

חוות דעת כלכלית

אמידת הנזק הכלכלי שנגרם
לבעלי מניות נטו מלינדה בעקבות
חיזוק גרעין השליטה בנטו אחזקות
שלא כדין



יוני 2023



חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

בר כוכבא 16, מגדל נועה, בני ברק, קומה 9

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורכי הדין יעקב סבו וחגי קלעי להגיש חוות דעת כלכלית זו במסגרת בקשה לאישור תביעה נגזרת כנגד המשיבה, נטו מלינדה בע"מ (להלן: "מלינדה" או "החברה"), ודירקטוריון החברה, בעקבות החלטות, פעולות ומחדלי דירקטוריון החברה בקשר עם אישור רכישת מניות חברת נטו מ.ע. אחזקות (להלן: "חברת האם" ו/או "אחזקות") וזאת, תוך צליחת הרף של 25% מזכויות ההצבעה של בעל השליטה בחברת האם. זאת, מבלי לקיים הליך הצעת רכש ותוך ניצול משאבי של חברת הבת. בין היתר התבקשתי לבדוק האם מבחינה כלכלית, החלטה זו הובילה לפגיעה כלכלית בבעלי המניות של החברה מקרב הציבור.

אין לי כל קשר או תלות בחברה או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו, כפי שסוכם ביני לבין מזמיני העבודה הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית משפט ומצהיר כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר באזהרה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי.



תוכן העניינים

1. תמצית חוות הדעת.
2. על החברות.
3. רצף האירועים.
4. התמריץ הכלכלי של דבוקת השליטה.
5. הנזק שנגרם לבעלי המניות בנטו מלינדה.
6. הערכת הנזק לבעלי מניות נטו מלינדה.
 - 6.1. הגדרת הקבוצה המיוצגת.
 - 6.2. כימות הנזק לקבוצה מיוצגת.
 - 6.3. כימות הנזק לתובע המייצג.
7. סיכום ומסקנות.
8. מקורות מידע.
9. תמצית השכלה וניסיון של הכותב.



1. תמצית חוות הדעת

- 1.1. חברת נטו אחזקות הינה בעלת המניות העיקרית בחברת נטו מלינדה ומחזיקה ב 46.32% מהון המניות של נטו מלינדה וב-48.86% מזכויות ההצבעה בחברה.
- 1.2. ביום 26.3.23 דיווחה חברת נטו מלינדה בע"מ¹, שניירות ערך שלה נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, דוח מידי לפיו דירקטוריון החברה החליט לבצע רכישה של מניות חברת נטו אחזקות בע"מ בהיקף של 50 מיליון ש"ח.
- 1.3. עפ"י הדוח המידי, דירקטוריון נטו מלינדה נימק את החלטתו לרכוש מניות נטו אחזקות בהיקף של 50 מיליון ש"ח בכך ש"רמות המחיר שבהן נסחרות מניות נטו אחזקות מגלמות הזדמנות עסקית" ומשכך, הדירקטוריון רואה ברכישת מניות נטו אחזקות "הזדמנות עסקית טובה".
- 1.4. מחיר השוק של מניות נטו אחזקות במועד קבלת ההחלטה עמד על כ-80 שקלים למניה, ולפיכך רכישה מניות של נטו אחזקות ברמת מחיר זאת, בהיקף של 50 מיליון ש"ח משקפת נכונות רכישה של כ- 625 א' מניות המהוות נתח של כ-16.8% ממניות נטו אחזקות.
- 1.5. על פי האמור בסעיף 10 לדיווח, המניות הנרכשות לא תקננה לחברה זכויות הצבעה אולם כן תקננה לה זכויות בחלוקת דיבידנד על ידי נטו אחזקות.
- 1.6. משכך, יישום ההחלטה, צפוי להגדיל את שיעור זכויות ההצבעה של כלל בעלי המניות בנטו אחזקות, ובכלל זאת גם את חלקה של משפחת עזרא, בעלת השליטה בנטו אחזקות באמצעות נאמנות משפחת עזרא². לפיכך, משפחת עזרא מחזקת את שליטתה בנטו אחזקות ובשרשרת גם בנטו מלינדה.
- 1.7. כפי שדווח ע"י נטו אחזקות, קודם לקבלת ההחלטה בנטו מלינדה, החזיקה נאמנות משפחת עזרא 24.99% מזכויות ההצבעה בנטו אחזקות³.
- 1.8. בסמוך לאחר הדיווח, ביום 27.3.2023 דיווחה החברה כי רכשה 90,656 מניות נטו אחזקות, באופן שהגדיל את שיעור אחזקתה של גרעין השליטה ל-25.64%. משמע, ההחלטה להתיר את השימוש במשאבי נטו מלינדה לצורך רכישת מניות נטו אחזקות אפשרה לדבוקת השליטה לצלוח את הרף של 25% מזכויות ההצבעה ללא ביצוע הצעת רכש. יתרה מכך, זהו איתות ברור לשוק כי דבוקת השליטה נכונה לעשות שימוש במשאבי הקבוצה על מנת לבצר את שליטתה.
- 1.9. יתר על כן, רכישת מניות נטו אחזקות על ידי נטו מלינדה מביאה לביצור השליטה של משפחת עזרא, לו הייתה משפחת עזרא מבקשת להגדיל את אחזקותיה בנטו אחזקות במישרין, היא הייתה חייבת לבצע הצעת רכש בשיעור מזערי של 5%. לצורך זה, היה עליה להוציא לשלם מכיסה לפחות 20.42 מיליון ש"ח לעומת זאת, המתווה שבו בחרה משפחת עזרא, של רכישת המניות על ידי חברת נטו מלינדה, אינו מצריך ממנה להוציא מכיסה ולו שקל בודד.

¹ ראה אתר מאיה, דיווחי חברות, נטו מלינדה, דיווח מיום 26.3.2023 אסמכתא : 2023-01-027733
² יצויין כי בדוחותיה של נטו אחזקות נטען שאין בחברה שליטה וזאת בניגוד למבחנים הקבועים בחוק.



1.10. חוות דעת זו בוחנת את ההחלטה שנתקבלה בנטו מלינדה ואת השלכותיה ובכלל את שאלת הנזק שנגרם לבעלי המניות מקרב הציבור בחברת נטו מלינדה בעקבות החלטת הדירקטוריון שלה לרכוש מניות נטו אחזקות בהיקף של 50 מיליון ש"ח.

1.11. על פי הערכתנו השמרנית החלטת דירקטוריון נטו מלינדה לרכוש מניות נטו אחזקות בהיקף של 50 מיליון ש"ח גרם לבעלי המניות מקרב הציבור בנטו מלינדה נזק בהיקף מוערך של כ- 466.4 **516 מיליון ש"ח**.

2. על החברות

נטו אחזקות

תחומי פעילות נטו אחזקות

2.1. עפ"י דיווחיה, נטו אחזקות עוסקת ביבוא ורכישה מתוצרת מקומית, ייצור, עיבוד, הפצה ושיווק מגוון מוצרי מזון כשרים. כמו כן עוסקת נטו אחזקות בייצור, ייבוא ושיווק של כלים חד פעמיים מפלסטיק, מוצרי אלומיניום ונייר, מגבונים ונרות.

השליטה בנטו אחזקות

2.2. על פי דוחותיה של נטו אחזקות בעלת המניות הגדולה ביותר בנטו אחזקות הינה "נאמנות עזרא", שמיופה הכח מטעמה הינו מר עדי עזרא, שאביו, מר דוד עזרא הינו יו"ר דירקטוריון נטו אחזקות.

2.3. על פי דיווחי נטו אחזקות, נאמנות עזרא היתה בעבר בעלת השליטה בחברה, אך חדלה להיות בעלת השליטה בחברה בספטמבר 2021, וכך נכתב בדוח הכספי לשנת 2022:

1.2. ביום 20 באפריל 2016, העביר מר דוד עזרא, ללא תמורה, את השליטה בחברה לנאמנות משפחת עזרא בע"מ, אשר הנאמן בה הוא עו"ד אריאל מירלמן והנהנה בה הוא מר עדי עזרא (להלן: "**הנאמנות**") ואשר היתה בעלת השליטה בחברה עד ליום 14 בספטמבר 2021. למר עדי עזרא יפוי כוח מאת הנאמנות להצביע בשמה של הנאמנות באסיפות כלליות של החברה בגין המניות המוחזקות על ידה.

1.3. ביום 23 ביוני 2021 הודיעה הנאמנות על מכירת כ-3.33% מזכויות ההון בחברה בתמורה לסך של 40 מיליון ש"ח לנור יסכה בע"מ ("**הרוכשת**"). בנוסף העניקה הנאמנות לרוכשת אופציה לרכישת מניות נוספות של החברה. בימים 19 באוגוסט 2021, 9 בספטמבר 2021 ו-14 בספטמבר 2021 הודיעה הנאמנות כי הרוכשת ניצלה את האופציה לרכישת מניות נוספות של החברה כך שהרוכשת מחזיקה ב- 22.78% מהון המניות של החברה וכ-23.66% מזכויות ההצבעה בה והנאמנות חדלה להיות בעלת השליטה בחברה.

2.4. על פי הודעות נטו אחזקות באתר מאיה⁴ "נאמנות משפחת עזרא" החזיקה ב-24.06% מהון המניות בנטו אחזקות וב-24.99% מזכויות ההצבעה בחברה.

⁴ ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, נטו אחזקות, אסמכתא: 2023-01-002422



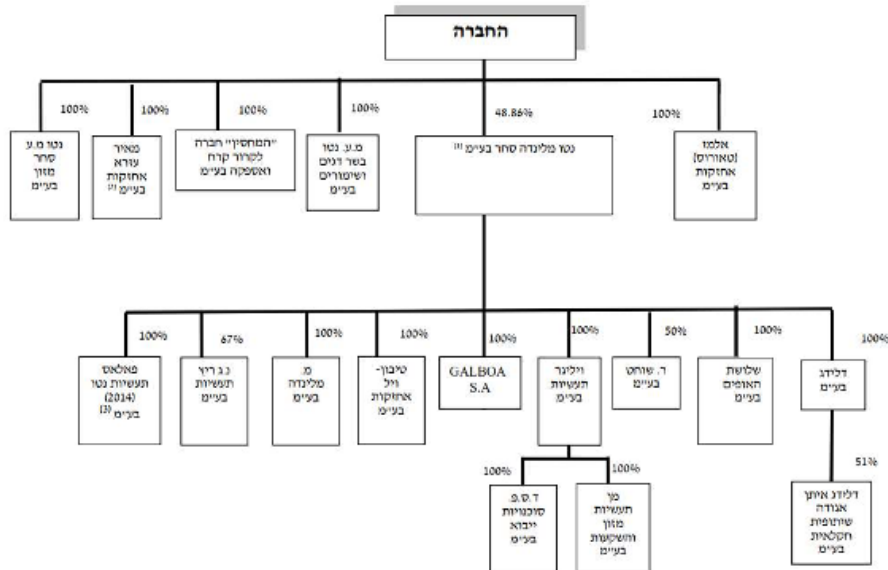
להלן מצבת נכון לתאריך 31/12/2022 :

א. בעלי עניין בתאגיד (לרבות מסג'ל ודירקטורים, ולרבות כל עובד אחר המחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של התאגיד או מוכח ההצבעה בו):

מספר מחזיק	שם המחזיק	שם, סוג וסדרה של נייר ערך	כמות נירות ערך מעודכנת	שיעור החזקה % הון	שיעור החזקה (דילול) % הצבעה	שיעור החזקה (דילול) % הון	שיעור החזקה (דילול) % הצבעה
1	נאמנות משפחת עזרא בע"מ	מניה רגילה בת 1 ש"ח	892,499	24.06	24.99	23.84	24.75
2	מאיר עזרא אחזקות בע"מ	מניה רגילה בת 1 ש"ח	153,999	4.15	4.31	4.11	4.27
3	מאיר עזרא אחזקות בע"מ	מניה רגילה בת 1 ש"ח	324	0.01	0.00	0.01	0.00
4	נטו מלינדה סחר בע"מ	מניה רגילה בת 1 ש"ח	137,549	3.71	0.00	3.67	0.00
5	עמיהוד גולדין	מניה רגילה בת 1 ש"ח	10,040	0.27	0.28	1.20	1.25
6	עמיהוד גולדין	נטו אס 7/20	34,960	0	0	0.0	0.0
7	דוד מצנח	מניה רגילה בת 1 ש"ח	845,043	22.78	23.68	22.57	23.43
8	ילין לפידות ניהול קופות גמל	מניה רגילה בת 1 ש"ח	221,505	5.97	6.20	5.92	6.14
9	ילין לפידות ניהול קרנות נאמנות	מניה רגילה בת 1 ש"ח	54,892	1.48	1.54	1.47	1.52

2.5. זה המקום לציין שעפ"י דיווחי נטו אחזקות, הייתה לחברה האם בעלת מניות קשורה נוספת, חברת מאיר עזרא אחזקות בע"מ שהחזיקה ב 4.31% מזכויות ההצבעה בנטו אחזקות. מתרשים האחזקות של נטו אחזקות המוצג בדוחותיה הכספיים (סי' 1.5 לדוח השנתי לשנת 2022) עולה כי "מאיר עזרא החזקות" מוחזקת בשליטה מלאה (100%) ע"י נטו אחזקות עצמה. משמע, דירקטוריון נטו אחזקות הוא שמוסמך להנחות את ההחלטות של חברת הבת, וכי כפופה לכח השליטה של משפחת עזרא. מטעמי שמרנות וזהירות יתר, לצורך עבודה זו נסתמך על הודעת החברה כי נאמנות עזרא אינה בעלת שליטה בחברה כפי שדיווחה החברה בדיווחיה השונים.

2.6. מבנה אחזקות נכון ל-31/12/2022



(1) מלינדה מחזיקה, נכון לתאריך הדוח, ב- 137,549 מניות של החברה, המתוות כ- 3.71% מהון המונפק והנפרע.
 (2) חברה לא פעילה, המחזיקה נכון לתאריך הדוח ב-323,154 מניות של החברה, המתוות כ-4.16% מהון המונפק והנפרע.
 (3) ביום 3 במאי 2022 פאלאס תעשיות נטו (2014) בע"מ עברה מבעלות ישירה של החברה לבעלות של נטו מלינדה סחר בע"מ.



נטו מלינדה

אודות החברה

2.7. החברה התאגדה בישראל כחברה פרטית ביום 4 באוקטובר 1992, תחת השם "המשביר מזון בע"מ" וביום 10 בספטמבר 2003 שינתה החברה את שמה לשם הנוכחי. בחודש מאי 2007 נרשמו מניותיה של החברה למסחר בבורסה והיא הפכה לציבורית.

תחומי פעילות החברה

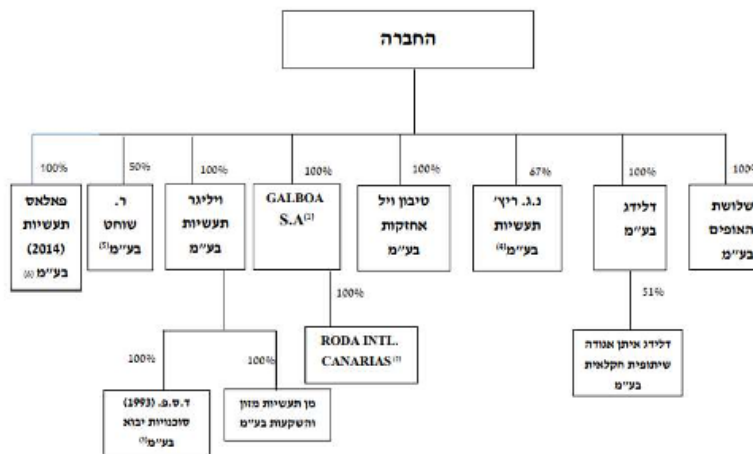
2.8. החברה עוסקת ביבוא ורכישה מתוצרת מקומית, ייצור, עיבוד, הפצה ושיווק מגוון מוצרי מזון כשרים. כמו כן החברה עוסקת בייצור, ייבוא ושיווק של כלים חד פעמיים מפלסטיק, מוצרי אלומיניום ונייר, מגבונים ונרות.

בעלי שליטה

2.9. בעלת השליטה בחברה הינה "נטו אחזקות בע"מ". נטו אחזקות היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בתל אביב ואשר מחזיקה, בכ-46.32% מההון המונפק של נטו מלינדה ובכ-48.86% מזכויות ההצבעה בה. על פי הדוח השנתי של נטו מלינדה לשנת 2022, נטו אחזקות הינה חברה ללא בעל שליטה.

שם	הגדרה	תאריך סיומה	שם כ"צ	יתרה	% בהון	% בהצבעה	שוי שוק במיליוני ₪
נטו		18/08/2020	נטו מלינדה	9,670,429	46.52	48.86	678.4
הורגן גולד		30/06/2022	נטו מלינדה	1,558,400	7.47	7.88	109.3
כדל ביטאון קי גולד		30/04/2022	נטו מלינדה	1,494,252	7.16	7.55	104.8
אור קי גולד		25/12/2022	נטו מלינדה	1,261,710	6.04	6.38	88.5
הצנקה קי גולד		14/02/2023	נטו מלינדה	505,208	2.42	2.55	35.4
משה גרין		09/01/2014	נטו מלינדה רחב	417,796	2.00	-	-
אמנון קי גולד		14/02/2023	נטו מלינדה	409,960	1.96	2.07	28.7
ד.ר. ס. ס. גולד		29/02/2012	נטו מלינדה רחב	344,685	1.65	-	-
יחזקאל חמט		29/02/2012	נטו מלינדה רחב	323,035	1.55	-	-

מבנה אחזקות נכון ל-31/12/2022 2.10



3. רצף האירועים

3.1. פרסום הדוחות השנתיים של נטו מלינדה⁵ – ביום 23.03.2023 (יום חמישי), בשעה 17:27 פרסמה "נטו מלינדה" את הדוח התקופתי והשנתי לשנת 2022. מבחינת המאזן עולה שסך כל הונה של נטו מלינדה מסתכם בכ-1.915 מיליארד ₪. בבחינת דוח הרווח וההפסד, נטו מלינדה דיווחה על רווח בשנת 2022 של כ-132.1 מיליון ₪, וזאת בהשוואה לשנת 2021 בה דיווחה על רווח של כ-252 מיליון ₪.

3.2. פרסום הדוחות השנתיים של נטו אחזקות – באותו היום, בשעה 17:31 פרסמה גם נטו אחזקות את דוחותיה הכספיים לשנת 2022. ע"פ הדוחות המאוחדים של נטו אחזקות, בשנת 2022, החברה רשמה מחזור מכירות של כ-4.2 מיליארד ש"ח ורווח נקי של 131.1 מיליון ש"ח וזאת בהשוואה לרווח נקי של 211.1 מיליון ש"ח בשנת 2021. (להלן: "הדוחות הכספיים")

3.3. פרסום דוח מיידי בדבר רכישה עצמית של מניות⁶ – ביום העסקים העוקב (יום ראשון, 26.03.2023, בשעה 16:47), הודיעה נטו מלינדה על החלטת הדירקטוריון שלה לרכוש מניות חברת "נטו מ.ע. אחזקות בע"מ" (בעלת השליטה) בהיקף של כ-50 מיליון ₪. ע"פ הדיווח: "תוכנית הרכישה תהא בתוקף לתקופה עד ליום 15 ביוני 2023, בכפוף לאשרור התוכנית מעת לעת ככל שנדרש ע"פ דין.

3.4. ע"פ הדיווח, להערכת דירקטוריון החברה (נטו מלינדה) "רמות המחיר בהן נסחרת מניית נטו אחזקות מגלמות הזדמנות עסקית, ולכן דירקטוריון החברה רואה בכך החלטת השקעה טובה". (להלן: "האירוע" ו/או "ההחלטה"). הדיווח לא התייחס לבחינת חלופות השקעה ו/או "הזדמנויות עסקיות" אחרות שנבחנו ע"י דירקטוריון החברה וזאת בשים לב לכך שמדובר בחברה העוסקת בתחום יבוא המזון ולא עוסקת בהשקעות בשוק ההון.

3.5. לדעתנו המקצועית, לפני קבלת החלטה על פעילות השקעה במניות בשוק ההון היה צריך דירקטוריון החברה לערוך בחינה מעמיקה של אפשרויות ההשקעה בעסקי החברה לעומת השקעה באחזקות מניות בשוק ההון; וככל שהדירקטוריון היה מוצא לנכון להשקיע 50 מ' ש"ח בהשקעות פסיביות בשוק ההון, היה עליו לבחון מגוון של השקעות ולא לבחור להשקיע במניית חברת האם דווקא, כאילו מדובר ברכישה עצמית של מניות כחלופת דיבידנד. לא כל שכן, שלעומד בראש הדירקטוריון, מר דוד עזרא, ולמשפחתו, ענין אישי בהחלטה. לכל הפחות היה על דירקטוריון נטו מלינדה לדון בחלופה של חלוקת דיבידנד שלאחריה כל מחזיק במניות נטו מלינדה יבחר את בחירתו החופשית האם לרכוש מניות של נטו מלינדה אם לאו, או לחפש לעצמו הזדמנות עסקית אחרת.

3.6. לפי הדיווח, רכישת מניות נטו אחזקות ע"י נטו מלינדה "מהווה חלוקה כמשמעותה בחוק החברות, בנטו אחזקות בסך השווה לכ-25 מיליון ₪. "הרווח הראוי לחלוקה ע"פ דוחותיה של נטו אחזקות עומד על כ-134 מיליון ש"ח. בנוסף לכך, קבע דירקטוריון החברה (נטו מלינדה) כי "אין בביצוע תוכנית הרכישה כדי לפגוע ביכולתה של נטו אחזקות לעמוד בהתחייבויותיה הקיימות."

יש לציין שנאמר במפורש בדיווח כי: "המניות הנרכשות לא תקנינה לחברה (נטו מלינדה) זכויות הצבעה, אולם יקנו לה זכויות בחלוקת דיבידנד על ידי נטו אחזקות."

⁵ ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, נטו מלינדה, אסמכתא: 2023-01-026989
⁶ ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, נטו מלינדה, אסמכתא: 2023-01-027733



הדיווח לא התייחס לכך שרכישת המניות אומנם לא תקנה לחברה זכויות הצבעה אך למעשה תגדיל את זכויות ההצבעה של בעלי השליטה בנטו אחזקות וכתוצאה מכך תגביר גם את שליטתם בנטו מלינדה.

3.7. תחילת הרכישה העצמית⁷ – למחרת יום הדיווח, ביום 27.03.2023, דיווחה נטו אחזקות שנטו מלינדה רכשה 228,205 מניות נטו אחזקות תמורת סך של 7,252,480 ₪. רכישה זו הגדילה את אחזקתה של נטו מלינדה לאחזקה בשיעור של 6.15% ממניות נטו אחזקות. בהתאמה, כוח ההצבעה של משפחת עזרא עלה ל-25.64%.

3.8. יצוין, כי ביתרת התקופה שנקצבה לא בוצעו רכישות נוספות של מניות נטו אחזקות על ידי חברת נטו מלינדה. ניתן לשער כי הסיבה לכך היא התגובה הקשה מאוד של השוק, שתידון בהמשך חוות הדעת, להחלטה על רכישת המניות ולתחילת ביצוע. לו ההחלטה הייתה מיושמת במלואה, כ-625 אלף מניות היו הופכות למניות ללא זכויות הצבעה. באופן זה, נאמנות משפחת עזרא, תעלה בשיעור ההצבעה מ-24.99% ל-30.55%.

3.9. להלן גרף עם מחיר השוק של מניות נטו מלינדה ונטו אחזקות בימים האמורים:



4. התמריץ הכלכלי של דבוקת השליטה

השאלה הראשונה שאנו מבקשים להשיב לה היא האם לדבוקת השליטה היה תמריץ כלכלי מהותי לבצע את הגדלת כח ההצבעה שלהם וביצור שליטתם באמצעות חברת נטו מלינדה ולא במישרין. לאחר מכן, בפרק העוקב, נעמוד על הנזק שנגרם לבעלי המניות בנטו מלינדה מהמהלך שביצעה דבוקת השליטה.

מבחינה מתודולוגית בחוות דעת זאת אנו מבקשים לבחון האם נגרם נזק לבעלי המניות מקרב הציבור בנטו מלינדה בשל החלטת דירקטוריון נטו מלינדה לרכוש מניות נטו אחזקות.

⁷ ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, נטו אחזקות, אסמכתא: 2023-01-028264



את הבחינה נבצע באמצעות מספר גישות שונות: תמחור פרמיית השליטה, תמחור שווי זכויות ההצבעה.

4.1. הגדרת שליטה ופרמיית שליטה

1. הגדרת "שליטה" בחוק ני"ע: היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד;
2. הגדרת "דבוקת שליטה" בחוק החברות: "מניות המקנות עשרים וחמישה אחוזים או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית".
3. "פרמיית שליטה" אינה מוגדרת בחוק אך נדונה רבות בפסיקה ומחקרים רבים עוסקים בתמחורה. פרמיית שליטה למעשה היא המחיר העודף אשר משקיע מוכן לשלם על מנת להיות בעל היכולת להכווין את פעילותו של תאגיד ולשלוט במשאביו, ביחס למחיר אשר משקיע מוכן לשלם על מנת להיות משקיע פיננסי בלבד בתאגיד. **כלומר, זהו ערך סובייקטיבי לבעל השליטה** שמוכן לשלם יותר מאחר והוא – בניגוד למשקיע פיננסי – רואה הטבות כלכליות גדולות יותר מהפעילות מאשר משתתפי שוק אחרים.
4. על פרמיית שליטה להיות גבוהה יותר ככל ששיעור האחזקה בחברה גדול יותר וזאת מהטעם הפשוט שהיכולת של בעל השליטה לכוון את פעילותו של התאגיד גבוהה יותר.
5. בעבודה זו נציג שורת מאמרים העוסקים בתמחור פרמיות שליטה בחברות ציבוריות, על בסיס מאמרים אלו נעריך את פרמיית השליטה לכל אחת מהחברות.
6. אומדן הנזק לבעלי המניות מן הציבור על פי שיטה זו הינו שווי פרמיית השליטה על החברה כולה כפול שיעור הגידול בזכויות ההצבעה עליהן לא שילמו בעלי השליטה פרמיית שליטה.

4.2. זכויות הצבעה

1. במקרה הנדון בעלי השליטה בנוטו אחזקות מקבלים זכויות הצבעה עודפות מבלי לשלם עבורן, כאשר התשלום עבור זכויות אלו משולם ע"י החברה הבת – נטו מלינדה ולמעשה בעלי המניות בנוטו מלינדה נושאים בעקיפין בתשלום בעבור זכויות הצבעה אלו.
2. על מנת לתמחר את שוויין של זכויות ההצבעה ואת גובה הנזק לבעלי מניות המיעוט בנוטו מלינדה, נתבסס על מאמרם של האוזר ולאורטובד⁸, שהוא המאמר המקצועי והרחב ביותר המתיחס לפרמיית השליטה בשוק הישראלי.
3. אומדן הנזק על פי שיטה זו הינו שיעור הגידול בזכויות ההצבעה כפול שווי זכויות ההצבעה אותן קיבלו בעלי השליטה ללא תשלום עבורן.

4.3. תימוכין משפטיים ומחקריים לקביעת שיעורה של פרמיית שליטה

פרמיות שליטה

כפי שתואר בתחילת הדברים, מהלך הרכישה של נטו מלינדה את מניות נטו אחזקות הביא לגידול בכוח ההצבעה של משפחת עזרא מ-24.99% ל-25.64% בשלב הנוכחי. משמע, דבוקת השליטה צלחה את הרף של 25% מזכויות ההצבעה.

⁸ the value of voting rights to majority shareholders: Evidence from Dual Class Stock Unifications



בשביל להגיע לשיעור זה של כח הצבעה במישרין, היה על משפחת עזרא לבצע הצעת רכש של 206,242 מניות של נטו אחזקות (יצוין, כי מאחר שמשפחת עזרא הייתה צולחת את הרף של 25%, הייתה עליה חובה על פי דין לבצע הצעת רכש; ובכל מקרה, איסוף מניות בהיקף שכזה בשוק אינו ריאלי, מאחר שרכישות משמעותיות על ידי בעלי שליטה מביאות מיד לעלייה ניכרת בשער המניה, המשקף את פרמיית השליטה שהשוק צופה שבעל השליטה יהיה מוכן לשלם). במידה והייתה מבוצעת הצעת רכש היה על בעלי השליטה לשלם לניצעים, בעלי המניות מהציבור בנטו אחזקות, מחיר המשקף פרמיית שליטה מעבר לשער הסחיר של המניה.:

1. נציין כי בית המשפט העליון עמד על כך שבמקרים של ביצוע הצעת רכש מלאה, ההצדקה להגנה משפטית על בעלי המניות הניצעים מבוססת על האפשרות שבעל השליטה יבצע מניפולציה ויעשה שימוש בפערי הכוח והמידע על מנת לרכוש מניות בשווי הנמוך משווי ההוגן. מטעם זה, הפסיקה עמדה על כך שבאותם מקרים של הצעת רכש מלאה, הזכות לשווי הוגן של המניה מבוססת על השווי הפנימי של המניה, ולא על השער הסחיר שלה.
2. כך, בפס"ד קיטאל אשר עסק בנושא שונה, אשר משליך על מקרה זה, נכתב בפסקה 21:

"בית המשפט המחוזי קבע כי שווי השוק של המניה אינו מדד לקביעת שווייה ההוגן. הוסבר, כי מחיר השוק אינו משקף תמיד את שווייה הריאלי של המניה, והוא מושפע מגורמים ונתונים שונים. זאת, במיוחד כאשר סחירותה של המניה נמוכה וכאשר בעל השליטה הרוכש יכול להשפיע בדרכים מניפולטיביות על מחיר המניה. פרשנות המעניקה משקל מכריע לשווי השוק של המניה לשם קביעת שווייה ההוגן, כך נקבע, תדמה למצב בו יינתן "לחתול לשמור על השמנת" ולא לכך התכוון המחוקק אשר ביקש להגן על הניצעים, בעלי מניות המיעוט, מפני קיפוחם על ידי בעל השליטה. עוד נקבע, **כי על התמורה המוצעת לכלול את "הפרמיה או ההטבה הנוספת" המשקפת את העובדה כי אין זו עסקה שגרתית בין בעלי מניות אנונימיים אשר עורכים עסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון, אלא עסקה כפויה שבסופה משתלט הרוכש על החברה ומוכן לצורך כך לשלם מחיר הגבוה ממחיר השוק.**"

3. פסק הדין עוסק בקביעת שווי הוגן בעת הצעות רכש. במקרה בו אנו עוסקים נמצאה דרך להגדיל שליטה בחברה ללא הצעת רכש ועל כן חשובות על אחת כמה וכמה קביעותיו כי:
 - הרכישה בוצעה במחירי שוק, זאת בניגוד לקביעת בית המשפט אשר קבע כי שווי זה אינו משקף את שווייה הריאלי של המניה.
 - על התמורה לכלול את "הפרמיה או ההטבה הנוספת" המשקפת את העובדה כי אין זו עסקה שגרתית בין בעלי מניות אנונימיים אשר עורכים עסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון.
4. ובחשור זה יפים גם דבריה של המלומדת פרופ' חביב-סגל:

"כתוצאה מכך, אם הייתה מערכת המשפט מונחית אך ורק על פי מחירי השוק של החברה, כי אז, היא הייתה מספקת כלי בידיהם של בעלי השליטה על מנת לעשוק את המיעוט: אלה היו יכולים לנצל תנודות זמניות כלפי מטה במחירי השוק של המניות, על מנת "לרכוש החוצה" את המיעוט במחירים מוזלים" (חביב-סגל בעמ' 599).
5. נציין, כי לדעתנו המקצועית, על אף שחביב-סגל עסקה ברכישה ע"י בעל שליטה, אין אנו מוצאים הבדל ברמה המהותית בין בעל שליטה קיים המבצע הצעת רכש ללא פרמיית שליטה לבין בעל שליטה המבצע מעיין "רכישה עצמית" (תוך שימוש בכספי חברת הבת) של מניות חברת האם ובכך "רוכש החוצה" או מדלל את בעלי המיעוט במחירים מוזלים ובאופן



זה מחזק את שליטתו בחברה (ואכן, בעניין של שתי החברות אכן ישנו חשש ממשי לניצול תנודה זמנית כלפי מטה במחירי השוק של המניות. שכן, התרחשו תנודות דרמטיות בשנה



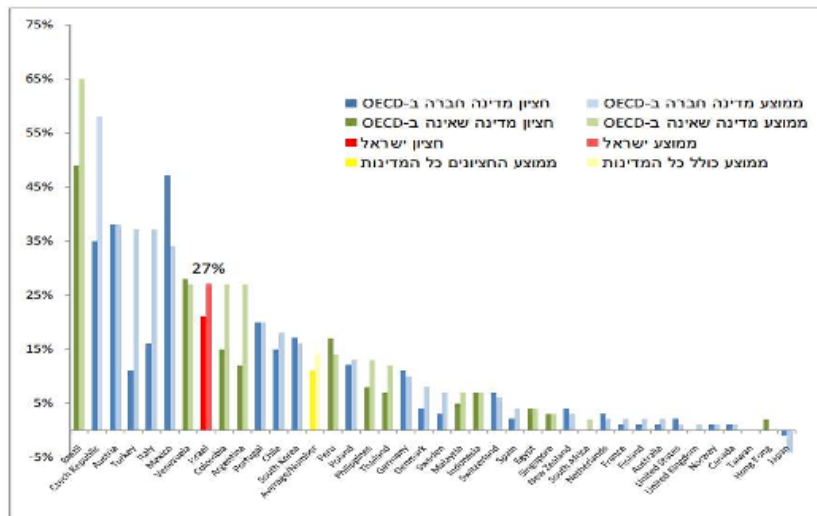
האחרונה, כאשר שווי השוק שלהן צנח במהלך השנה האחרונה ב-58.39% וב-70.27% בהתאמה.

מחקרים העוסקים בתמחור פרמיית שליטה וזכויות הצבעה

מחקרים רבים בתחום פרמיות שליטה מצביעים על כך ששוויה של פרמיית שליטה עומד על עשרות אחוזים מעל ההון העצמי ומעל שווי השוק של חברות:

6. על פי מחקר שנערך על ידי מקינזי⁹, נמצא כי הרווח העודף (פרמיית השליטה) ברכישת שליטה מגיע בעיקרו לבעלי המניות של חברת היעד, וזאת מכיוון שרוכש השליטה מוכן לשלם, בממוצע פרמיה גבוהה לעומת מחיר השוק – פרמיה זו עומדת לרוב על 30%. עצם השליטה בחברה שווה לרוכש השליטה מעט יותר מ-30% מעל מחיר השוק, שכן הרוכש מעוניין גם ליצור רווח מעצם ביצוע העסקה. פרמיה זו שבעל השליטה החדש רואה הוא מוכן לשלם לבעלי המניות הקיימים של חברת היעד.

7. במחקר בינלאומי השוואתי אמדו דיק וזינגלס¹⁰ את ערכה של השליטה ב-39 מדינות עם מדגם של 393 עסקאות. במחקרם הם מצאו כי פרמיית השליטה ששולמה בישראל הייתה



מקור: Dyek & Zingales. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

⁹ Fifth edition – Valuation, Measuring and Managing the Value of companies

¹⁰ Private Benefits of Control: An International Comparison



מהגבוהות בעולם ועמדה על 27% מהון החברה הנרכשת, כמעט פי שלושה מפרמיית השליטה הממוצעת במדגם שהינה 10%.

8. במחקר שנערך בישראל אמדו ברק ולאوترבך¹¹ את ערכה של פרמיית השליטה בהתבסס על נתונים מ-54 עסקאות גדולות בישראל ומצאו כי הפרמיה ששולמה בעסקאות אלו עמדה בממוצע על 32% מההון.
9. מחקר נוסף שנערך על ידי המחלקה הכלכלית ברשות ני"ע נמצא כי טווח פרמיית השליטה נע בין 19% ל-30% בהתאם לכוח המיקוח של הצדדים בעסקה. נציין בהקשר זה כי במקרה חריג זה של רכישת מניות על ידי חברת הבת, בניגוד לעסקאות הצעת רכש או לעסקאות מיזוג משולש הופכי – כח המיקוח של הציבור נשלל לחלוטין, שכן ההליך כלל לא הובא להצבעה באסיפה הכללית. לא כעסקת בעלי עניין, לא כעסקת מיזוג ולא כהצעת רכש. לשם ההשוואה, בהצעת מיזוג משולש הופכי נדרשת הסכמה של 50% באספה הכללית ובהצעת רכש נדרשת הסכמה אקטיבית של 95% מכלל בעלי המניות. למעשה פותחה שיטה חדשה בה חברה יכולה להתמזג הלכה למעשה ע"י רכישת כל מניות חברת האם וזאת, לכאורה, ללא צורך באסיפה כללית, שיטה שבה הלכה למעשה בעלי השליטה עושים שימוש בכספי חברת הבת בכספם שלהם ומשתמשים בהם הן להעלאת שווי מניותיהם והן להגדלת שליטתם בקבוצה כולה.
10. חוות דעת של פרופ' אריה בבצ'וק, אשר הוזמנה ע"י הוועדה להגברת התחרותיות במשק קבעה כי פרמיות השליטה המשולמות בישראל גבוהות משמעותית ביחס לפרמיות השליטה בעולם.
11. מספר מחקרים בתחום מצאו שישנו יש קשר שלילי בין תחרות בשוק המוצרים לבין שווי השליטה. הדבר נמצא נכון הן בשווקים המתאפיינים בבעלות ריכוזית והן בשווקים המתאפיינים בבעלות מבוזרת¹². משמעות הדבר במקרה שלנו הינה שפרמיית השליטה בשוק יבואני המזון צריכה להיות גבוהה מהממוצע, שכן זהו שוק המאופיין בתחרות נמוכה.
12. מחקרים של Schroth & Albuquerque¹³ הצביע על הבדלים בגודל גרעין השליטה בחברות והראה כי ברוב המקרים עלייה בגודל גרעין השליטה מצביע על עלייה בשיעור פרמיית השליטה.
13. החוקרים Mihir A. Desai and C. Fritz Foley¹⁴ מצאו במחקרם שהתפרסם ב Journal of Finance שישנו קשר ישר בין גודל גרעין השליטה לבין שיעור פרמיית השליטה.

4.4. זכויות הצבעה

1. מחקרים של שמואל האוזר ובני לאوترבך¹⁵, מצביע על כך כי שווי של אחוז הצבעה בהון שווה לחמישית משווי הון המניות.

¹¹ Ronen Barak & Beni Lauterbach, Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control Transfers: Methodology and Evidence, 2 INT'L J. CORP. GOV. 183 (2011)

¹² R. Griffith, 'Product Market Competition, Efficiency and Agency Costs: An Empirical Analysis', IFS Working Papers W01/12, Institute for Fiscal Studies, 2001

¹³ R. Albuquerque and E. Schroth, 'Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades', Journal of Financial Economics, Elsevier, 96(1), 2010, pp. 33-55

¹⁴ The Value of Control and the Costs of Illiquidity," by Mihir A. Desai and C. Fritz Foley, published in the Journal of Financial Economics, vol. 80, no. 2, May 2006, pp. 259-292.

¹⁵ the value of voting rights to majority shareholders: Evidence from Dual Class Stock Unifications



2. בהקשר זה ראוי לציין גם את מחקרם של ד"ר שמואל האוזר וגבי איטה שוחט¹⁶ אשר מצאו כי – "להפרש בין אחוז ההצבעה ואחוז ההון בידי בעלי המניות העיקריים השפעה שלילית על רווחיות הפירמות"; גם לפגיעה זו שמועצמת בעקבות הרכישות האמורות, לא ניתנה התייחסות ופיצוי הולם לבעלי מניות המיעוט.

4.5. הערכת ההוצאה שהיה על משפחת עזרא להוציא לו הייתה מבצעת הצעת רכש מיוחדת

השינויים הצפויים בשיעורי ההצבעה במניות נטו מלינדה

1. להלן טבלה מתארת את ההחזקה בהון ובזכויות ההצבעה טרום ההחלטה:

שם המחזיק	כמות ע.נ.	הון %	הצבעה %
נאמנות משפחת עזרא בעמ	892,499	24.06%	24.99%
מאיר עזרא אחזקות בע"מ	153,999	4.15%	4.31%
מאיר עזרא אחזקות בע"מ	324	0.01%	0.00%
נטו מלינדה סחר בע"מ	137,549	3.71%	0.00%
עמיהוד גולדין	10,040	0.27%	0.28%
עמיהוד גולדין		0.00%	0.00%
דוד מצסה	845,043	22.78%	23.66%
ילין לפידות ניהול קופות גמל	221,505	5.97%	6.20%
ילין לפידות ניהול קרנות נאמנות	54,892	1.48%	1.54%
בעלי עניין	2,039,454	54.98%	53.25%
מוסדיים	276,397	7.45%	7.74%
ציבור	1,393,445	37.57%	39.01%
סה"כ	3,709,296	100.00%	100.00%

2. על פי ההחלטה, נטו מלינדה רשאית הייתה לרכוש עד כ-625 אלף מניות נטו אחזקות המהווים כ-16.8% מההון הרשום של נטו אחזקות, ובשרשור לנטו מלינדה, תגדיל אחזקותיה ב-8.13%. בפועל, כאמור, רכשה נטו מלינדה 90,656 מניות.
3. כח ההצבעה של משפחת עזרא בנטו אחזקות צלח את הרף של 25%, ולו היו מבוצעות הרכישות במלואן היה עולה בכ- 5.56%.
4. להלן טבלה המתארת את ההחזקה בהון ובחצבעה לו היו מלוא הרכישות מבוצעות

שם המחזיק	כמות ע.נ.	הון %	הצבעה %
נאמנות משפחת עזרא בעמ	892,499	24.06%	30.55%
מאיר עזרא אחזקות בע"מ	153,999	4.15%	5.27%
מאיר עזרא אחזקות בע"מ	324	0.01%	0.00%
נטו מלינדה סחר בע"מ	787,549	21.23%	0.00%
עמיהוד גולדין	10,040	0.27%	0.34%
עמיהוד גולדין		0.00%	0.00%
דוד מצסה	845,043	22.78%	28.93%
ילין לפידות ניהול קופות גמל	221,505	5.97%	7.58%
ילין לפידות ניהול קרנות נאמנות	54,892	1.48%	1.88%
בעלי עניין	2,689,454	72.51%	65.09%
מוסדיים	276,397	7.45%	9.46%
ציבור	743,445	20.04%	25.45%
סה"כ	3,709,296	100.00%	100.00%

¹⁶ שמואל האוזר ואיטה שוחט, "הקשר בין ריכוז שליטה בידי בעלי עניין לבין התמורה לבעלי המניות בחברות ציבוריות בישראל", מצע לדיון (רשות ניירות ערך, 1991).

5. להלן טבלה המתארת את ההחזקה בהון ובזכויות ההצבעה לאחר היישום החלקי של ההחלטה שכבר בוצע בפועל

שם המחזיק	כמות ע.נ.	הון %	הצבעה %
נאמנות משפחת עזרא בעמ	892,499	24.06%	25.64%
מאיר עזרא אחזקות בע"מ	153,999	4.15%	4.42%
מאיר עזרא אחזקות בע"מ	324	0.01%	0.01%
נטו מלינדה סחר בע"מ	228,205	3.71%	6.56%
עמ'הוד גולדין	10,040	0.27%	0.29%
עמ'הוד גולדין		0.00%	0.00%
דוד מצסה	845,043	22.78%	24.28%
ילין לפידות ניהול קופות גמל	221,505	5.97%	6.36%
ילין לפידות ניהול קרנות נאמנות	54,892	1.48%	1.58%
בעלי עניין	2,130,110	54.98%	61.20%
מוסדיים	276,397	7.45%	7.74%
ציבור	1,302,789	37.57%	31.07%
סה"כ	3,709,296	100.00%	100.00%

4.6. תמחור פרמיית השליטה שהיה על בני משפחת עזרא לשלם לו היו פונים למתווה של הצעת

רכש מיוחדת.

במקרה הנוכחי, לו דבוקת השליטה הייתה מעוניינת לחזק את שליטתה בנטו אחזקות, היה עליה לבצע הצעת רכש מיוחדת (לא מלאה). אין ספק שהמחיר המוצע במסגרת הצעה רכש זו היה גבוה משער המניה, והיה משקף פרמיה מסוימת על השער (אחרת, לא היו נענים להצעה). מאחר שבפועל לא בוצעה הצעת רכש מיוחדת, לא ניתן לדעת מהי הפרמיה בפועל שבעלי המניות היו דורשים. יחד עם זאת, הספרות המקצועית מאפשרת להעריך מהי פרמיה סבירה במקרה של הצעת רכש מיוחדת.

1. על פי המחקרים אשר הצגנו בעבודה זו אנו מעריכים כי פרמיית השליטה עומדת על כ 27%-30% מההון העצמי של החברה. הונה העצמי של החברה עומד נכון ליום 31.12.2022 על 1.197 מיליארד ש"ח. על כן להערכתנו שווי פרמיית השליטה בחברה עומד על 323-359 מיליון ש"ח.
2. הדין בישראל אינו מאפשר לרכוש רק זכויות הצבעה, במנותק ממניות. לכן, במסגרת הצעת רכש מיוחדת, ככל שמשפחת עזרא הייתה מעוניינת לעלות לשיעור הצבעה של 30.55%, היה עליה לרכוש 5.56% ממניות החברה.
3. שער המניות ביום 27.3.2023 עמד על 84.69 ש"ח למניה ובתוספת פרמיית שליטה, היה על משפחת עזרא להציע, במסגרת הצעת הרכש המיוחדת, כ-110.1 ש"ח למניה. לנטו אחזקות 3,709,296 מניות. מכך שסך כל ההוצאה שמשפחת עזרא הייתה צריכה לשאת בה, להצעת רכש כזו, הייתה עומדת על כ 22.7 מיליון שקלים חדשים.
4. לו הייתה דבוקת השליטה מבצעת הצעת רכש מינימאלית, של 5% בלבד, היא הייתה צריכה לרכוש 185,465 מניות, ולשם כך להוציא לפחות 20.42 מיליון שקלים חדשים.



4.7. השוואה בין חלופת הצעת הרכש לחלופת רכישת המניות של נטו אחזקות באמצעות נטו מלינדה

1. מבחינה כלכלית, כאמור, לו הייתה דבוקת השליטה מבקשת להגדיל את כח ההצבעה שלה בנטו אחזקות ל-30.55%, היה עליה לשלם מכיסה כ-22.7 מיליון ₪. לו הייתה מבצעת הצעת רכש בגודל המזערי של 5% היה עליה לשלם מכיסה 20.42 מיליון ₪. לעומת זאת, רכישת המניות בנטו אחזקות באמצעות נטו מלינדה לא חייבה את דבוקת השליטה להוציא כספים כלשהם מכיסה. מאחר שחלקה היחסית של דבוקת השליטה, הוא (בשרשור) 11.14%, המשמעות היא שאפילו אם היה ניתן לראות בהוצאה של נטו מלינדה הוצאה שמיחסת באופן יחסית למשפחת עזרא, עדיין היה מדובר בתשלום בהיקף קטן בהרבה מזה שמבוצע במסגרת הצעת הרכש (כ-2.5 מיליון ₪).
2. המסקנה היא שלמשפחת עזרא היה תמריץ כלכלי ברור להגדיל את כח השליטה שלהם בדרך של רכישת מניות על ידי חברת נטו מלינדה, מאחר שכל התשלום הגיעה מקופת חברת נטו מלינדה, בעוד שהם נהנים הן מהגדלת כח ההצבעה שלהם, והן מביצור השליטה שלהם באופן כמעט מלא.

5. הנזק שנגרם לבעלי המניות בנטו מלינדה

5.1 מתודולוגיה - שיטת חסרון הכיס המקורבת (Event Study)

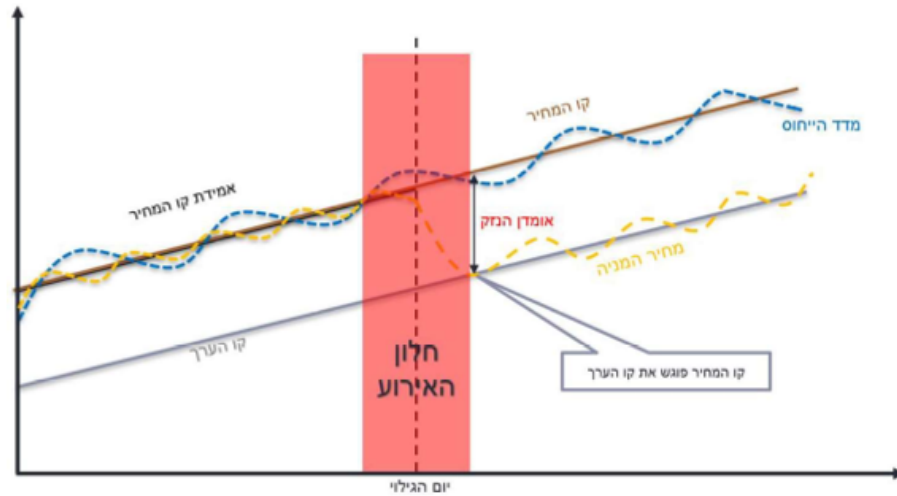
בשיטה זו הנזק מחושב ע"י השינוי במחיר המניה בעקבות גילוי מידע או גילוי בנוגע להחלטה שפוגעת בבעלי המניות שלא הייתה ידועה קודם לדיווח. מכיוון שהשינוי בעקבות האירוע יכול להיות מושפע גם משינויים אחרים בשוק, בפסיקה אומץ מודל Event Study של מקינלי¹⁷ אשר מקובל גם בספרות המקצועית לחקר השפעת אירועים ומפריד בין תשואות השוק לבין השינויים בעקבות אירוע מסוים. על מנת לתמוך את הנזק בעקבות החלטת דירקטוריון נטו מלינדה לבצע רכישת מניות של נטו אחזקות, יש לבדוק את הפער בין "קו המחיר" לבין "קו הערך" שנפגשו רק לאחר שהמשקיעים תמחרו את מלוא הנזק לבעלי המניות מקרב הציבור בעקבות ההחלטה. כפי שנקבע על ידי בית המשפט העליון: "הקו הראשון, המכונה "קו ערך" ("value line"), הנו קו היפותטי המייצג את "הערך האמיתי" של המניה בכל יום במהלך התקופה שבין פרסום המידע המטעה לבין מועד גילוי, והוא משקף את המחיר אותו היו הרוכשים מוכנים לשלם עבור המניה בכל יום בו נסחרה אילו היה בידם המידע הנוגע למצבה של החברה לאשורו. הקו השני, המכונה "קו המחיר" ("price line"), מתאר את מחיר המניה בפועל בכל המועדים האמורים" (כ"ב' השופט עדיאל בפסקה 87 לפסק הדין בע"א 345/03 רייכרט נ' שמש).

במקרה הנדון, על אף שאין אנו עוסקים באירוע של גילוי, קו הערך מייצג את הערך האמיתי של המניה כאשר שליטתם של בעלי השליטה בחברה התחזקה.

לאחר הדיווח בודקים את סכום הסטיות מ"קו המחיר" עד הגעת המניה אל "קו הערך", וסכום הפער המצטבר הינו הנזק שנגרם בעקבות האירוע. במקרה של אירוע שהינו חסר משמעות – סכום הסטיות מהמודל לא יהיה שונה באופן מובהק סטטיסטית מקו הערך ועל כן לא ניתן יהיה להצביע על נזק. באירוע בעל משמעות סכום הסטיות יהיה שונה באופן מובהק סטטיסטית וכך יהיה ניתן לאמוד את הנזק שנגרם בעקבות האירוע. המודל מתחלק לשלושה חלקים:

¹⁷ Event Studies in Economics and Finance – A. Craig MacKinlay, Journal of Economic Literature, March 1997.

- תקופת האמידה (estimation window) (להלן: "תקופת האמידה") זוהי תקופה **טרם האירוע** שבה מבצעים הערכה של "קו המחיר".
- חלון האירוע – בחלון האירוע בודקים את הפער בין התשואה הצפויה על פי המודל לעומת השינויים בפועל, והאם השינויים בעקבות האירוע שונים באופן מובהק מהשינויים הצפויים על ידי המודל.
- חלון "פוסט אירוע" – בחינת ההשפעה המצטברת של האירוע לאחר האירוע עצמו.



מודל האמידה: מודל האמידה בו השתמשנו הינו מודל השוק (OLS); במודל זה אנו אומדים את שיעורי השינוי היומיים של מחיר המניה ביחס לשיעורי השינוי היומיים של מדד הייחוס שנבחר. אמידה זו מתבצעת לפני קרות האירוע, אך סמוכה דיה על מנת להימנע משינויים במבנה החברה. מודל זה הינו למעשה "קו המחיר" המסביר השינויים במחיר המניה כפונקציה של מדד הייחוס.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

כאשר:

R_{it} – תשואת המניה i ביום t .

R_{mt} – תשואת מדד הייחוס ביום t .

α_i – תשואת המניה שאינה קשורה לתשואת מדד הייחוס.

β_i – המקדם של מדד הייחוס שהינו הגורם המסביר.

ε_{it} – הסטייה מהמודל עבור מניה i ביום t .

על מנת למצוא את עוצמת ההשפעה של האירוע על החברה אנו בוחנים בכל אינטרוול זמן (יום) את הפער בין המודל לבין הביצועים בפועל של המניה:

$$\hat{AR}_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$$



לאחר מכן אנו סוכמים את הפערים הנ"ל לאורך הימים ובודקים האם הם שונים באופן מובהק מהמודל. חישוב הפער המצטבר מהמודל:

באמצעות מבחן t אנו בודקים את רמת מובהקות הסטייה מהמודל. מבחן t הינו בדיקה סטטיסטית

$$\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \widehat{AR}_{i\tau}$$

הבודקת עד כמה התוצאה שקיבלנו, הסטייה מהמודל הנאמד, שונה באופן מהותי ומובהק מאפס, כלומר שהתוצאה אינה מקרית. מבחן זה מתחשב בגובה התוצאה (גודל הסטייה המצטברת), בסטיית התקן, ובמספר האינטרוולים (ימי המסחר). רמת הסמך המתקבלת מהמבחן היא למעשה ההסתברות לכך שהתוצאה שקיבלנו אינה תוצאה מקרית.

5.2. מתודולוגיה לנטרול זיהום האירוע

1. הדיווח אודות החלטת דירקטוריון מלינדה לבצע רכישות של מניות חברת האחזקות, אירע שלושה ימים קלנדריים (ויום מסחר בודד) לאחר פרסום הדוחות הכספיים (להלן: "**האירוע המזהם**"). על כן, ישנו חשש כי השינוי במחיר המניה ביחס לשוק הושפע מהדוחות הכספיים ולא רק מהאירוע עצמו.
2. על מנת לטפל "בזיהום" מהאירוע, אנו יוצרים מודל נוסף בו מוסברת מניית נטו אחזקות על פי השינויים במניית נטו מלינדה. במצב עולם "רגיל", המתאם בין החברות גבוה ביותר שכן רוב פעילותה של נטו אחזקות היא החזקה בחברת נטו מלינדה. אך אם הקשר ה"רגיל" מתנתק בעת אירוע מסוים ניתן לקשור קשר סיבתי בין האירוע לבין פגיעה במניית החברה.
3. הדוחות הכספיים של נטו מלינדה אמורים להשפיע על שתי החברות באופן שימשיך לקיים את המודל הנאמד. במידה והפערים מהמודל הנאמד שונים באופן מובהק מאפס, מתחייבת המסקנה שהסטייה מהמודל נובעת מאירוע שאינו משפיע על החברות באופן דומה אלא מאירוע המשפיע על כל אחת מהחברות באופן שונה (החלטת דירקטוריון מלינדה).

5.3. חקר האירוע באמצעות שיטת חסרון הכיס המקורבת (Event study – market model)

1. בפרק הזה אנחנו מבקשים לבחון האם למהלך רכישת המניות על ידי חברת נטו מלינדה הייתה השפעה על שער המניה של חברת נטו מלינדה.
2. חשוב לציין בהקשר הזה, כי שינויים בשער המניה שאינם תלויים בביצועים של החברה משפיעים בעיקר על בעלי מניות מהציבור, שסוחרים במניה בשוק המשני. בעלי שליטה אינם סוחרים במניה בשוק המשני ועל פי רוב במקרה של מכירת שליטה נמכרת כל מסת המניות שבידיהם, בהתאם לשווי הפנימי של החברה. כמו כן, ככל שישנו דיסקאונט בשער המניה שהוא תוצאה של התנהלות בעלי השליטה, גורם שיבקש לרכוש שליטה יהיה אדיש לדיסקאונט זה (ועם חילופי הבעלים ממילא תעלה ההשפעה של בעלי השליטה היוצאים על דיסקאונט שבו נסחרת המניה).
3. מדד הייחוס: מדד הייחוס בו השתמשנו הינו מדד SME 150 (להלן: "**מדד הייחוס**" ו/או "**המדד**"). מדד זה כולל 150 מניות בעלות שווי שוק גבוה ובינוני ובעל פיזור נרחב, ונמצא כמדד אשר שמשביר בצורה הטובה ביותר את השינויים במחיר מניית החברה טרום האירוע.



4. תקופת האמידה: בחרנו להשתמש בתקופות אמידה של 120 ימי מסחר טרום פרסום הדוחות הכספיים שהיו כאמור יום מסחר אחד טרום האירוע.
5. חלון האירוע: השפעות של אירועים מהותיים בד"כ מתפרסים על מספר ימים עד מספר שבועות. במקרה זה, הגדרנו את חלון האירוע באורך של כשלושה שבועות – מיום האירוע עד 18.4.2023 שבו התגבש הנזק באופן מלא.
- על מנת לוודא שהמודל הנאמד עדיין מתקיים והאם יש זליגת מידע, בדקנו את הפערים מהמודל הנאמד שלושה ימים טרום האירוע. לא זוהתה זליגת מידע מובהקת סטטיסטית טרום פרסום הדוחות הכספיים. נציין כי זוהתה זליגת מידע לאחר הדוחות הכספיים שאינה קשורה לדוח עצמו.

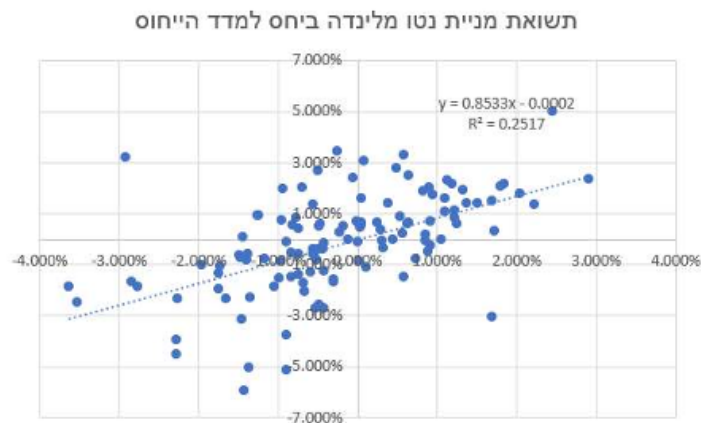
6. תוצאות המודל הנאמד

להלן טבלאות המתארות את המודל הנאמד:

Regression Statistics	
0.50167	Multiple R
0.25168	R Square
0.24534	Adjusted R Square
0.01823	Standard Error
120	Observations

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients
0.88763	-0.1416	0.001687216	-0.000238921 Intercept
5.3E-09	6.29968	0.135446265	0.853268723 X Variable 1

על פי המודל האלפא (Intercept coefficient) אפסית (כמקובל בספרות) והביטא שהינה מקדם המתאם למדד הייחוס עומדת על 0.853 והינה מובהקת (P-value שואף לאפס). להלן גרף המתאר את הקשר בין התשואות היומיות של מניית נטו מלינדה לבין מדד הייחוס במהלך תקופת האמידה:



5.4. אמידת הנזק למניה בנטרול השפעת השוק

1. באמצעות המודלים אותם אמדנו טרום האירוע, אנו מבצעים נטרול של השפעת השוק על מניות החברה (נטו מלינדה). הפער בין המודל הנאמד לבין ביצועי המניה בפועל, הוא למעשה גודל ההשפעה כתוצאה מהאירוע שהתגלה לציבור המשקיעים בדיווח אמור. אנו



מוודאים באמצעות מבחן t כי ההפרשים המצטברים לאחר האירוע שונים באופן מובהק מהמודל הנאמד.

2. להלן טבלה המתארת את תוצאות מבחן האירוע על מניות נטו מלינדה

ימים מהאירוע	תאריך	פער מהמודל	פער מצטבר מהמודל	סטיות תקן	t-stat	רמת סמך	מובהקות (P)
-3	21/03/2023	1.11%	3.66%	3.16%	1.16	75.10%	24.90%
-2	22/03/2023	2.90%	2.52%	2.58%	0.98	67.02%	32.98%
-1	23/03/2023	-0.36%	-0.36%	1.82%	-0.20	15.78%	84.22%
1	26/03/2023	-5.63%	-5.63%	1.82%	-3.09	99.75%	0.25%
2	27/03/2023	0.10%	-5.53%	2.58%	-2.15	96.61%	3.39%
3	28/03/2023	-10.51%	-15.46%	3.16%	-4.90	100.00%	0.00%
4	29/03/2023	-4.85%	-19.56%	3.65%	-5.37	100.00%	0.00%
5	30/03/2023	3.16%	-17.02%	4.08%	-4.17	99.99%	0.01%
6	02/04/2023	2.61%	-14.86%	4.47%	-3.33	99.88%	0.12%
7	03/04/2023	-2.94%	-17.36%	4.82%	-3.60	99.95%	0.05%
8	04/04/2023	-1.59%	-18.67%	5.16%	-3.62	99.96%	0.04%
9	09/04/2023	2.55%	-16.59%	5.47%	-3.03	99.70%	0.30%
10	10/04/2023	0.55%	-16.13%	5.77%	-2.80	99.40%	0.60%
11	13/04/2023	-2.85%	-18.52%	6.05%	-3.06	99.73%	0.27%
12	16/04/2023	-0.92%	-19.27%	6.32%	-3.05	99.72%	0.28%
13	17/04/2023	-4.68%	-23.05%	6.57%	-3.51	99.94%	0.06%
14	18/04/2023	-1.87%	-24.49%	6.82%	-3.59	99.95%	0.05%
15	13/04/2023	-2.85%	-26.64%	7.06%	-3.77	99.97%	0.03%
16	16/04/2023	-0.92%	-27.31%	7.29%	-3.75	99.97%	0.03%
17	17/04/2023	-4.68%	-30.71%	7.52%	-4.09	99.99%	0.01%
18	18/04/2023	-1.87%	-32.01%	7.74%	-4.14	99.99%	0.01%

3. על פי התוצאות, הפער המצטבר מהמודל מובהק החל מיום המסחר הראשון ומגיע לרמת סמך של 99.9% (!) לקראת סוף חלון האירוע, נתון המוכיח באופן מוחלט הן את קיום הנזק והן את הקשר הסיבתי בין החלטת דירקטוריון נטו מלינדה לרכוש מניות נטו אחזקות לבין ירידת מניית נטו מלינדה.

4. האירוע הוביל לפגיעה במחיר מניות נטו מלינדה (תשואה אב-נורמאלית שלילית) בשיעור של 32.01% במהלך חלון האירוע וזאת בנטרול השפעת השוק. שיעור המהווה ירידה של 27.93 שקלים למניה.

5. מסקנתנו היא שכתוצאה מהאירוע, מניית חברת נטו מלינדה ניזוקה בסך כולל של 27.93 שקלים למניה באופן מובהק.

5.5 הפגיעה בבעלי מניות נטו מלינדה בנטרול מניית נטו אחזקות

1. לאור העובדה כי עיקר פעילותה של חברת נטו אחזקות הינה אחזקה בחברת נטו מלינדה, ישנו קשר סטטיסטי הדוק ביותר בהתנהגות מניות החברות.
2. על כן אמדנו את הקשר הסטטיסטי בין החברות, כמקובל במודל Event study. אך הפעם במקום לעשות שימוש במדד ייחוס שהינו SME150, גורם הייחוס הינו מניית נטו אחזקות.
3. למעשה, באמצעות מודל זה אנו בוחנים האם האירוע הנבדק השפיע בצורה שונה על החברות. אם הירידה במחיר המניה נובעת מגורם חיצוני כלשהו אשר משפיע על הקבוצה כולה – המודל צפוי להמשיך להתקיים (סכום הסטיות מהמודל לא יהיה שונה באופן מובהק מאפס). אך אם האירוע השפיע באופן שפוגע בחברת הבת בלבד, המודל לא ימשיך להתקיים (סכום הסטיות מהמודל לאחר האירוע יהיה שונה באופן מובהק מאפס) ונוכל לאמוד את הפגיעה בחברת נטו מלינדה בעקבות האירוע ובנטרול השפעות על הקבוצה כולה.



4. נציין כי גם במודל זה השתמשנו בתקופת אמידה זהה ובחלון אירוע זהה למודל שהוצג בסעיף 7.1 בפרק זה.

5. להלן טבלאות המתארות את המודל הנאמד:

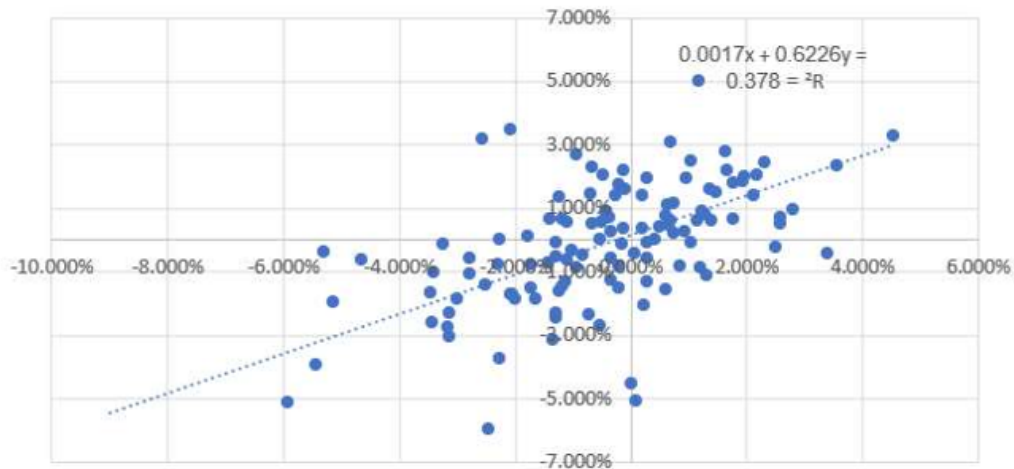
Regression Statistics	
0.614826866	Multiple R
0.378012075	R Square
0.372740991	Adjusted R Square
0.016622219	Standard Error
120	Observations

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients
0.28582	1.07219	0.001578196	0.001692124 Intercept
8E-14	8.46843	0.073522294	0.622618344 X Variable 1

על פי המודל האלפא אפסית (כמקובל בספרות) והביטא שהינה מקדם המתאם למניית נטו אחזקות עומדת על 0.622 והינה מובהקת (P-value שואף לאפס).

להלן גרף המתאר את הקשר בין התשואות היומיות של מניית נטו מלינדה לבין מניית נטו אחזקות במהלך תקופת האמידה:

תשואת מניית נטו מלינדה ביחס למניית נטו אחזקות



5.6. **אמידת הנזק למניה של נטו מלינדה בנטרול השפעת ההשתנות של מניות נטו אחזקות**

1. באמצעות המודלים אותם אמדנו טרום האירוע, אנו מבצעים נטרול של הקשר בין מניות נטו מלינדה למניות נטו אחזקות. הפער בין המודל הנאמד לבין ביצועי המניה בפועל, הוא למעשה גודל ההשפעה כתוצאה מהאירוע שהתגלה לציבור המשקיעים בדיווח האמור. אנו מוודאים באמצעות מבחן t כי ההפרשים המצטברים לאחר האירוע שונים באופן מובהק מהמודל הנאמד.

2. הלחץ טבלה המתארת את תוצאות מבחן האירוע

ימים מהאירוע	תאריך	פער מהמודל	פער מצטבר מהמודל	סטיות תקן	t-stat	רמת סמך	מובהקות (P)
-3	21/03/2023	0.53%	4.48%	2.88%	1.56	87.78%	12.22%
-2	22/03/2023	2.49%	3.93%	2.35%	1.67	90.31%	9.69%
-1	23/03/2023	1.40%	1.40%	1.66%	0.84	59.98%	40.02%
1	26/03/2023	-10.81%	-10.81%	1.66%	-6.50	100.00%	0.00%
2	27/03/2023	-1.55%	-12.19%	2.35%	-5.19	100.00%	0.00%
3	28/03/2023	-9.52%	-20.55%	2.88%	-7.14	100.00%	0.00%
4	29/03/2023	-2.82%	-22.79%	3.32%	-6.86	100.00%	0.00%
5	30/03/2023	1.85%	-21.36%	3.72%	-5.75	100.00%	0.00%
6	02/04/2023	3.22%	-18.83%	4.07%	-4.63	100.00%	0.00%
7	03/04/2023	-3.03%	-21.30%	4.40%	-4.84	100.00%	0.00%
8	04/04/2023	-2.08%	-22.93%	4.70%	-4.88	100.00%	0.00%
9	09/04/2023	2.79%	-20.78%	4.99%	-4.17	99.99%	0.01%
10	10/04/2023	0.58%	-20.32%	5.26%	-3.87	99.98%	0.02%
11	13/04/2023	-2.72%	-22.49%	5.51%	-4.08	99.99%	0.01%
12	16/04/2023	-1.23%	-23.44%	5.76%	-4.07	99.99%	0.01%
13	17/04/2023	-4.82%	-27.13%	5.99%	-4.53	100.00%	0.00%
14	18/04/2023	-1.56%	-28.26%	6.22%	-4.54	100.00%	0.00%
15	13/04/2023	-2.72%	-30.21%	6.44%	-4.69	100.00%	0.00%
16	16/04/2023	-1.23%	-31.07%	6.65%	-4.67	100.00%	0.00%
17	17/04/2023	-4.82%	-34.39%	6.85%	-5.02	100.00%	0.00%
18	18/04/2023	-1.56%	-35.41%	7.05%	-5.02	100.00%	0.00%

3. על פי התוצאות, הפער המצטבר מהמודל מובהק החל מיום המסחר הראשון ומגיע לרמת סמך של 100% (!), נתון המוכיח באופן מוחלט הן את קיום הנזק והן את הקשר הסיבתי בין הנזק לבין החלטת החברה לבין ירידת מניית נטו מלינדה.
4. האירוע הוביל לפגיעה במחיר מניות נטו מלינדה (תשואה אב-נורמאלית שלילית) בשיעור של 35.41% במהלך חלון האירוע וזאת בנטרול השפעות התנודה במניות נטו אחזקות. מחיר מניית נטו מלינדה טרום האירוע עמד על 87.25 ₪ למניה כך שיעור הנזק מהאירוע מהווה פגיעה של 30.89 שקלים למניה.
5. נציין כי בדיקה זו מוכיחה כי הירידות במניות נטו מלינדה לא נבעו מהדוחות הכספיים של החברה אשר התפרסמו ב-23.3.2023, שכן השפעת הדוחות הייתה משפיעה על שתי החברות בצורה התואמת את המודל וסכום הסטיות מהמודל לא היה שונה באופן מובהק מאפס.

6. הערכת הנזק לבעלי מניות נטו מלינדה

- 6.1. הגדרת הקבוצה המיוצגת
- כפי שנמסר לי מעורכי הדין, הקבוצה המיוצגת הינה "כלל בעלי המניות שאינם נמנים עם דבוקת השליטה בחברת נטו מלינדה". כלל בעלי המניות שאינם נמנים עם דבוקת השליטה מחזיקים בשרשור 16,701,551 ע.נ. ממניות החברה.
- 6.2. הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת בשיטת חסרון הכיס
- על פי המודלים הנזק על פי שיטת חסרון הכיס המקורב מוערך ב-27.93-30.9 ש"ח למניה, על כן הנזק הכולל לחברי הקבוצה המיוצגת מוערך בסכום כולל של כ-466.4-516 מיליון ש"ח.
- 6.3. הנזק לתובע המייצג
- כפי שנמסר לי מעורכי הדין, התובע המייצג מחזיק ב-50 ע.נ. ממניות החברה. על כן, הנזק הכולל שנגרם לתובע המייצג מוערך בסכום של 853-983.50 ₪.



7. סיכום ומסקנות

- 7.1. בחוות דעת זו הערכנו את הנזק הכולל אשר נגרם לבעלי מניות נטו מלינדה ונטו אחזקות בעקבות החלטת דירקטוריון חברת נטו מלינדה לבצע רכישה של מניות חברת האם נטו אחזקות.
- 7.2. על פי ממצאינו על פי שיטת חסרון הכיס המקורבת, עוד טרם השלמת רכישת המניות התגבש נזק לבעלי מניות נטו מלינדה אשר אינם נמנים עם דבוקת השליטה של החברה. **הנזק הכולל לחברי הקבוצה המיוצגת זו מוערך בסכום כולל של כ-466.4-516 מיליון ש"ח.**

8. מקורות מידע

- 8.1. דיווחים במאיה של חברות נטו מלינדה ונטו אחזקות
- 8.2. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 8.3. טיוטת הבקשה לאישור התביעה כנגד בחברה.
- 8.4. אישורי החזקה של המבקשים.
- 8.5. מאמרים ומחקרים המצוינים בגוף חוות הדעת.

9. תמצית השכלה וניסיון של כותב חוות הדעת

השכלה:

- תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון.
- תואר שני בכלכלה עם התמחות במימון במסלול מצטיינים מאוניברסיטת בן גוריון.

ניסיון מקצועי:

- מנכ"ל ובעלים של "מאקרו פיננסים בע"מ" אשר נותנת שירותי ייעוץ פיננסי, אנליזה, ניהול הון לתאגידים וחוות דעת כלכליות.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 14 שנים ניסיון בשוק ההון.
- מנהל השקעות בגופים המוסדיים הגדולים בישראל, ביניהם מנורה פיננסים ו"עמיתים – קרנות הפנסיה הוותיקות".
- בתפקידו האחרון היה מנהל תיק האג"ח של קופות הגמל בעמיתים.
- כתיבת חוות דעת פנימיות רבות עבור "עמיתים", מנקודת מבטם של בעלי מניות המיעוט.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.

רשימת עבודות מרכזיות:

- חוות דעת מומחה, הערכת גובה ריבית סבירה ביתרת זכות בעו"ש והערכת הנזק לעניין ריבית פיקדונות במערכת הבנקאית, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לחברת ישראלכרט, לצורך בחינת הוגנות העסקה למיזוג עם חברת הראל, תוך דחיית הצעה נגדית מחברת מנורה, מרץ 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי המניות של ורידיס, ניתוח השפעת דיווח מידי של החברה בגין תחילת חקירה פלילית, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אוגווינד, בדיקת השפעת דיווח ביטול התקשרות עם חח"י בעקבות מצג שווא של החברה לגבי יעילות מוצריה, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי אג"ח של גיבוי ואחזקות, קביעת נזק בשל רכישת אג"ח ע"י הציבור נוכח הסתרה ואי גילוי מידע מהותי על ידי החברה, אוקטובר 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יונט קרדיט בעקבות ליקויים שהתגלו בבקרה הפנימית וחשדות פליליים כנגד המנכ"ל, יוני 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות נורסטאר בעקבות החלטת הדירקטוריון לחלוקת דיבידנד בעין אשר יוביל לאובדן שליטה בחברת הבת גזית גלוב, אפריל 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות האב אבטחת מידע, איחור בדיווח על ביטול זכיית החברה במכרז, מרץ 2022 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לידר החזקות לצורך סעד הערכה לבחינת הצעת רכש של החברה, יולי 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות הפניקס, קביעת הנזק בעקבות גילוי פרשת התיארוך לאחור של פוליסות הביטוח של טייסי אל על, יוני 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם למחזיקי אג"ח דלק קבוצה, ניתוח הנזק שנגרם בעקבות פרסום דוח תזרים מזומנים מטעה, מאי 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אורמת, זאת בעקבות פרשת "דוח הינדנבורג" אשר העלה חשדות לשחיתות בין-לאומית נרחבת, מרץ 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יעקובי קבוצה, נזק בגין פרסום מידע שגוי בתשקיף ובדוחות הכספיים, דצמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות פוקס, בחינת השפעת עיכוב בדיווח על עסקת ג'מבו, ספטמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, בחינת חוות דעת כלכלית לצורך מיזוג משולש הופכי בין יואל לאקוויטל. אשר הובילה לתשלום פרמיית שליטה חריגה, דצמבר 2018 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם למחזיקי אג"ח אול-יר, אמידת הנזק שנגרם לבעלי אגרות החוב בעקבות גילוי אודות כשלים חמורים באפקטיביות הבקרה הפנימית של החברה, ינואר 2018 ;