

28 בפברואר 2023

לכבוד

נשיאות התאחדות הסטודנטים והסטודנטיות בישראל

רחוב המסגר 42,

תל-אביב-יפו, 6721123באמצעות דואר אלקטרוני

א.ג.נ,

הנדון: דוח בודק בנושא מכירת מניות איסתא מיום 24.11.2022

סימוכין: מכתבנו מיום 22.12.2022

בשם מרשתנו, אי.בי.אי. חיתום והנפקות בע"מ (לשעבר "פועלים אי.בי.אי. – חיתום והנפקות בע"מ"), ולהלן – "איביאי"), אנו מתכבדים לפנות אליכם בנושא שבנדון, כדלקמן:

1. כאמור במכתבנו שבסמך, לידי מרשתנו הגיע דוח בודק מיום 24.11.2022 (להלן – "דוח הבודק") בנושא מכירת מניות התאחדות הסטודנטים והסטודנטיות בישראל (ע.ר.) (להלן – "ההתאחדות") בחברת איסתא בע"מ (להלן – "איסתא"), לאחר שזה הופץ ברבים והודלף לאמצעי התקשורת.
2. בשולי דוח הבודק הועלו מספר טענות שווא בעלמא באשר להתנהלות מרשתנו בעסקה למכירת מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות, וזאת מבלי שניתנה למרשתנו האפשרות להתייחס אליהן טרם הפצת דוח הבודק.
3. הטענות שהופנו כלפי מרשתנו בדוח הבודק חסרות יסוד, ומושתתות על תשתית עובדתית חסרה, רעועה ומטה לנפול ובעיקר על שיחות ספורדיות שניהל הבודק עם אנשים (חלקם עלומים) שהוצגו כ"מומחים" לשוק ההון, שהיו נכונים לקבוע מסמרות ביחס לנאותות המחיר בו נמכרו מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות הגם שלא היו להם יד ורגל בעסקה ומבלי שהם בקיאים ברזיה, בפרטיה, וברציונאליים שעמדו ביסודה. בנוסף לכך, דוח הבודק התעלם משורה ארוכה של עובדות רלוונטיות ומהותיות מאין-כמותן, ומהשפעתן הדרמטית על השווי שבו נמכרו המניות.
4. כפי שנראה להלן, במסגרת דוח הבודק הועלו שתי טענות בקשר עם התנהלות מרשתנו בעסקה: הטענה הראשונה היא כי המחיר בו נמכרו מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות הוא בלתי סביר וחסר תקדים; הטענה השנייה עניינה ב"חשש" שהעלה הבודק ולפיו מרשתנו לא פעלה להשגת המחיר האופטימלי עבור המניות. בנוסף לאלו, הועלתה טענה נוספת, שכפי הבנתנו לא הופנתה למרשתנו אך נשיב לה גם כן, כי העמלה שהוסכמה בין מרשתנו לבין ההתאחדות הייתה גבוהה מהמקובל בשוק.
5. טרם שנפריך טענות אלו, נתחיל בתיאור קצר של הרקע לעסקה.

רקע עובדתי קצר

6. ביום 25.4.2022 התקשרה ההתאחדות עם איביאי בהסכם שבמסגרתו הוסכם כי איביאי תשמש כבנקאי השקעות ותפעל לקידום, ליווי ושכלול של עסקה ל"מכירת מניות איסתא (...). המוחזקות על ידי העמותה", "בדרך של הצעה פרטית למשקיעים פוטנציאליים", בתמורה לעמלה בשיעור 2% משווי העסקה.¹
7. כפי שעולה בבירור מהסכם ההתקשרות והגדרת תפקידה של איביאי במסגרתו, איביאי נשכרה על ידי ההתאחדות לשם קידום והשלמת העסקה למכירת מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות. איביאי לא נשכרה ולא נתבקשה לבחון את כדאיות מכירת המניות בכלל, ואת כדאיות מכירתן במועד בו הן נמכרו בפרט.
8. כאמור בדוח הבודק וכפי שנמסר לאיביאי על ידי ההתאחדות, החלטת ההתאחדות למכור את מניותיה באיסתא התקבלה מתוך צורך של ההתאחדות בפיזור סיכונים, ועל רקע הבנה שנפלה אצלה כי אין זה נכון מצידה לשים את כל מבטחה וכספה בחברה אחת ויחידה העוסקת בתחום אחד. הצורך בפיזור הסיכון קיבל משנה חשיבות מבחינת ההתאחדות, לנוכח הסתמכותה על הדיבידנדים שחולקו מאיסתא כמקור תקציבי ותזרימי עיקרי לתקציבה השנתי והפגיעה שספגה כתוצאה מכך עם עצירת איסתא את חלוקת הדיבידנדים בשנים 2020-2021.
9. לאחר לימוד ובחינה יסודית של המידע והנתונים הנחוצים לצורך גיבוש אסטרטגיית המכירה, ניהלה איביאי, תוך שיתוף ועדכון שוטף של יו"ר ההתאחדות, משא ומתן דיסקרטי, ממושך ומורכב, בתנאי שוק קשים, עם משקיעים פוטנציאליים רבים. בסופו של תהליך מקצועי זה, קיבלה איביאי אינדיקציות ממשקיעים, אותן הציגה בפני ההתאחדות, כי הם יהיו מוכנים לרכוש את מניות איסתא במחיר של 75 ש"ח למניה, ואולם מרביתם התנו את הסכמתם בהשלמת עסקת הפניקס בחברה הבת של איסתא (בה ידובר להלן) ובהשתתפות בעל השליטה ומנכ"ל איסתא בעסקה – תנאים שלא התמלאו (כמפורט בהמשך).
10. **ביום 19.6.2022, לאחר דיון, אישרה נשיאות ההתאחדות פה-אחד את מכירתן של כ-16% ממניות איסתא שבבעלותה במחיר של 75 ש"ח למניה** (ובתמורה כוללת של כ-190 מיליון ש"ח). לאחר שכבר ניתן לה אישור להתקדם להשלמת העסקה בתנאים אלו, ניהלה איביאי משא ומתן קדחתני ואינטנסיבי עם חלק מהמשקיעים הפוטנציאליים בניסיון להשיא את התמורה שתשולם להתאחדות עבור המניות ועל מנת לשכנעם לוותר על התנאים שהציבו לעסקה מבלי לפגוע בתמורה שתקבל ההתאחדות.
11. מאמצי איביאי נשאו פרי, והיא הצליחה לא רק להביא לביטול התנאים המקדימים שהציבו המשקיעים לעסקה מבלי לפגוע בתמורה שתקבל ההתאחדות, אלא גם לשפר את תנאי העסקה שאישרה ההתאחדות, כך שהמניות ימכרו במחיר של 80 ש"ח למניה (באופן שהביא להגדלת התמורה להתאחדות בסך של למעלה מ-12 מיליון ש"ח). לא זו בלבד, אלא שסמוך לסגירת העסקה נאלצה איביאי להתנות את ביצוע העסקה בחתימת כל רוכש פוטנציאלי על התחייבות ביחס למידע פנים שהועבר לו בקשר לאפשרות שעסקת הפניקס לא תיכרת בתנאים שדווחו לציבור (וזאת בשל סירובה התמורה של איסתא לפרסם בעניין זה דוח מיידי, חרף הפצרות חוזרות כי תעשה כן). התחייבות דרמטית זו הייתה עלולה להביא לסיכול העסקה או להפחתה בתמורה שתשולם כנגד המניות בהיותה מונעת מהרוכשים לסחור במניות (בין באלו הנרכשות בעסקה ובין באלו שהוחזקו על ידיהם קודם לכן, ככל שהוחזקו) וזאת עד למועד בלתי ידוע בו יהפוך המידע לפומבי.

¹ בנוסף לאורגנים של ההתאחדות ולאביאי, ליוו את ההתאחדות בעסקה יועצים שונים ששכרה, לרבות יועצים משפטיים ומיסויים.

12. ביום 22.6.2022 הושלמה העסקה, במסגרתה נמכרו 2,525,079 ממניות איסתא שבבעלות ההתאחדות (כ-16% מהון המניות המונפק והנפרע של איסתא), במחיר של 80 ש"ח למניה, בתמורה לסך כולל של כ-202 מיליון ש"ח שהועבר להתאחדות.
13. כעולה מדוח הבודק, בחודש אוגוסט 2022 פנתה נשיאות ההתאחדות לבודק על מנת שיבחן ויחווה דעתו בקשר לתהליך מכירת מניות איסתא, וביום 24.11.2022 הוציא הבודק תחת ידיו את דוח הבודק.
14. דוח הבודק מתמקד בליקויים שנפלו לשיטת הבודק בהתנהלות ההתאחדות בתהליך מכירת המניות, אולם הועלו במסגרתו גם טענות הנוגעות להתנהלותה של איביאי. טענות הבודק בקשר להתנהלות איביאי הן חסרות יסוד ופריכותן זועקת. להלן נפרוט את הטענות ונפריכן זו אחר זו.

הטענה המופרכת בדבר אי-נאותות מחיר המניות בעסקה :

15. בסעיפים 60, 64, 66 ו-71 לדוח הבודק נטען :

"מבדיקה שבוצעה, עלה כי בתאריך 22 יוני 2022 – יום מכירת המניות, מניות חברת איסתא אשר נמכרו ע"י ההתאחדות לפי ערך של 80 ₪ למנייה, נסחרו בבורסה לפי ערך של 100.2 ₪ למנייה, קרי הנחה של 20 אחוזים ממחיר השוק. (...)

לעניין שיעור הנחה מקובל לעסקאות של חברות ציבוריות, מסר [מר בר טוב עימו שוחח הבודק – הח"מ] כי שיעור הנחה ממוצע וסביר לעסקה בסדר גודל שכזה, בחברה סחירה וגדולה הוא 3 עד 5 אחוזי הנחה. (...)

לדבריו [של מר זורע עימו שוחח הבודק – הח"מ] (...) מדובר בהנחה חריגה ביותר, שכן הנחה בעסקה שכזו הינה בשיעור של 5 אחוזים לערך, **ובמקרים חריגים עד 10 אחוז**. (...)

בנוסף לאמור לעיל, ערכתי שיחות עם מספר גורמים בשוק ההון אשר ביקשו שלא לחשוף את שמם וכן עם חברי ועדת ההשקעות לשעבר שאף הם בעלי ניסיון רב בשוק ההון. במסגרת השיחות היתה תמימות דעים כי **הנחה של 20 אחוזים ממחיר השוק, גם בנסיבות שתוארו בדוח זה, הינה חריגה ולא סבירה**. אחד מהגורמים ששוחחתי עמו ציין כי הוא נמצא בענף 30 שנה **ומעולם לא נתקל במכירת מניות של חברה ציבורית גדולה שמניותיה נמכרו בהנחה משמעותית כל כך**. בנסיבות העניין, לדעת הגורמים איתם שוחחתי לא היה מקום לאשר את העסקה. **בשיחות הוסבר כי מחיר השוק מהווה למעשה את השווי האמיתי של המניה**. לאור האמור, אין צורך בהזמנת הערכת שווי אלא **למכור את המניות בהנחה קלה ממחיר השוק ביום העסקה**. לדבריהם הנחה כפי שניתנה מגלמת עסקה לא סבירה כמו גם ההסברים על **סחירות נמוכה** שכן המניה היתה צפויה לעבור למדד סחיר יותר כמו גם הפצת מניות לשוק במכירה. (...)

לעניין המחיר בו נמכרו המניות, עלה לפי בדיקתי כי הינו חריג ונמוך מהמקובל בהשוואה לעסקאות שבוצעו בישראל. לדעת גורמים ששוחחתי איתם **הנחה של 5 עד 10 אחוז היתה סבירה**. "

הפרכת הטענה :

16. טרם שנעמוד על מופרכות הטענה נדגיש כי על אף האינטרס שהיה לאיביאי להשיא את התמורה שתשולם להתאחדות בעד מניותיה באיסתא (ממנה נגזרה התמורה לאיביאי עצמה), תפקידה של איביאי במסגרת ההתקשרות עם ההתאחדות היה להביא להתאחדות עסקה למכירת מניותיה במחיר שיוסכם בינה לבין הרוכשים. איביאי לא התחייבה (התחייבות שממילא לא ניתן ליתן) להשיג תמורה כזו או אחרת בעד המניות. עמד על כך גם הבודק עצמו שציין כי **"לצד ההכרה באינטרס של חברת פועלים אי בי אי לפעול למכירת**

- המניות במחיר מקסימלי בשל מודל התמורה, יש להזכיר כי אלו לא התחייבו לכך אלא למכירת המניות בלבד**, תוך שהבהיר כי **"הבטחה כאמור גם אינה אפשרית כלל"** (סעיפים 54 ו-68 לדוח הבודק).²
17. כמו כן, וכפי שציין הבודק, ההתאחדות היא זו שאישרה את מכירת המניות בהחלטה של נשיאות ההתאחדות אשר התקבלה פה-אחד, ומאליו מובן שהאחריות למכירה רובצת לפתחה ("מכירת המניות אושרה כדין על ידי הנשיאות וחבריה נושאים באחריות לתוצאות" – כאמור בסעיפים 55-56 לדוח הבודק).
18. בפועל, וחרף היעדרה של חובה משפטית כאמור, הביאה איביאי להתאחדות את העסקה המיטבית בנסיבות לא פשוטות (שלא פורטו בדוח הבודק). בטרם נרחיב בדברים, יושם אל לב כי הגם שהבודק הוא שחתום על הדוח, לא דעתו שלו הובאה בפרק העוסק בנאותות המחיר בו נמכרו המניות, כי אם של גורמים (חלקם עלומים) עימם שוחח. על יסוד אותן שיחות מסדרון קבע הבודק, מבלי לבצע בחינה כלכלית ואמפירית, כי התמורה שקיבלה ההתאחדות עבור מניותיה הייתה נמוכה **"בצורה מהותית מהמקובל בשוק"**.
19. לא זו בלבד שהבודק השתית "מסקנתו" על שיחות שניהל, בין השאר, עם גורמים ש"ביקשו שלא לחשוף את שמם" (וגם לא את האינטרס שלהם), ולא על בסיס כלכלי או אמפירי כלשהו, אלא שאותו ייעוץ ניתן כשהמייעצים חסרים עובדות מהותיות בקשר לעסקה ומבלי שהם מתייחסים לתנאי השוק במועד בו נוהל המשא ומתן להשלמתה. יש לתמוה, מחד גיסא, על כך שה"מומחים" בהם נועץ הבודק היו נכונים ליעוץ ולחרוץ דעה מבלי שמלוא התמונה בקשר לעסקה פרושה לפנייהם, ומבלי שנתנו דעתם למצב השווקים במועד בו נוהל המשא ומתן, ומאידך גיסא על נכונות הבודק לסמוך ידיו על אותם "מומחים". בכל הכבוד נכונות זו מעמידה בספק רב את מומחיות ה"מומחים", את האינטרס שלהם ואת מהימנות מסקנתם, וכן מלמדת על שטחיות דוח הבודק.
20. לגופו של עניין, פריכותו של דוח הבודק זועקת לשמיים. אף בהתעלם מהעובדות המהותיות שהשפיעו על המחיר למניה בעסקה, שממרביתן אכן התעלם דוח הבודק, הטענה כי בלוק המניות בו החזיקה ההתאחדות צריך היה להימכר במחיר השוק באותו היום בבורסה או בהנחה של עד כ-10% ממנו, וכי הנחה של 20% במחיר המניה בנסיבות דנא היא חריגה ולא מקובלת בעליל, היא פשוט שגויה.³ על מנת לעמוד על מופרכות הטענה אין צורך להפליג למחוזות של אותו גורם עלום שדבריו הובאו במסגרת דוח הבודק, כי 30 שנה הוא בשוק הון ולא ראה עסקה הנסגרת בהנחה שכזו, ודי לצורך כך לפתוח את אתר הבורסה בשבועות האחרונים.
21. כך, ביום 15.1.2023 דיווחה לבורסה חברת ישראל קנדה (ט.ר) בע"מ (להלן – "ישראל קנדה"), חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לפי שווי של כ-2.4 מיליארד ש"ח, על מכירת חבילת מניות (סחירות), שלא כבעניינינו כמפורט להלן) שהחזיקה בחברת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן – "אלרוב"), למור קופות גמל בע"מ ומור קרנות נאמנות בע"מ, תמורת 150 מיליון ש"ח. **המכירה בוצעה בהנחה של כ-19% על מחיר השוק של המניות.**
22. בחלוף שבוע (ביום 22.1.2023) דיווחה ישראל קנדה על מכירת 2,000,000 מניות של אלרוב שבבעלותה לאלרוב עצמה בתמורה לסך כולל של כ-285 מיליון ש"ח, **בהנחה של כ-22% על מחיר השוק של המניות.**⁴

² יתרה מכך, בסעיף 4 להסכם בין איביאי להתאחדות אף הוסכם כי איביאי תוכל לגבות עמלות בעסקה מאת הרוכשים (דבר שלא נעשה).

³ בהקשר זה יצוין, כי שער מניית איסתא בשנה שלפני העסקה ידע עליות וירידות חדות ואף הגיע למחיר של כ-60 ש"ח למניה, כששער המניה הממוצע בשנה שקדמה לעסקה עמד על כ-90 ש"ח למניה וכאשר המניה נסחרה משך חודשים במחיר ממוצע של כ-65 ש"ח.

⁴ להשלמת התמונה יצוין, כי בעסקה נכלל מנגנון התאמת מחיר שיופעל ככל שאלרוב תהפוך לחברה פרטית בתוך 24 חודשים ממועד ביצוע העסקה, וככל שהמחיר בו יירכשו מניות הציבור באלרוב יהיה גבוה מ-142.5 ש"ח למניה.

23. זאת ועוד, ביום 22.1.2023 פרסמה נורסטאר החזקות אינק. (בעלת השליטה בשרשור בגיי סיטי בע"מ) דוח הצעת מדף לפיו בכוונתה להנפיק מניות של החברה ביחד עם אופציות לרכישת מניות רגילות של גיי סיטי (בדרך של הנפקת יחידות), בתמורה מינימלית לנורסטאר בסך של 175 מיליון ש"ח. **ההצעה שהובלה על ידי חברת החיתום של בנק דיסקונט, שיקפה הנחה של לא פחות מכ-34.5% על מחיר השוק של מניית נורסטאר.** יצוין כי גם המניות והאופציות הנ"ל הוצעו למכירה כשהן סחירות (שלא כבענייננו).
24. ודוק, לא ניתן לחלוק על היות ישראל קנדה ונורסטאר חברות ציבוריות רציניות המנוהלות על ידי אנשי עסקים בעלי ניסיון ומומחיות בשוק ההון והנדל"ן בפרט. והינה, הן ישראל קנדה הן נורסטאר קיבלו החלטה עסקית למכור מניות בהנחה משמעותית על מחיר השוק.
25. ראו זה פלא: 30 שנים ה"מומחה" עליו סמך הבודק את ידיו בדוח הבודק לא נתקל במכירת מניות של חברה ציבורית בהנחה כמו זו שניתנה כביכול בעסקה למכירת מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות, והינה בתוך כשבוע אחד הושלמו שלוש עסקאות בהנחות זהות וגדולות אף יותר, בהן נמכרו מניות ללא מגבלת סחירות כבענייננו (מגבלה בה יפורט בסעיף 27(ד) להלן). די בדוגמאות אלו, וישנן עוד רבות,⁵ כדי להפריך את הטענה כי שיעור ההנחה בעסקה הוא חריג וחסר תקדים ויש בו, כשלעצמו, כדי להצביע על אי-סבירות העסקה.
26. ברי הוא כי כל עסקה נבדלת מרעותה, בטעמים ובשיקולים העסקיים הניצבים ביסודה, וכל עסקה מושפעת מערב-רב של נתונים הנוגעים לעסקה הקונקרטית וכן מנתונים חיצוניים לעסקה הנטועים בתנאים מאקרו ומיקרו כלכליים ובתנאי השוק במועד עריכתה, אשר משליכים באופן ישיר על תנאיה.
27. מעבר לכך ולגוף העסקה, דוח הבודק פשוט התעלם מעובדות מהותיות מאין-כמותן ומנסיבות קריטיות שהשליכו על המשא ומתן למכירת המניות ועל המחיר בו אלו נמכרו. בין היתר התעלם דוח הבודק מהעובדות והנסיבות המהותיות שלהלן:

(א) **הצעה פרטית מהותית של איסתא לגופים מוסדיים מיום 9.1.2022 במחיר אפקטיבי של 84.98 ש"ח:**

ביום 9.1.2022 דיווחה איסתא על אישור דירקטוריון החברה להצעה פרטית של 1,325,968 מניות רגילות של החברה (כ-8.69% מהון המניות המונפק והנפרע של איסתא) ושל 662,984 כתבי אופציה לא רשומים למסחר הניתנים למימוש למניות רגילות (אשר שיקפו 4.17% מהון המניות המונפק והנפרע של איסתא), לגופים מוסדיים (להלן – "**ההצעה הפרטית**"), במחיר אפקטיבי למניה (המחיר למניה בניכוי השווי הכלכלי של כתבי האופציה), של 84.98 ש"ח.

ודוק, הצעה פרטית זו יצאה אל הפועל בזמן שחברות נדל"ן מקומיות נסחרו בשיאן ובתקופת גשוג ופריחה בשוק ההון. **במהלך החודשים שלאחר מכן ועד מועד השלמת העסקה, המגמה בשוק ההון בכלל ובשוק הנדל"ן בפרט, השתנתה לרעה באופן דרמטי.** הצעה פרטית זו במחיר של כ-85 ש"ח למניה בתקופת שיא, היוותה נקודת ייחוס בשוק למחיר למניה בעסקה, ומשקיעים עימם ניהלה איביאי משא ומתן ציינו בפניה שמאחר שמאז הושלמה ההצעה הפרטית הורע משמעותית המצב בשוק, המחיר בעסקה למכירת מניות איסתא צריך להיות נמוך באופן משמעותי מהמחיר בו נמכרו המניות בהצעה הפרטית. באופן לא ברור, ההצעה הפרטית אינה מוזכרת ולו במילה בדוח הבודק.

⁵ דוגמה נוספת היא גיוס שביצעה לאחרונה חברת משק אנרגיה-אנרגיות מתחדשות בע"מ, הנסחרת בבורסה בת"א לפי שווי של כ-2.4 מיליארד ש"ח. ביום 18.1.2022 דיווחה משק אנרגיה על אישור דירקטוריון החברה להנפקת 50 מיליון מניות למשקיעים מסווגים תמורת 200 מיליון ש"ח, **בהנחה של למעלה מ-14% על מחיר השוק של החברה.** דוגמה נוספת: ביום 24.10.2021 דיווחה חברת הכשרת הישוב התחדשות עירונית בע"מ על הנפקת 4,833,667 מניות, בתמורה ל-29,002,002 ש"ח, **במחיר ששיקף הנחה של כ-40.24% משער הנעילה של מניות החברה בבורסה ביום המסחר שקדם למועד הדיווח.**

(ב) **ההרעה במצב השווקים בכלל ושוק הנדל"ן בפרט בתקופת המשא ומתן לכריתת העסקה :**

עם פרוץ מגפת הקורונה אחזה תבהלה בשווקי ההון בישראל ובעולם, שהובילה אותם לירידות חדות. ואולם – הירידות התחלפו, במהירות יחסית, בעלויות שערים כמעט חסרות תקדים, שנישאו בין היתר על כנפי המדיניות המוניטרית שנקטה במרבית המדינות ובכללה הריבית האפסית שנהגה בשווקים. בשנת 2021 רשמו המדדים המובילים בעולם תשואות פנומנליות, וכך היה גם בישראל. מדד ת"א 125 רשם תשואה של כ-31%, מדד ת"א-מניב רשם עליה יוצאת דופן בשיעור של 45.33%, ומדד ת"א-בנייה רשם תשואה פנטסטית של כ-75%. בהקשר זה יצוין, כי כאמור בדוח הבודק מרבית פעילות איסתא היא בתחום הנדל"ן, ועל כן מדדים אלו הם אינדיקטיביים לפעילותה.

דא עקא, שבתחילת שנת 2022 התהפכה המגמה. לאור עלייה חדה בשיעור האינפלציה החלו הבנקים המרכזיים בעולם להעלות באופן מהותי את הריבית האפסית שהייתה נוהגת משך תקופה ארוכה.⁶ בחודש מרץ 2022 העלה ה-Federal Reserve בארה"ב את הריבית ב-0.25%, כשבחודשים מאי ויוני האיץ ה-FED את קצב העלאת הריבית והעלה אותה, בהתאמה, ב-0.5% ו-0.75% (העלאה החדה ביותר משנת 1994). **בצמוד לאותן העלאות הבהיר ה-FED שבכוונתו להמשיך ולהעלות את הריבית.** גם בישראל, ביום 11.4.2022, לאחר כשנתיים של ריבית אפסית, הודיע בנק ישראל על העלאת הריבית ב-0.25%, ובהמשך, ביום 23.5.2022, הודיע על העלאה נוספת של הריבית ב-0.4%, כשההערכות בשוק היו שעלויות ריבית נוספות ומשמעותיות צפויות בהמשך לבוא (ואכן, בחודש יולי העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.5%, בחודש אוגוסט ב-0.75%, בחודש אוקטובר ב-0.75%, בחודש נובמבר ב-0.5%, בחודש ינואר 2023 ב-0.5% ובחודש פברואר ב-0.5%).

האינפלציה המתפרצת והעלאות הריבית שנועדו להתמודד עימה, בצירוף החשש ממיתון עולמי כתוצאה מהני"ל, השפיעו לרעה על שווקי המניות בעולם ובישראל. כך, בשנת 2022 נרשמו ירידות חדות בשווקי המניות בארה"ב שלא נראו כמותן משנת 2008, שנת המשבר הפיננסי העולמי. באופן דומה לכך, בישראל מדד ת"א 125 ירד **בחודשים אפריל-יוני 2022 בלבד** בשיעור של למעלה מ-10%, כשבשוק מניות הנדל"ן – שכידוע, רגיש ביתר שאת לעלויות ריבית במשק – נרשמו ירידות חדות אף יותר: מדד ת"א נדל"ן צלל בשלושה חודשים אלו בכ-18% ומדד ת"א-מניב קרס בשלושה חודשים אלו בכ-15%. **כל זאת בתקופה בה נוהל המשא ומתן למכירת מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות.**

כפי שצוין למעלה ומוזכר בדוח הבודק (בסעיפים 8 ו-22), עיקר פעילותה של איסתא הוא בנדל"ן. חברות נדל"ן הן הראשונות להיפגע מעלויות ריבית במשק והאטרקטיביות שלהן יורדת באופן דרסטי בסביבת ריבית עולה. ואכן, כעולה מהנתונים הנ"ל, עם העלאת הריבית בישראל והצפי להעלאות נוספות, במועד בו נוהלו המגעים לעסקה למכירת המניות רשמו מניות חברות הנדל"ן ירידות חדות ועודפות ביחס לביצועי יתר החברות בשוק. ודוק, גם באיסתא עצמה התהפכה המגמה כאשר החל מיום 25.4.2022 (אז התקשרה ההתאחדות עם איביאי למכירת מניות איסתא שבבעלותה) ועד למועד העסקה ביום 22.6.2022 ירדה מניית איסתא בכ-14%.

⁶ מעבר לאינפלציה ולעלויות הריבית, העיבו על שווקי ההון בעולם גורמי מאקרו נוספים וביניהם הפלישה הרוסית לאוקראינה (שהצפי היה כי תוביל לגל התייקרויות ולהאצת האינפלציה העולמית).

הירידות הדרמטיות בשווקי ההון על רקע נתוני האינפלציה ועליות הריבית שהיו ושנצפו לעתיד, וכן אווירת חוסר הוודאות בשוק במועד ניהול המשא ומתן למכירת המניות, היו בעלי השפעה דרמטית על התמורה שניתן היה לקבל ממשקיעים פוטנציאליים עבור מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות.

חרף זאת, הבודק לא התייחס לעובדות מהותיות אלו ולתנאי השוק במועד העסקה, והתעלם מעליות הריבית ומהשפעתן על איסתא, כמו גם מנתוני מאקרו ומיקרו של הכלכלה העולמית והמקומית שהשפיעו באופן מובהק על המחיר בו נמכרו המניות. נפלא מדעת הכיצד ניתן לקבוע בפסקנות כי מחיר המכירה היה בלתי סביר מבלי להביא את כל אלה בחשבון.

(ג) אי-השלמת עסקת ההשקעה בחברת איסתא נכסים בע"מ (להלן – "איסתא נכסים") והידיעה כי אין כל ודאות שזו תושלם, וכי גם אם זו תושלם יהיה זה לפי שווי פחות מהשווי עליו דווח לציבור :

ביום 3.5.2022 דיווחה איסתא על הסכם עקרוני שנחתם מול קבוצת משקיעים בהובלת הפניקס להשקעת סך של 180 מיליון ש"ח באיסתא נכסים – שריכזה את פעילות הנדל"ן של איסתא – לפי שווי חברה של כ-1.2 מיליארד ש"ח לפני הכסף, וזאת בכפוף להתמלאות תנאים שדווחו (להלן – "עסקת הפניקס"). עסקת הפניקס שיחקה תפקיד מרכזי במשא ומתן למכירת המניות, שכן פעילות הנדל"ן של איסתא היוותה את החלק הארי של פעילותה,⁷ ועל כן עסקה זו גזרה שווי לאיסתא שלאורו בחנו המשקיעים הפוטנציאליים את האפשרות לרכוש מניות בעסקה למכירת מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות (זאת בפרט לנוכח סחירותה הנמוכה של מניית איסתא, שפגמה ביכולת לראות במחיר השוק בבורסה כאינדיקציה מהימנה לשווייה, כמפורט בסעיף (ו) להלן).

יצוין בהקשר זה, כי ביום 25.5.2022 נפגשו נציגי ההתאחדות ואיביאי עם מר גל, בעל השליטה ומנכ"ל איסתא, שביקש מהם להמתין עם קידום העסקה למכירת מניות ההתאחדות עד אשר תושלם עסקת הפניקס – שבהתאם למצג שהציג מר גל, **שהתברר כשגוי**, הייתה אמורה לבוא על השלמתה תוך ימים – שכן לדבריו סיכויי השלמת עסקת איסתא נכסים יפחתו ככל שיחל שיווק מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות. ההתאחדות נעתרה לבקשת מר גל והסכימה ליתן לו 14 ימים להשלמת העסקה.

מכל מקום, המשא ומתן עם המשקיעים הפוטנציאליים בעסקה התנהל ברקע לעסקת הפניקס, וחלק ממשקיעי העוגן הפוטנציאליים **התנו את השותפותם בעסקה בהשלמת עסקת הפניקס בתג המחיר עליו דווח לציבור**. ברם, השלמת עסקת הפניקס התעכבה ולא נסגרה,⁸ ובינתיים הירידות בשוק ההון בכלל ובחברות הנדל"ן הנסחרות בפרט חרפו. לאור זאת, נוצר חוסר ודאות לגבי השלמת עסקת הפניקס, והערכה בשוק הייתה כי גם אם זו תושלם,⁹ סגירתה תהא כפופה להפחתת תמורה מהותית.

לעובדה שהשוק ראה בעסקת הפניקס (ובהצעה הפרטית מחודש ינואר 2022) אומדן לשווי הריאלי של מניות איסתא; לחוסר היכולת להשלים את עסקת הפניקס בין היתר לאור ההרעה בתנאי השוק, ולהנחת השוק שגם אם תושלם יהיה זה בשווי נמוך משמעותית מהשווי שדווח לציבור – **הייתה השפעה מכרעת על המשא ומתן שנוהל על ידי איביאי עם המשקיעים הפוטנציאליים למכירת המניות ועל המחיר שניתן היה לקבל בגינן**. למרבה ההפתעה, דוח הבודק התעלם מכל אלו לחלוטין.

⁷ פעילות התיירות של איסתא הייתה במועדים הרלוונטיים בעלת שווי שולי, כשבשנים שקדמו לעסקה היא הייתה הפסדית.

⁸ ראו דיווח מיידי שפרסמה איסתא בנושא ביום 30.5.2022.

⁹ לבסוף, וכפי שדיווחה איסתא ביום 7.11.2022, עסקת הפניקס כלל לא נכרתה.

(ד) **המניות נמכרו עם מגבלת סחירות – כל אחד מהמשקיעים נדרש לחתום על התחייבות לשמירה על סודיות מידע פנים בקשר לעסקת הפניקס, שבעטיה לא יכול היה לסחור במניות עד לפרסומו:**

בשים לב לכך שבמועד העסקה לא נכרתה עסקת הפניקס ולאור הידיעה כי גם אם עסקת הפניקס תיכרת בסופו של יום הדבר יעשה לפי שווי נמוך משמעותית מזה שפורסם לציבור (כפי שאף מסר להתאחדות מר גל, בעל השליטה ומנכ"ל באיסתא), ועל רקע סירובה של איסתא להביא מידע זה לידיעת הציבור בדרך של פרסום דיווח מיידי בנושא,¹⁰ לרכישת המניות בעסקה התווסף תנאי מהותי נוסף: חתימת כל אחד מהרוכשים על התחייבות שבה הם מצהירים כי נמסר להם מידע על כך שייתכן שעסקת הפניקס תושלם בשווי נמוך מהשווי עליו דיווחה איסתא לציבור, וכי הם מתחייבים לשמור מידע זה בסודיות. משמעותה של התחייבות זו היא מניעת האפשרות לסחור במניות שתירכשנה על ידי המשקיעים בעסקה (ואף ביתר מניות איסתא המוחזקות על ידיהם, ככל שישנו) עד למועד לא ידוע שבו המידע האמור יקבל פומבי.

תנאי מפתיע זה שנוסף ערב סגירת העסקה, עלול היה להביא לסיכולה ובכל מקרה הייתה לו השפעה מהותית על שווי המניות שנמכרו במסגרתה (ועל היכולת להשיא את שוויין).

באופן תמוה, הפרק בדוח הבודק שעניינו נאותות המחיר בו נמכרו המניות אינו מתייחס גם לכך שהמניות נמכרו עם מגבלת סחירות שאינה מוגבלת בזמן ברור, למרות שברור שהייתה גם לעניין זה השפעה מהותית על המחיר בו נמכרו מניות איסתא שבעלות ההתאחדות בעסקה.

(ה) **החלטת בעל השליטה באיסתא והמנכ"ל שלה, מר אחישי גל, שלא להצטרף לעסקה ושלא לרכוש מניות במסגרתה במחיר של 80 ש"ח למניה:**

לקיחת מר גל חלק בעסקה מכירת המניות ונכונותו לרכוש כמות נכבדה של מניות מידי ההתאחדות היו בעלי חשיבות של ממש לרוכשים הפוטנציאליים במשא ומתן למכירת המניות. ברי כי הכנסת מר גל, המכיר את החברה באופן הטוב ביותר ומי שיכול להעריך באופן האמיתי ביותר את הפוטנציאל הגלום בה, יד לכיסו, היה בה כדי ללמד על אמונתו בחברה ועל כך שמדובר במחיר אטרקטיבי למניה. ואכן, חלק מהרוכשים הפוטנציאליים הציבו את השתתפות מר גל בעסקה **כתנאי** לרכישת מניות על ידיהם בעסקה. אלא שכאמור בדוח הבודק (בסעיף 22), מר גל התנה את כניסתו לעסקה במתן הנחה משמעותית על מחיר המניה בבורסה (באופן המתיישב עם הנטען על ידי הגופים המוסדיים, כי המחיר בו נסחרה מנית איסתא בבורסה לא שיקף באופן אמין את שווייה) וברגע האחרון הוא הודיע שלא ירכוש מניות בעסקה, גם במחיר של 80 ש"ח למניה. הודעתו זו של גל יצרה קשיים משמעותיים שכן חלק ממשקיעי העוגן ראו בכך סיגנל שלילי ואינדיקציה לכך שהמחיר בעסקה אינו אטרקטיבי דיו.

דוח הבודק התעלם גם מעובדה זו ומהשפעתה על מחיר המניה בעסקה. יתרה מכך – הבודק לא שאל עצמו שאלה חשובה, קל וחומר לא בירר נקודה זו לעומקה: אם אכן המחיר בו נמכרו המניות היה נמוך בצורה קיצונית ממחירן הריאלי, כנטען בדוח הבודק, מדוע שבעל השליטה באיסתא והמנכ"ל שלה, המכיר את החברה לפני ולפנים, לא יקח חלק ברכישת המניות?

¹⁰ מר גל אף מסר לאיביאי, בזמן אמת וטרם השלמת העסקה, כי העביר מידע פנים בעניין זה לנציג ההתאחדות באיסתא.

(ו) **סחירות הנמוכה של מניות איסתא :**

במועד בו נוהל המשא ומתן למכירת המניות ועד השלמת העסקה למכירתן, התאפיינה מניית איסתא בסחירות נמוכה, כשמתחילת שנת 2022 ועד לאמצע חודש יוני 2022 עמד מחזור המסחר היומי הממוצע שלה על כ-659 אלפי ש"ח בלבד.

כידוע, כאשר מנוהל משא ומתן להכנסת משקיעים לחברה בעלת מחזורי מסחר נמוכים, ניתנת לניצעים הנחה שמטרתה "לפצות" על כך. כך למשל פסק בית המשפט העליון ברע"א 779/06 **קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממון, פס' 28** (נבו 28.8.2012) :

"המשקיע הרציונאלי שנתקל במצב של סחירות נמוכה, יודע כי גם אם ערך המניות יעלה, הוא עשוי להתקשות למצוא קונה שיסכים לקנות אותן ועל כן יתקשה לממש את פירות השקעתו. מתוך ידיעה זו, צפוי המשקיע הרציונאלי להעריך בחסר את שווייה של מניה שאינה סחירה והשקעה בה אינה השקעה נזילה; הערכת חסר זו כונתה בספרות – Marketability Discount."

האמור בעניין **קיטאל ביחס ל"משקיע הרציונאלי"**, נכון מקל וחומר לגבי משקיעים מוסדיים וגדולים, הן לנוכח מומחיותם והן לאור היקף החזקתם. בהקשר זה פסק בית המשפט העליון ברע"א 184/20 **קדם נ' טופ אלפא קפיטל ש.מ. בע"מ, פס' 36** (נבו 11.7.2022) :

"הגם שמקובל עלי כי במקרה הרגיל מחיר נייר ערך בשוק יעיל משקף את שווי נייר הערך, ומשקלל גם את מאפיינים שונים של הבורסה בה הוא נסחר, הרי שבמקרה דנן קיימים מאפיינים ייחודיים המצדיקים ביצוע הפחתת הסחירות בהתאם לחוות דעת המומחים. אבהיר. המחיר שנקבע לנייר ערך בבורסה משקף את התשלום שנקבע במסגרת המסחר השוטף בעבור אותו נייר ערך במועד הרלוונטי. כאשר מדובר בהערכת שווי של חבילה קטנה יחסית של ניירות ערך, אשר בהיתן מאפייני הבורסה, אין מכירתם צפויה להשפיע באופן משמעותי על המסחר השוטף, הרי שניתן וראוי להשתמש במחיר הבורסאי הנתון במועד הקובע כאומדן לשווי של חבילת ניירות הערך. לעומת זאת, מכירה של קבוצה גדולה יחסית של ניירות ערך מסוג מסוים, בשוק בו היקפי המסחר נמוכים, צפויה להשפיע באופן מהותי על המסחר השוטף (הצפת השוק), ולהביא לירידה משמעותית במחיר נייר הערך. על מנת התמודד עם קושי זה צפוי המחזיק בחבילת ניירות ערך גדולה שכזו, אשר רמת הסחירות שלהן נמוכה, להידרש לעשות אחד משני אלה בבואו לממשה: לפרוס את הליך המכירה על פני תקופת זמן ארוכה יחסית (ולספוג פגיעה בנזילות) או להסכים להפחתה של ממש במחיר קודם שימצאו די קונים שיהיו מוכנים לרכוש את כלל ניירות הערך המוצעות למכירה (ולספוג פגיעה במחיר). בין כך ובין כך, מבחינתו של גורם המחזיק בכמות משמעותית של ניירות ערך של החברה הנסחרת, סחירות נמוכה משמעה פגיעה בשווי הנכס שבבעלותו, וזאת מעבר למשתקף במחיר השוק של המניה במסחר השוטף. ודוק, ההצדקה לביצוע הפחתה מסוג זה, ושיעורה, הם עניינים כלכליים, התלויים במאפייני הבורסה, בהיקפי המסחר בנייר הערך, ובגודל חבילת ניירות הערך בה מדובר."

בדוח הבודק נטען (בסעיף 66) כאילו רמת הסחירות הנמוכה של מניית איסתא לא הצדיקה מתן הנחה בשיעור שניתן. אלא שמעולם לא נטען כי המניות נמכרו במחיר שבו הן נמכרו רק בשל רמת הסחירות שלהן ובשל כך בלבד. למחיר אותו היו מוכנים המשקיעים לשלם עבור המניות היו סיבות שונות (שחלקן נזכרו לעיל), כשרמת הסחירות הנמוכה של מניות איסתא הייתה רק אחת מהן.

עוד נטען באותו סעיף בדוח הבודק, כי ממילא איסתא הייתה צפויה להיכנס למדד סחיר יותר. מדובר (שוב) בטענה תיאורטית לחלוטין המבטאת חוכמה בדיעבד, שכן כניסת מניית איסתא למדד סחיר יותר באה רק בחודש אוגוסט 2022, כך שזו לא הייתה ידועה במועד השלמת העסקה והייתה תלויה, בין

השאר, בגורמים שלא קשורים לאיסתא, ובכלל זה בשווי השוק של איסתא, בהחזקות הציבור בה, כמו גם בשווי השוק ובהחזקות הציבור בחברות אחרות שהיו מועמדות גם כן להיכנס למדד.

זאת ועוד, דוח הבודק מתעלם מכך שבכל אותה העת ההתאחדות הנחתה את איביאי **ודחקה בה לפעול להשלמת העסקה כמה שיותר מהר**, וזאת בין היתר לאור תנאי השוק שהלכו והפכו קשים יותר עם חלוף הזמן ומתוך הערכה לפיה התנאים לא ילכו וייעשו טובים יותר בטווח זמן הקרוב.

(ז) **תמחור הגבוה של מניות איסתא במועד העסקה :**

מניות איסתא נסחרו בעת ניהול המשא ומתן למכירת המניות בתמחור גבוה מאוד ביחס לחברות נדל"ן אחרות (מכפיל הון של 1.62 בהשוואה לממוצע ענפי של מכפיל הון 1.1).¹¹ תמחור הגבוה של מניות איסתא, העדר סחירות ואי סיקור פומבי שלהן על ידי מי מהגופים המוסדיים, הביאו (גם הם) את המשקיעים הפוטנציאליים לטעון בפני איביאי כי מניית איסתא בבורסה מתומחרת באופן גבוה אשר אינו משקף את שוויה (כפי שאף הובהר להתאחדות במצגות טרם השלמת העסקה). גם עניין זה לא זכה להתייחסות כלשהי בדוח הבודק.

(ח) **שיקולים עסקיים לגיטימיים של ההתאחדות לביצוע העסקה :**

בבחינת למעלה מהצורך נוסף, שבבחינת העסקה יש צורך להתייחס גם לשיקולים העסקיים הלגיטימיים וכבדי המשקל שעמדו ביסוד החלטת ההתאחדות למכור את המניות. החלטת ההתאחדות למכור את מניותיה באיסתא התקבלה כאמור על מנת לפזר סיכונים וכדי שלא להימצא במצב בו היא תלויה תלות מוחלטת ומסוכנת בביצועיה של חברה אחת בלבד, ובדיבידנדים שיחולקו על ידיה כמקור תקציבי ותזרימי עיקרי שלה – סיכון שהתחדד נוכח העצירה המוחלטת של חלוקת הדיבידנדים באיסתא בשנים 2020-2021, שפגעה בפעילות ההתאחדות. ברי שאישור ההתאחדות את מכירת המניות בא על רקע ובקשר עם אותם צרכים עסקיים שהמכירה נועדה למלא, וברי גם שאין ולא ניתן לבחון את "סבירות" העסקה בהתעלם מאלו ותוך התמקדות רק במחיר בו נמכרו המניות.

ניתן להדגים נקודה זו באמצעות עסקת ישראל קנדה שהוזכרה לעיל. לו הייתה העסקה נבחנת רק לפי המחיר בו השתכללה, ייתכן שהיה הבודק מוצא גם אותה כבלתי סבירה. דא עקא, שהדעת נותנת ששם, כמו פה, מסקנה זו הייתה חסרת יסוד בהיותה מתעלמת מהנסיבות שהובילו לביצועה.

דוגמה נוספת לפגם שבבחינת מחיר המכירה בלבד כאינדיקטור בלעדי לסבירות העסקה ניתן למצוא גם בפסיקה העוסקת בטענות לקיפוח המיעוט על רקע הנפקות מניות במחיר הנמוך מערכן הריאלי.

במסגרת ת"א 34979-08-16 גינזבורג ואח' נ' חברת מדיפאואר אוברסיז פאבליק קו. למיטד (נבו 27.10.2021), נידונה טענה שכזו, וכבוד השופט ר' רונן פסקה כי "כאשר בית-המשפט מגיע למסקנה שהנפקה נעשתה משיקולים כלכליים ועסקיים הנוגעים לתועלתה וטובתה של החברה, ההחלטה אודות גיוס ההון לא תיחשב כמקפחת". ובהמשך הוסיפה: "כדי לבחון האם ההחלטה אודות גיוס ההון היא מקפחת, צריך אם כן בית-המשפט לבחון האם המחיר שנקבע למניה נמוך מהערך הריאלי שלה; ואם כן – האם קביעת המחיר באופן הזה הייתה לגיטימית."¹²

¹¹ לשם הדגמת רמת התמחור הגבוהה של מניית איסתא ביחס לחברות נדל"ן אחרות, ניתן להפנות למצגת שהציגה איביאי להתאחדות בטרם אישור העסקה.

¹² ערעור שהוגש על פסק הדין לבית המשפט העליון נדחה (ע"א 8857/21), ובמסגרתו נפסק בין היתר לעניין מכירת מניות בדיסקאונט כי "העיקרון הכלכלי הבסיסי ביותר" הוא: "סכום כסף מדבר", "סכום כסף אשר משולם מרצון על ידי קוניהם של נכסים (...). הוא מחירם הנכון

כלומר, כבי' השופטת רונן קבעה כי לא די בכך שהנפקת מניות בוצעה במחיר הנמוך מערכן הריאלי, הגם שהיא ודאי מביאה לדילול בעלי המניות שלא לוקחים בה חלק (הן בשיעור החזקותיהם והן בערך מניותיהם), לשם הקביעה כי ההנפקה היא מקפחת, **אלא שנדרשת לכך קביעה נוספת לפיה ביסוד ההנפקה לא עמדו טעמים עסקיים לגיטימיים.**

28. סיכומו של דבר: לטענות שהועלו בדוח הבודק ביחס לנאותות המחיר בו נמכרו מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות אין כל יסוד, ובכלל זאת ברי שאין שחר לטענה בעלמא לפיה הנחה של 10% על מחיר השוק ביום העסקה הייתה סבירה בענייננו, אך לא הנחה של 20% שניתנה כביכול בנסיבות דנא. הטענות – שהועלו תוך הסתמכות על אמירות כוללניות של גורמים עלומים בחלקם, שלא היו ואינם בקיאים ברזי העסקה, ללא כל תימוכין כלכליים או אמפיריים ותוך התעלמות בלתי נתפסת מעובדות מהותיות שהשפיעו השפעה של ממש על המחיר בו נמכרו המניות – מופרכות מיסודן. לא בכדי סברו **ועודם סבורים** בהתאחדות (לרבות חברי ועדת ההשקעות של ההתאחדות) כי העסקה הייתה טובה.

ה"חשש" בעלמא שהועלה בדוח הבודק לפיו לא נעשו כל המאמצים להשגת המחיר האופטימאלי עבור המניות:

29. בסעיפים 63-65 לדוח הבודק נטען:

"בשיחה שערכתי מול הצוות בפועלים אי. בי. אי, נמסר כי הם עשו מעל ומעבר על מנת להוציא את העסקה לפועל, ובמחיר הטוב ביותר ללקוחותיהם. לדבריהם, בתחילה פנו לאנשי קשר נבחרים, הנושאים בתפקידי מפתח בגופים מוסדיים גדולים, ושאלו אותם לעניין בעסקה, וכן באם אלו הביעו עניין, בעבור איזה מחיר ולגבי איזו כמות (...). בין הגופים שלא הביעו עניין לדברי פועלים אי. בי. אי נמנים חברת כלל ביטוח, חברת הראל ביטוח, וחברת מגדל ביטוח ועוד. (...) מבירור שנערך מול בעלי תפקידים בגופים המוסדיים, עלו הממצאים הבאים:

אורי בר טוב מחברת כלל ביטוח – משיחה עמו עלה כי פועלים אי. בי. אי לא פנו אליו בקשר לעסקה, אלא ברוקר אשר הציע לו לקחת בה חלק. מר בר טוב מסר כי השיב לאותו ברוקר שאינו מעוניין לקחת חלק בעסקה, שכן היה סבור שזו תבוצע לפי מחיר השוק, ובהנחה של לא יותר מ3 אחוזים כמקובל בעסקאות אחרות. לדבריו, אם היה יודע שלימים המניות ימכרו במחיר בו נמכרו, הרי שהיה מביע עניין וייתכן וחברת כלל ביטוח הייתה מצטרפת לעסקה. (...)

עומר זורע מחברת הראל – בשיחה עמו מסר כי לא שוחחו עמו מטעם פועלים אי. בי. אי בקשר עם העסקה, וכי לא הבין מדוע לא פנו אליו. לדבריו אם היו מציעים לו לרכוש את המניות בהנחה כפי שניתנה, היה שוקל בחיוב לקחת חלק בעסקה. (...)

יובל באר אבן מחברת מגדל ביטוח – משיחה עמו עלה כי נציגים מפועלים אי. בי. אי, פנו אליו בקשר עם העסקה, אולם הוא לא הביע בה עניין לאור עניינים פנימיים של חברת מגדל ביטוח. לדבריו לא הוצגה בפניו בשלב יותר מאוחר האופציה לרכוש את מניות חברת איסתא בהנחה משמעותית.

יודגש כי שלושת גופים אלו, ובפרט שלושת בעלי התפקידים איתם שוחחנו, הוזכרו ככאלו אשר מצאו את העסקה כלא רלוונטית. מידע כאמור מעלה חשש כי לא נעשו כל המאמצים להשגת המחיר האופטימלי למניות."

הפרכת הטענה :

30. טרם שנפריך את הטענה נשוב ונדגיש : איביאי נשכרה לקידום וליווי עסקה למכירת מניות איסתא שבבעלות ההתאחדות, ומעולם לא התחייבה להשיג תמורה כזו או אחרת עבור המניות (כפי שאף ציין הבודק עצמו, וכנזכר בסעיף 16 לעיל).¹³ תמהנו, אפוא, מה נפקות ה"חשש" (כפי שנראה להלן – חסר היסוד) שהעלה הבודק בדוח לפיו "לא נעשו כל המאמצים להשגת המחיר האופטימלי למניות" בהיעדר חובה משפטית, גם לשיטת הבודק עצמו, המוטלת על איביאי להשאת התמורה בגין המניות.

31. על אף האמור לעיל, בפועל, איביאי פעלה ללא לאות, הרבה מעבר למקובל, במטרה להשיא את התמורה להתאחדות עבור המניות (תמורה שממנה נגזרה התמורה של איביאי בעסקה). חבל שדוח הבודק התעלם מעובדות מהותיות המוכיחות זאת באופן מובהק וברור. די להזכיר לעניין זה כי לאחר שכבר ניתן אישור ההתאחדות לכרות עסקה למכירת מניות איסתא שבבעלותה במחיר של 75 ש"ח למניה, הצליחה איביאי להביא לכך שהמניות תימכרנה במחיר של 80 ש"ח למניה, וזאת חרף תנאי השוק הלא פשוטים (לשון עדינה) שתוארו לעיל, אי-הצטרפותו של בעל השליטה ומנכ"ל איסתא לעסקה, אי-השלמת עסקת הפניקס ומכירתן של המניות עם מגבלת סחירות – הצלחה שהניבה להתאחדות סך נוסף של 12,625,395 ש"ח בגין המניות.

32. יתרה מזאת, דוח הבודק מתעלם מהעובדה כי איביאי פעלה ללא לאות להצלחת העסקה ופנתה לשם כך לעשרות גופים רלוונטיים בניסיון לעניין אותם ברכישת המניות, וכן מכך שבעסקה עצמה השתתפו בפועל קרוב ל-40 גופים – עובדה המעידה, כשלעצמה, על כך שאיביאי ביצעה מלאכתה נאמנה ועשתה מעל ומעבר לצורך קידום העסקה ושכלולה (כמו גם על מורכבות העסקה).

33. בנסיבות אלו, בהן פנתה איביאי לעשרות רוכשים פוטנציאליים, והביאה לכריתת עסקה עם כ-40 גופים, ברי שאין שחר לטענה – גם אם הייתה נכונה (והיא אינה נכונה, כמפורט להלן) – כי היעדר פנייה לגוף זה או אחר יש בו כדי להקים "חשש כי לא נעשו כל המאמצים להשגת המחיר האופטימלי למניות".

34. ודוק, ה"חשש" האמור נשען בעיקרו על טענת הבודק לפיה שניים מהגופים שהזכיר בדוח (כלל והראל) היו לטענתם בדיעבד **שוקלים** להצטרף לעסקה **במחיר בו בוצעה**. לא ברור כיצד טענה זו יכולה להקים "חשש" שלא נעשו כביכול מאמצים להשגת מחיר **גבוה יותר** בעסקה.

35. לגוף טענות ה"ה מחברות כלל ביטוח, הראל ומגדל, שהובאו בדוח, נוסף :

(א) **חברת כלל ביטוח** – בניגוד גמור לנטען בדוח הבודק, כאילו לא נעשתה פניה מטעם איביאי לחברת כלל, האמת היא שאיביאי פנתה לא לגורם אחד בכלל ביטוח אלא לשני מנהלי השקעות בה כדי לעניינם בעסקה. ההצגה כאילו לא נעשתה פנייה ישירה לכלל ביטוח על ידי איביאי היא פשוט לא נכונה. הגורמים מטעם כלל ביטוח דחו, כל אחד מנימוקיו, את פניית איביאי (אחד בטענה לחוסר היכרות מספקת של איסתא, והשני בנימוק שאיסתא מתומחרת יקר בהשוואה לחברות נדל"ן אחרות בשוק תוך שהוסיף שהמניה בעיניו היא "מוקצה").

באשר לטענה שהועלתה בדוח כביכול מטעם אחד ממנהלי ההשקעות בכלל ביטוח לפיה הוא לא התעניין בעסקה משום ש"היה סבור שזו תבוצע לפי מחיר השוק", הרי שבכל הכבוד קשה להולמה. ברי כי לו הייתה כלל ביטוח מעוניינת לקחת חלק בעסקה (שלמצער שני מנהלי השקעות בה הכירו

¹³ ראו בהקשר זה גם סעיף 4 להסכם ההתקשרות בין איביאי להתאחדות. יצוין לעניין סעיף 4 הנ"ל, כי איביאי לא גבתה עמלה כלשהי מהמשקיעים או ממאן-דהוא אחר בקשר עם העסקה למכירת המניות.

כאמור בזמן אמת), היא הייתה מציעה הצעה המשקפת את המחיר אותו היא מוכנה לשלם עבור המניות, ולחלופין מבררת עם איביאי או מאן-דהוא אחר מה המחיר בו ימכרו המניות. **כך פעלו גופים אחרים שהביעו עניין במניות**. מכל מקום, כאמור לעיל, תשובתה של כלל לאיביאי לא הייתה כן במחיר כזה או אחר אלא לאו מוחלט לעסקה.

(ב) **חברת הראל ביטוח** – כפי שנמסר לאיביאי על ידי אחד ממשקיעי העוגן בעסקה, הוא פנה להראל ביטוח על מנת לבחון עימה אם תרצה להצטרף לעסקה ותשובתה הייתה שלילית.

(ג) **חברת מגדל ביטוח** – מנהל ההשקעות במגדל ביטוח הודה כי נציגי איביאי פנו אליו ועניינו אותו בעסקה, אך משיקולים "פנימיים של חברת מגדל ביטוח" הוא דחה את ההצעה. אלא שלטענתו, לא נעשתה אליו פנייה נוספת על מנת להציג לו את האפשרות לרכוש את המניות בהנחה משמעותית. גם בעניין זה אין לטענה שהועלתה בדוח הבדוק על מה שתסמוך. ביום 7.6.2022 פנתה איביאי לאותו מנהל השקעות ושאלה אותו האם רלוונטי מבחינת מגדל "עסקה גדולה באיסתא בהנחה יפה". נציג מגדל השיב: "שלילי" (דבר המלמד אף הוא על אטרקטיביות המניה). ואידך זיל גמור.

36. יתרה מזאת: איביאי מחזיקה בניסיון רב-שנים בניהול עסקאות כגון זו שניהלה עבור ההתאחדות. החלטה לפנות לגורם זה או אחר (באין הנחיה קונקרטיה מהלקוח), אופן הפנייה לגורמים אלו ואיתור משקיעי עוגן לעסקה – אלו עניינים המצויים בלב הפררוגטיבה של איביאי ומסורים לשיקול דעתה. איביאי יודעת, כאמור, כיצד לנהל, להוביל ולסגור עסקאות – ולא לחינם היא ניצבת פעם אחר פעם ומזה שנים בראש הדירוג היוקרתי 100 Dux's כחברת החיתום המובילה בישראל.

הטענה ביחס לשכר הטרחה בהסכם שנכרת עם איביאי:

37. למרות שהטענה בדוח הבדוק בקשר לשכר הטרחה שהוסכם עם איביאי לא הופנתה כלפי איביאי, אזכורה של איביאי ופריכותה מחייבים את התייחסותה.

38. בהסכם שנכרת בין ההתאחדות לבין איביאי הוסכם שכנגד השירותים שתעניק איביאי להתאחדות תשולם לה עמלת הצלחה (בלבד) של 2% משווי העסקה, אם תיכרת. כאמור בדוח הבדוק, ההסכם שנכרת עם איביאי הוא **מיטיב** עבור ההתאחדות, לעומת ההסכם שהוצע לה עם גוף אחר עימו ניהלה משא ומתן להתקשרות.

39. עם זאת, בדוח הבדוק נטען כי "משיחה שערכתי עם גורם פעיל ומוביל בשוק, הנ"ל מסר כי שכר הטרחה המקובל נע בטווח שבין חצי אחוז לאחוז, מהתמורה שתתקבל בגין המניות", ובקשר לכך השיב מר פלהיימר כי "המחיר שנסגר, מהווה פרמיית הסיכון, בשל אי הודאות שהייתה לביצוע העסקה". במענה לתשובתו הנ"ל של מר פלהיימר, הוסיף הבדוק וציין כי "בבדיקה נוספת שערכתי עם גורם מוביל בתחום, נמסר לי מצידו כי היה מוכן ללוות את העסקה בעלות רגילה, וללא תוספת פרמיית סיכון." (סעיף 52). על רקע זה טען הבדוק כי "כפי הנראה שולמה עמלה גבוהה יותר ממה שניתן היה לשלם (...)" (סעיף 70).

40. שוב, על יסוד שיחה עם גורם עלום, שטוען **בדיעבד** שהיה מוכן ללוות את העסקה כביכול במחיר נמוך יותר ואינו מכיר פרומיל מעבודתה של איביאי, נטענו בדוח הבדוק טענות גם ביחס לעמלה שהוסכמה עם איביאי בהסכם. ושוב, אותן שיחות מסדרון לא נתמכות בנתונים מעסקאות דומות בשוק. יתרה מזאת: דוח הבדוק אינו מבחין בין עסקאות מכירה של ניירות ערך מחוץ לבורסה שנרקמות ומושלמות **בתוך יום אחד** לבין עסקאות כגון העסקה דנא, שארכה כחודשיים ימים, ושרה פעלה איביאי אל מול רוכשים פוטנציאליים רבים.

41. גם בעניין זה, העובדות שונות לחלוטין. שיעור העמלה שסוכם בין איביאי להתאחדות (2% משווי העסקה) היה נמוך ביחס לשיעור העמלה הממוצע שגובה איביאי מלקוחותיה. יתרה מכך, העמלה שסוכמה אף נמוכה מהעמלה המקובלת הנגבית על ידי גופים אחרים בשוק בעסקאות הפצת מניות.
42. ודוק, הזכרנו קודם לכן את הנפקת המניות שביצעה נורסטאר ממש לאחרונה – והינה, במסגרת אותה הנפקה שילמה נורסטאר לחתמים שהובילו אותה עמלה בשיעור של 2.75% – כלומר, עמלה בשיעור גבוה בהרבה (בכ-37%) מהעמלה ששילמה ההתאחדות לאיביאי לטובת מכירת מניות איסתא שבבעלותה, בגין עסקה מהירה בהרבה מהעסקה דנא.
43. זאת ועוד יש להדגיש, כי במועד התקשרות איביאי עם ההתאחדות הייתה קיימת אי-ודאות לגבי היכולת להוציא את העסקה אל הפועל, וזאת בין היתר לנוכח המערכת ההסכמית בין ההתאחדות למר גל ולעובדה שמכירת המניות, בקונסטלציה מסוימת, חייבה את קבלת אישורו של מר גל. בנוסף לכך, היה ברור כי יהיה בלתי אפשרי לאתר גוף אחד שירכוש כמות כה גדולה של מניות מיעוט ללא זכויות ניהול, והיה צורך לבנות את העסקה כך שהמכירה תיעשה לשלל גופים – דבר שהפך את העסקה למורכבת הרבה יותר.
44. לאור האמור ברי, כי שיעור העמלה שגבתה איביאי מההתאחדות לא רק שלא חורג משיעור העמלה המקובל אצל איביאי ואף בשוק, אלא נופל ממנו.
45. ונחתום התייחסותנו לשיעור העמלה שגבתה איביאי בהתייחסות לאמירת הגורם המי יודע כמה עימו שוחח הבודק לפיה "היה מוכן ללוות את העסקה בעלות רגילה, וללא תוספת פרמיית סיכון." זו אמירה שבכל הכבוד לא ניתן להתייחס אליה ברצינות ועדיף שלא הייתה תופסת את מקומה בדוח הבודק. אין צורך ביכולות תרומיות בשביל לזהות שהטענה מבוססת (גם היא) על "חכמה שבדיעבד" ועל הידיעה הקיימת של אותו גורם כי הסיכון, שהוא היה מוכן כביכול לוותר על לקיחתו בחשבון בגביית העמלה, לא התממש.

סוף דבר

46. איביאי היא חברת החיתום המובילה בישראל, ולא בכדי היא מזורגת במקום הראשון בדירוג המקצועי הרלוונטי ומובילה בעקביות את שוק ההנפקות בישראל. המוניטין ושמה הטוב של איביאי הושגו בעמל רב שנים והיא לא תאפשר לגורמים אינטרסנטיים לפגוע בהם.
47. איביאי עשתה כל שלאל ידה, בתנאי שוק לא קלים, והביאה בפני ההתאחדות את העסקה הטובה ביותר שניתן היה להביא בנסיבות העניין.
48. צר לנו על כך שבמקום להכיר לאיביאי תודה על פועלה עבור ההתאחדות, מאן-דהוא בעל אינטרס זר עושה בה שימוש כדי להשמיץ את איביאי ולפגוע בה.
49. לאור שפורט לעיל, ההתאחדות נדרשת לחדול מכל הפצה של טענות שווא כנגד איביאי.
50. יובהר כי אין באמור במכתבנו זה או במה שלא נאמר בו כדי להוות ויתור על כל זכות, טענה או סעד הנתונים למרשתנו, ואין בו כדי למצות את טענותיה בקשר לדוח הבודק או בכל עניין אחר.


תומר פרקס, עו"ד

בכבוד רב,


לירן בר-שלום, עו"ד

מיתר | עורכי דין