לזכור כי אם יהיה כל בעל מניות נצרך לנהל תביעתו בנפרד - יוותרו רבים על תביעתם, מאחר והוצאות ניהול התביעות הפרטניות אינן מצדיקות ניהולן ביחס לסכום תביעתם²¹. מכאן שהגשת תובענה ייצוגית וניהולה בשם כל חברי הקבוצה היא הדרך הנכונה לטובתה של הקבוצה.
134. בנוסף, ניהול תביעה אחת בדיון אחד ייעל את ההליכים, כך שלא יהיה צורך לנהל תביעות רבות באותו עניין בדיוק. יהיה בכך משום חסכון ניכר בזמן שיפוטי. ראוי לציין בעניין זה, כי הכרעה אחת בעניין תמנע אף פסיקה סותרת לגבי מעוניינים שונים העותרים לסעד בעילה זהה.
135. אין חולק כי בקשה זו, בייחוד לאור הוראת החוק הברורה לעניין רכישה כפויה, נכנסת בדלת אמותיו של כוונת המחוקק ליצור מסלול מתאים לניהול תביעות בענייני ניירות ערך.
136. עוד נציין לעניין התאמת התביעה להליך ייצוגי, כי פסק הדין בעניין **עצמון** מניח מתוכו ומכריע אפקטיבית כי ההכרעה לגבי השווי ההוגן של המניה, על פי מודל DCF, היא הכרעה הומוגנית ואחידה לגבי כלל בעלי המניות, הניצעים.

¹⁹ ר' סעיף 1 לחוק תובענות ייצוגיות, ולענין מטרת התובענה הייצוגית ר' דברי כב' השופטת שטרסברג-כהן בדנ"א 5712/01 **ברזני נ' בזק חברה ישראלית לתקשורת**, פ"ד נו (6) 385 (2003), פסקה 4, והאסמכתאות שצוטטו שם. כן ר' רע"א 4556/94 **טצת נ' זילברשץ**, פ"ד מט (5) 774, 784.

²⁰ רע"א 8332/96 **שמש נ' רייכרט**, פ"ד נה (5) 276, בסעיף 18 לפסק דינה של כב' השופטת ט' שטרסברג-כהן.

²¹ רע"א 4474/97 **טצת נ' זילברשץ**, פ"ד נד (2) 577; בש"א 6318/02 **בנימין קנכט נ' אמד פתוח נדל"ן והשקעות בע"מ**, תק-מח (4)2003 (1134).

137. על פי מודל DCF (כמו גם לפי כל מודל אחר), אין רלוונטיות למיהות בעל המניות, משום שבוחנים את השווי של החברה, וכפועל יוצא את השווי ההוגן של כל נתח בחברה, כל מניה. מדובר בהכרעה אחידה והומוגנית. ועל כן, בהגדרה, היא ראויה להידון באופן ייצוגי, כאמור בתנאי שבסעיף 8(א)(2) לחוק תובענות ייצוגיות ובסעיף 338 לחוק החברות.

תנאי 3 - יסוד סביר להניח כי עניינם של חברי הקבוצה ייוצג וינהל בדרך הולמת

138. התנאי השלישי הנקוב בחוק לאישורה של תובענה כייצוגית הוא כי "קיים יסוד סביר להניח כי ענינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינהל בדרך הולמת";

139. בענייננו, אין ספק כי המבקשת ובאי-כוחה יפעלו במרץ על מנת להביא פיצוי לציבור נרחב²².

140. בית המשפט העליון הבהיר בעניין **רייכרט** כי אין צורך בתובע מתוחכם או מלומד בתחום התביעה, ודי בכך שיש לו אינטרס כלכלי של ממש בתביעה, וכי "גישה מקלה זו נועדה למנוע מהגוף הפוגע את ניצול כוחו ועצמתו לשם עשיית עושר על חשבון הציבור ופרטיו". כלומר, הדין הוא שאין להקפיד עם כישוריו וידיעותיו של התובע הייצוגי וכי בדרך כלל התובע הייצוגי ההולם הוא מי שיש לו אינטרס אמיתי ועניין ממשי בתביעה והבנה מסוימת בתביעה אותה הוא מבקש להוביל נגד הנתבע ובסוגיותיה המרכזיות. אין הכרח שהתובע יהיה מצוי בכל פרטי התובענה ויפגין בקיאות בכל הקשור למאטריה ודי בכך שיוצג על ידי עורך דין בעל כישורים, בקיאות, ניסיון ויכולת לנהל את התובענה הייצוגית באופן מקצועי.

141. המבקשת תטען, כי באי כוחה מנוסים בניהול תיקים מסחריים בהיקפים גדולים, בקיאים בנושאי ניירות ערך ואף בתובענות ייצוגיות ובנושא זה, ועל כן הם יכולים לייצג כיאות את הקבוצה בתובענה זו. באי כוח המבקשת, הח"מ, אף ייצגו בתיק שקבע את ההלכה המנחה בבתי המשפט המחוזיים טרם עניין **עצמון**, הוא פסה"ד בת.א. 2091/03 בש"א 8549/04 **הרשקוביץ נ' רמת אביבים**, העומד בפני הכרעה בבית המשפט העליון. המבקשת, באמצעות עוה"ד יצחק אבירם ונועם שכנר המתמחים בתביעות פיננסיות נגד בנקים, חברות ביטוח, חברות תקשורת, חברות ציבוריות וגופים כלכליים, ובכלל זה עוסקים בתביעות ייצוגיות בנקאיות, פיננסיות וצרכניות שהביאו גופים אלו להשיב כספים לציבור, מאמינה כי תייצג בדרך הולמת את עניינם של כל הנמנים על הקבוצה.

תנאי 4 - יסוד סביר להניח כי עניינם של חברי הקבוצה ייוצג וינהל בתום לב

142. התנאי הרביעי לאישור התובענה כייצוגית הוא כי "קיים יסוד סביר להניח כי ענינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינהל בתום לב".

143. תנאי תום הלב נבחן במבחן אובייקטיבי ובמבחן סובייקטיבי, והמבקשת עומדת בשניהם, באופן מלא.

144. תום הלב האובייקטיבי של התובע הייצוגי, נבחן בשאלה האם מדובר בתביעה שהיא סבירה והגונה: "תביעה סבירה והגונה משמעה, תביעה המבוססת על עילה אמיתית ורצינית שעשויה להביא תועלת של ממש לכל חברי הקבוצה, וכן שהתביעה אינה מכוונת להשיג מטרה של התובע שאינה מתיישבת עם האינטרסים של כלל חברי הקבוצה בתביעה"²³. הדבר מתקיים בענייננו.

²² רע"א 8332/96 **שמש נ' רייכרט**, פ"ד נה (5) 276, בעמ' 302-303.

²³ יי לויט, **תביעה ייצוגית לפי חוק ניירות ערך**, הפרקליט מב (תשמ"ו), 465.

145. תום הלב הסובייקטיבי של המבקשת בא לידי ביטוי, בין היתר, בכך שהמבקשת מאמינה בתום לב כי קופחה על ידי המשיבות, וכי התביעה תעשה צדק עימה ועם יתר חברי הקבוצה.

146. התביעה מוגשת על ידה בתום לב, לאחר בדיקת המסמכים והוראות החוק הרלבנטיות, והמבקשת יכולה לייצג בדרך הולמת את כלל חברי הקבוצה שעניינם זהה כאמור.

חלק ו' - סיכום

147. לאור כל האמור לעיל, יתבקש בית המשפט להורות כי הבקשה לסעד ההערכה, בהתאם לסעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, במסגרתה מוגשת בקשה זו, תנוהל כתובענה ייצוגית לפי חוק תובענות ייצוגיות וזאת לעניין קבוצה הומוגנית המוגדרת כדלקמן:

"כל מי שמניותיו בחברה נרכשו ממנו לפי הצעת הרכש מיום 6/12/2009"

148. בנסיבות העניין, המפורטות לעיל, אישורה וניהולה של תובענה ייצוגית עולה בקנה אחד עם מטרתו של חוק תובענות ייצוגיות, וכאמור לעיל, עם כל התנאים לאישורה וניהולה ככזו.

149. על כן מתבקש בית המשפט הנכבד לאשר את התובענה כייצוגית, וליתן את ההוראות המתבקשות לעניין ובכלל זה: הוראות בעניין הגדרת הקבוצה; פירוט עילות התביעה והסעד הנתבע; הגדרת השאלות המהותיות של עובדה ומשפט המשותפות לקבוצה; הוראות בעניין הדיון בתובענה; הוראות בדבר אופן פרסום ההחלטה ונוסחה, וכן מתן הוראה כי המשיבות תישא בהוצאות הפרסום; הוראות לעניין שכר טרחת ב"כ המבקשת שיפסק בהתאם לקביעת בית המשפט, וכן בדבר גמול למבקשת על שטרחה והגישה את התובענה.

150. כן יתבקש בית המשפט הנכבד להורות על מתן הסעדים כדלקמן:

א. הערכת שוויין ההוגן של מניות החברה, בהתאם להוראות סעיף 338(א) לחוק החברות;

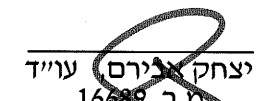
ב. חיוב המציעות לשלם לחברי הקבוצה את השווי ההוגן של מניות החברה, בצירוף ריבית והצמדה.

151. לבקשה זו מצורפים תצהיר המבקשת לתמיכה בעובדות הבקשה וכן חוות דעת מומחה והם מהווים חלק בלתי נפרד מן הבקשה.

152. כל האמור בבקשה זו נאמר במצטבר או לחילופין, הכול לפי הדבק הדברים והקשרם. הסעדים המבוקשים בבקשה הינם מצטברים.

153. מן הדין ומן הצדק לקבל את הבקשה.


נועם שכנר, עו"ד
מ.ר. 18268
בא - כוח המבקשת


יצחק אגרים, עו"ד
מ.ר. 16689
בא - כוח המבקשת



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

05 ינואר 2010

ת"צ 4425-01-10 חפץ נ' מקסאל השקעות
בע"מ ואח'

אישור פתיחת תיק

مصادقة على تسجيل قضية

ניתן אישור כי ביום (تُصادق بهذا بأنه في يوم) 05 ינואר 2010 בשעה (الساعة) 10:56 נפתח בבית משפט זה (سجلت في المحكمة قضية تحمل الرقم) ת"צ 4425-01-10 חפץ נ' מקסאל השקעות בע"מ ואח'.

יש להמציא את כתב הטענות הפותח לבעלי הדין שכנגד, בתוך 5 ימים, בדואר רשום עם אישור מסירה, אלא אם כן הורה בית המשפט אחרת.

عليك تسليم لائحة الأدعاء للطرف الآخر خلال 5 ايام بالبريد المُسجل مع وصل تبليغ إلا إذا أمرت المحكمة غير ذلك.

פסקי דין והחלטות מתפרסמים באתר האינטרנט של מערכת בתי המשפט בכתובת www.court.gov.il