



בבית המשפט העליון

רע"א 779/06

ע"א 5701/07

רע"א 7820/07

לפני :

כבוד המשנה לנשיא א' ריבלין
כבוד השופטת ע' ארבל
כבוד השופט א' רובינשטיין
כבוד השופט ס' גיבוראן
כבוד השופטת א' חיות
כבוד השופט ח' מלצר
כבוד השופט י' דנציגר

המבקשים ברע"א 779/06 :
1. קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ
2. לוי קושניר

המערער בע"א 5701/07 : שקולניק דרור

המבקשות ברע"א 7820/07 :
1. נאות אביב בע"מ
2. רמת אביבים

נ ג ד

המשיב ברע"א 779/06 : שאול ממן

המשיבים בע"א 5701/07 :
1. קניאל תעשיות אריזה בע"מ ואח'
2. קניאל אריזות משקה בע"מ ואח'
3. ברבינו בע"מ
4. אבות השקעות ייזום בנדל"ן
5. ביגר אברהם
6. שור אריק
7. שי.י.ס אחזקות בע"מ

המשיב ברע"א 7820/07 : אדי הרשקוביץ

בקשת רשות ערעור על החלטתו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו מיום 19.12.2005 בבש"א 20012/02 שניתנה על ידי כבוד השופט נ' ישעיה ;
ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו בת"א 1209/03 ות"א 1210/03 מיום 2.11.2005 שניתן על ידי כבוד השופטת ר' רונן ;
בקשת רשות ערעור על החלטות בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו בת"א 2091/03 מיום 27.6.2007 ומיום 15.8.2005 שניתנו על ידי כבוד השופטת ר' משל-שהם ;

תאריך הישיבה : ו' באדר תשע"ב (29.2.12)

בשם המבקשים ברע"א 779/06 : עו"ד גיל בריצמן

בשם המשיב ברע"א 779/06 : עו"ד י' ממן ; עו"ד מ' פז ;

ובשם המערער בע"א 5701/07 :	עו"ד ג' שגיב
בשם המשיבים בע"א 5701/07 :	עו"ד א' מיכאלי
בשם המבקשים ברע"א 7820/07 :	עו"ד ח' בלייברג ; עו"ד ד' צרפתי ; עו"ד א' גילביץ
בשם המשיבים ברע"א 7820/07 :	עו"ד י' אבירם ; עו"ד י' סבו ; עו"ד נ' שכנר

פסק-דין

השופט י' דנציגר:

לפנינו שלושה הליכים – ערעור ושתי בקשות רשות ערעור – אשר במרכזם סוגיית מתן סעד הערכה לקביעת השווי ההוגן של מניותיהם של ניצעים בהצעת רכש מלאה, בהתאם לסעיף 338(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות).

במרכזו של ההליך שנדון ברע"א 7820/07 מצויה בקשת רשות ערעור על שתי החלטות בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו (השופטת ר' משל-שהם) במסגרת ת"א 2091/03: החלטה מיום 15.8.2005 בה נקבע, כי התמורה שהוצעה לבעלי המניות מהציבור בגין מניות המבקשת 1, נאות אביב בע"מ (להלן: נאות אביב) בהצעת הרכש מטעם המבקשת 2, רמת אביבים בע"מ (להלן: רמת אביבים), הייתה פחותה משוויין ההוגן; וכן על ההחלטה מיום 27.6.2007 בה התקבלה באותו העניין בקשת המשיב, אדי הרשקוביץ (להלן: הרשקוביץ), לאשר את התובענה בת"א 2091/03 כתובענה ייצוגית. ביום 24.9.2007 החליט בית משפט זה (השופטת מ' נאור) כי הבקשה תידון בפני הרכב (להלן: עניין נאות אביב).

במרכזו של ההליך שנדון ברע"א 779/06 מצויה בקשת רשות ערעור על החלטתו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו (השופט נ' ישעיה) במסגרת בש"א 20012/02 מיום 19.12.2005, במסגרתה נקבע כי התמורה שהוצעה לבעלי המניות מהציבור בגין מניות המבקשת 1, קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ (להלן: קיטאל), בהצעת הרכש מטעם המבקש 2, לוי קושניר (להלן: קושניר), הייתה פחותה משוויין ההוגן. בנוסף קיבל בית המשפט את בקשת המשיב, שאול ממן (להלן: ממן), לאשר את התובענה בת"א 2338/02 כתובענה ייצוגית. ביום 21.11.2006 החליט בית משפט זה (השופט א' גרוניס) כי הבקשה תידון בפני הרכב (להלן: עניין קיטאל).

במרכזו של ההליך שנדון בע"א 5701/07 מצוי ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו (השופטת ר' דונן) במסגרת ת"א 1209/03 ות"א

1210/03 מיום 8.5.2007, במסגרתו נקבע כי המערער, דרור שקולניק (להלן: שקולניק) לא הוכיח שהתמורה שהוצעה לבעלי המניות מהציבור בגין מניות המשיבות 1-2, קניאל תעשיות אריזה בע"מ (להלן: קניאל תעשיות) וקניאל אריזות משקה בע"מ (להלן: קניאל אריזות), בהצעת רכש מטעם המשיבים 7-3, הייתה פחותה משוויין ההוגן. כפועל יוצא, דחה בית המשפט את בקשתו של שקולניק לאשר תביעתו כתביעה ייצוגית ודחה את תביעתו האישית (להלן: עניין קניאל).

ביום 6.7.2009 התקיים דיון מאוחד בבקשות רשות הערעור בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב בפני הרכב המשנה לנשיאה, השופט א' ריבלין והשופטים ע' ארבל ו-י' דנציגר. ביום 28.12.2009 התבקשו הצדדים בבקשות רשות הערעור להגיש עמדתם ביחס להשלכותיו של פסק הדין בעניין ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (לא פורסם, 28.12.2009) (להלן: עניין עצמון), אשר ניתן לאחר הגשת בקשות רשות הערעור, על בקשות רשות הערעור. ביום 14.3.2010 הוחלט על הרחבת ההרכב, בשים לב לחשיבות ומורכבות הסוגיות שבמחלוקת.

ביום 1.12.2010 התקיים דיון בערעור בעניין קניאל בפני הרכב המשנה לנשיאה, השופט א' ריבלין והשופטים ח' מלצר ו-נ' הנדל, במסגרתו התייחסו הצדדים גם להשלכותיו של עניין עצמון על הערעור. בתום הדיון הוחלט שהערעור בעניין קניאל יצורף לבקשות רשות הערעור בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב ושכל שלושת ההליכים יישמעו במאוחד בפני ההרכב המורחב.

ביום 29.2.2012 התקיים דיון מאוחד בשלושת ההליכים בפני ההרכב המורחב והצדדים השלימו טיעוניהם בעל פה. הגיעה עת הכרעה.

רקע כללי

1. שלושת ההליכים שלפנינו עוסקים בסוגיה של מתן סעד הערכה לקביעת השווי ההוגן של מניותיהם של ניצעים בהצעת רכש מלאה בהתאם לסעיף 338(א) לחוק החברות. על פי ההסדר שנקבע בחוק החברות, לא ירכוש אדם מניותיה של חברה ציבורית כך שלאחר הרכישה יחזיק ביותר מ-90% ממניות החברה אלא בדרך של הצעת רכש (סעיף 336 לחוק החברות). אם התקבלה הצעת הרכש באופן ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו לה נופל מ-5% מהון המניות של החברה, מחוייב המציע לרכוש את כלל מניות החברה הנותרות באותו המחיר (סעיף 337 לחוק החברות). במקרה כזה, עומדת לניצעים הזכות לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה לקביעת השווי ההוגן של המניות שנרכשו מהם (סעיף 338 לחוק החברות) [לסקירה מפורטת של ההסדר ושל התכליות שבבסיסו ראו סעיפים 24-40 לעניין עצמון].

יוער כבר בשלב זה כי במסגרת תיקון מקיף שנערך בחוק החברות בשנת 2011 [תיקון מס' 16 לחוק החברות, התשע"א-2011, ס"ח התשנ"ט 189, התשע"א 363 (להלן: תיקון מס' 16 לחוק החברות)]. להצעת החוק ולדברי ההסבר ראו: הצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010, ה"ח 496] שונו חלק מהוראות ההסדר בנושא זה בחוק החברות. על אף שלשינויים אלו אין תחולה ישירה על המקרים שלפנינו, יש להם חשיבות והשפעה על השאלות המשפטיות שמתעוררות בענייננו, ועל כך יורחב בהמשך.

2. בשלושת המקרים שלפנינו טענו הניצעים-התובעים (הרשקוביץ, ממן ושקולניק), כל אחד במסגרת תביעתו בבית המשפט המחוזי, כי התמורה ששולמה עבור מניותיהם בהצעת הרכש הייתה פחותה משוויין ההוגן. לטענתם, יש להעריך את שווי המניות שנרכשו מהם על פי שיטות שונות של הערכת שווי (אשר תפורטנה להלן), מהן עולה כי שווי המניות גבוה מהמחיר שהוצע עבורן בהצעת הרכש. לעומתם טענו הרוכשים-הנתבעים (המבקשים בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב והמשיבים בעניין קניאל) כי שווי השוק, דהיינו מחיר המניות בבורסה ערב הצעת הרכש, הוא הקריטריון לקביעת השווי ההוגן של המניות וכי על פי קריטריון זה התמורה שהוצעה בעבור המניות בהצעת הרכש אינה נופלת משוויין ההוגן. עוד טענו הרוכשים כי הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש מקימה חזקה בדבר הוגנות התמורה המוצעת.

3. בין לבין, ביום 28.12.2009 ניתן פסק דינו של בית משפט זה בעניין עצמון, אשר נדרש לראשונה לסוגיית הערכת מניות במסגרת בקשה לסעד הערכה, לאחר שבתי המשפט המחוזיים אשר דנו בסוגיה לא נקטו בה עמדה אחידה [ראו והשוו: החלטות בית המשפט המחוזי בשלושת המקרים שלפנינו; פסק דינו של השופט ג' ישעיה בעניין עצמון, בבש"א (ת"א) 6479/02 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (לא פורסם, 29.10.06); פסק דינו של השופט מ' אלטוביה בת"א (ת"א) 1004/02 הרשקוביץ נ' סנואי ישראל בע"מ (לא פורסם, 7.8.2005); ולאחרונה - החלטותיה של השופטת ר' רונן בת"צ 20457-03-11 ספרא נ' מ.ת.מ. מבני תעשייה ומלאכה בע"מ (לא פורסם, 20.11.2011, 7.12.2011)].

בפסק הדין בעניין עצמון עמדתי בהרחבה על ההסדר הקבוע בחוק החברות לעניין הצעת רכש מלאה ועל תכליותיו של סעד ההערכה במסגרתו (ראו סעיפים 24-45 לעניין עצמון). בפסק הדין בעניין עצמון נקבע, בדעת רוב, כי במרבית המקרים אין להסתמך על שווי השוק לצורך הערכת שווי המניות במסגרת בקשה לסעד הערכה על פי סעיף 338 לחוק החברות. נקבע כי עקרונות הערכת שווי המניות שינחו את בית המשפט במסגרת בקשה לסעד הערכה יהיו העקרונות המקובלים בתורת המימון וכי

השיטה שיש להעדיפה כעולה בקנה אחד עם עקרונות אלו היא שיטת ה-DCF (Discounted Cash Flow) המעריכה את שווי החברה על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים ושל הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה (ראו סעיפים 57-64 לעניין עצמו).

סבורני כי הקביעות שנקבעו בעניין עצמו יפות ונכונות אף למקרים נשוא ענייננו, בכפוף למספר הבהרות והערות שיובאו להלן. אך ראשית לכל אבקש לסקור בקצרה את עובדות המקרים שלפנינו ואת החלטות בית המשפט המחוזי בכל אחד מהם.

רקע עובדתי

עובדות עניין נאות אביב

4. נאות אביב הייתה חברה ציבורית שעסקה בנדל"ן. הון מניותיה הורכב משני סוגי מניות: מניות בערך נקוב של 5 ש"ח שהיו רשומות למסחר בבורסה והיוו 69.61% מההון המונפק של החברה (להלן: מניות 5); ומניות בערך נקוב של 1 ש"ח שלא היו רשומות למסחר בבורסה והיוו 30.39% מההון (להלן: מניות 1). אין חולק כי מחזיקי מניות 1, אשר היוו 68.57% מזכויות ההצבעה של נאות אביב באסיפה הכללית, שלטו בחברה.

5. רמת אביבים החזיקה בעצמה ובאמצעות חברת בת שלה, חברת פלמין נאמנות בע"מ, בכלל מניות 1 של נאות אביב (מתוכן כ-10% הוחזקו על ידה בנאמנות עבור צדדים שלישיים). כן החזיקה רמת אביבים בשיעור של כ-89.92% ממניות 5 של נאות אביב. שאר מניות 5 של נאות אביב, קרי 10.08% מההון המונפק והנפרע של מניות 5 (שהיוו כ-3.17% מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של נאות אביב), הוחזקו בידי בעלי מניות מקרב הציבור, בהם הרשקוביץ.

6. ביום 20.8.2003 פרסמה רמת אביבים הצעת רכש מלאה לרכישת מניות 5 של נאות אביב מן הציבור. הצעת הרכש הותנתה בהיענותם להצעה של בעלי המניות המחזיקים לפחות ב-5.08% מהון מניות 5 המונפק של נאות אביב, זאת על מנת ששיעור החזקותיה של רמת אביבים במניות 5 של נאות אביב יעלה על 95% ממניותיה והיא תחויב לרכוש את יתרת המניות, כהוראת סעיף 337 לחוק החברות.

7. המחיר שהוצע בהצעת הרכש בעבור כל מניה עמד על סך של 120 ש"ח. מחיר זה היה גבוה מהשער האחרון שנקבע למניה בבורסה אשר עמד על 97.40 ש"ח למניה וכן גבוה מהמחיר הממוצע למניה בששת חודשי המסחר האחרונים, אשר עמד על 101.78 ש"ח למניה. מנגד, מדיווחיה של נאות אביב לרשות לניירות ערך ולבורסה

מאותה תקופה עלה כי היחס בין ההון העצמי של החברה לבין כל מניית 5 עמד נכון ליום 30.6.2003 על 208.24 ש"ח למניה.

8. הצעת הרכש זכתה להיענותם של כ-61% מהניצעים, המחזיקים בכ-6.14% ממניות נאות אביב, והחזקותיה של רמת אביבים בנאות אביב עלו לשיעור של כ-96% ממניות 5 של החברה. בכך נתמלא התנאי הקבוע בסעיף 337(א) לחוק החברות, ורמת אביבים השלימה את הצעת הרכש המלאה ברכישה כפויה של יתרת מניות נאות אביב אשר הוחזקו בידי בעלי מניות שלא נענו להצעה. במסגרת רכישה זו נרכשו גם 173 מניותיו של הרשקוביץ בנאות אביב. בתום הרכישה הכפויה הפכה נאות אביב לחברה פרטית בבעלותה המלאה של רמת אביבים.

9. בעקבות זאת הגיש הרשקוביץ (יחד עם ניצע נוסף שזנח את תביעתו) תובענה כנגד רמת אביבים ונאות אביב לסעד הערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות ובקשה לאישורה כתובענה ייצוגית. בקדם-המשפט הוסכם כי ראשית תידון שאלת השווי ההוגן לפי סעיף 338 לחוק וכי הכרעה זו תחייב את הצדדים הן לצורך בקשת אישור התובענה כייצוגית והן בהליך העיקרי.

10. לבית המשפט הוגשו חוות דעת חשבונאיות מטעם שני הצדדים בנוגע לשווי המניות. על פי חוות דעתו של רו"ח בועז יפעת מטעם הרשקוביץ (להלן: רו"ח יפעת), התמורה שהוצעה בהצעת הרכש נפלה מהשווי ההוגן של המניות אשר הוערך על ידו בהתאם לשיטת היוון תזרים המזומנים (DCF) בסך של כ-246 ש"ח למניה. לעומת זאת, מחוות דעתו של רו"ח פרופ' אמיר ברנע מטעם רמת אביבים (להלן: רו"ח ברנע) עלה כי השווי בהצעת הרכש היה הוגן, שכן הוא שווה ל"שווי התחליפי" המאפשר לניצע לרכוש מניות בחברות דומות.

החלטות בית המשפט המחוזי בעניין נאות אביב

11. במסגרת ההחלטה הראשונה מיום 15.8.2005 קבע בית המשפט המחוזי כי אין להתבסס על שווי השוק של המניות כמדד עיקרי לשוויין ההוגן וכי יש להעריך את השווי ההוגן של המניות בראש ובראשונה על פי השווי הנכסי של החברה (כלומר על פי שווי כלל נכסיה בניכוי שווי כלל התחייבויותיה). מסקנה זו התבקשה, לשיטת בית המשפט, בשל הדמיון מנקודת מבטו של המוכר, בין הרכישה הכפויה של מניותיו לבין פירוקה מרצון של החברה: בשני המקרים מבטל הדין את זכותו הקניינית של המוכר במניה והחברה חדלה מלהתקיים כחברה ציבורית. אלמנט הכפייה שברכישה מוביל, לדעת בית המשפט המחוזי, למסקנה כי אין להשאיר בידי הרוכש את הרווחים הנובעים מעצם הגדלת החזקתו בחברה המאפשרת לו לממש את נכסי החברה לפי רצונו, משום

שרווחים אלו מתקבלים על חשבון המיעוט. לעומת זאת נקבע, כי רווחים הנובעים משינוי מבנה החברה והפיכתה לפרטית הם רווחים שאין לחלוק עם המיעוט, בשל היותם ספקולטיביים.

12. עוד קבע בית המשפט המחוזי, כי הערכת המניות על פי השווי הנכסי של החברה מתאימה לנסיבותיה של חברת נאות אביב, אשר התאפיינה עד אותה עת ביציבות הן בשערי מניותיה בבורסה והן במבנה נכסיה, הכוללים בעיקר נכסי נדל"ן, מזומנים ואגרות חוב ממשלתיות סחירות. בית המשפט היה ער לכך כי בהינתן נסיבות אחרות, למשל כאשר שווי נכסי החברה מגלם אלמנטים ספקולטיביים במיוחד, הסתמכות על שווי נכסי החברה תהיה הולמת פחות.

13. נוכח מסקנות אלה שלל בית המשפט המחוזי את אפשרות קביעת השווי ההוגן על פי שווי השוק של המניה. לשיטתו, שווי זה אינו משקף את הערך שהקונה מייחס לעסקה שבסופה תהפוך החברה לחברה פרטית בבעלותו המלאה, את המחיר של עסקאות מחוץ לבורסה ואף לא את אלמנט הכפייה שבעסקה, שיש להביאו בחשבון.

14. בנוסף, דחה בית המשפט המחוזי את הטענה כי היענות רוב הניצעים להצעת הרכש יוצרת חזקה להוגנות המחיר שהוצע בהצעת הרכש. בית המשפט קבע כי נוכח קיומו של סעד הערכה בחוק, המאפשר גם למי שנענה להצעה לפנות לבית המשפט בטענה שהשווי שהוצע בה לא היה הוגן, אין לקבוע חזקה בדבר הוגנות המחיר בהתבסס על הסכמת הרוב.

15. בעקבות ההחלטה הראשונה בעניין זה, ניתנה ביום 27.6.2007 ההחלטה השנייה במסגרתה קבע בית המשפט המחוזי כי מתקיימים בתובענה התנאים הקבועים בחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006 (להלן: חוק תובענות ייצוגיות) להכרה בתובענה כייצוגית. נקבע, בנוגע להגדרת הקבוצה המיוצגת, כי הקבוצה תכלול כל מי שבמועד הצעת הרכש החזיק במניות 5 של נאות אביב, ולא רק את הניצעים שהתנגדו להצעה. הוסבר, כי לשונו של סעיף 338 לחוק החברות כורכת יחד את המתנגדים להצעה עם מי שנענו לה. בכל הנוגע לתנאים לאישור התובענה כייצוגית, נקבע כי קיים סיכוי של ממש שהשאלה המשותפת לכלל חברי הקבוצה, הנוגעת לקביעת השווי ההוגן של המניות, תוכרע לטובתם. עוד נקבע כי הוכחה זיקתו של הרשקוביץ לנייר הערך לגביו הוא עותר (כנדרש בסעיף 3(א) לחוק תובענות ייצוגיות, המפנה לפריט 5 לתוספת השניה לחוק זה). בנוסף, נדחו טענותיהן של המבקשות כנגד תום ליבו של הרשקוביץ ונקבע כי עצם העובדה שהגיש תביעה קודמת אינה ראייה לחוסר תום לב. הוסף ונקבע, כי לא קיים ניגוד אינטרסים בין הרשקוביץ לבין יתר חברי הקבוצה וכי ביכולתו לייצג

את הקבוצה בדרך הולמת. לבסוף נקבע כי נגרם לחברי הקבוצה נזק, בדמות ההפרש שבין מחיר רכישת המניה לבין שווייה ההוגן.

עובדות עניין קיטאל

16. קיטאל הייתה חברת אחזקות ציבורית שפעלה בעיקר בתחומי המלונאות והנדל"ן. ביום 13.8.2002 פרסם קושניר, יו"ר הדירקטוריון ומנהלה של קיטאל אשר החזיק בשיעור של כ-76.68% ממניותיה, הצעת רכש מלאה לרכישת יתר מניות קיטאל מן הציבור. בנטרול אחזקותיה של חברת הבת קיטאל החזקות ניירות ערך (1994) בע"מ, שהיא חברה בבעלות מלאה של קיטאל, החזיק הציבור עובר להצעת הרכש בכ-19.36% ממניותיה של קיטאל. עוד לפני פרסומה של הצעת הרכש הודיעו בעלי מניות המחזיקים יחד בכ-12.37% ממניות קיטאל, בהם קרובי משפחתו של קושניר ובעלי המניות בחברות הנשלטות בעקיפין על ידי קושניר, כי ייענו להצעת הרכש.

17. המחיר שהוצע בהצעת הרכש בעבור כל מנית קיטאל עמד על סך של 0.60 ש"ח. מחיר זה היה גבוה מהשער האחרון שנקבע למניה בבורסה אשר עמד על 0.36 ש"ח למניה, וכן גבוה מהמחיר הממוצע למניה בשלושת ימי המסחר האחרונים שלה, אשר עמד על 0.35 ש"ח למניה. קיומם של ימי מסחר אלו נעשה על פי החלטת הבורסה טרם מחיקת מניותיה של קיטאל מן הרישום למסחר, לאחר שכבר הושעו מן המסחר מעל לשנה עובר להצעת הרכש בשל גרעון הוני של החברה.

18. הצעת הרכש המלאה, אשר לא הותנתה בשיעור היענות מינימלי, זכתה להיענותם של כ-75% מהניצעים, המחזיקים בשיעור של כ-14.48% ממניות קיטאל (כאשר שיעור ההיענות המינימלי הדרוש לקבלת ההצעה על פי סעיף 337(א) לחוק החברות עמד על כ-14.36% מהמניות). עקב כך עלו החזקותיו של קושניר בקיטאל לכדי 95.13% ממניות החברה. לפיכך, השלים קושניר את הצעת הרכש המלאה ברכישה כפויה של כ-4.87% ממניות קיטאל אשר נותרו בידי בעלי מניות שלא נענו להצעה. במסגרת רכישה זו נרכשו גם 31,959 מניותיו של ממן בקיטאל, שהפכה לחברה פרטית בבעלותו המלאה של קושניר.

19. בעקבות זאת הגיש ממן לבית המשפט המחוזי תובענה לסעד הערכה לפי סעיף 338(א) לחוק החברות ובקשה לאישורה כתובענה ייצוגית. את תביעתו ביסס ממן על חוות דעת חשבונאית של רו"ח נח סופר (להלן: "רו"ח סופר") אשר ערך הערכת שווי ראשונית לקיטאל. על פי חוות דעת רו"ח סופר שווייה של כל מנית קיטאל, כנגזר משווייה הנכסי, עומד על 4.26 ש"ח (דהיינו, פי שבעה משווי המניה בהצעת הרכש).

20. עוד יצויין, כי ביום 17.12.2002 החליטה הרשות לניירות ערך מתוקף סמכותה על פי סעיף 209(ב) לחוק החברות להיענות בחיוב לבקשתו של ממן למימון התובענה הייצוגית בתנאים שייקבעו על ידה. כמו כן, מן הראוי לציין כי בחודש פברואר 2003 הודיעו חלק מהניצעים, המחזיקים יחד למעלה מ-60% מהמניות שהוצעה לגביהן הצעת הרכש, כי אינם מעוניינים באישור התובענה כייצוגית ובייצוגם על ידי ממן.

החלטת בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל

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.

את שווייה ההוגן של המניות יש להעריך, לשיטת בית המשפט המחוזי, על פי "שווייה הכלכלי הריאלי של החברה" במועד הגשת הצעה. במסגרת שווי זה יובאו בחשבון שווי נכסיה והיקף התחייבויותיה של החברה, מידת יציבותה הכלכלית והפיננסית, מבנה וסוג נכסיה, רמת הסחירות של מניותיה בשוק ומחירן לאורך תקופה וצפי פעילותה בעתיד. כל זאת, על פי העקרונות והכללים החשבונאיים המקובלים.

22. עוד נדרש בית המשפט המחוזי לחוות דעתו של רו"ח סופר על פיה השווי הנכסי של קיטאל עולה פי שבעה על שווייה כפי שהוא נגזר מהתמורה שהוצעה בהצעת הרכש, נכון לדצמבר 2001. אף שקבע כי משקלה הראייתי של חוות הדעת האמורה מוגבל משום שהיא מתבססת על נתונים בלתי עדכניים וחסרים, סבר בית המשפט המחוזי כי די בה על מנת לבסס קיומה של עילת תביעה לכאורית לפי סעיף 338(א) לחוק החברות, בשל הפער העצום בין שווייה הנכסי של קיטאל לבין שווי מניותיה לפי הצעת הרכש.

23. בית המשפט המחוזי קבע, לעניין העמידה בתנאי הסף לאישור התובענה כייצוגית, כי מתקיימים תנאי סעיף 210(א) לחוק החברות (אשר בוטל בינתיים במסגרת

תיקון מס' 4, התשס"ו-2006). נקבע כי מדובר בשאלות מהותיות של עובדה ומשפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה; כי תובענה ייצוגית היא הדרך הראויה והמתבקשת לדון במחלוקת; וכי עניינם של חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת בידיו של ממזן, בשל היותו אחד מגדולי מחזיקי מניות המיעוט המיוצג על-ידי משרד עורכי דין ותיק. עוד נקבע, כי לא הוכח העדר תום לבו של ממזן. לבסוף נקבע, בנוגע להגדרת הקבוצה המיוצגת, כי על פי לשונו של סעיף 338(א) לחוק החברות לא הגביל המחוקק את הענקת הסעד לבעלי המניות שנכפתה עליהם המכירה, אלא איפשר הענקתו לכל מי שהיה ניצע. מכאן נקבע, כי זכאים להיכלל בקבוצה המיוצגת כלל הניצעים בהצעת הרכש, למעט אלו שהודיעו על רצונם שלא להיכלל בה.

עובדות עניין קניאל

24. קניאל אריזות וקניאל תעשיות היו חברות ציבוריות שפעלו בתחום ייצור אריזות מזון ומשקה. עובר להצעת הרכש, החזיקו המשיבים 3-7 בע"א 5701/07 (להלן: המשיבים) ב-85.13% מהון המניות בקניאל אריזות וב-84.05% מהון המניות של קניאל תעשיות. יתר המניות הוחזקו בידי בעלי מניות מן הציבור (14.87% ממניות קניאל אריזות ו-15.95% ממניות קניאל תעשיות).

25. המשיבים פרסמו שתי הצעות רכש לרכישת מניות הציבור בשתי החברות. המחיר שהוצע בהצעת הרכש עבור כל מניה של קניאל אריזות היה 11.96 ש"ח למניה ועבור כל מניה של קניאל תעשיות היה 16 ש"ח למניה. בית המשפט המחוזי קבע כי מדובר בפרמיה של 47% מעל מחיר הבורסה של מנית קניאל אריזות באותה עת ובפרמיה של 67% מעל מחיר הבורסה של מנית קניאל תעשיות באותה עת. בקניאל אריזות נענו להצעת הרכש 91% מהניצעים ובקניאל תעשיות נענו להצעת הרכש 88% מהניצעים. כפועל יוצא, נרכשו ברכישה כפויה כל המניות שהוחזקו בידי בעלי מניות מן הציבור, ובהן מניותיו של המערער, שקולניק.

26. עוד יצויין כי חברת אנליסט אי.אם.אס. שירותי ניהול והשקעות בע"מ, חברה שעוסקת בפעילות בשוק ההון ובין היתר בניהול השקעות בניירות ערך (להלן: אנליסט), הייתה אחת מהניצעים בשתי החברות. אנליסט החזיקה, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, ערב הצעת הרכש ב-9.32% ממניות קניאל אריזות וב-9.67% ממניות קניאל תעשיות. אנליסט נענתה לשתי הצעות הרכש.

27. בעקבות זאת הגיש שקולניק לבית המשפט המחוזי תובענה לסעד הערכה לפי סעיף 338(א) לחוק החברות ובקשה לאישור תביעתו כתובענה ייצוגית. את תביעתו ביסס שקולניק על חוות דעת חשבונאית של רו"ח נח סופר (להלן: רו"ח סופר) אשר ערך

הערכת שווי ראשונית לקניאל אריזות ולקניאל תעשיות על פי שיטת היוון תזרים מזומנים (DCF). על פי חוות דעת רו"ח סופר שווייה של כל מנית קניאל אריזות עמד על 29.8 ש"ח ושווייה של כל מנית קניאל תעשיות עמד על 33.9 ש"ח. המשיבים הגישו חוות דעת מומחה מאת ד"ר יוסי בכר (להלן: ד"ר בכר), במסגרתה לא ביצע ד"ר בכר הערכת שווי של החברות אך הראה כי ניתן להניח הנחות שונות מאלה שהניח רו"ח סופר ולהגיע לתוצאות שונות מאלה שאליהן הגיע רו"ח סופר.

פסק דינו של בית המשפט המחוזי בעניין קניאל

28. בית המשפט המחוזי קבע כי הנחת המוצא במסגרת בקשה לאישור תביעה ייצוגית מכוח סעיף 338 לחוק החברות הינה כי הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש מהווה אינדיקציה חזקה לכך שהמחיר שהוצע הינו הוגן, ובמיוחד כך כאשר מדובר בניצעים מתוחכמים. בית המשפט המחוזי דחה את טענת המבקש כי הסכמת רוב הניצעים אינה מעידה בהכרח על כך שההצעה הייתה הוגנת, כיוון שניצע עלול להסכים להצעה מתוך חשש שהצעת הרכש תתקבל ללא תמיכתו ואז הוא ימצא עצמו כמיעוט מבוטל בחברה שנרכשה על ידי בעל מניות דומיננטי. נקבע כי המנגנון הקבוע בסעיף 338 לחוק החברות מגן על בעלי מניות המיעוט ומאפשר להם להחליט ללא חשש אם ההצעה ראויה או לא. זאת, מכיוון שהחוק אינו מאפשר מצב בו ימצאו עצמם הסרבנים בסיטואציה של מיעוט קטן לאחר הצעת הרכש, והוא כולל מנגנון של רכישה כפויה במחיר הצעת הרכש.

לפיכך נקבע כי הנטל המוטל על המבקש (שקולניק) הינו להוכיח שחרף הסכמת רוב הניצעים המחיר שהוצע עבור המניות איננו מחיר הוגן. על מנת להרים את הנטל, לשיטת בית המשפט המחוזי, על המבקש לשים דגש על בחינת הפרוצדורה של הצעת הרכש – האם הניצעים קיבלו את מלוא המידע שהיה עליהם לקבל; האם המידע שהתקבל היה נכון ומדויק; האם ההסכמה של כל הניצעים הייתה הסכמה מטעמים ענייניים ולא מטעמים זרים. בנוסף, נקבע שיש לבחון את זהותם של הניצעים – ככל שהניצעים מתוחכמים יותר כך ניתן יהיה לתת יותר משקל להסכמתם להצעת הרכש. בנוסף, יש לבחון מהו הרוב שבו התקבלה ההצעה – ככל שהרוב גדול יותר, יינתן משקל גדול יותר להסכמת הניצעים להצעת הרכש, באופן שהנטל שיוטל על המבקש לסתור את הנחת ההוגנות יהיה כבד יותר.

29. בית המשפט המחוזי קבע שלרשות המבקש עומדים שני מסלולים אפשריים: מסלול אחד הוא להוכיח שלפני הניצעים לא הוצג מידע מדויק ומלא אודות החברה. מסלול שני הוא להוכיח שהסכמת חלק מהניצעים ניתנה מטעמים שאינם ענייניים, כגון

קנוניה או מניפולציה. נקבע כי שקולניק לא הוכיח אף אחת מהאפשרויות הללו בנסיבות העניין.

30. בית המשפט המחוזי קבע עוד כי הרוב בו התקבלו הצעות הרכש (88% ו-91%) הוא רוב משמעותי מאד, וכי המחיר שהוצע בהצעות הרכש (והתקבל על ידי הניצעים) הינו גבוה באופן משמעותי ממחיר המניה בבורסה (פרמיה של 47% ו-67% על מחיר המניה) וזוהי אינדיקציה ברורה לכך שמדובר בשווי הוגן. כמו כן, נקבע כי אנליסט היא משקיע מתוחכם, וחזקה עליה שבטרם הסכימה להצעת הרכש, היא בררה את כל הפרטים הרלוונטיים והגיעה להחלטה מושכלת. בית המשפט מצא לנכון להדגיש כי אנליסט הייתה מודעת לכך שללא הסכמתה לא תוכל הצעת הרכש להתקבל (בשים לב לשיעור המניות שהחזיקה) ולפיכך יש לייחס להסכמתה משקל רב לביסוס הטענה כי הצעת הרכש שיקפה שווי הוגן. כמו כן נדחתה טענתו של שקולניק בדבר ניגוד עניינים של חברת אנליסט. לפיכך נקבע כי הנטל המוטל על המבקש בנסיבות העניין הוא כבד מאד.

31. בהתייחס לחוות הדעת של רו"ח סופר ציין בית המשפט המחוזי כי לא יהיה מקום לקבוע שהמבקש הרים את הנטל הכבד המוטל עליו, אם יסתבר שחוות הדעת מטעמו של המבקש משקפת גישה לגיטימית אחת ביחס לשאלת השווי ההוגן, אך קיימות גישות לגיטימיות אחרות שמובילות למסקנה שונה. בית המשפט המחוזי ציין כי ישנה בעייתיות בניסיון להוכיח שווי הוגן באמצעות חוות דעת מומחה, מכיוון שקשה להתייחס לחוות דעת כזו כחוות דעת אובייקטיבית. במאמר מוסגר הדגיש בית המשפט כי הדברים מקבלים משנה תוקף כאשר הוכח במקרה זה ששכרו של המומחה (רו"ח סופר) הותנה כאחוז מהצלחת המבקש בתובענה.

32. בית המשפט המחוזי קבע שעליו לבחון אם חוות הדעת שהגיש המבקש משקפת עניינים שאינם שנויים במחלוקת בין מומחים, או שמא ניתן לערער על הנחות היסוד שבחוות הדעת ולהניח הנחות אחרות במקומן, באופן שישנה את התוצאה. לאחר שהמומחים מטעם שני הצדדים נחקרו בבית המשפט על חוות הדעת, ציין בית המשפט כי המומחה מטעם המשיבים, ד"ר בכר, לא ביצע הערכת שווי משלו אלא רק התייחס למתודולוגיה, להשערות ולהנחות שבבסיס חוות הדעת של רו"ח סופר והראה שניתן, תוך שימוש במתודולוגיה זהה לזו של המבקש, להניח הנחות והשערות אחרות ולהגיע לתוצאה אחרת, לפיה השווי ההוגן הוא השווי שהוצע בהצעת הרכש. בית המשפט קבע שהמבקש לא הוכיח שהנחות המוצא של ד"ר בכר שגויות או בלתי לגיטימיות או שהן מבוססות על גישות בלתי מקובלות להערכת שווי חברה. לפיכך נקבע שאין הכרח להכריע איזו מבין שתי חוות הדעת הינה נכונה יותר ודי בכך שקיימים חילוקי דעות

לגיטימיים בין שני המומחים כדי לקבוע שהמבקש לא הרים את הנטל המוטל עליו ולא הוכיח שישנה מסקנה שונה מהמסקנה הנובעת מהסכמת הרוב להצעת הרכש.

עיקר טענות בעלי הדין לפנינו

33. המבקשים בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב טוענים כי סעד ההערכה צריך להינתן במקרים נדירים בהם מצליח התובע להוכיח שנפל פגם בהצעה או שנעשה מעשה לא תקין, כגון אי גילוי, הטעייה או מניפולציה. נטען כי, ככלל, יש להסתמך על שווי השוק של המניה כבסיס לשווייה ההוגן, אלא אם הוכח שנפל פגם הפוגע ברלוונטיות שניתן לייחס למחיר השוק. נטען כי כך מורה ההיגיון העסקי-כלכלי, שכן הבורסה היא השוק למסחר במניות ובעל המניות אינו מצפה לקבל עבור מניותיו מחיר הגבוה משוויין בבורסה. צוין כי אין חולק שבעלי השליטה המעוניינים "לרכוש החוצה" את בעלי מניות המיעוט משלמים בדרך כלל פרמיה עודפת (מעל שווי השוק), שמשקפת את התועלת שבהוצאת החברה מהשוק. לעניין הפרמיה העודפת נטען כי הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש מעידה כי ההצעה משקפת פרמיה הוגנת וראויה, וזאת מתוך נקודת הנחה שהניצעים שוקלים שיקולי כדאיות. עוד נטען כי אין להעניש את המציע על אלמנט הכפייה שברכישת המניות שעה שחוק החברות הוא שמחייבו לרכוש את כל מניות המיעוט כאשר ההצעה מתקבלת. עוד נטען כי אין להעריך את המניות על פי שווי נכסי החברה, משום שהמניה אינה מקנה לבעליה כל זכות בנכסי החברה. לבסוף נטען כי היענות הרוב להצעה מקימה חזקה להוגנות התמורה שהוצעה בה. זאת לומדים המבקשים ממנגנון הכרעת הרוב שנקבע בחוק החברות, במסגרתו לא מופעל לחץ על בעלי המניות להיענות להצעה, כך שהיענותם מעידה על החלטה מושכלת כי התמורה היא הוגנת וכדאית. לאור כל האמור, טוענים המבקשים בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב כי רק במקרים חריגים בהם יוכיח התובע כי יש בעייתיות בשווי השוק או כי נפל פגם חמור בהצעה, תיפתח הדלת לסעד ההערכה וייבחן שוויין הכלכלי של המניות בהתאם לעקרונות שהותוו בעניין עצמון. לטענתם, שגה בית המשפט המחוזי בשני המקרים כשקבע כי המשיבים עמדו בנטל ההוכחה הנדרש בהקשר זה ואישר להם להמשיך בתביעה הייצוגית.

34. המבקשים בעניין נאות אביב טוענים בנוסף כי מי שרכש מניות של חברת נאות אביב בתקופה הרלוונטית ידע שמדובר בחברה שמרנית ויציבה עם גרעין שליטה ברור במשך עשרות שנים, שסחירות מניותיה נמוכה שלא חילקה דיבידנדים במשך שנים רבות ושלא נכנסה להשקעות חדשות. כל הנתונים הללו, לטענתם, משתקפים בשווי השוק של מניות נאות אביב ומעידים על ציפיותיהם של בעלי המניות מן הציבור שרכשו מניות של החברה. לפיכך נטען שאין להעניק בדיעבד לבעלי המניות מן

הציבור, במסגרת בקשה לסעד הערכה, יותר משווי השוק שציפו לקבל במועד שרכשו את המניות.

35. לעומתם גורסים המשיבים בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב, כי בצדק דחה בית המשפט המחוזי בשני המקרים את טענת המבקשים כי הסכמת רוב הניצעים מקימה חזקה לשווי הוגן וכי יש לצמצם את סעד ההערכה למקרים חריגים של פגם בהצעה או בשווי השוק. לטענת המשיבים, קבלת טענה זו תטיל נטל בלתי אפשרי על מבקשי סעד הערכה ותייתר לחלוטין את הוראת סעיף 338 לחוק החברות, שכן הצעת רכש מתקבלת בהגדרתה רק אם רוב הניצעים נענו לה. לטענת המשיבים, שווי השוק של המניות אינו משקף את שוויון ההוגן הריאלי, בעיקר כאשר לא מתקיים בהן מסחר אמיתי ורציף וכאשר אין מי שירכוש אותן זולת בעלי השליטה, השולטים במחירן בבורסה. עוד נטען, כי על פי הדין בישראל ובארה"ב שווי השוק אינו בבואה להגינות המחיר אלא רק אחת מן האינדיקציות שבית המשפט ישקלל בעת מתן סעד הערכה. על השווי ההוגן להיקבע, לשיטת המשיבים, על פי קריטריונים כלכליים ובכל מקרה לגופו.

36. המערער בעניין קניאל טוען כי קביעת בית המשפט המחוזי בעניין קניאל (המנוגדת לקביעות בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב) מציבה מחסום בלתי אפשרי בפני בעל מניות שמבקש סעד הערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות, כיוון שהיא קובעת שהסכמת רוב הניצעים מקימה חזקה שמדובר ברכישה בשווי הוגן ומותירה חריגים מצומצמים מאד, כגון קנוניה ומניפולציה, שכמעט בלתי אפשרי להוכיח. בנוסף נטען כי בית המשפט המחוזי שגה בכך שייחס חשיבות להסכמתה של חברת אנליסט להצעת הרכש, כאשר לטענת המבקש אנליסט אינה גוף אובייקטיבי והסכמתה ניתנה בנסיבות העניין ממניעים זרים, בין היתר מכיוון ששימשה בעבר כחתם בהנפקת קניאל החזקות וקניאל אריזות. נטען כי חוות הדעת שהוגשה מטעם המערער נערכה על פי שיטת ה-DCF, כאשר מנגד לא הוגשה חוות דעת נגדית מטעם המשיבים אלא אך ורק התייחסות לחוות הדעת מטעם המערער. נטען כי לא נפל כל פגם בחוות הדעת שהוגשה מטעם המערער וכי מנגנון שכר הטרחה שנקבע בה (כאחוז משווי התובענה ככל שתתקבל) אינו פסול ואינו גורע ממהימנותה. לפיכך נטען כי בית המשפט שגה כשקבע שבמצב דברים זה לא ניתן להכריע בין חוות הדעת ולכן המערער לא עמד בנטל ההוכחה.

37. המשיבים בעניין קניאל טוענים כי דין המערער להידחות, אף מבלי להתייחס לסוגיות העקרוניות הנוגעות לסעד ההערכה. לטענת המשיבים, תביעתו של המערער נדחתה על ידי בית המשפט מכיוון שלא עמד בנטל ההוכחה שנדרש מתובע במשפט אזרחי ובהליך של תובענה ייצוגית. המשיבים שמים דגש על כך שבמהלך ההליכים

בפני בית המשפט המחוזי התברר ששכרו של המומחה שנתן חוות דעת מטעם המערער נקבע כאחוז משווי התובענה ככל שתתקבל ולפיכך לא מדובר בחוות דעת אובייקטיבית שניתן להסתמך עליה ודי בכך כדי לדחות את הערעור. עוד נטען כי ההליך התנהל במשך שנים רבות בפני בית המשפט המחוזי והתקיימו בו ישיבות קדם משפט וישיבות הוכחות רבות בהן ניסה המבקש מספר פעמים להרחיב את הדיון, לדרוש מסמכים נוספים ולבצע "מקצה שיפורים" בניגוד לדיון. נטען כי בית המשפט המחוזי בחן את חוות הדעת מטעם שני הצדדים ונערכו חקירות נגדיות של המומחים. נטען כי אין מקום להתערב בפסק דינו של בית המשפט, שניתן בתום הליך משפטי ארוך, כי המערער לא עמד בנטל ההוכחה מכיוון שחוות הדעת שהגישו הצדדים ושהתבססו על מתודולוגיה זהה, מובילות לתוצאות מנוגדות מבלי שהוכח מי מהן היא הנכונה. בנוגע לחברת אנליסט נטען כי טענות המערער נטענו ללא ביסוס ולא הוכח ניגוד עניינים או קנוניה בעניין זה.

38. לשאלת השפעתו של פסק הדין בעניין עצמון על עניינם השלימו הצדדים טיעוניהם בכתב ובעל פה. המבקשים בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב טוענים כי גם בהתאם להלכה שנקבעה בעניין עצמון יש לקבל את ערעורם. את עמדתם תומכים המבקשים בטענה כי המשיבים, הרשקוביץ וממן, לא עמדו בנטל ההוכחה כי השווי שהוצע בהצעת הרכש היה בלתי הוגן, מכיוון שבחרו לבסס את חוות הדעת החשבונאיות שהוגשו מטעמם על שיטת השווי הנכסי ולא על שיטת ה-DCF שנקבעה בעניין עצמון כשיטה המתאימה, ככלל, להערכת מניות.

39. בנוסף טוענים המבקשים בעניין נאות אביב כי לא ניתן כיום, בחלוף מספר שנים לאחר השלמת הצעת הרכש, לבצע בדיעבד הערכת שווי לנאות אביב וכי אף אם הערכה כאמור היתה מבוצעת בזמן אמת, היה מתברר ממנה כי מדיניות החברה מוסיפה להיות שמרנית, דיבידנדים אינם מחולקים והשקעות חדשות אינן מבוצעות. עוד מצביעות המבקשות על כך, כי כשנתיים לפני הצעת הרכש נערכו שתי עסקאות לרכישת מניות נאות אביב. לשיטתן, עסקאות אלה נכנסות לקטגוריה של "עסקה מרצון מחוץ לבורסה" ומספקות את האינדיקציה הנדרשת להוכחת הוגנות התמורה שהוצעה בהצעת הרכש ומייתרות את הצורך בהערכת השווי על פי שיטת ה-DCF, כפי שנקבע בעניין עצמון. לבסוף טוענות המבקשות, כי בהחזרת הדיון לבית המשפט המחוזי יהיה משום עיוות דין מיותר, שכן דין בקשת אישור התובענה כייצוגית להידחות ממילא, משלא מתקיימים בה התנאים הנדרשים לאישורה כייצוגית.

40. מנגד טוענים המשיבים בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב (הרשקוביץ וממן) כי פסק הדין בעניין עצמון חרץ את דין בקשות רשות הערעור לדחייה, בדחותו את טענות

המבקשים רוכן ככולן, ובראש ובראשונה את טענתם כי יש לבחון את שווי השוק של המניות או את שוויין התחליפי. עוד לטענת המשיבים, חוות הדעת החשבונאיות שהגישו לבית המשפט המחוזי ערוכות בשיטת DCF ולא בשיטת השווי הנכסי ועולה מהן כי שווי התמורה שהוצע בהצעות הרכש היה בלתי הוגן. עוד טען הרשקוביץ בעניין נאות אביב לשאלת הרלוונטיות של העסקאות שנעשו לפני הצעת הרכש למכירת מניות נאות אביב מחוץ לבורסה, כי הזמן הרב שחלף מאז מועד השלמת העסקאות ועד להגשת הצעת הרכש פוגם באינדיקטיביות התמורה להוכחת שווי המניות ההוגן. בעניין קיטאל הוסיף ממן בהשלמת טיעונו, כי נטל ההוכחה בנסיבות המקרה התהפך ועבר לשכם המבקשים, משהתקיימו התנאים שנקבעו בעניין עצמון להפיכתו. כך, לטענתו, נעשתה מניפולציה במחירי המניות תוך שימוש אסור במידע פנים, מידע חיוני מהותי לא נחשף בדוחות הרלבנטיים ומרבית הניצעים היו מקורביו של המציע.

41. לטענת המערער בעניין קניאל (שקולניק), לאור ההלכה שנקבעה בעניין עצמון דין ערעורו להתקבל. נטען כי חוות הדעת שהוגשה מטעם המערער נערכה על פי שיטת ה-DCF ואילו חוות הדעת שהגישו המשיבים אינה חוות דעת עצמאית שעומדת בפני עצמה אלא רק מתייחסת להנחות ולהשערות שבבסיס חוות הדעת של המערער. בנסיבות אלה, נטען כי יש לקבוע שהמערער עמד בנטל ההוכחה ולקבל את הערעור. המשיבים בעניין קניאל טוענים כי אין להלכה שנקבעה בעניין עצמון השלכה על המקרה הפרטני לאור קביעותיו של בית המשפט המחוזי בדבר אי עמידת המערער בנטל ההוכחה, ובמיוחד לאור מנגנון שכר הטרחה שסוכם בין המערער לבין המומחה מטעמו אשר שומט את הקרקע מתחת לחוות הדעת. כמו כן, טוענים המשיבים כי הסכמת חברת אנליסט להצעת הרכש מספקת את האינדיקציה הנדרשת להוכחת הוגנות התמורה, כפי שנקבע בעניין עצמון.

דיון והכרעה

42. החלטות בית המשפט המחוזי בשלושת המקרים שלפנינו ניתנו בטרם ניתן פסק הדין בעניין עצמון, שהתווה את העקרונות המרכזיים המנחים את בית המשפט בדונו בבקשת ניצע לסעד הערכה לקביעת השווי ההוגן של מניות שנרכשו ממנו בהצעת רכש מלאה. כפועל יוצא, חלק מהקביעות בהחלטות שלפנינו אינן יכולות להמשיך ולעמוד, מכיוון שהן סותרות במפורש את הקביעות שנקבעו בעניין עצמון.

43. הנחת המוצא שעמדה בבסיס פסק הדין בעניין עצמון ואשר ראוי שתנחה אותנו גם עתה הינה שתפקידו של בית משפט זה בסוגיה שלפנינו הוא לקבוע כללים ראשוניים ברורים בנוגע לסוגיית סעד ההערכה והשווי ההוגן שבסעיף 338 לחוק החברות. כללים

ראשוניים ברורים יצמצמו את הפערים והסתירות שבפסיקות בתי המשפט בערכאות הדיוניות, יסייעו ל"שחקנים" בשוק (בעלי השליטה מחד ובעלי מניות המיעוט מן הציבור) להפנים את "כללי המשחק" ולכלכל צעדיהם בהתאם, ויביאו עם הזמן לוודאות וליציבות בשוק. יש להניח כי עם הזמן יגיעו מקרים נוספים לפתחם של בתי המשפט, אשר יעוררו סוגיות נוספות בנוגע לסעד ההערכה וכנוגע לשווי ההוגן, כך שלכללים הראשוניים יתווספו כללים נוספים ועדכניים.

תכלית סעד ההערכה

44. בפסק הדין בעניין עצמון בחנתי את תכלית ההסדר הקבוע בסעיפים 336-340 לחוק החברות, שעניינו הצעת רכש מלאה ומכירה כפויה של מניות המיעוט בחברה ציבורית לבעל השליטה. ההסדר קובע כי בעל שליטה בחברה ציבורית רשאי, בהתקיים שורת תנאים, לכפות על כל בעלי מניות המיעוט בחברה ציבורית למכור לו את מניותיהם, אף אם לא כולם נתנו הסכמתם למכירה זו ("רכישה החוצה"). ציינתי כי מטרתו העיקרית של ההסדר הינה לסייע בעריכתן של עסקאות רכש יעילות, תוך הבטחת הגינות המסחר ותוך שמירה על זכויות בעלי מניות המיעוט (ראו סעיפים 37-30 שם). סעד ההערכה הקבוע בסעיף 338 לחוק הינו מרכיב חשוב בהסדר, מכיוון שמנגנון הפיקוח השיפוטי שקבוע בו לבחינת הגינות התמורה מאזן את הפגיעה בזכויותיהם הקנייניות של בעלי מניות המיעוט ומגן עליהם מפני ניצול כוחו של בעל השליטה (ראו סעיפים 38-39 שם).

כמו כן, ציינתי כי סעד ההערכה נועד לפתור את בעיית פגיעותו של המיעוט במקרים של רכישה כפויה על ידי בעל השליטה בחברה ציבורית. בבואו של בית המשפט לקבוע מהו אותו שווי הוגן, שעליו מדובר בסעיף 338 לחוק החברות, על בית המשפט לקחת בחשבון מחד כי הצעות רכש מלאות מסוימות מבוצעות לשם ניצול הזדמנות של בעל השליטה לרכוש שליטה מלאה בחברה תוך ניצול יתרון המידע שברשותו לשם התעשרות על חשבון בעלי מניות המיעוט מקרב הציבור [ראו: הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" תאגידים 3/1, 56, 61 (2009)]; ומאידך כי הצעות רכש מלאות רבות אינן מבוצעות מתוך מניע פסול אלא מתוך רציונאל עסקי לגיטימי להפוך את החברה לחברה פרטית ולחסוך עלויות הנובעות מניהולה כחברה ציבורית (ראו סעיפים 37, 46-47 שם). לעניין זה יפים דבריהם של המלומדים Hamermesh & Wachter:

"The principal concerns of the minority shareholder center on the motive of the controller and the timing of the transaction. Why implement the squeeze-out now? Is some good news about to occur that would change the

value of the company? If this were the case, then the law needs to be particularly vigilant that the potential for opportunism by the controller be checked... On the other hand, there are lots of other reasons for squeeze-outs that have nothing to do with forthcoming upward valuation of the assets. Does the case law adequately protect the minority shareholders in the former situation, while not over-compensating the minority in the latter situation?"

L. Hamermesh & M. L. Wachter, *The Fair Value of] Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 DEL. J. Hamermesh & : (להלן) CORP. L. 119, 132-131 (2005-2006) .[(Wachter

45. אין בכוונתי לחזור על הדברים שנכתבו בעניין עצמון, אולם אבקש בהזדמנות זו להרחיב מעט על תכליתו של סעד ההערכה. סבורני כי הבהרת התכלית של סעד ההערכה תסייע במלאכת הפרשנות של המונח "שווי הוגן" ובבחירת שיטת ההערכה שיש לנקוט בה להערכת השווי ההוגן. על מנת להבין את התכלית של סעד ההערכה סבורני כי יש להבין את ההיסטוריה של סעד ההערכה, אשר נוצר והתפתח בארצות הברית.

46. הכתיבה המקיפה ביותר בנושא סעד ההערכה מקורה בארצות הברית, אשר במרבית מדינותיה קיים כיום סעד הערכה (המכונה Appraisal או Appraisal Remedy) אשר מופעל בהקשרים שונים בדיני החברות. מבחינה היסטורית, הופיע סעד ההערכה בדיני החברות האמריקאיים בסוף המאה ה-19 ובתחילת המאה ה-20 כתגובה למעבר מכללי הכרעה המבוססים על הסכמה פה אחד (unanimous shareholder consent) לכללי הכרעה שמבוססים על הצבעת הרוב (majority approval). תחת כלל של הסכמה פה אחד, שינוי מהותי בפעילותה של חברה (כגון מיזוג, רכישה, שינוי תקנון, שינוי באופי פעילותה או מכירה של כל או רוב נכסי החברה), לא התאפשר ללא הסכמה של כל בעלי המניות בחברה. במילים אחרות, לפי כלל זה הייתה לכל בעל מניות זכות ווטו על החלטות החברה שמהוות שינוי מהותי של פעילותה. כלל זה התאים לחברות קטנות בהן מספר מצומצם של בעלי מניות, לעיתים בני משפחה אחת, אשר הזכירו במאפייניהן את המבנה המודרני של שותפויות, אך הפך עם הזמן למכביד ומיושן. בד בבד עם התפתחות דיני החברות בארצות הברית בשלהי המאה ה-19, על רקע המהפכה התעשייתית, גדילתן המואצת של החברות והתפתחות הבורסה, ננטש הכלל הישן והוחלף בכלל המודרני והגמיש יותר לפיו נדרשה הסכמת רוב בעלי המניות לצורך קבלת החלטות בחברה. לפי הכלל של הכרעת הרוב, בעל מניות שמתנגד לשינוי מהותי בפעילותה של החברה ונותר במיעוט, אינו רשאי להטיל ווטו על החלטת הרוב. על רקע השינוי האמור, נתפס סעד ההערכה כתחליף לזכות הוטו שנלקחה מבעלי

המניות וכ"דרך מילוט" שניתנה לבעלי המניות שנותרו במיעוט בנסיבות בהן שינתה החברה, בהסכמת רוב בעלי המניות, את פעילותה באופן מהותי. לפיכך, בכתיבה האקדמית האמריקאית בנושא זה מקובל לומר כי תכליתו המקורית של סעד ההערכה היא תכלית של "נזילות" (Liquidity) שנועדה לאפשר לבעלי המניות שנותרו במיעוט בחברה ששינתה פעילותה באופן מהותי להתנתק ממנה ולא להיוותר כבולים אליה [ראו B. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy And How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L.J. 613-619 (1997-1998) (להלן: Wertheimer); R.B. Thompson, *Exit, Liquidity and Majority Rule: Appraisals Role in Corporate Law*, 84 GEO. L.J. 1-5, 11-17 (1995-1996) (להלן: Thompson); H. Kanda & S. Levmore, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA L.REV. 429-433 (1984-1985) (להלן: Kanda & Levmore); D.R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 AM. B. FOUND. RES. J. 875-878 (1983) (להלן: Fischel)].

47. בנקודה זו יוער כי קליטתו של סעד ההערכה בחוקי המדינות השונות בארצות הברית הייתה איטית והדרגתית, כאשר בתחילת המאה ה-20 רק חלק קטן מהמדינות הכניסו סעיפי סעד הערכה לדיני החברות המקומיים, וזאת למרות שכלל הכרעת הרוב כבר הוטמע בהן באותה עת. רק בשנות ה-20 וה-30 של המאה ה-20 נקלט סעד ההערכה בדיני החברות של רובן המוחלט של המדינות השונות בארצות הברית [ראו Thompson בעמ' 14-15; לסקירה של ההסדרים השונים הקבועים במדינות ארצות הברית השונות בנוגע לסעד ההערכה, נכון לשנות ה-80 של המאה ה-20, ראו מאמרם של Kanda & Levmore].

48. בשנות ה-60 וה-70 של המאה ה-20 התפתח בכתיבה האקדמית בתחום דיני החברות בארצות הברית ויכוח חריף בנוגע לתועלתו של סעד ההערכה ובנוגע למידת התאמתו לתכלית "הנזילות". מתנגדי סעד ההערכה טענו כי מדובר בסעד מיותר ומיושן, אשר כמעט ולא נעשה בו שימוש בעשרות השנים שחלפו מעת שהוכנס לחוקי המדינות השונות בארצות הברית. הטענה העיקרית של המתנגדים הייתה כי סעד ההערכה כלל אינו נחוץ מבחינה כלכלית ובלאו הכי אינו מגשים את תכליתו, כאשר מנגד מדובר בהכבדה מיותרת על חברות תוך הגדלת העלויות שמוטלות עליהן לאור הסיכון שבהערכה גבוהה בדיעבד בהליך שיפוטי. תומכי סעד ההערכה טענו מנגד כי מדובר בסעד חשוב אשר מאזן את כלל הכרעת הרוב ואשר נועד להגן על בעלי המניות שנותרו במיעוט. לטענת התומכים, סעד ההערכה מגן על בעלי המניות שנותרו במיעוט מה"שרירותיות" שבמכירת מניותיהם בשוק ומקנה להם את השווי ההוגן של המניות. כמו כן, לטענת תומכי סעד ההערכה, הסעד מגשים תכלית של יעילות כיוון שהוא משמש מנגנון בקרה על החלטות דירקטוריון החברה [להרחבה בנוגע לויכוח האמור,

ראו Fischel בעמ' 876 והאסמכתאות המובאות בהערות השוליים 4-5 שם; Wertheimer
 בעמ' 614 והאסמכתאות המובאות בהערות שוליים 6 שם; Thompson בעמ' 11-12, 17-
 16 והאסמכתאות המובאות בהערות שוליים 39, 61-62 שם].

49. כך או כך, אין חולק כי השימוש שנעשה בסעד ההערכה במשפט האמריקאי
 במהלך שנות ה-60 וה-70 של המאה ה-20 היה מצומצם מאד ומספר המקרים
 המתועדים בפסיקת בתי המשפט בסוגיה זו היה קטן. הפסיקה האמריקאית שעסקה
 בסעד ההערכה בתקופה זו התמקדה בהגנה על יכולתם של בעלי מניות שנותרו במיעוט
 להתנתק (disassociate או jump ship) מחברה ששינתה פעילותה באופן מהותי
 (לדוגמא, במסגרת מיזוג או מכירה של פעילותה העיקרית). הסעד שניתן במרבית
 המקרים לבעלי המניות שנותרו במיעוט היה שווי המניה ביום שקדם ליום אישור
 העסקה שגרמה לשינוי באופי הפעילות. סעד זה ביטא את התנגדותם של בעלי המניות
 שנותרו במיעוט לשינוי בפעילות החברה ואת רצונם להתנתק מהחברה במועד זה.
 במקביל, צומצם סעד ההערכה במדינות רבות בארצות הברית שחוקקו חריגי שוק,
 לפיהם סעד ההערכה אינו עומד לרשותו של בעל מניות שנותר במיעוט במקרים בהם
 דובר בחברה שנסחרת בבורסה או שיש בה מספר גדול של בעלי מניות [ראו Thompson
 בעמ' 20-22].

50. בסוף שנות ה-70 ובראשית שנות ה-80 של המאה ה-20, על רקע מספר שינויים
 בדיני החברות האמריקאיים, התרחש שינוי מגמה בנוגע לסעד ההערכה. בתקופה זו
 עבר שוק המניות האמריקאי מתקופה של מיתון לתקופה של שגשוג, ונרשמה עלייה
 משמעותית במספר המיזוגים והרכישות (לרבות הרכישות העוינות) בקרב חברות
 ציבוריות. בד בבד בוצעו בתקופה זו תיקונים בחוקי המדינות השונות בארצות הברית
 אשר איפשרו מיזוגים ורכישות עוינות שכללו "רכישה החוצה" של בעלי מניות מיעוט
 בתמורה למזומן (עסקאות המכוננות cash-out mergers או freeze-out) (מיזוגים בהם
 התמורה שמשולמת לבעלי מניות המיעוט הינה מזומן ולא מניות היו אסורים קודם לכן
 בחקיקה האמריקאית) [ראו Thompson בעמ' 21, Weinberger בעמ' 618-626].

בכתיבה האמריקאית בתחום זה מקובל לומר כי יחד עם השינויים שפורטו
 לעיל, האירוע המשמעותי ש"הקים לתחייה" את סעד ההערכה ועיצב מחדש את
 התכלית שבבסיסו הוא פסק הדין שניתן בבית המשפט העליון במדינת דלוור בשנת
 1983 בעניין Weinberger [Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983)]
 (להלן: [Weinberger]), בו נזנחה שיטת הערכת המניות בהתאם לגישת ה-
 Delaware Block המסורתית שהייתה נהוגה בבתי המשפט בדלוור עד אז לטובת גישות
 ליברליות יותר להערכת מניות, ובראשן שיטת ה-DCF. שינוי זה נתפס כשינוי שנועד

להקל על בעלי מניות המיעוט בתביעות לסעד הערכה על רקע הגידול הניכר באותה עת בעסקאות מיזוג בתמורה למזומן ו"רכישה החוצה" [ראו סעיפים 47 ו-60 לעניין W.S. Allred, ;25-21 בעמ' Thompson ; 631-626 ,617-616 בעמ' Wertheimer ; וצמחן] *Corporate Law – Chipping Away at The Delaware Block: A Critique of The Delaware Block Approach to Valuation of Dissenters' Shares in Appraisal* [Proceedings, WESTERN NEW ENGLAND L. REV. Vol. 8 (Issue 2) 191 (1986)].

51. הלכה למעשה, בעשור שאחרי פסק הדין בעניין Weinberger נצפתה עלייה משמעותית במספר ההליכים בבתי המשפט האמריקאיים שעוסקים בסעד ההערכה. כמו כן, חל שינוי משמעותי בסוג המקרים בהם התבקש סעד ההערכה: מרבית המקרים שהובאו בפני בתי המשפט שם בתביעות לסעד הערכה נסבו על עסקאות מיזוג ורכישה שתוכננו על ידי בעלי השליטה בחברות ציבוריות במטרה "לרכוש החוצה" את בעלי מניות המיעוט. רק בחלק קטן מהמקרים שהובאו לפני בתי המשפט דובר על "התסריט הקלאסי" של עסקאות שבהן רוב בעלי המניות מעוניינים לבצע שינוי מהותי בפעילות החברה ובעל מניות המיעוט מבקש סעד הערכה על מנת להתנתק מרצונו מהחברה [ראו Thompson בעמ' 4-5, 28-21 Hamermesh & Wachter ; בעמ' 121-124, 128-130].

52. בעקבות השינויים הללו חל שינוי מגמה גם בכתיבה האמריקאית בנושא סעד ההערכה. המלומדים האמריקאים הבינו כי לא ניתן להמשיך ולומר שתכליתו הבלעדית או העיקרית של סעד ההערכה הינה תכלית "הנזילות", כאשר מרבית התביעות לסעד הערכה מתעוררות על רקע עסקאות שכופה בעל השליטה על בעלי מניות המיעוט ואשר מטרתן "לרכוש אותם החוצה". מרבית המלומדים ציינו כי עסקה במסגרתה "נרכשים החוצה" בעלי מניות המיעוט בחברה ציבורית בניגוד לרצונם אינה דומה לעסקה במסגרתה מבקשים בעלי מניות המיעוט להתנתק מרצונם מהחברה עקב שינוי מהותי בפעילותה. לפיכך, חלק מהמלומדים סברו כי תכליתו החדשה של סעד ההערכה בנסיבות אלה הינה להגן על בעלי מניות המיעוט מפני החלטות של בעלי השליטה בעסקאות של "רכישה החוצה" (בין במסגרת מיזוג ובין במסגרת רכישה כפויה), בהן מתעורר חשש מוכנה לניגוד עניינים ולחוסר הגינות מצד בעלי השליטה [ראו: L. Stout, *Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law*, 99 Yale L.J. 1235, 1295-1284 (1990-1989) (להלן: Stout); Thompson בעמ' 28-25, 54-52 Wertheimer ; בעמ' 618-616 ,702-626 ,712-711. ראו והשוו ל: A.Woo, *Appraisal Rights in Mergers of Publicly-Held Delaware Corporations: Something Old, Something New, Something Borrowed and Something B.L.U.E.*, S. CAL. L. REV. 719 (1994-1995) (להלן: Woo); ראו גם Kanda & Levmore בעמ' 445-437, שמציעים מספר תכליות נוספות אשר רלוונטיות בעיקר לתהליכי מיזוג. לטענתם,

סעד ההערכה מגן על בעלי מניות המיעוט ומגשים תכליות של פיקוח וזרימת מידע, מכיוון שהוא יוצר מנגנון פיקוח ואכיפה עקיף של בעלי מניות המיעוט על עבודת הדירקטוריון ואמצעי להבטחת זרימת מידע אל בעלי מניות המיעוט].

למען שלמות התמונה יוער כי גישה אלטרנטיבית ומעניינת היא גישתו של המלומד Fischel. לגרסתו, הטענה כי סעד ההערכה מגשים תכלית של הגנה על בעלי מניות המיעוט מפני רכישה כפויה ובלתי הוגנת של בעלי השליטה מספקת הסבר חלקי בלבד שהינו הסבר ex-post לקיומו של סעד ההערכה. Fischel בוחן את הסוגיה מנקודת מבט חוזית ומציע לראות בסעד ההערכה מעין תנאי-מכללא ex-ante במערכת היחסים שבין בעלי המניות השונים, אשר תכליתו להגדיל את ערך המניות של כל בעלי המניות ולהקטין את התמריץ לרכישה כפויה שתעשוק את בעלי מניות המיעוט [ראו Fischel בעמ' 875-884].

53. יוער כי כל המלומדים שאוזכרו עד עתה מציעים לערוך שינויים מסוימים בדיני החברות בארצות הברית על מנת להתאים את סעד ההערכה לנסיבות החדשות בהן הוא מתעורר ועל מנת שסעד ההערכה יגשים את תכליותיו הנוכחיות. בתמצית, ניתן לומר כי המשותף לרוב ההצעות הוא הניסיון לפשט את הפרוצדורה הנוקשה שנקבעה בחקיקה האמריקאית ולהרחיב את קשת המקרים בהם יוכל בעל מניות המיעוט ש"נרכש החוצה" לתבוע סעד הערכה. כפועל יוצא, סבורים חלק מהכותבים שיש לצמצם את חריג השוק או לבטלו לחלוטין במקרים של "רכישה החוצה" של בעלי מניות המיעוט על ידי בעל השליטה בחברה ציבורית [ראו Wertheimer בעמ' 702-711; Thompson בעמ' 28-52; מאמרה של Woo]. כמו כן מוצעים מנגנונים שונים לפישוט הפרוצדורה הנוקשה, כך שסעד ההערכה יותאם לחופש העיצוב של העסקאות השונות בדיני החברות [ראו והשוו: Kanda & Levmore בעמ' 463-469; Fischel בעמ' 885-901]. עוד מוצע על ידי חלק מהכותבים לקבוע שבמקרים של "רכישה החוצה" לא יתבצע ניכיון בגין אי-סחירות המניה או היותה מנית מיעוט [ראו Wertheimer ו-Thompson □].

54. הנה כי כן, מכל האמור לעיל ניתן לומר כי ההיסטוריה של סעד ההערכה בארצות הברית, ובמיוחד התפתחותו שם בעשורים האחרונים, מאפשרת לבתי המשפט בישראל ללמוד רבות מהניסיון האמריקאי בנושא זה. כאמור, עם הזמן חל שינוי בסוג המקרים בהם הגישו בעלי מניות המיעוט תביעות לסעד הערכה בארצות הברית, כאשר במרבית המקרים דובר על עסקאות "רכישה החוצה" בהן בעל שליטה בחברה ציבורית כופה על בעלי מניות המיעוט למכור לו את מניותיהם. כך גם בישראל, בה צומצם סעד ההערכה מראש למקרים של רכישה כפויה של מניות המיעוט בידי בעל שליטה בחברה ציבורית במסגרת הצעת רכש מלאה. עסקאות אלה מעוררות חשש מוכנה לניגוד

עניינים ולניצול כוחו של בעל השליטה על מנת להתעשר על חשבון בעלי מניות המיעוט. כאמור, תכליתו של סעד ההערכה בנסיבות כאלה הינה להגן על בעלי מניות המיעוט מפני ניצול לרעה של הכוח המצוי בידי בעל השליטה מחד, ולהבטיח הגינות של המסחר וקיומן של עסקאות רכש יעילות מאידך. בבואנו לפרש ולסמן את גבולותיו של סעד ההערכה יש לשמור על התכלית האמורה ולהיזהר מצמצום מלאכותי של נפקותו של סעד זה.

55. למען שלמות התמונה יוער כי הזכות לסעד הערכה מוכרת גם בדיני החברות של חלק ממדינות אירופה, אשר מקנים לבעל מניות שנוטר במיעוט בחברה ששינתה פעילותה בצורה מהותית, בין היתר בעקבות מיזוג או רכישה, לפנות בנסיבות מסוימות לבית המשפט בבקשה להעריך את שוויין ההוגן של מניותיו ולאפשר לו להתנתק מהחברה [ראו: M. DOLLINGER, THE FAIR SQUEEZE-OUT COMPENSATION (SALZWASSER-VERLAG GMBH & Co. KG 2008) בגרמניה ובאוסטריה; EXIT RIGHTS OF MINORITY SHAREHOLDERS IN A PRIVATE LIMITED COMPANY (Kluwer, 2010) בבריטניה, גרמניה והולנד. ראו גם: THE EUROPEAN COMPANY – ALL OVER EUROPE: A STATE BY STATE ACCOUNT OF THE INTRODUCTION OF THE EUROPEAN COMPANY (K. Oplustil & C. Teichmann Eds., 2004), הבוחן במבט השוואתי את דיני החברות באירופה, לרבות המנגנונים השונים שקיימים שם להגנה על בעלי מניות המיעוט בהקשר של מיזוגים ורכישות של חברות מקומיות ושל תאגידים אירופאיים; בהקשר זה ראו גם: M. Ventoruzzo, *Cross-Border Mergers, Change Of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law*, BOCCONI UNI. (2007). בנוגע ליחס שבין דיני החברות האיטלקיים לדינים שחלים על האיחוד האירופי]. אולם נראה כי התכלית המרכזית שבבסיס זכות זו הינה תכלית "הנזילות" שנדונה לעיל בהקשר של המשפט האמריקאי ולא תכלית ההגנה על בעלי מניות המיעוט מפני ניצול כוחו של בעל השליטה במסגרת "רכישה החוצה" בחברות ציבוריות.

יוער כי בחוק החברות האנגלי משנת 2006 [COMPANIES ACT, 2006, C. 46] (ENG.) נקבע הסדר דומה להסדר הקבוע בחוק החברות הישראלי בנוגע להצעת רכש מלאה [ראו: MAYSON, FRENCH & RYAN on COMPANY LAW 241-246 (2011-2012 Ed. Oxford University Press)]. למען שלמות התמונה יוער כי דיני החברות האנגליים כללו סעד הערכה כבר בסוף המאה ה-19, ראו: Thompson בעמ' 3 בהערת שוליים 8 שם]. במסגרת ההסדר הבריטי, נקבע שבעלי מניות שלא הסכימו להצעת הרכש ונותרו במיעוט, לאחר שבעל השליטה הגיע לשיעור אחזקות גבוה מ-90% (Squeeze Out),

רשאים לפנות לבית המשפט בתביעה לסעד הערכה, בטענה שהצעת הרכש אינה משקפת שווי הוגן. הסדר דומה נקבע באוסטרליה [ראו: E. J. BOROS, MINORITY SHAREHOLDERS' RIGHTS 271-281 (Clarendon Press, Oxford 1995)]. מעניין לציין כי בתי המשפט בבריטניה ובאוסטרליה קבעו שהסכמה של 90% מבעלי המניות מקימה מעין חזקה של הוגנות ההצעה, וכי בחינת השווי ההוגן תיעשה ביחס לכלל בעלי המניות ולא ביחס לתובע הספציפי. כפועל יוצא צמצמו בתי המשפט שם את סעד ההערכה וקבעו כי התובע שמבקש סעד הערכה נדרש להוכיח שמתקיימות נסיבות מיוחדות שסותרות את החזקה האמורה, כגון אי גילוי של מידע מהותי במסגרת הצעת הרכש או חשש שהסכמת הניצעים התקבלה על רקע זהות אינטרסים בינם לבין המציע (דהיינו, מעין עסקת בעלי עניין) (ראו שם בעמ' 244-245). כפי שאבהיר להלן, סבורני כי קביעות אלה אינן עולות בקנה אחד עם לשון ותכלית ההסדר הקבוע בחוק החברות הישראלי.

56. משעמדתי על התכלית של סעד ההערכה, אבקש להתייחס לשתי טענות שנשמעו מפי כל הרוכשים בשלושת המקרים שלפנינו, ואשר המכנה המשותף לשתיהן הינו ניסיון לצמצם את סעד ההערכה באמצעים שונים.

הטענה הראשונה הינה כי הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש מקימה חזקה בדבר הוגנות התמורה המוצעת. לפיכך, נטען כי נטל ההוכחה שמוטל על מבקש סעד ההערכה הינו נטל כבד וכי לשם סתירת החזקה האמורה עליו להוכיח שנפלו פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש.

הטענה השנייה הינה כי הערכת שוויין ההוגן של המניות צריכה להתבצע על ידי פנייה לשווי השוק של המניות וכי במרבית המקרים, ככל שהמחיר שהוצע בהצעת הרכש גבוה משווי השוק של המניה, כלל אין צורך להעריך את המניות בשיטת ה-DCF או בכל שיטה אחרת.

אמנם שתי הטענות כבר נדונו ונדחו בדעת רוב בעניין עצמון, אך אבקש לחדד ולהבהיר את הדברים. אדון בטענות אלה על פי סדרן.

הסכמת הרוב אינה מקימה חזקת בדבר הוגנות התמורה

57. בית המשפט המחוזי בעניין קניאל קבע, כאמור, כי הסכמת הרוב מקימה חזקה בדבר הוגנות התמורה, וכי על מנת לסתור את החזקה על מבקש סעד ההערכה להוכיח שנפלו פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש, כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים. ברוח זו טוענים המציעים-הרוכשים בשלושת המקרים שלפנינו. מנגד, בעניין

קיטאל ובעניין נאות אביב דחו שופטי בית המשפט המחוזי טענות דומות וקבעו שנוכח קיומו של סעד הערכה בחוק המאפשר גם למי שנענה להצעה לפנות לבית המשפט בטענה שהשווי שהוצע בה לא היה הוגן, אין לקבוע חזקה בדבר הוגנות המחיר בהתבסס על הסכמת הרוב, ויש לבחון את שאלת השווי ההוגן על פי שווייה הכלכלי של החברה (ראו ניתוח מקיף של סוגיה זו בסעיף 4 להחלטה הראשונה בעניין נאות אביב).

58. קביעתו של בית המשפט בעניין קניאל וטענותיהם של הרוכשים בנקודה זו הינן שגויות ונדחו במפורש בפסק הדין עניין עצמון (ראו סעיף 73 שם). זאת, מכיוון שטענות אלה חותרות תחת המבנה של הסדר הרכישה הכפויה הקבוע בחוק החברות. על מנת להבהיר נקודה זו אין צורך לשוב ולפרט את המבנה של הסדר הרכישה הכפויה הקבוע בחוק החברות ואת תכליותיו (ראו סעיפים 45-24 שם), ודי אם אציין, בתמצית, כי חוק החברות כולל שני מנגנוני הגנה על הניצעים במסגרת הצעת רכש מלאה. המנגנון הראשון הינו הדרישה כי תתקבל הסכמה של רוב הניצעים וכי המיעוט שלא קיבל את ההצעה לא יעלה על 5% (מנגנון מסוג "כלל קניין"). המנגנון השני הינו סעד ההערכה, הקבוע בסעיף 338 לחוק החברות, שמקנה לניצעים אפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה ולהוכיח שהתמורה שהוצעה עבור המניות אינה משקפת שווי הוגן (מנגנון מסוג "כלל אחריות").

במאמר מוסגר יוער כי בקרב חלק מהמלומדים בתחום דיני החברות נשמעה ביקורת על הסדר הצעת הרכש המלאה שנכלל בחוק החברות בסופו של יום, אשר סטה במידה מסוימת מהמצב המשפטי שקדם לו ומהצעת החוק שעמדה בבסיס חוק החברות החדש. עיקר הביקורת הופנה כלפי כפל ההגנות שניתן לבעלי מניות המיעוט [לרקע החקיקתי להסדר הצעת הרכש המלאה, ראו: מסמך הדין והחשבון של הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש, בראשות השופט א' ברק, 9-10 (1994) (להלן: דוח ועדת ברק), ששימש בסיס לחוק החברות החדש; אריה בבצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות" עיוני משפט יג 71, 73-74 (1988). לביקורת על כפל ההגנות ראו: אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" משפטים לב(2) 303, 323 (2002) (להלן: פרוקצ'יה); זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעת רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381, 409 (2001); זוהר גושן "מי יעריך שווי הוגן של מניות – בית המשפט או שוק ההון?" גלובס 20.9.2005 <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000013974> (להלן: גושן). כמו כן, ראו ההשוואה למנגנון שנקבע במדינת דלוור בארצות הברית בסעיף 39 בעניין עצמון]. מנגד, נראה כי בקרב רוב המלומדים לא נתפס מנגנון ההגנה הכפול כמנגנון מיותר ולא עורר ביקורת [ראו: אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה"

משפט ועסקים ח' 401, 409 (2008); שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז(א) 104, 115 (2003) [והובעה גם הדעה כי למנגנון ההגנה הכפול מטרה ראויה [ראו יחיאל בהט חברות – החוק החדש והדין, העשור השני כרך ג' 104-119 (מהדורה 12, תשע"א-2011) (להלן: בהט)].

כך או כך, עלינו לצאת מנקודת הנחה שהמחוקק אינו משחית מילותיו לריק ואינו יוצר מנגנון הגנה כפול בהיסח הדעת. לפיכך, אין מקום לקבוע כי קיימת חזקה בדבר הוגנות התמורה בהתבסס על הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש. חזקה שכזו פירושה כי די בהתקיימותו של מנגנון הגנה אחד על מנת לייתר את המנגנון השני ולצמצמו למקרים חריגים. חזקה שכזו מאיינת את סעיף 338 לחוק החברות, ולמצער מצמצמת אותו למקרים חריגים ביותר, ולפיכך סותרת את לשון ותכלית החוק.

למען שלמות התמונה אציין כי סבורני שניתן ללמוד מתיקון מס' 16 לחוק החברות משנת 2011 על עמדת המחוקק בנקודה זו. במסגרת תיקון זה (שנערך לאחר שניתן פסק הדין בעניין עצמון) ערך המחוקק מספר שינויים בפרק שעוסק בהצעת רכש מלאה, אך לא ביטל את סעד ההערכה ואף לא צמצם את סעד ההערכה למקרים של פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש. נהפוך הוא, במובן מסוים המחוקק חיזק את סעד ההערכה כשקבע שפרק הזמן להגשת בקשה לסעד הערכה יוארך משלושה חודשים לשישה חודשים (סעיף 338(ב) לחוק החברות לאחר תיקון מס' 16). בכך הביע המחוקק עמדה ברורה, שסעד ההערכה אינו סעד זניח ועודף אלא סעד חשוב שעומד לצד מנגנון הכרעת הרוב, ושני המנגנונים אינם מוציאים זה את זה (ונראה שעמדה זו של המחוקק דוחה את ביקורתו של גושן בדבר מנגנון ההגנה הכפול שקבוע בחוק).

59. כאמור, בית המשפט המחוזי בעניין קניאל סבר שיהיה מקום להפעלת סעד ההערכה שבסעיף 338 לחוק החברות במקרים של פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש – כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים – ששומטים את הבסיס תחת הסכמת הרוב וסותרים את הנחת הוגנות התמורה. אכן, אין חולק כי במקרים בהם מניח הניצע תשתית ראייתית לכאורית כי בהצעת הרכש נפלו פגמים מהסוג האמור, אזי הוא מרים את נטל ההוכחה הראשוני כי ההצעה אינה משקפת שווי הוגן, אף מבלי להידרש להערכת שווי על פי שיטת ה-DCF. במצב דברים זה יעבור הנטל אל המציעים להוכיח כי לא נפלו פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש, ולחילופין להוכיח באמצעות הערכת שווי על פי שיטת ה-DCF כי ההצעה שיקפה שווי הוגן על אף הפגמים (ראו סעיף 74 בעניין עצמון; ראו והשוו לאמור בסעיף 55 לעיל בנוגע להסדר שנקבע באנגליה ובאוסטרליה בנקודה זו). אולם אין שום הצדקה לצמצם מראש את סעיף 338 לחוק החברות למקרים מצומצמים וחריגים כגון דא. ראשית, מכיוון שפרשנות מצמצמת שכזו אינה עולה כלל

מהסעיף או מ"סביבת החקיקה" (ולא בכדי אין זכר לפרשנות שכזו בדוח ועדת ברק אשר שימש בסיס לחוק החברות החדש), ולמעשה אין לה תימוכין בלשון הסעיף ולו באופן מינימאלי. שנית, מכיוון שדיני החברות ודיני ניירות הערך מתמודדים, ככלל, עם פגמים מהסוג האמור בדרכים אחרות, בין על ידי הטלת חובות אמונים וזהירות על נושאי משרה וחובת הגינות על בעל השליטה ובין על ידי הטלת סנקציות בגין אי-גילוי או הטעייה (ראו והשוו: סעיף 28 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000), ולא בדרך של סעד ההערכה ואין לערבב בין העילות והסעדים השונים [ראו והשוו לדיון בקרב המלומדים האמריקאים בנוגע ליחס בין תביעת סעד ההערכה לבין תביעות בעילת הטעייה ואי גילוי או תביעות כנגד הדירקטורים בעילת הפרת חובת אמונים: Thompson בעמ' 52-42; Wertheimer בעמ' 689-685; Fischel בעמ' 901-898; F. H. Easterbrook & D. R. Fischel, *Corporate*; Hamermesh & Wachter בעמ' 128-127; [Control Transactions, 91 YALE L. J. 698 (1982)].

הערכת השווי ההוגן לא תתבצע על בסיס שווי שוק

60. בעניין עצמון נקבע, כפי שנקבע בהחלטות בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב שלפנינו, כי במרביתם של המקרים אין לקרוא את המונח "שווי הוגן" שבסעיף 338 לחוק החברות כשווי שוק גרידא [ראו סעיפים 52-56 בעניין עצמון והאסמכתאות שם; אירית חביב-סגל דיני חברות - לאחר חוק החברות החדש כרך ב, 542-543, 598-610 (2004) (להלן: חביב-סגל)]. הוסבר כי כאשר הצעת הרכש המלאה נערכת על ידי בעל השליטה, כפי שהתרחש בעניין עצמון ובשלושת המקרים שלפנינו, מתעורר חשש שהערכת מניות המיעוט על פי שווי השוק שלהן תוביל להערכת חסר של המניות ולהתעשרות של בעל השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט [ראו: Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Freezeouts*, in *Concentrated Corporate Ownership* 247, 250 (Randall K. Morek ed., 2000)].

חשש זה נובע מיכולתו של בעל השליטה לבצע מניפולציות על מחיר המניה בשוק ולבחור את עיתוי הצעת הרכש כך שמניות המיעוט יירכשו על ידו במחיר נמוך משוויין האמיתי. הוסבר כי כוחו של בעל השליטה לבצע מניפולציות נובע מפערי המידע שבינו לבין בעלי מניות המיעוט מהציבור, כאשר בעל השליטה נהנה מיתרון מידע משמעותי (לדוגמא, נגישות למידע בדבר תוכניות עסקיות עתידיות של החברה אשר צפויות להשיא את שוויה), ומיכולתו כבעל שליטה לפעול להפחתת שווי המניות באופן זמני אף שמידע המצוי ברשותו מצביע על כך כי מדובר בירידה זמנית וכי שוויין האמיתי של המניות גבוה יותר. עוד הוסבר כי מאפיינים כלליים של שוק ההון

משליכים אף הם על מידת אמינותה של הערכת שווי שוק וכי כאשר המסחר במניות דל והיקפו מצומצם הנחת התחרות המשוכללת בשוק נסתרת [ראו הביקורת החריפה של המלומדים האמריקאיים על השימוש בשווי שוק באסמכתאות המופיעות בסעיף 62 להלן; כמו כן, ראו ידידיה שטרן רכישת חברות 505, 517-518 (1996) (להלן: שטרן) הטוען, מעבר לטעמים האמורים, כי שווי השוק של המניה ממילא אינו זהה לשווייה ההוגן מכיוון שהוא מייצג את הערך השולי שלה (דהיינו את ערכה בעיני בעלי המניות המעוניינים למוכרה במחיר הנמוך ביותר) ולא את הערך הממוצע שלה].

ובמילותיהם של Hammermesh & Wachter:

"For the reasons noted above, using the market price to measure the value of the firm is simply not viable for the types of cases to which the appraisal remedy applies. As noted, the financial markets will price the firm based on the plans of the controller. If the market believes that the controller will under-manage the firm, the price will fall to reflect this fact. Critically, the controller is not deterred from doing so since the market for corporate control is absent. If the shares' current market price were used to value the firm, the controller would be encouraged to under-manage, since the more it did so, the less it would have to pay for the minority interest in a squeeze-out merger" (עמ' 132).

ויפים דבריה של חביב-סגל בעניין זה:

"כתוצאה מכך, אם הייתה מערכת המשפט מונחית אך ורק על פי מחירי השוק של החברה, כי אז, היא היתה מספקת כלי בדיהם 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).

כמו כן יפים לעניין זה דבריו של בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל בהחלטה

מושא הערעור (בסעיף 6 להחלטה):

"לא יעלה על הדעת, כי שווייה הבורסאי של המניה המושפע, בין השאר, מהיקפי המסחר בה ורמת סחירותה, או מהעובדה שבעל שליטה מרכזי המחזיק במרבית מניות החברה, מעוניין להפחית או להעלות את מחיר המניה בבורסה בזמן נתון משיקולים שונים, ובכוחו כי רב לעשות כן, ישמש כבסיס, או כמדד עיקרי, לקביעת הוגנותו של

המחיר ברכישה כפוייה של מניות המיעוט. אם לא נגרוס כך נימצא מנטרלים, או משבשים, את האפקטיביות של הוראת סעיף 338(א) ומסכלים את התכלית אותה ביקש המחוקק להגשים, היינו שמירה מפני פגיעה כלכלית בניצעים, אשר מכירת המניות נכפתה עליהם.”

וראו גם את הדיון המקיף בסוגיה זו בסעיף 5 להחלטה הראשונה בעניין נאות אביב.

זאת ועוד. מעבר לטעמים התיאורטיים והדוקטרינריים שפורטו בעניין עצמון ובספרה של חביב-סגל, אשר שוללים הסתמכות על שווי השוק כאינדיקציה לשווי הוגן, מן הראוי להפנות את תשומת הלב לקושי התיאורטי והפרקטי שמעוררת ההסתמכות על כלל של שווי שוק: בשלושת המקרים שלפנינו המחיר המוצע עבור המניות במסגרת שלוש הצעות הרכש היה גבוה משווי השוק שלהן. כלומר, הצעות הרכש כללו פרמיה מסוימת מעל מחיר השוק של המניה בתקופה שקדמה להצעת הרכש (כפי שעולה מהנתונים שהובאו לעיל, הפרמיות בהליכים שלפנינו נעות בין 20% ל-70%). פרמיה זו משקפת את המחיר שמוכן בעל השליטה לשלם על מנת “לרכוש החוצה” את בעלי מניות המיעוט ולהפוך את החברה לפרטית [לניתוח כלכלי של פרמיה זו ראו מאמרה של Stout והתייחסות לשאלת השווי ההוגן בעמ' 1284-1295 שם]. לפיכך, ככל שבית המשפט יידרש להסתמך על שווי שוק כאינדיקציה בלעדית וראשית לשווי הוגן, ייווצר קושי מבחינה פרקטית לקבוע מתי מדובר בפרמיה שמשקפת שווי הוגן ומתי לא.

לכאורה, ניתן לסבור כי בנסיבות אלה, תחת כלל של שווי שוק, על בית המשפט לקבוע שבכל מקרה שהצעת הרכש כוללת פרמיה כלשהי מעל שווי השוק, מדובר בשווי הוגן ואין מקום להפעלת סעד ההערכה. משמעותה של קביעה שכזו הינה כי כל שיידרש המציע לעשות על מנת לשלול מהניצעים שלא קיבלו את הצעת הרכש את האפשרות לבקש סעד הערכה יהיה להוכיח ששולמה פרמיה מינימאלית מעל שווי השוק. אין חולק כי קביעה שכזו תעניק לבעל השליטה פררוגטיבה מוחלטת לקבוע את גובה הפרמיה, מבלי שבית המשפט יוכל להתערב בקביעה זו במסגרת סעד ההערכה (למעט במקרים של פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש), ותהיה למעשה המשך רעיוני ישיר של הטענה בדבר חזקת הוגנות התמורה לאור הסכמת הרוב. סבורני כי קביעה שכזו מעוררת קושי תיאורטי של ממש מכיוון שמשמעותה הינה, הלכה למעשה, הפיכת סעיף 338 לחוק החברות ל“אות מתה”.

יפים לעניין זה דבריו של Wertheimer בעמ' 634-635 :

"The remaining question is whether courts should defer to market price when fixing fair value. In answering this question, it is important again to recognize that most of the transactions now generating appraisal claims are cash-out mergers. Cash-out mergers are typically accomplished at a premium to the prevailing market price. As a result, if a court defers to market price in assessing fair value, the appraisal remedy will be of no value to a dissenting shareholder. Presumably, legislatures in the many states that have enacted appraisal statutes without market exceptions, and legislatures such as Delaware's which make the market exception inapplicable to cash-out mergers, did not intend to provide a useless remedy...A remedy that relies on a market price that is less than the merger price is no remedy at all."

61. למען שלמות התמונה סבורני כי גם בסוגיה זו ניתן ללמוד רבות מהניסיון שנצבר בתחום זה במדינת דלוור בארצות הברית. במדינת דלוור נקבע חריג לסעד ההערכה, אשר שולל את סעד ההערכה כאשר מדובר בחברה שמניותיה נסחרות בהיקף רחב בבורסה או שמניותיה מוחזקות על ידי מספר רב של בעלי מניות (ראו סעיף 69 בעניין עצמון). חריגי שוק דומים קיימים במדינות נוספות בארצות הברית (ראו Wertheimer בעמ' 632 בהערת שוליים 101 שם; כמו כן, ראו מאמרם של Kanda & Levmore). ההנחה העומדת בבסיסם של חריגי שוק אלו הינה כי שווי השוק של המניות בחברות גדולות שנסחרות בהיקף רחב משקף את השווי ההוגן, מכיוון שמדובר בשוק משוכלל ותחרותי. אלא שבתי המשפט במדינת דלוור קבעו חריג לחריג וקבעו שחריג השוק לא יחול במקרים בהם מדובר במיזוג שמשמעותו "רכישה החוצה" של בעלי מניות מיעוט בתמורה למזומן (מיזוג מסוג cash-out mergers) (ראו Wertheimer בעמ' 634-633; Thompson בעמ' 30; כמו כן, ראו מאמרה של Woo שמתמקד כולו ביחס שבין חריג השוק לבין החריג לחריג). כמו כן, קבעו בתי המשפט שם כי חריג השוק לא יחול במקרים בהם קיים בעל שליטה המחזיק בבלוק גדול של מניות, כך שהמניות שנסחרות בידי הציבור הן מניות מיעוט בלבד (ראו חביב-סגל בעמ' 600-605). בעניין עצמון ציינתי כי אותם מקרים שנקבעו בדלוור כחריגים לחריג השוק הינם המקרים השכיחים שצפויים להגיע לפתחו של בית המשפט בישראל במסגרת סעיף 338 לחוק החברות. לפיכך ציינתי כי אין מקום לקבוע חריג שוק דומה במשפט הישראלי.

למען שלמות התמונה יוער כי בארצות הברית ניכרת מגמה לצמצם את חריג השוק ולהרחיב עוד את החריגים לחריג. כך עולה מהמודל האמריקאי המוצע לחוק החברות [MODEL BUSINESS CORPORATION ACT (2000)], אשר אומץ על ידי חלק

מהמדינות בארצות הברית (ראו Wertheimer בעמ' 634 ; סעיף 69 לעניין עצמון). כך גם עולה מהביקורת החריפה אשר מותחים המלומדים האמריקאים שאוזכרו לעיל על המשך קיומו של חריג שוק ואשר מציעים לצמצמו או לבטלו לחלוטין, על מנת להתאימו לתכלית החדשה של סעד ההערכה [ראו Wertheimer בעמ' 639-640 ובעמ' 708-704 ; Thompson בעמ' 52-54 ; Woo בעמ' 722 ו-742. למען שלמות התמונה - לגישה נגדית, התומכת במבחן שווי שוק, ראו: D. R. Fischel, *Market Evidence in Corporate Law*, 69 U. Chi. L. Rev. 941 (2002)].

הערכת השווי ההוגן תתבצע על בסיס שיטת ה-DCF

62. לאחר שדחיתי את הטענה כי הסכמת הרוב מקימה חזקה בדבר הוגנות התמורה שהוצעה בהצעת הרכש, ולאחר שדחיתי את הטענה כי במרבית המקרים ישמש שווי השוק מדד לשווי ההוגן, אבקש לשוב ולקבוע באיזה אופן יוערך השווי ההוגן של מניות המיעוט ברכישה כפויה במסגרת סעיף 338 לחוק החברות.

63. בעניין עצמון נקבע, בדעת רוב, כי עקרונות ההערכה שינחו את בית המשפט במתן סעד ההערכה ובקביעת השווי ההוגן של מניות המיעוט יהיו העקרונות המקובלים בתורת המימון בכל הנוגע להערכת שווי חברות.

העיקרון הראשון הוא עיקרון הערכת החברה לפי שווייה הפנימי (Intrinsic Value), לפיו ערכה של החברה ייקבע בהתאם לכלל מקורות השווי הנובעים ישירות ממנה, ולא על פי מדד חיצוני לה, המתמקד בשווי השוק שלה או בשווייה התחליפי בעסקה עם צד שלישי (ראו שם, בסעיף 49).

העיקרון השני הוא עיקרון הערכת החברה לפי שווייה "כעסק חי" (going concern), מתוך ההנחה כי יש להעניק לבעלי המניות הניצעים את התמורה הכספית שוות הערך לרווחים שיכלו להיות מנת חלקם אילולא נכפתה עליהם רכישת מניותיהם. מכך אף נובע, כי שיטת השווי הנכסי, הגוזרת את שווי המניות משווי נכסי החברה בפירוק, אינה מתאימה להערכת מניות במסגרת סעד ההערכה (ראו שם, בסעיף 50). ההצדקות לשימוש בשני העקרונות הללו סוכמו בעניין עצמון:

"הערכה הנעשית על פי שני העקרונות הראשונים מתחשבת בסביבה העסקית הדינאמית בה מצויה החברה ובפוטנציאל הרווח הטמון בה, החורג מסך נכסיה. בהביאם בחשבון הזדמנויות השקעה עתידיות העומדות בפני החברה נכון למועד הרכישה, מבטיחים עקרונות אלו, כי חלקו של המיעוט לא יגרע מהן, כלומר שמצבו

לא יורע בעקבות הרכישה." (שס, בסעיף 51; ראו גם חביב-סגל בעמ' 596-620).

העיקרון השלישי הוא כי הערכת שווי המניות תיעשה נכון למועד הגשת הצעת הרכש ולא לאחריו, וכי לא ייכללו בה הרווחים הצפויים לבעל השליטה בעקבות הרכישה עצמה. ודוק: את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, הידועות לבעל השליטה עובר למועד הרכישה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה (ראו שס, בסעיפים 59 ו-65-66).

64. השיטה שהועדפה בעניין עצמון, בדעת רוב, הינה שיטת ה-DCF. שיטה זו עולה בקנה אחד עם תכלית סעד ההערכה ככלי להגנת בעלי מניות המיעוט בד בבד עם קידום עסקאות רכש יעילות. שיטה זו עולה בקנה אחד עם כל שלושת העקרונות שצוינו לעיל, ובראש ובראשונה עם שני העקרונות המרכזיים – הערכת שווי החברה על פי שווי הפנימי וכ"עסק חי". שיטה זו נבחרה על ידי מתקין התקנות כברירת המחדל כאשר מתעורר הצורך בהערכת חברה לקראת רכישה [ראו: תקנה 8 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 וסעיף 61 בעניין עצמון]. הבחירה בשיטה זו משקפת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני העבר (כגון שיטת שווי השוק, שיטת השווי הנכסי או שיטת ה-Delaware block המשוקללת) לשיטת הערכה מודרנית הצופה פני עתיד: שיטת ה-DCF מעריכה את החברה על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים, כמו גם על פי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה (ראו: חביב-סגל בעמ' 595; ראו סעיפים 57-61 בעניין עצמון). הרציונאל שמאחורי העדפת שיטת ה-DCF סוכם כך:

"בהתחשב בתכליותיו של סעד ההערכה, כפי שהובאו לעיל, שיטה זו לטעמי היא הראויה מבין השיטות. כאמור, פן אחד של הבעייתיות הטמון בהצעת רכש מלאה נוגע לחשש כי בעל השליטה מבקש לרכוש 'החוצה' את מניות המיעוט מתוך ציפייה לנצל הזדמנויות השקעה אפשריות, הידועות לו טרם הרכישה, מבלי לשתף בהן את המיעוט. בעוד הערכות שווי הנסמכות על נתוני עבר מאפשרות לבעל השליטה לעשות כן, אף שהוא צופה לחברה עתיד מזהיר מבעבר, הרי שיטת הערכה המביאה בחשבון את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, מבטיחה כי חלקו של המיעוט ברווחים אלה לא יחסר, ומצבו לא יורע." (עניין עצמון, בסעיף 58).

עוד נקבע כי במסגרת ההערכה על פי שיטת ה-DCF יש להביא בחשבון גם מידע המצוי אצל בעל השליטה ביחס לאפשרויות ההשקעה העתידיות בחברה כפי שהן ידועות לו במועד הרכישה, שכן כך ניתן יהיה לאיין את יתרון המידע שלו למול בעלי מניות המיעוט ולשתפם ברווחים שהיו נהנים מהם אלמלא הרכישה (ראו שם, בסעיפים 58-59).

65. כפי שציינתי בעניין עצמון, שיטת ה-DCF הינה השיטה המקובלת והמרכזית להערכת חברות בארצות הברית, ובפרט במדינת דלוור לאחר פסק הדין בעניין Weinberger [ראו: מאמרם של Hammermesh & Wachter; חביב-סגל בעמ' 616]; Wertheimer בעמ' 627-628. ראו גם: M. L. Zyla, FAIR VALUE MEASUREMENT: PRACTICAL GUIDANCE AND IMPLEMENTATION 172 (Wiley & Sons Inc. 2010) (להלן: Zyla). מעבר לכך, שיטת ה-DCF הינה שיטה מקובלת להערכת שווי חברות במדינות נוספות מחוץ לארצות הברית. שיטת ה-DCF הינה אחת משתי השיטות המרכזיות המקובלות להערכת שווי חברות בבריטניה [ראו: E, Demirakos, N. Strong and M. Walker, *What Valuation Models Do Analysts Use?*, ACCOUNTING HORIZONS, Vol. 18 No. 4 (2004). ראו גם: N. EASTAWAY, K. EAMER, D. ELLIOT & S. KENNEDY, PRACTICAL SHARE VALUATION (5th Ed. 2009) בנוגע לשיטות הנהוגות באנגליה להערכת שווי חברות שמניותיהן אינן נסחרות]. כמו כן שיטת ה-DCF הינה שיטה מקובלת להערכת שווי חברות ברוב מדינות אירופה [ראו: INTERNATIONAL PRIVATE (EQUITY AND VENTURE CAPITAL VALUATION GUIDELINES, August 2010 Ed.)], לרבות צרפת [ראו: F Rerolle, *The Fair Value Debate: From Accounting Utopia to Financial Realism*, REVUE TRIMESTRIELLE DE DROIT FINANCIER No. 4 (2008)]; ספרד [ראו: P. Fernandez, *Company Valuation Methods, The Most Common Errors in Valuation*, IESE BUSINESS SCHOOL – UNIVERSITY OF NAVARRA (2007)]. ופולין [ראו: P. Mielcarz & P. Wnuczak, *DCF Fair Valuation, Excessive Assets and Hidden Inefficiencies*, CONTEMPORARY ECONOMICS Vol. 5 Issue 4, 2011].

66. אמנם שיטת ה-DCF הינה שיטה מרכזית ומקובלת להערכת שווי חברות, אך אין מדובר בשיטה היחידה המקובלת בתחום הערכת שווי חברות, ולצידה ממשיכות להתקיים שיטות הערכה נוספות, בהן השיטות "הותיקות" – שיטת השווי הנכסי ושיטת שווי השוק [ראו: Zyla בעמ' 111-170]. כמו כן ראו והשוו: אמיר ברנע "הערכות שווי בהצעות רכש" משפט ועסקים ח, 393 (2008) (להלן: ברנע)]. זאת ועוד, גם בפסיקת מדינת דלוור, בה השתרשה שיטת ה-DCF כשיטה מרכזית, לא נפסק לחלוטין השימוש בשיטת ה-Delaware Block (במסגרתה נעשה ממוצע משוקלל של שלוש שיטות הערכה: שווי שוק, שווי הכנסות ושווי נכסים) [ראו Weinberger בעמ' 628

והאסמכתאות המובאות בהערת שוליים 82 שם]. ודוק, אין חולק כי שיטת ה-DCF אינה שיטה "אבסולוטית" שמתאימה לכל סוגי החברות ולכל סוגי המקרים, ועוד אתייחס לנקודה זו להלן.

67. בעניין עצמון ציינתי כי במקביל ליתרונותיה של שיטת ה-DCF, אין להתעלם מכך ששיטת ה-DCF אינה חפה מבעיות. החשש המרכזי שמעוררת שיטת ה-DCF הינו החשש מהטייה או עיוות של נוסחאות ההערכה (Corruption of the valuation) כתוצאה מבחירה אסטרטגית או מניפולטיבית של משתנים ונוסחאות על ידי הצדדים על מנת "למתוח" את ההערכות לקצוות (ראו: חביב-סגל בעמ' 617-627). ציינתי כי חשש זה אינו תיאורטי בלבד וכי המעבר של בתי המשפט בדלוור משיטת ה-Delaware Block לשיטת ה-DCF אכן הביא להגדלה משמעותית בפערים בין הערכות המומחים של הצדדים ולהערכות שיפוטיות גבוהות יותר מבעבר (ראו: חביב-סגל בעמ' 596). חשש נוסף הינו הפקעת הדיון המשפטי לטובת "שיח מומחים מתחרים" (Dueling expert problem) אשר עשוי להאריך ולייקר את ההליך (ראו סעיפים 62-64 בעניין עצמון והאסמכתאות שם). במענה לחששות אלו ציינתי כי הגם שאין להקל בהם ראש, הרי שאין בהם כדי להצדיק העדפה של שיטות הערכה אחרות על פני שיטת ה-DCF, וזאת על רקע יתרונותיה של שיטת ה-DCF. כמו כן, ציינתי כי הבעיות הללו אינן בלתי פתירות וכי מרביתן יפתרו על ידי בית המשפט, בין על ידי פיתוח מודעות, ועם הזמן מומחיות, לשיטות ההטייה השונות וניטרולן, ובין על ידי מינוי מומחה מטעם בית המשפט (ראו שם).

68. אין בכוונתי לחזור על הדברים שנאמרו שם, אך אבקש להעיר הערה בנקודה זו. סבורני כי גם בעניין זה יכולים אנו ללמוד רבות מהניסיון שנצבר בבתי המשפט במדינת דלוור בארצות הברית. החשש מפני הטיית נוסחאות ההערכה ומפני "שיח מומחים מתחרים" הטריד גם את בתי המשפט בדלוור. עם הזמן פיתחו בתי המשפט הכלכליים בדלוור (ה-Chancery courts) שני מנגנונים שונים לצמצום החשש, מבלי להפוך מי מהם למנגנון מחייב:

המנגנון הראשון הינו קביעת כלל פרוצדוראלי לפיו בית המשפט יבחר בתום ההליך האדברסרי באחת משתי חוות הדעת שהגישו הצדדים ולא יצלול לתוך חוות הדעת של שני הצדדים בניסיון לאזן ולשקלל ביניהן (choosing one party's valuation). הרציונאל שעומד בבסיס כלל זה הינו ניטרול התמריץ של שני הצדדים "לעוות" את נוסחאות ההערכה ולמתוח אותן לקצוות. תמריץ זה מתבסס על ההנחה שבית המשפט ישאף להגיע לפתרון של פשרה בדמות ממוצע משוקלל בין חוות הדעת (גישה המכונה "Splitting the baby"). ההנחה הינה כי קביעת כלל פרוצדוראלי לפיו בית המשפט יבחר

באחת מחוות הדעת ולא יבצע ממוצע משוקלל ביניהן צפויה לצמצם משמעותית את התמריץ האמור (ראו Wertheimer בעמ' 696-699. Wertheimer סבור כי מדובר במנגנון ראוי שעשוי לתת מענה הולם לבעיית הטיית נוסחאות ההערכה, אך מותח ביקורת על השימוש הספורדי שנעשה בו בבתי המשפט בדלוור).

המנגנון השני הינו מינוי מומחה מטעם בית המשפט במקרים מסוימים בהתאם לשיקול דעת בית המשפט. מנגנון זה נועד לפטור את בית המשפט מהצורך לבחון ולהתעמק בחוות הדעת מטעם הצדדים ומהניסיון לנטרל הטיות ועיוותים של נוסחאות ההערכה. ההנחה הינה כי המומחה מטעם בית המשפט יהיה מומחה אובייקטיבי נטול תמריץ לעיוות נוסחאות ההערכה וכי עם הזמן מינוי מומחים מטעם בית המשפט ישמש כ"אפקט מצנן" לבעיית עיוות נוסחאות ההערכה (ראו Wertheimer בעמ' 699-702).

יוער כי בתי המשפט בדלוור לא הכריעו בין שני המנגנונים האמורים והשתמשו בשניהם במהלך השנים. במקביל המשיכו בתי המשפט בדלוור במרבית המקרים לפעול בדרך שלישית ולבחון לגופן את חוות הדעת של הצדדים ולהכריע ביניהן בדרך של שקלול ופשרה, תוך פיתוח מומחיות בסוגיה זו. בנקודה זו ראוי לציין כי לאחרונה ניתנו ב- Chancery courts במדינת דלוור שני פסקי דין, אשר מדגימים את המומחיות שנרכשה על ידי השופטים שם בתחום הערכות השווי על פי שיטת ה-DCF. בשני פסקי הדין צלל בית המשפט לעומק חוות הדעת שהוגשו על ידי הצדדים (שנערכו בשיטת ה-DCF), תוך ניטרול הטיות שונות בנוסחאות ההערכה ותוך קביעת קווים מנחים לעתיד בנוגע למרכיבים שונים בנוסחאות ההערכה בשיטת ה-DCF] ראו: *Global GT LP v. Golden Telecom Inc.* C.A. No. 3698-VCS (Del. Ch. April 23 2010); *Maric Capital Master Fund Ltd. v. Plato Learning Inc.* C.A. No. 5402-VCS (Del. Ch. May 13 2010).

סבורני כי המסקנה שיש להסיק מהניסיון שנצבר בנקודה זו בבתי המשפט במדינת דלוור הינה כי עם הזמן יצברו גם בתי המשפט בישראל מומחיות וניסיון בתחום הערכות השווי על פי שיטת ה-DCF, אשר ינטרלו במידה רבה את החששות מעיוות נוסחאות ההערכה ומ"שיח מומחים מתחרים", וכי חלק ניכר מאותם חששות ייפתרו עם הזמן על ידי שימוש באחד או יותר מהמנגנונים האמורים. כפי שצינתי בראשית הדברים, סבורני כי תפקידו של בית משפט זה בשלב זה הינו לקבוע כללים ראשוניים ברורים בנוגע לסוגיית סעד ההערכה והשווי ההוגן שבסעיף 338 לחוק החברות. במסגרת הכללים הראשוניים הברורים על בית המשפט לקבוע מהי שיטת ההערכה הבסיסית שתופעל במרבית המקרים (בכפוף לחריגים). מעת שנקבע בעניין עצמון כי שיטת ה-DCF היא השיטה המובילה שאמורה לשמש, ככלל, להערכת שווי

מניות במסגרת סעיף 338 לחוק החברות, יש להניח שעם הזמן יפתחו בתי המשפט מומחיות בנוגע לשיטה זו תוך קביעת כללי משנה ומבחני עזר, כפי שקרה בדלוור.

69. לבסוף אחזור ואדגיש כי שיטת ה-DCF אינה שיטה "חובקת כל" אשר אין לסטות ממנה בשום מקרה. בעניין עצמון ציינתי כי אין לשלול את האפשרות שבמקרים מסוימים וחריגים, בהם עשויות להתקיים אינדיקציות אשר יעידו כי שווי התמורה היה הוגן, יתייחר הצורך בהערכת מניות על פי שיטת ה-DCF (ראו סעיף 68 שם). דוגמא לאינדיקציה מסוג זה הינה עסקה מרצון מחוץ לבורסה בין בעל מניות בחברה למציע חיצוני לרכישת בלוק מניות שבוצעה בסמוך לפני הצעת הרכש במחיר שאינו נופל מהמחיר שהוצע בהצעת הרכש עבור כל מניה. ודוק, נטל ההוכחה בדבר קיומה של אינדיקציה המייתרת הערכת שווי על פי שיטת ה-DCF מוטל על המציע (המשיב). עוד הודגש שם כי לא מדובר ברשימה סגורה וכי ייתכנו אינדיקציות נוספות, שיעלו בעתיד מנסיבותיו הייחודיות של כל מקרה ומקרה.

70. בנקודה זו אבקש להוסיף כי מעבר לאינדיקציות שעשויות ליתר הערכת שווי על פי שיטת ה-DCF, אין חולק כי ישנן חברות שאופי פעילותן אינו מאפשר הערכת שווי על פי שיטת ה-DCF ולפיכך הערכתן תתבצע באחת משיטות ההערכה האחרות המקובלות, בהתאם למאפייניהן. בין היתר, מקובל לומר שהערכת שוויין של חברות המצויות בקשיים ואשר סכנת פירוק מרחפת מעליהן (שלגביהן לא ניתן לבצע תחזית הצופה פני עתיד) תיעשה בדרך כלל על פי מודל השווי הנכסי. כמו כן, מקובל לומר כי הערכת שוויין של חברות שעיקר נכסיהן הינם כספיים (כגון בנקים וחברות ביטוח) תיעשה בשיטות הערכה אחרות ולא בשיטת ה-DCF (או תוך התאמה מסוימת של שיטת ה-DCF) [ראו: T. Koller, M. Goedhart, D. Wesse, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (5th Ed., Mckinsey & Co. 2010) 741-764 וכי הערכת שוויין של חברות מסוג זה תיעשה בדרך כלל גם כן על פי מודל השווי הנכסי. דוגמא נוספת הינה חברות הזנק (סטארט-אפ), שמקובל לומר עליהן שקיים קושי להעריך את שוויין על פי השיטות "הקונבנציונאליות", ובהן שיטת ה-DCF, מכיוון שאין להן "היסטוריה" פיננסית וקיימת אי וודאות גבוהה בנוגע לעתידן [ראו: INTERNATIONAL PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL VALUATION GUIDELINES, August 2010 Ed. בעמ' 19 בסעיף 3.6]. גם כאן יש להדגיש כי לא מדובר ברשימה סגורה, וכי ייתכנו סוגים נוספים של חברות, אשר אופי פעילותן יצדיק בחירת שיטת הערכה שאינה שיטת ה-DCF. יובהר כי נטל ההוכחה בדבר היעדר התאמה של שיטת ה-DCF למאפייניה של חברה ספציפית ובדבר הצורך להעריך את שוויה באחת מהשיטות האחרות מוטל על המציע (המשיב).

71. טרם סיום הדיון העקרוני, אבקש לשוב ולהדגיש מספר נקודות בנוגע לנטל ההוכחה, אשר ראוי ליישמן בתחילת בחינתה של בקשה לסעד הערכה ועוד לפני הדיון בבקשה גופה.

כפי שנקבע בעניין עצמון, הנטל להוכיח שהתמורה עבור המניות בהצעת הרכש הייתה בלתי הוגנת, מוטל לפתחו של מבקש הסעד. עם זאת, נטל זה עשוי להתהפך ולעבור לכתפי המציע בהתקיים אחד ממקרים אלו: הראשון, כאשר הגיש מבקש הסעד הערכת שווי בהתאם לשיטת DCF המוכיחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משוויין האמיתי של המניות, יתהפך נטל ההוכחה ויוטל לפתחו של המציע. המציע יעמוד בנטל אם יוכיח כי בנסיבות המקרה קיימת אינדיקציה משמעותית כי השווי שניתן היה הוגן, או אם הערכת שווי בהתאם לשיטת DCF מטעמו תוכיח זאת. השני, כאשר עלה בידי מבקש הסעד להניח תשתית ראייתית לכאורית המקימה חשד ממשי בדבר פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש - כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים - יעבור הנטל לבעל השליטה להפריך חשדות אלו ולהוכיח באמצעות הערכת שווי בהתאם לשיטת ה-DCF, כי התמורה ששילם הייתה הוגנת. על פי המקרה השלישי, עשוי הנטל לעבור כאשר הוכיח מבקש הסעד כי הצעת הרכש התקבלה לאחר שבמניין קולות הניצעים שנענו לה הובאו קולותיהם של בעלי מניות במציע או מטעמו, לרבות קרוביהם או תאגידים שבשליטתם (ראו עניין עצמון, בסעיפים 72-74).

מספר הערות בנוגע לתיקון מס' 16 לחוק החברות

72. בטרם אפנה ליישם את האמור על עובדות המקרים שלפנינו, אבקש להעיר מספר הערות בנוגע לתיקון מס' 16 לחוק החברות. כאמור, בזמן שחלף מאז שניתנו ההחלטות, ולאחר שניתן פסק הדין בעניין עצמון, ערך המחוקק תיקונים ושינויים בחוק החברות במסגרת תיקון מס' 16 משנת 2011, לרבות בפרק שעוסק בהצעת רכש מלאה. לשינויים אלו אין תחולה ישירה על המקרים שלפנינו, אך סבורני כי יש בהם כדי להאיר ולסייע, ולו על דרך ההיקש, במלאכת הפרשנות של ההסדר הקבוע בחוק החברות בעניין הצעת רכש מלאה, לרבות סעד ההערכה.

73. במסגרת תיקון מס' 16 ביצע המחוקק מספר תיקונים ושינויים בפרק שעוסק בהצעת רכש מלאה בחוק החברות. אין צורך במסגרת ההליך דנן לבחון את השינויים לעומק ולדון בכל השלכותיהם, ואסתפק בציון השינויים בקצרה.

ראשית, הוכנסו שינויים מסוימים, בנוגע לתנאים הקבועים בסעיף 337 לחוק החברות בדבר הרוב הנדרש לקבלת הצעת הרכש המלאה, אשר מקרבים את ההסדר בנוגע להצעת רכש מלאה להסדרים שנקבעו בחוק החברות בנוגע להצעת רכש מיוחדת

ובנוגע לעסקאות עם בעל שליטה. השינוי הראשון נועד לצמצם את הפער שבין פרק הצעת הרכש המיוחדת לבין פרק הצעת הרכש המלאה, בכל הנוגע להצבעת ניצעים בעלי עניין אישי (לביקורת בעניין זה במסגרת החוק בנוסחו טרם תיקון מס' 16 ראו בהט בעמ' 99-104; סעיף 74 בעניין עצמון). במסגרת תיקון מס' 16 התווסף בסעיף 337(א) לחוק תנאי נוסף לקבלת הצעת הרכש המלאה, לפיו נדרש כי למעלה ממחצית מהניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה יקבלו את ההצעה (יוער כי מדובר במנגנון "מרוכך" בהשוואה למנגנון שקבוע בסעיף 331 לחוק שקובע שקולותיהם של בעלי עניין אישי לא ייספרו כלל). השינוי השני נועד למנוע תופעות של "סחטנות המיעוט" ונקבע כי על אף התנאים הקבועים בסעיף 337(א) לחוק, כאשר שיעור המתנגדים להצעת הרכש לא עולה על שני אחוזים מהון המניות המונפק, תתקבל הצעת הרכש המלאה (סעיף 337(א1) לחוק). כאמור, שני השינויים נועדו לקרב (אם כי לא להשוות) את ההסדר בעניין זה להסדרים המקבילים בחוק בנוגע להצעת רכש מיוחדת ובנוגע לעסקאות עם בעלי שליטה.

שנית, הוכנסו שינויים בסעיף 338 לחוק החברות שעניינו סעד ההערכה. השינוי הראשון הינו הארכת התקופה הקבועה בחוק להגשת בקשה לסעד הערכה. נקבע כי בקשה לסעד הערכה תוגש לא יאוחר משישה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה, במקום שלושה חודשים כפי שנקבע עד כה (סעיף 338(ב) לחוק). השינוי השני הינו הוספת תת-סעיף חדש (סעיף 338(ג) לחוק) שקובע כי המציע רשאי לקבוע בתנאי הצעת הרכש המלאה כי ניצע שנענה להצעת הרכש המלאה שהתקבלה כאמור בסעיף 337 לחוק לא יהיה זכאי לסעד לפי סעיף 338 לחוק. בדברי ההסבר להצעת החוק שעמדה בבסיס תיקון מס' 16 [תיקון מס' 12 (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010 (פורסם ברשומות בה"ח 496 כ"ד באדר תש"ע, 10.3.2010)] נאמר כי הכנסת סעיף זה נועדה לתת בידי המציע אפשרות בחירה אם להעניק לכל ניצע אפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה (כפי שקבע סעיף 338 לפני התיקון), ובכך להגדיל את הסיכויים שהצעת הרכש המלאה תתקבל, או להעניקו רק למי שלא נענה להצעה, על מנת לצמצם את החשיפה בדיעבד לעלויות גבוהות שלא תמיד ניתן לצפותן מראש במסגרת בקשה לסעד הערכה. עוד נאמר בדברי ההסבר להצעת החוק כי חוסר הוודאות לגבי הסכום שבעל השליטה ידרש לשלם התגבר לנוכח פסיקת בית המשפט בעניין עצמון בו נקבע כי הערכת השווי ההוגן תבצע בשיטת ה-DCF, וכי הערכת השווי לפי שיטה זו אינה חד-ערכית וייתכנו הערכות שווי שונות על ידי מומחים שונים. כמו כן, הובהר כי אין בתיקון המוצע כדי לפגוע בזכותו של כל ניצע, לרבות מי שנענה להצעה, לתבוע במקרים בהם הסכמתו להצעה הושגה עקב הטעייה או אי-גילוי מידע שהיה על

המציע לגלות על פי כל דין, לרבות דיני ניירות ערך (סעיף 338(ד) לחוק לאחר התיקון).

74. ברצוני להעיר שלוש הערות בנוגע לשינויים שהוכנסו על ידי המחוקק במסגרת תיקון מס' 16, אשר סבורני כי יש בהם כדי לסייע לבית המשפט במלאכת הפרשנות של סעד ההערכה:

ראשית, המחוקק לא ראה לנכון לבטל את סעד ההערכה או לצמצמו למקרים החריגים והמצומצמים של פגמים בפרוצדורת הצעת הרכש, כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים. בכך דחה המחוקק את הפרשנות אשר ניתנה לסעד ההערכה על ידי בית המשפט המחוזי בעניין קניאל ואשר הוצעה על ידי הרוכשים בשלושת המקרים לפנינו.

שנית, למרות שהמחוקק ראה לנכון לערוך שינויים בפרק הצעת הרכש המלאה, המחוקק נמנע מלבטל את סעד ההערכה שבסעיף 338 לחוק ונמנע מלשנות את סעיף 338(א) לחוק בו מופיע המונח "שווי הוגן". חזקה על המחוקק כי היה מודע לכך שמונח זה הינו מונח עמום, שמחייב את בית המשפט למלאכת פרשנות ויציקת תוכן. למרות זאת, המחוקק לא ראה לנכון להכניס במסגרת תיקון מס' 16 כללים או מבחני משנה כלשהם בנוגע להערכת השווי ההוגן. כמו כן, לא ראה המחוקק לנכון להכניס במסגרת תיקון מס' 16 התייחסות כלשהי לשווי השוק (בין ככלל ובין כחריג). במילים אחרות, המחוקק סבר כי סוגיית הערכת השווי ההוגן אינה עניין למחוקק אלא עניין שיש להותיר בידי בית המשפט ולא ראה לנכון להתערב בקביעות שנקבעו בסוגיה זו בעניין עצמון.

שלישית, המחוקק היה מודע לפסק הדין שניתן בעניין עצמון והתייחס אליו במפורש במסגרת דברי ההסבר להצעת החוק. כאמור, המחוקק סבר כי פסק הדין בעניין עצמון עשוי להגדיל את חוסר הודאות של המציע בנוגע לעלות הרכישה הכפויה של החברה ולכן סבר שיש לתת בידי המציע כלי מסוים שיצמצם במידה מסוימת את חוסר הודאות – האפשרות להתנות שקבלת ההצעה על ידי הניצעים תסגור בפניהם את הדלת לסעד ההערכה (בנקודה זו יוער כי המחוקק היה מודע לכך שהתנייה מהסוג האמור עשויה להוות מעין "חרב פיפיות" בידי המציע, כיוון שהיא עשויה להרתיע ניצעים מלהסכים להצעת הרכש, ולכן הותיר את הבחירה בעניין זה למציע). במילים אחרות, המחוקק ראה לנכון לבצע תיקון מסוים בחוק בעקבות פסק הדין בעניין עצמון, אך לא מדובר בתיקון ישיר שעוסק בקביעות המהותיות שנקבעו בעניין עצמון. אלא בתיקון עקיף שמטרתו הרחבת האפשרויות שבידי הצדדים. סבורני כי יש בכך כדי לסייע, ולו

על דרך ההיקש, במלאכתו של בית המשפט שנדרש לפרש ולהתוות את גבולותיו של סעד ההערכה ואת אופן הערכת השווי ההוגן.

מן הכלל אל הפרט

75. אקדים ואומר כי עמדתי הינה שיש לקבל את בקשות רשות הערעור בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב, לדון בהן כאילו ניתנה רשות והוגשו ערעורים על פיהן. לגופו של עניין, סבורני כי יש לדחות את הערעור בעניין נאות אביב ולקבל את הערעור בעניין קיטאל, כפי שיפורט להלן. כמו כן, עמדתי הינה שיש לדחות את הערעור בעניין קניאל. מכיוון שהנמקתי אינה זהה להנמקת שופטי בית המשפט המחוזי בחלק מהסוגיות, אבקש להרחיב ולהעיר מספר הערות בנוגע לכל אחד מהמקרים.

עניין נאות אביב - מן הכלל אל הפרט

76. נטל ההוכחה להוכיח כי הצעת הרכש לא שיקפה שווי הוגן של המניות מוטל על מבקש סעד ההערכה, הרשקוביץ. בפסק הדין בעניין עצמון נקבע כי, ככלל, על מנת לעמוד בנטל זה על מבקש סעד ההערכה לצרף הערכת שווי של המניות בשיטת ה-DCF, אלא אם יוכיח כי התקיים אחד מאותם מקרים חריגים בהם נפל בתהליך ההצבעה פגם כלשהו כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים.

בבית המשפט המחוזי טען הרשקוביץ שתי טענות מרכזיות אשר עשויות להפוך את נטל ההוכחה ולהעבירו לכתפי המבקשות. האחת, כי בידי הניצעים לא היה בעת הגשת ההצעה מידע אמיתי ומלא לגבי שווי החברה, ובהעדרו לא ניתן היה לדעת האם השווי שהוצע בהצעה היה הוגן. השנייה, כי נתוני המסחר בתקופה שקדמה להצעת הרכש העלו חשד להתנהלות בלתי תקינה במסחר במניות החברה, כאשר ערך המניות ירד בצורה חריגה מתחת ל-100 ש"ח למניה, דווקא סמוך לפרסום מפרט ההצעה. אכן, לו הובאו ראיות ברורות לתמיכה בטענות קשות אלה, היה בהן כדי להפוך את נטל ההוכחה, כאמור בסעיף 72 לעיל. אולם סבורני כי הרשקוביץ לא הצליח להוכיחן. בהחלטה בעניין נאות אביב, קבע בית המשפט המחוזי כי הטענות לגבי מסחר לא תקין במניות נזנחו בסיכומים וממילא "נטענו בצורה כללית, סתמית ובלתי מפורטת" (שם, בסעיף 12). לעניין טענותיו של הרשקוביץ בדבר אי-גילוי, סבורני כי הצדק עם המבקשות שטענו כי מדובר בטענות בעלמא שלא הונחה תשתית ראייתית כלשהי להוכחתן. לפיכך, נטל ההוכחה נותר מוטל על כתפי הרשקוביץ.

77. טרם אתייחס לחוות הדעת החשבונאיות שהוגשו מטעם הצדדים בבית המשפט המחוזי, יש להתייחס לטענת המבקשות כי מתקיימת במקרה זה אינדיקציה המעידה על הוגנות התמורה, שיש בה כדי לייתר את הצורך בהערכה חשבונאית של המניות. כאמור, עובר להצעת הרכש נערכו שתי עסקאות לרכישת מניות נאות אביב. האחת, בחודש מרץ 1999 בין רמת אביבים לבין צד שלישי. באותה עסקה נמכר שיעור של כ- 4.8% ממניות 5 של נאות אביב במחיר של כ-101.47 ש"ח למניה, על פי שיערוכו למועד הצעת הרכש. השניה, בחודש נובמבר 2001 בין רמת אביבים לבין בעל עניין בחברה. בעסקה זו נמכר שיעור של כ-7.5% ממניות 5 של נאות אביב במחיר של כ-120.42 ש"ח למניה, על פי שיערוכו למועד הצעת הרכש. שתי העסקאות נערכו כשנתיים ויותר לפני הצעת הרכש. כאשר לא הובאו נתונים המעידים כי שווייה של נאות אביב נותר ללא שינוי, קשה לגזור מן התמורה באותן עסקאות את שוויין האמיתי של המניות נכון למועד הצעת הרכש בסוף שנת 2003. יתרה מכך, על פי הנתונים שהציגה רמת אביבים לגבי העסקה השנייה, התמורה המוצעת בהצעת הרכש נפלה במעט מן התמורה ששולמה באותה עסקה. עובדה זו עשויה לכאורה (ומבלי לקבוע מסמרות בעניין) דווקא לשמש אינדיקציה לכך שהשווי שהוצע במסגרת ההצעה בלתי הוגן. אשר על כן, אין בשתי העסקאות הללו כדי לשמש אינדיקציה המעידה על הוגנות התמורה ואשר מייתרת את הצורך בהערכה חשבונאית.

78. בית המשפט המחוזי בעניין נאות אביב דחה את טענת המבקשים כי היענות הרוב להצעת הרכש מקימה חזקה להוגנות התמורה. בית המשפט המחוזי קבע, לאחר דיון מקיף וממצה בטענה זו, כך:

"חוק החברות, במתכונתו הנוכחית, נותן למעשה משקל מועט, מועט מאד, להכרעת הרוב, וודאי וודאי שהוא אינו מייחס לה חזקה של שווי הוגן... המשמעות היא שלא ניתן לראות בהכרעת הרוב, ראייה בעלת משקל ממשי לשאלת הגינות התמורה המוצעת. קבלת ההצעה [בידי הרוב] לחוד, והוגנות התמורה לחוד" (סעיף 4, עמ' 10-11 להחלטה הראשונה בעניין נאות אביב).

קביעה זו הינה נכונה ועולה בקנה אחד עם פסק הדין בעניין עצמון (ראו סעיפים 70-72 שם) ועם הקביעות שבפסק הדין דנן. ודוק, בלעדי היענות הרוב לא תתקבל הצעת רכש וכלל לא ניתן יהיה לבקש סעד הערכה. הסכמת הרוב היא הסיבה המרכזית להטלת נטל ההוכחה כי השווי אינו הוגן על מבקש סעד ההערכה. עם זאת, כפי שהובהר בסעיפים 57-59 לעיל, אין בהסכמת הרוב כשלעצמה כדי להקים חזקה לשווי הוגן במסגרת בקשה לסעד הערכה.

79. מן המקובץ עולה, כי בנסיבות המקרה מתעורר הצורך בהערכה חשבונאית של המניות. בהחלטה הראשונה בעניין נאות אביב סבר בית המשפט המחוזי כי הערכת שווי מניות במסגרת רכישה כפויה על פי סעיף 338 לחוק החברות תתבצע, ככלל, על פי שיטת השווי הנכסי. בית המשפט ביסס קביעתו על הדמיון הקיים לשיטתו בין הצעת רכש מלאה לבין פירוקה מרצון של החברה. כמו כן, קבע בית המשפט המחוזי כי שיטת השווי הנכסי מתאימה באופן ספציפי לחברת נאות אביב, בשים לב למאפייניה כחברה "שמרנית" ויציבה שמרבית נכסיה הם נכסי נדל"ן. בנקודה זו העיר בית המשפט המחוזי כי הוא מודע לכך שבנסיבות אחרות הסתמכות על שיטת השווי הנכסי עשויה להיות פחות הולמת, אולם שיטה זו מתאימה לחברת נאות אביב (סעיף 7 ב להחלטה הראשונה (ס)).

קביעתו העקרונית של בית המשפט המחוזי כי בדרך כלל ייעשה שימוש בשיטת השווי הנכסי כשיטת הערכה במסגרת סעיף 338 לחוק אינה יכולה לעמוד, מכיוון שהיא מנוגדת לפסק הדין בעניין עצמון, שם נקבע ששיטת השווי הנכסי אינה השיטה המתאימה להערכת מניות במסגרת סעד הערכה בהיותה מנוגדת לעקרון הערכת החברה על פי שווייה כ"עסק חי" (going concern value) ולא כחברה בפירוק [ראו סעיף 50 בעניין עצמון והאסמכתאות שם; חביב-סגל בעמ' 596-608, 611]. משמעות הדבר אינה, כמובן, כי שווי נכסי החברה אינו רלוונטי בהערכת שווייה, אלא רק כי שווי זה בדרך כלל אינו יכול לעמוד לבדו, בהתעלם ממקורות שווי אחרים הגלומים בה. הערכת שווי החברה צריך שתיעשה, ככלל, על פי שיטת DCF המביאה בחשבון, כאמור, לצד תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים גם את תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה של החברה בעתיד. יחד עם זאת, אינני מוצא הצדקה להתערב בקביעתו הספציפית של בית המשפט המחוזי כי שיטת השווי הנכסי היא השיטה המתאימה להערכת שווייה של נאות אביב בנסיבות העניין. אבהיר דבריי.

80. לעניין הערכת שווי החברה הוגשו לבית המשפט שתי חוות דעת חשבונאיות. חוות דעתו של רו"ח יפעת מטעם הרשקוביץ, שנערכה בעיקרה על פי שיטת השווי הנכסי, העלתה כי שווי המניה נכון למועד הצעת הרכש עמד על סך של 246 ש"ח למניה, ובהתאם לשווי המזומנים והשקעות החברה לזמן קצר, על סך של 152 ש"ח למניה. חוות דעתו של רו"ח ברנע מטעם רמת אביבים העלתה, לעומת זאת, כי שווי המניה בהצעה היה הוגן בהיותו שווה ל"שווי תחליפי" המאפשר לניצע לרכוש מניות בחברות דומות. בחוות דעתו התבסס רו"ח ברנע על ניתוח השוואתי של המחיר שהוצע בהצעת הרכש לעומת המחיר בו ניתן היה לרכוש במועד הצעת הרכש מניות של חברות

ציבוריות דומות בכורסה (שיטה זו עולה בקנה אחד עם עמדתו של רו"ח ברנע במאמרו שהוזכר לעיל). מן הניתוח האמור הסיק רו"ח ברנע, כי השווי שהוצע בהצעת הרכש היה הוגן. יוער כבר בשלב זה כי על אף יתרונותיה של שיטה זו, בהם ייתורו של הצורך לבצע הערכת שווי חשבונאית, הרי גם כאן מדובר בשיטה שאינה עולה בקנה אחד עם עקרונות ההערכה שראוי שינחו את בית המשפט בסוגיית השווי ההוגן של מניות הניצעים בהצעת רכש מלאה. עקרון ההערכה הראשון דוחה, כזכור, את שיטת הערכת המניות על פי מדד חיצוני לחברה, יהא זה שווי השוק שלה או שווייה התחליפי, וקובע כי ערך המניות ייקבע על פי הערכת שווייה הפנימי של החברה (ראו סעיף 49 לעניין עצמון). יוצא מן האמור, כי לכאורה לא ניתן לקבל את חוות דעתו של רו"ח ברנע המעריכה את שווי המניות של נאות אביב בהתאם לשיטת השווי התחליפי, כיוון שמדובר בשיטת הערכה שאינה מתאימה להערכת השווי ההוגן של מניות הניצעים בהצעת רכש מלאה.

81. כאמור, מעבר לקביעתו הכללית, והשגויה לטעמי, של בית המשפט המחוזי, לפיה יש בדרך כלל להעריך את שווי המניות במסגרת רכישה כפויה לפי סעיף 338 לחוק החברות בשיטת השווי הנכסי, קבע בית המשפט המחוזי כי שיטת השווי הנכסי היא השיטה המתאימה באופן ספציפי לחברת נאות אביב, בשים לב למאפייניה כחברה "שמרנית" ויציבה. בנוסף קבע בית המשפט כי אין הוא נדרש בשלב זה לשאלה העובדתית לגבי שווי נכסי החברה, אשר תתברר בהמשך הדיון בתובענה, ואשר "קשורה בטבורה גם לשאלת נטל הראיה והשכנוע". בית המשפט ציין כי אינו נדרש לשאלות אלה בשלב זה "לאור העובדה שהצדדים במקרה דנן אינם חלוקים ביניהם, כי השווי הנכסי של החברה אכן היה גבוה במידה ניכרת מהמחיר שהוצע בהצעת הרכש" (סעיף 7א בעמ' 23 להחלטה הראשונה בעניין נאות אביב).

כאמור, בעניין עצמון נקבע ששיטת השווי הנכסי אינה השיטה המתאימה, ככלל, להערכת שווי מניות במסגרת סעד ההערכה, כיוון שהיא מנוגדת לעיקרון הערכת החברה כ"עסק חי". לפיכך, היה מקום לכאורה להחזיר בנקודה זו את התיק לבית המשפט המחוזי על מנת שיקבע אם שווי התמורה שהוצעה בהצעת הרכש היה הוגן על פי שיטת ה-DCF. אעיר כי זוהי גם טענתן העיקרית של המבקשות, במסגרת השלמת הטיעון שהתבקשו הצדדים להגיש בהתייחס לעניין עצמון: לטענת המבקשות, הרשקוביץ לא עמד בנטל שנקבע בעניין עצמון להוכיח כי השווי שהוצע בהצעת הרכש היה בלתי הוגן מאחר שחוות הדעת מטעמו נערכה בשיטת השווי הנכסי ולא בשיטת ה-DCF. עוד טוענות המבקשות כי כלל לא ניתן לבצע כיום, בחלוף שנים ממועד השלמת הצעת הרכש, הערכת שווי לחברת נאות אביב. לפיכך, טוענות המבקשות, דין בקשת רשות הערעור להתקבל ודין תביעתו של הרשקוביץ להידחות מכל וכל. בנקודה זו טען

הרשקוביץ, במסגרת השלמת הטיעון, כי חוות הדעת שהוגשה מטעמו נערכה למעשה על פי שיטת ה- DCF ולא על פי שיטת השווי הנכסי, והפנה למספר רכיבים בחוות הדעת של רו"ח יפעת בהם התייחס לשיטת ה- DCF וציין כי הוא מבצע היוון של תזרים המזומנים. בנקודה זו אציין, מבלי לקבוע מסמרות, כי נראה שחוות הדעת האמורה מבוססת בעיקרה על שיטת השווי הנכסי ולא על שיטת ה- DCF, מכיוון שהיא בוחנת את שווי כל נכסי החברה בניכוי התחייבויותיה. כך גם עולה מהחלטתו הראשונה של בית המשפט המחוזי, שחזר והדגיש מספר פעמים בהחלטתו כי חוות הדעת מטעם הרשקוביץ מעריכה את שווי החברה על פי שווי נכסיה.

כך או כך, גם אם אצא מנקודת הנחה שחוות דעתו של רו"ח יפעת מעריכה את שווייה של נאות אביב על פי שיטת השווי הנכסי, סבורני כי יש לדחות את עמדתן הגורפת של המבקשות בדבר דחיית התובענה. ודוק, איני סבור שיש לזקוף עובדה זאת לחובת הרשקוביץ, שהרי המצב המשפטי באשר לשיטת ההערכה הראויה לא היה ברור לעת הגשת תביעתו, ופסיקתם הבלתי אחידה של בתי המשפט המחוזיים בסוגיה תעיד. ודוק, גם המבקשות בענייננו לא הגישו חוות דעת חשבונית הערוכה על פי שיטת DCF, כי אם על פי שיטת השווי התחליפי, אשר נקבעה כבלתי מתאימה כאמור בעניין עצמון [בנקודה זו מן הראוי להזכיר כי החלטות בית המשפט המחוזי בעניין נאות אביב ניתנו ביום 15.8.2005 (ההחלטה הראשונה) וביום 27.6.2007 (ההחלטה השנייה), בעוד פסק הדין בעניין עצמון ניתן ביום 28.12.2009].

כאמור, לאור פסק דין עצמון, היה מקום לכאורה להחזיר בנקודה זו את התיק לבית המשפט המחוזי, על מנת שיקבע אם שווי התמורה שהוצעה בהצעת הרכש היה הוגן על פי שיטת ה- DCF. אולם, אינני סבור שתוצאה זו מתחייבת בנסיבות המקרה, ובוודאי שאיננה מוצדקת. כאמור, בית המשפט המחוזי קבע כי מבחינה עובדתית אין מחלוקת בין הצדדים שהשווי הנכסי של החברה היה גבוה מהמחיר שהוצע בהצעת הרכש. בנוסף קבע בית המשפט כי מאפייניה הספציפיים של חברת נאות אביב כחברה יציבה, ובהם מבנה נכסיה המורכבים ברובם מנכסי נדל"ן ונטייתה להשקעות בסיכון נמוך, מתאימים להערכה על פי שווי נכסי. במסגרת טענותיהן בבית המשפט המחוזי ובפנינו לא חלקו המבקשות על קביעות אלה ומיקדו טענותיהן בחזקת ההוגנות שנובעת, לטענתן, מהסכמת הרוב, ובעובדה שהמחיר שבהצעת הרכש היה גבוה משווי השוק ולפיכך שיקף לשיטתן שווי הוגן. כפועל יוצא, טענו המבקשות כי אין צורך בהערכת שווי כלשהי. לחילופין, טענו המבקשות כי יש להעריך את שווי המניות לפי שיטת "השווי התחליפי" (המנוגדת, כאמור, לעיקרון הערכת החברה על פי שווייה הפנימי). המבקשות כלל לא טענו (בטרם ניתן פסק דין עצמון) כי יש להעריך את השווי על פי שיטת ה- DCF.

משנדרחו טענותיהן של המבקשות בדבר חזקת ההוגנות הנובעת מהסכמת הרוב ובדבר הסתמכות על שווי השוק כשווי הוגן, סבורני כי די בשתי קביעותיו העובדתיות של בית המשפט המחוזי – כי הצדדים אינם חלוקים על כך שקיים פער בין שווי החברה לפי הצעת הרכש לבין שווייה הנכסי; וכי מאפייניה של החברה מתאימים להערכת שווייה על פי שיטת השווי הנכסי – כדי להצביע על עילת תביעה לכאורית במסגרת סעיף 338 לחוק החברות. יוזכר כי מדובר בשלב המקדמי בו נבחנת הבקשה לאישור התביעה כייצוגית ולא בשלב ההוכחות העיקרי. כאמור, המצב המשפטי באשר לשיטת ההערכה הראויה לא היה ברור במועדים בהם ניתנו החלטות בית המשפט המחוזי בעניין נאות אביב, והרשקוביץ נקט באחת משיטות ההערכה המקובלות באותה עת להערכת שווי מניות (שיטת השווי הנכסי). אינני סבור שיש מקום לקבוע בדיעבד, בהתבסס על פסק הדין בעניין עצמון שניתן שנים אחדות לאחר שתי ההחלטות בעניין נאות אביב, כי הרשקוביץ לא עמד בנטל ההוכחה כיוון שחוות הדעת שהגיש לא נערכה על פי שיטת ה-DCF. קביעה מסוג זה תטיל על הרשקוביץ בדיעבד, ובחלוף שנים לא מעטות, נטל הוכחה גבוה יותר מזה שהיה עליו להרים במועד הרלוונטי, והיא איננה מוצדקת בנסיבות העניין, לאור קביעותיו העובדתיות של בית המשפט. זאת ועוד, מעבר להטלת נטל כבד ובלתי מוצדק על הרשקוביץ, תגרום החזרת התיק לבית המשפט המחוזי לסירבול והארכת ההליכים ללא שום הצדקה. לפיכך, סבורני כי יש לדחות את טענות המבקשות בנקודה זו.

82. משהגעתי עד כאן, נותר לדון בטענות המבקשות כנגד החלטתו השנייה של בית המשפט המחוזי, בה נקבע כי מתקיימים בנסיבות העניין התנאים לאישור התביעה כייצוגית, בהתאם לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006 (להלן: חוק תובענות ייצוגיות). כאמור בסעיף 15 לעיל, בית המשפט קבע בהחלטה מסודרת וממצה כי התקיימו כל התנאים לאישור התביעה כייצוגית: נקבע כי תובענה ייצוגית היא הדרך המתאימה לדון במחלוקת; כי קיים סיכוי של ממש שהשאלה המשותפת לכלל חברי הקבוצה, הנוגעת לקביעת השווי ההוגן של המניות, תוכרע לטובתם; וכי הוכחה זיקתו של הרשקוביץ לנייר הערך לגביו הוא עותר. בנוסף, נדחו טענות המבקשות בדבר חוסר תום לב או ניגוד אינטרסים מצידו של הרשקוביץ ובדבר חוסר יכולתו לייצג את הקבוצה בדרך הולמת. עוד נקבע כי נגרם לחברי הקבוצה נזק, בדמות הפרש שבין מחיר רכישת המניה לבין שווייה ההוגן (בהתאם לשיטת השווי הנכסי). לבסוף נקבע, בכל הנוגע לשאלה מהי הגדרת הקבוצה המיוצגת, כי הקבוצה תכלול כל מי שבמועד הצעת הרכש החזיק במניות 5 של נאות אביב, ולא רק את הניצעים שהתנגדו להצעה.

המבקשות טוענות כי שגה בית המשפט המחוזי בקובעו כי התקיימו כל התנאים לאישור התביעה כייצוגית. המבקשות טוענות כי לא התקיים אף אחד מהתנאים

הנדרשים בנסיבות דנן. לאחר עיון בהחלטתו השנייה של בית המשפט המחוזי, סבורני כי דין הטענות להידחות. איני סבור שיש צורך לחזור על כל טענות המבקשים בנקודה זו ולדון בהן מחדש. די אם אציין כי טענות אלה נטענו בפני בית המשפט המחוזי ונדחו על ידו בהחלטה מנומקת וממצה, וכי קביעותיו של בית המשפט המחוזי בנקודה זו, הן העובדתיות והן המשפטיות, מקובלות עליי במלואן.

83. טענה אחת מצריכה התייחסות מפורטת, והיא טענת המבקשות בדבר הגדרת הקבוצה, לפיה שגה בית המשפט בקובעו שהקבוצה תכלול את כל הניצעים ולא רק את הניצעים שהתנגדו להצעת הרכש. נטען כי קביעה זו נוגדת את תכלית החקיקה ויוצרת תוצאה בלתי ראויה לפיה ניצעים שהסכימו להצעת הרכש רשאים לתבוע את המציע בדיעבד, למרות הסכמתם המפורשת. בעניין זה יוער כי על אף השוני בהנמקות ובגישות בין שלוש ההחלטות שלפנינו, הרי שבנקודה זו גם בעניין קניאל וגם בעניין נאות אביב הגיעו שופטי בית המשפט המחוזי לתוצאה זהה. בשלושת המקרים קבעו שופטי בית המשפט המחוזי, בהתבסס על לשון סעיף 338 לחוק החברות, כי הזכות לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה נתונה לכל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה ולא רק לניצעים המתנגדים.

סוגיה זו הושארה בצריך-עיון בפסק הדין בעניין עצמון, משלא נדרשה בה הכרעה בנסיבות אותו עניין. כמו כן, ציינתי שם כי המנגנון שנקבע בחוק החברות בדלוור שונה מהמנגנון בחוק החברות הישראלי, כאשר הזכות לסעד הערכה נתונה שם רק לניצעים שהתנגדו להצעה מלכתחילה או הודיעו תוך פרק זמן מוגדר על הצטרפותם לתביעה ועל חזרתם מהסכמתם תוך ויתור על התמורה שהוצעה בהצעת הרכש (ראו סעיפים 43 ו-45 שם; ראו גם חב"ב-טגל בעמ' 637-639).

משהגענו עד כאן, יש להכריע בסוגיה זו. סבורני כי פרשנותו של בית המשפט המחוזי בנקודה זו הינה נכונה ולמעשה פרשנות זו היא הפרשנות היחידה האפשרית לאור לשונו המפורשת של סעיף 338 לחוק החברות. כאמור, סעיף 338 קובע כי "בית המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה...לקבוע כי התמורה בעבור המניות היתה פחותה משוויין ההוגן...". המחוקק לא ראה לנכון להגביל זכות זו לניצעים שהתנגדו להצעה או להתנותה בתנאים או בפרוצדורה מסוימים, כפי שנעשה בחוק החברות בדלוור [ראו גם: בהט בעמ' 104-109; פרוקצ'יה בעמ' 325; גושן בעמ' 407-409].

זאת ועוד. כפי שציינתי בסעיפים 73-75 לעיל, גם במסגרת תיקון מס' 16 לא ראה המחוקק לנכון לקבוע סייגים או תנאים בחוק למימוש זכותם של כל הניצעים

לסעד הערכה. חלף זאת, הכניס המחוקק בסעיף 338(ג) לחוק מנגנון הסכמי "מרכך" שמאפשר למציע לקבוע בתנאי הצעת הרכש כי ניצע שנענה להצעה שהתקבלה כאמור בסעיף 337 לחוק לא יהיה זכאי לסעד לפי סעיף 338 לחוק. בדברי ההסבר להצעת החוק נאמר כי:

"על פי סעיף 338 לחוק, כנוסחו היום, כל בעל מניות שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה רשאי לפנות לבית המשפט ולבקש סעד הערכה, בין אם נענה להצעה ובין אם לאו. הכוונה למנוע מצבו שבו הצעת רכש יעילה אינה מתקבלת רק משום שבעלי המניות חוששים לאבד את זכותם לסעד הערכה".

לפיכך, נאמר שם כי יש לתת למציע אפשרות בחירה אם להעניק לכל ניצע אפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה, ובכך להגדיל את הסיכויים שהצעת הרכש המלאה תתקבל, או להעניקו רק למי שלא נענה להצעה, על מנת לצמצם את החשיפה בדיעבד לעלויות גבוהות שלא תמיד ניתן לצפותן מראש במסגרת בקשה לסעד הערכה (ראו התייחסותי ביתר פירוט לתיקון מס' 16 בסעיפים 73-75 לעיל). הנה כי כן, אין חולק כי סעיף 338 לחוק בנוסחו במועד הרלוונטי לענייננו (טרם תיקון מס' 16) מאפשר לכל הניצעים להגיש בקשה לסעד הערכה. פרשנותו של בית המשפט המחוזי בעניין זה הינה נכונה ותואמת את לשון החוק ואת תכליתו, ואיני סבור שיש מקום להתערב בה.

84. טרם סיום, אבקש להתייחס בקצרה לטענת המבקשות, כי סוג המניות שרכשה רמת אביבים, קרי מניות 5, לא יכלו מלכתחילה להקנות לבעליהן שליטה בחברה, וכי שווין ההוגן אמור לשקף עובדה זאת. במילים אחרות טוענות המבקשות כי יש לבצע נכיון בגין היות המניות הנרכשות מניות מיעוט, לאור הפער שקיים בדרך כלל בין מחירי מניות השליטה לבין מחירי מניות המיעוט. לאור התוצאה אליה הגעתי, סבורני כי טענה זו אינה מצריכה דיון בשלב זה וניתן להשאירה בצריך-עיון.

מבלי לקבוע מסמרות, אציין כי נראה שהעמדה המקובלת בקרב המלומדים האמריקאיים הינה שכלל אין לבצע נכיון בגין מניות המיעוט. נטען כי הערכת שווי החברה על פי שוויה הפנימי וכ"עסק חי" מחייבת הערכה כישות אחת תוך קביעת שווי מניותיה כנגזרת של שווי החברה באופן יחסי למספר המניות, ללא חשיבות להיותן מניות רוב או מיעוט. כמו כן, נטען כי מכאן מתבקשת המסקנה, כי אין להביא בחשבון מקורות ערך הקשורים למעמדם של בעלי המניות כבעלי שליטה או כבעלי מניות מיעוט [ראו: J.C. Coates, "Fair Value" As an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251, 1287-

Wertheimer ; 1262 (1999) בעמ' 654-641]. נראה כי זוהי גם המגמה המרכזית בפסיקת בתי המשפט בדלוור. מנגד, מצביעים המלומדים האמריקאיים על כך שפסיקת בתי המשפט בדלוור ובמדינות אחרות בארצות הברית בעניין זה אינה אחידה וכי בחלק מהמקרים מבצעים בתי המשפט נכיון בגין מניות מיעוט [ראו Wertheimer ; T. Hossfeld, *Note: Short-Form Mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp.*; Robert A. Rabbat, ; *Time to Reform Appraisal*, 53 DUKE L.J. 1337, 1355 (2004) *Application of Share-Price Discounts and Their Role in Dictating Corporate Behavior: Encouraging Elected Buy-Outs Through Discount Application*, 43 WILLAMETTE L. REV. 107, 133 (2007)]. כאמור, הדברים נאמרים בבחינת למעלה מן הצורך, ובשלב זה סבורני כי הטענה אינה מצריכה דיון והכרעה לגופה.

85. לאור האמור לעיל, דין בקשת רשות הערעור להידחות לגופה. התיק יוחזר לבית המשפט המחוזי שיקבע, על פי שיקול דעתו, את המשך סדרי הדיון בתובענה, לאחר שישמע את עמדות הצדדים.

עניין קיטאל - מן הכלל אל הפרט

86. לשם קבלתה של הצעת הרכש שהציע קושניר הייתה דרושה היענותם של בעלי מניות המחזיקים בשיעור של כ-14.36% ממניותיה של קיטאל. בפועל זכה קושניר בהיענותם של ניצעים המחזיקים בשיעור של כ-14.48% מהמניות ושיעור אחזקותיו עלה אך במעט מעל לרף של 95% הדרוש להשלמת ההשתלטות ברכישה כפויה של יתרת המניות שבידי הציבור. עוד לפני פרסומה של הצעת הרכש הודיעו בעלי מניות המחזיקים יחד בכ-12.37% ממניות קיטאל, בהם קרובי משפחתו של קושניר ובעלי המניות בחברות הנשלטות בעקיפין על ידיו, כי הם נענים להצעתו. לא למותר לציין, כי אותם בעלי מניות הודיעו לבית המשפט המחוזי עם הגשת תביעתו של ממזן, כי הם אינם מעוניינים באישור התובענה כייצוגית.

במועדים הרלוונטיים לעניין קיטאל לא הייתה בחוק החברות בפרק הדין בהצעת רכש מלאה הוראה דוגמת זו שהייתה קבועה בסעיף 331(ג) לחוק בפרק הדין בהצעת רכש מיוחדת, האוסרת על הבאת קולותיהם של "בעל שליטה במציע או של בעל דבוקת שליטה בחברה, או מי מטעמם של אלה או של המציע, לרבות קרוביהם או תאגידים שבשליטתם" במניין קולות הניצעים בהצעת הרכש. ביקורת על העדרו של איסור זה ועל חוסר האחידות בין שני הפרקים הובעה בספרות המשפטית בעבר (ראו בהט עמ' 99-104). בעניין עצמון נקבע, כי כאשר ההצעה התקבלה אך בזכות קולות אלה, עשוי הדבר להוביל להיפוך נטל ההוכחה (ראו סעיף 74 לעניין עצמון).

יוער כי בתיקון מס' 16 לחוק החברות הוכנס בסעיף 337 לחוק החברות תיקון שעניינו קולותיהם של ניצעים בעלי עניין אישי. במסגרת התיקון בחר המחוקק במנגנון "מרוכך" במסגרתו לא נאסר על הצבעתם של ניצעים בעלי עניין אישי במסגרת הצעת רכש מלאה, אך נקבעה מגבלה לפיה נדרשת הסכמתם של למעלה ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה, בנוסף לדרישה כי שיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק [ראו סעיף 337 לחוק החברות לאחר תיקון מס' 16]. יוער כי נוסח זה סוטה מהנוסח שהופיע בהצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), התש"ע-2010 (פורסם ברשומות בה"ח 496 כ"ד באדר תש"ע, 10.3.2010) ששימשה בסיס לתיקון מס' 16. בהצעת החוק הוצע להכניס הוראה זהה להוראה המצויה בסעיף 331 לחוק החברות, ובה איסור על הצבעתם של ניצעים בעלי עניין אישי. כאמור, המנגנון שנבחר בסופו של יום הוא מנגנון "מרוכך". תיקון מס' 16 לחוק החברות חוקק בשנת 2011 ולכן אינו חל על ענייננו, אך מבחינה פרשנית יש בו כדי להאיר את דרכנו בדבר הפרשנות המשפטית הראויה שיש ליתן לסעיפי החוק שבפרק הצעת הרכש המלאה. בלאו הכי, כפי שנאמר לעיל, נקבע בעניין עצמון כי כאשר מוכיח מבקש סעד ההערכה כי הצעת הרכש התקבלה אך בזכות קולות ניצעים בעלי עניין, עשוי הדבר להוביל להיפוך נטל ההוכחה. קביעה זו עומדת בפני עצמה, מבלי לגרוע מכוחו של תיקון מס' 16 לחוק החברות.

87. בנסיבות העניין קשה לדעת בוודאות אם הצעת הרכש האמורה הייתה מתקבלת אלמלא הובאו במניין קולות הניצעים קרוביו של קושניר ובעלי מניות בתאגידים שבשליטתו. אי הוודאות נעוץ בכך שצירוף אחזקות אלה לאחזקותיו של קושניר, היה מביא אותו לשיעור אחזקות אסור, אשר עובר את רף האחזקות המותר של 90%. בכל מקרה, שעה שמתוך כלל הניצעים כ-85% מבעלי המניות היו קרוביו של המציע או בעלי מניות בחברות שבשליטתו, יש בכך לטעמי כדי להצדיק את העברת הנטל להוכחת הוגנות התמורה שהוצעה בהצעה לפתחו של בעל השליטה, קושניר.

88. בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל דחה את טענת המציעים כי יש לפרש את המונח "שווי הוגן" כשווה ערך למונח "שווי שוק". בית המשפט המחוזי קבע כי באימוץ פרשנות כזו:

"נימצא מעניקים לבעל השליטה ... את הכוח להשפיע על שווי המניות בבורסה בדרכים מניפולטיביות, באופן שמחירן לא ישקף בזמן נתון, הנוח לו, את שווי האמיתי. בכך נאפשר לו לבצע רכישה כפויה של מניות המיעוט במחיר נמוך או מופחת ... תוך פגיעה כלכלית בניצעים

וניצולם, בחסות החוק" (סעיף 6 בעמ' 6 להחלטה בעניין קיטאל).

כאמור לעיל, קביעה זו הינה נכונה ועולה בקנה אחד עם האמור בפסק הדין בעניין עצמון. בעיקרו של דבר, כאמור, הוכחת שוויין ההוגן של המניות תבצע באמצעות הערכתן על פי שיטת ה-DCF, אלא אם מתקיימת אינדיקציה אחרת המעידה על הוגנות התמורה, אשר יש בה כדי לייתר ירידה לעומקן של הערכות שווי. ייאמר כבר עתה, כי אינדיקציה כאמור אינה מתקיימת במקרה דנן. טוענים המבקשים, כי המחיר שהוצע בהצעת הרכש (0.60 ש"ח למניה) גבוה בכ-66% מעל למחיר השוק של המניה, וכי לפיכך יש לראות בתמורה שהוצעה תמורה הוגנת.

אין בידי לקבל טענה זו.

ראשית, משום ששווי השוק של המניות אינו מהווה ראיה לשוויין האמיתי, אף אם המחיר שהוצע בהצעה היה גבוה ממנו באופן משמעותי (ראו עניין עצמון, בסעיפים 52-56).

שנית, משום שבחינתו של מנעד השווי של מניית החברה עד להצעת הרכש, למעט התקופה בה הושעתה מן המסחר, מעלה כי מחירה בבורסה עלה בעשרות אחוזים על המחיר שהוצע בעבורה בהצעת הרכש. כך למשל עולה מטענתו של ממזן אשר לא נסתרה, כי הוא רכש את אחזקותיו בקיטאל כשנתיים לפני הצעת הרכש כאשר מחיר מניותיה בבורסה נע בין 2.5 ל-3.5 ש"ח למניה.

שלישית, מניית קיטאל התאפיינה בסחירות נמוכה והושעתה מהמסחר בהתאם להחלטת הבורסה למשך שנה. לאחר שנה של השעייה הוחזרה המניה למסחר למשך שלושה ימים, בהם נסחרה בשער ממוצע של 0.35 ש"ח, ולאחר מכן נמחקה מהמסחר. במצב דברים זה, ברי כי מחיר המניה בשלושת ימי המסחר שהתקיימו במניה טרם מחיקתה כליל מן המסחר בבורסה אינו יכול לשמש כל אינדיקציה לשווי הוגן.

מן האמור עולה, כי הערכת שווי על פי שיטת DCF מתחייבת במקרה דנן לשם קביעת שוויין ההוגן של המניות.

89. בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל קבע כי חוות דעתו של רו"ח סופר שהוגשה מטעם ממזן, שהוכתרה בכותרת "הערכת שווי ראשונית", לוקה בחסר כיוון שהיא מבוססת על נתונים בלתי עדכניים או בלתי מלאים. בית המשפט ציין עוד כי מעיון בחוות הדעת עולה ששווייה של החברה ושל מניותיה הוערך "בעיקר על בסיס שווייה

הנכסי" (ההדגשה הוספה, י.ד.). לפיכך, סבר בית המשפט כי "משקלה הראייתי של חוות דעת זו הינו מוגבל ואין די בה כדי לבסס הערכה מושכלת לגבי שווייה הריאלי של החברה או שוויין ההוגן של מניותיה". למרות זאת, קבע בית המשפט כי "יש בה [בחוות הדעת] די והותר, לדעתי, על מנת לבסס קביעה, שלפיה עלה בידי המבקש להצביע על קיומה של עילת תביעה לכאורית לפי סעיף 338 הנ"ל" (סעיף 10 שם). בית המשפט ציין כי די בפער העצום בין שווייה של החברה ושווי מניותיה לפי הצעת הרכש, לבין שווייה הנכסי לפי הערכת המומחה, כדי להצביע על רכישת מניות במחיר הנמוך משוויין ההוגן. בית המשפט קבע כי לצורך הנחת התשתית העובדתית הנחוצה לשם ביסוס והוכחת התביעה הכספית, יהיה על המבקש (ממן) להסתמך על הערכת שווי שלמה, עדכנית ומקיפה יותר. עם זאת, קבע בית המשפט, בשלב המקדמי לצורך בחינת הבקשה לאישור התביעה כייצוגית, די בחוות הדעת הנוכחית.

כנגד קביעה זו טוענים המבקשים כי בית המשפט שגה בהסתמכו על חוות דעת אשר משקלה הראייתי מוטל בספק ואשר בית המשפט בעצמו קבע כי היא לוקה בחסר. המבקשים טוענים בנוסף כי חוות הדעת אינה ערוכה על פי הכללים המשפטיים שהוצעו על ידי ממן עצמו וכי היא כוללת ערבוב שיטות וחצאי שיטות הערכה שונות. לטענת המבקשים, קביעת בית המשפט לפיה די בפער העצום בין שווי המניות בהצעת הרכש לבין שוויין בהערכת המומחה כדי להצביע על קיומה של עילת תביעה לכאורית מנוגדת לפסיקת בית המשפט העליון ברע"א 2616/03 ישראלכרט בע"מ נ' רייס (טרם פורסם, 14.3.2005) (להלן: עניין רייס).

90. לאחר התלבטות, הגעתי למסקנה כי דין טענות המבקשים בנקודה זו להתקבל. ככלל, קביעת בית המשפט המחוזי בדבר משקלה הראייתי הלכאורי של חוות דעת מטעם מי מהצדדים הינה קביעה עובדתית אשר אינה מקימה עילה להתערבותו של בית משפט זה. יחד עם זאת, סבורני כי מקרה זה הינו מקרה חריג אשר מצדיק התערבותנו, וזאת לאור קביעותיו של בית המשפט המחוזי עצמו בדבר חלקיותה וראשוניותה של חוות הדעת. סבורני כי בנסיבות העניין לא עומדת חוות הדעת שהוגשה מטעם ממן ברף המינימאלי הנדרש על מנת לצלוח את השלב הראשוני להוכחת קיומה של עילת תביעה, ועל אחת כמה וכמה תובענה ייצוגית. מדובר בחוות דעת חלקית ביותר, שהוגדרה כ"הערכת שווי ראשונית", אשר בית המשפט ציין כי התבססה על נתונים בלתי עדכניים או בלתי מלאים. כמו כן, בית המשפט המחוזי קבע כי מדובר בחוות דעת אשר מבוססת בעיקרה על שיטת השווי הנכסי ואשר לא הובאו בה בחשבון נתונים נוספים שנוגעים לשווי החברה ושווי מניותיה. בנסיבות אלה, איני סבור שהיה מקום לקביעתו של בית המשפט כי די בפער העצום בין שווייה של קיטאל ושווי מניותיה לפי הצעת הרכש לבין שווייה הנכסי לפי הערכת המומחה כדי להצביע על רכישת שווי נמוך משווי הוגן

ולבסס עילת תביעה. ודוק, הותרת החלטתו של בית המשפט המחוזי על כנה – לרבות הקביעה כי ממזן יוכל בשלב מאוחר יותר להגיש הערכת שווי מעודכנת ומקיפה יותר – פירושה אישור להגיש תביעה ייצוגית לשיעורין ולבצע "מקצה שיפורים" (או "מסע דייג" בלשונה של השופטת נאור בעניין רייט) בהמשך הדרך באמצעות הגשת חוות דעת נוספת ומקיפה יותר. זאת אין לאפשר. כפי שצויין בעניין רייט, אין מקום לאפשר לתובע להתחיל בשלב שלאחר אישור התובענה ב"מסע דייג", דהיינו בניהולה מחדש של התביעה על בסיס שונה מניהולה בשלב הראשון.

91. לאור האמור לעיל, סבורני כי ממזן לא ביסס את תביעתו בחוות דעת שעומדת ברף המינימאלי הנדרש ולכן לא היה בנסיבות העניין מקום לקבל את בקשתו של ממזן לאישור תובענה ייצוגית בנסיבות העניין. כפועל יוצא, דין ערעורה של קיטאל להתקבל והחלטתו של בית המשפט המחוזי דינה להתבטל.

עניין קניאל - מן הכלל אל הפרט

92. בית המשפט המחוזי בעניין קניאל דחה את תביעת מבקש סעד ההערכה, שקולניק, לסעד הערכה וקבע כי המבקש לא הוכיח שהצעת הרכש שיקפה שווי בלתי הוגן בנסיבות העניין. בית המשפט קבע (בניגוד לקביעות בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב) כי הנחת המוצא הינה שהסכמת הרוב להצעת הרכש מקימה חזקה להוגנות התמורה שבהצעת הרכש, וכי על מנת לסתור חזקה זו יש להוכיח שבהצעת הרכש ובתהליך ההצבעה נפל פגם כלשהו כגון הטעייה, מניפולציה, קנוניה או ניגוד עניינים. כאמור, קביעות אלה אינן יכולות להיותר על כנן, לאור העקרונות המנחים שנקבעו בעניין עצמון ובפסק הדין דנן. קביעת בית המשפט המחוזי מצמצמת יתר על המידה את סעד ההערכה ומותירה רק מקרים חריגים ומצומצמים בגדריו, תוך הטלת נטל כבד על מבקש סעד ההערכה. כפי שצויין בסעיפים 57-59 לעיל, הגבלת תחולתו של סעיף 338 לחוק החברות למקרים מצומצמים וחריגים כגון דא אינה עולה בקנה אחד עם לשון הסעיף ועם תכליתו. לפיכך, ככל שפסק דינו של בית המשפט המחוזי, הדוחה את תביעת המבקש, היה מתבסס אך ורק על קביעה זו, היה דינו של הערעור להתקבל. אולם לא כך הוא.

93. בית המשפט המחוזי לא הסתפק בקביעתו בדבר חזקת ההוגנות שקמה מכוח הסכמת רוב הניצעים, אלא המשיך ובחן את חוות הדעת החשבונאיות שהוגשו על ידי שני הצדדים. חוות דעתו של רו"ח סופר מטעם שקולניק (מבקש סעד ההערכה) נערכה על פי שיטת ה-DCF ולפיה שווייה של כל מניית קניאל אריזות עמד על סך 29.8 ש"ח ושווייה של כל מניית קניאל תעשיות עמד על סך 33.9 ש"ח במועד הצעת הרכש (זאת,

להבדיל מהמחיר שהוצע בהצעת הרכש עבור כל מניית קניאל אריזות שעמד על סך 11.96 ש"ח למניה ועבור כל מניית קניאל תעשיות שעמד על סך 16 ש"ח למניה). המומחה מטעם המשיבים, ד"ר בכר, לא ביצע הערכת שווי נפרדת ועצמאית של החברות אלא רק התייחס למתודולוגיה של חוות דעתו של רו"ח סופר וקבע כי במסגרת שיטת ה-DCF ניתן להניח הנחות שונות מאלה שהניח רו"ח סופר ולהגיע לתוצאה לפיה הצעת הרכש שיקפה שווי הוגן. שני המומחים נחקרו בחקירה נגדית בבית המשפט.

בית המשפט המחוזי קבע כי שתי חוות הדעת מבוססות על הנחות וגישות לגיטימיות וכי המבקש לא הוכיח שהנחות המוצא של ד"ר בכר שגויות או מבוססות על גישות בלתי מקובלות להערכת שווי חברה. לפיכך נקבע שאין הכרח להכריע איזו מבין שתי חוות הדעת הינה נכונה יותר ודי בכך שקיימים חילוקי דעות לגיטימיים בין שני המומחים כדי לקבוע שהמבקש לא הרים את הנטל המוטל עליו. בית המשפט ציין כי הדברים מקבלים משנה תוקף כאשר הוכח ששכרו של המומחה מטעם המבקש (רו"ח סופר) הותנה כאחוז מהצלחת המבקש בתובענה.

94. בנוסף קבע בית המשפט המחוזי כי שוויה ההוגן של הצעת הרכש נלמד מהסכמתה של חברת אנליסט להצעה. נקבע כי אנליסט היא משקיע מתוחכם וחזקה עליה כי הגיעה להחלטה מושכלת. עוד נקבע כי אנליסט הייתה מודעת לכך שללא הסכמתה לא תוכל הצעת הרכש להתקבל (בשים לב להיקף המניות שהחזיקה אנליסט ערב הצעת הרכש - 9.32% ממניות קניאל אריזות ו-9.67% ממניות קניאל תעשיות) ולפיכך יש לייחס להסכמתה משקל רב. כמו כן נדחו טענותיו של שקולניק בדבר מצב ניגוד העניינים בו הייתה נתונה חברת אנליסט ונקבע כי טענות אלה נטענו בעלמא.

95. בשים לב לאמור לעיל, סבורני כי קביעת בית המשפט המחוזי כי שקולניק לא עמד בנטל ההוכחה, הן בתביעתו האישית והן בבקשתו לאישור תביעה ייצוגית, הינה מבוססת ואינה מקימה עילה להתערבותו של בית משפט זה או עילה להחזרת התיק לבית המשפט המחוזי. שלושה טעמים מצטברים עומדים בבסיס עמדתי.

ראשית, מנגנון שכר הטרחה שסוכם בין המבקש לבין המומחה מטעמו (רו"ח סופר), בו נגזר שכר הטרחה מסכום הזכייה בתביעה, מעורר קושי של ממש. מנגנון זה הופך את המומחה במידה מסוימת לבעל אינטרס בתביעה ומעורר חשש מובנה להטייה של חוות הדעת (ולמען הסר ספק ייאמר כי הדברים נאמרים מבלי להטיל כל דופי ביושרו של המומחה). לפיכך, מדובר בחוות דעת שמשקלה הראייתי נמוך. יוער כי הסבריו של המבקש בנקודה זו במסגרת השלמת הטיעון לפנינו לא שכנעו אותי אחרת.

שנית, בית המשפט המחוזי קבע כי שתי חוות הדעת שהובאו לפניו מציגות שתי גישות לגיטימיות אשר לא ניתן להכריע ביניהן. קביעה זו הינה קביעה עובדתית אשר נקבעה לאחר שהמומחים נחקרו בחקירה נגדית על חוות הדעת, ולפיכך אין דרכו של בית משפט זה להתערב בה (ראו והשוו לעניין זה: חביב-סגל בעמ' 593).

בנקודה זו אעיר כי, ככלל, מקום בו מונחות בפני בית המשפט שתי חוות דעת מנוגדות אשר נערכו שתיהן על פי שיטת ה-DCF, על בית המשפט לשקול למנות מומחה מטעם בית המשפט אשר יעריך את שווי החברות על פי שיטת ה-DCF ולא להסתפק בקביעה כי חוות הדעת "מאזנות" זו את זו ולא ניתן להכריע איזו מהן נכונה. זאת ועוד, יוזכר כי במקרה דנן חוות הדעת שהוגשה מטעם המשיבים (חוות דעתו של ד"ר בכר) הייתה חוות דעת "תגובתית" במסגרתה התייחס ד"ר בכר להנחות ולהשערות שבחוות הדעת מטעם שקולניק והראה שניתן להגיע לתוצאות אחרות על ידי שימוש בהנחות והשערות שונות. מוצא אני לנכון להעיר כי, ככלל, על הצדדים להימנע מהגשת חוות דעת מסוג זה ומן הראוי שכל צד יגיש חוות דעת עצמאית מטעמו. אלא שבנסיבות העניין, בשים לב למכלול השיקולים ששקל בית המשפט המחוזי, אינני סבור כי קמה עילה להתערבותנו בנקודה זו.

שלישית, סבורני כי המסקנה שגזר בית המשפט המחוזי מהסכמתה של חברת אנליסט להצעת הרכש בדבר הוגנות הצעת הרכש הינה מסקנה סבירה בנסיבות העניין. אנליסט הינה ניצע גדול ובלתי תלוי (ובלשונו של בית המשפט המחוזי – "ניצע מתוחכם") ובכוחה היה "לטרפד" את הצעת הרכש, בשים לב להיקף אחזקותיה בחברות. בנסיבות אלה יש ליתן להסכמתה להצעת הרכש משקל ראייתי נכבד, אף אם לא מכריע. סבורני כי ניתן לראות בהסכמתו של ניצע בנסיבות כאלה אינדיקציה חלקית להוגנות התמורה, בהיקש לעסקה שנערכת מרצון קודם להצעת הרכש, במסגרתה רוכש מציע בלוק מניות בחברה. בנסיבות אלה הנטל המוטל על מבקש סעד ההערכה הינו להוכיח כי הסכמתו של ניצע מסוגה של אנליסט אינה מהווה אינדיקציה שכזו או כי משקלה הראייתי של ההסכמה הוא נמוך. אכן, שקולניק טען כי אנליסט הייתה מצויה בניגוד עניינים ולכן הסכמתה אינה מהווה אינדיקציה להוגנות ההצעה. כאמור, טענה זו נדחתה בבית המשפט המחוזי ונקבע כי הטענה לא הוכחה מבחינה עובדתית. שקולניק שב וטען טענה זו גם במסגרת הערעור לפנינו, מבלי לבסס אותה בראיות כלשהן מלבד אמירה כללית בדבר ניגוד עניינים שנובע מתפקידה של אנליסט כחתם בהנפקת החברות בעבר. בנסיבות אלה לא עמד שקולניק בנטל ההוכחה להוכיח שהסכמתה של אנליסט מקורה בניגוד עניינים. כפועל יוצא, סבורני כי קביעותיו העובדתיות והמשפטיות של בית המשפט המחוזי בנקודה זו אינן מקימות עילה להתערבותו של בית משפט זה.

96. סיכומו של דבר, אין מקום להתערב בפסק דינו של בית המשפט המחוזי בכל הנוגע לקביעות הספציפיות בעניינו של שקולניק, ולפיכך יש לדחות את ערעורו של שקולניק על פסק הדין בו נדחו תביעתו האישית ובקשתו לאישור תביעה ייצוגית.

סוף דבר

97. מכל הטעמים האמורים לעיל, אציע לחבריי כי נקבל את שתי בקשות רשות הערעור בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב, ונדון בהן כאילו ניתנה רשות והוגשו ערעורים על פיהן. לגופו של עניין, אציע לחבריי לקבל את הערעור בעניין קיטאל ולדחות את הערעור בעניין נאות אביב, והכול מהטעמים המפורטים בסעיפים 77-92 לעיל. כמו כן, אציע לחבריי לדחות את הערעור בעניין קניאל מהטעמים המפורטים בסעיפים 93-97 לעיל.

98. לבסוף, אציע לחבריי לחייב את המבקשות בעניין נאות אביב לשלם למשיב, הרשקוביץ, שכר טרחת עורך דין בסך 30,000 ש"ח. עוד אציע לחבריי לחייב את המערער בעניין קניאל לשלם למשיבים באותו עניין שכר טרחת עורך דין בסך 30,000 ש"ח, בשים לב לזהותו ולהתערבותנו בחלק מקביעותיו המשפטיות של בית המשפט המחוזי בעניין זה. ברוח דומה, אציע לחבריי לחייב את המשיב בעניין קיטאל לשלם למבקשות באותו עניין שכר טרחת עורך דין בסך 30,000 ש"ח.

אחרית דבר – מספר הערות בטרם סיום

99. בטרם סיום, אבקש להתייחס בקצרה למספר נקודות שעולות מחוות דעתו היסודית של חברי המשנה לנשיא השופט ריבלין.

100. מנגנון ההגנה הכפול אינו מחייב צמצום סעד ההערכה למקרים חריגים – חברי המשנה לנשיא מקדיש חלק ניכר מחוות דעתו לדיון בקושי שמתעורר מקיומו של מנגנון ההגנה הכפול לבעלי מניות המיעוט שנקבע בסעיפים 336-340 לחוק החברות. חברי סבור כי הוראת סעיף 338 לחוק החברות, לפיה לבית המשפט סמכות לקבוע את שוויין ההוגן של המניות לאחר שרוב בעלי מניות המיעוט הסכימו להצעת הרכש, "מעוררת על פני הדברים תמיהה" (סעיף 16). עוד סבור חברי כי עמדת דעת הרוב בעניין עצמון, שסברה כי ניתן ליישב את הקושי על ידי העמדת תכליתו של סעד ההערכה על הפגיעה הנגרמת לקניינם של בעלי המניות שמניותיהם נלקחות מהם בכפיה, אינה מסבירה מדוע נדרש בית המשפט לשוב ולבחון את הגינות התמורה שניתנה לבעלי המניות שהסכימו להצעת הרכש: "אין זה סביר לבסס את תכלית סעד ההערכה כולו על מיעוט הזכאים שמניותיהם נרכשו בכפיה" (סעיף 17). לפיכך, סבור

חברי כי הפרשנות הראויה של סעד ההערכה הינה כי "רק כחריג לחריג, מקום בו קיימת סיבה להניח כי הסכמת רוב רובם של הניצעים אינה משקפת את רצונם האמיתי, כגון שהסכמתם נבעה מכפיה או מעושק, או שהיא התבססה על מידע חלקי או מוטעה, קיימת הצדקה להתערבות חריגה של בית המשפט" וכי "חריג זה נועד להקל את החשש מכך שבמקרים חריגים עשויה הצעת רכש מקפחת ובלתי יעילה להתקבל גם על דעתם של רוב מיוחד מבעלי מניות המיעוט" (סעיף 18).

עמדתי היא שונה. כפי שצינתי בסעיף 59 לחוות דעתי, איני סבור שיש לצמצם את סעד ההערכה למקרים חריגים בהם יוכיחו בעלי מניות המיעוט שהסכמתם אינה משקפת את רצונם האמיתי, כגון מקרים של הטעייה, עושק או כפייה. בראש ובראשונה ציינתי כי פרשנות מצמצמת שכזו מנותקת לחלוטין מלשון החוק, אשר לא נקב באף אחת מהעילות האמורות כעילה להפעלת סעד ההערכה, ואינה עולה כלל מ"סביבת החוק". שנית, ציינתי כי דיני החברות ודיני ניירות הערך, ואף דיני החוזים, מתמודדים עם פגמים מסוג זה בדרכים אחרות. לבסוף אחזור ואציין כי במסגרת תיקון מס' 16 (אשר אינו חל על המקרים שלפנינו, אך הינו בעל חשיבות גדולה, לשיטתי, בכל הנוגע לפרשנותו של סעד ההערכה וגבולותיו) לא ראה המחוקק לנכון לצמצם את סעד ההערכה למקרים חריגים מסוג זה ואף הדגיש בסעיף 338(ד) (שהוסף בתיקון מס' 16) כי במקרים בהם הסכמתו של ניצע הושגה עקב הטעייה או אי גילוי, יוכל הניצע לתבוע סעד הערכה אף אם המציע הגביל במסגרת תנאי הצעת הרכש את זכותו של הניצע לסעד הערכה בהתאם לסעיף 338(ג) לחוק. במילים אחרות, המחוקק סבר כי תחולתו של סעד ההערכה רחבה יותר ממקרים של פגמים ברצון, וכי מקרים מסוג זה מצדיקים בלאו הכי מתן סעד הערכה, גם במקרים בהם הניצע הסכים במפורש לתניה מגבילה שנכללה בהצעת הרכש, לפיה הוא אינו זכאי לתבוע סעד הערכה.

אודה ולא אכחד, המנגנון הכפול שקבע המחוקק בפרק הצעת הרכש המלאה מעלה קושי דוקטרינרי ומתעוררת בו סתירה מסוימת בין דיני החוזים לבין דיני החברות: כיצד ניתן להסביר את הזכות שמעניק המחוקק לבעלי מניות מקרב המיעוט שהסכימו להצעת הרכש לתבוע מאוחר יותר את המציע ולטעון כי השווי שהסכימו לו אינו הוגן? לא אחזור על הדברים שנכתבו בעניין עצמון ובחוות דעתי דנן ואסתפק בהבהרה קצרה: סעיף 338 לחוק החברות כורך יחד את הניצעים שהסכימו להצעת הרכש ואת הניצעים שלא נענו לה ומאפשר לאלו ולאלו לתבוע סעד הערכה. אכן, אילו היה המחוקק קובע כי הזכות לסעד הערכה נתונה רק בידי הניצעים שלא נענו להצעת הרכש, ניתן היה להסביר ביתר קלות את התכלית של סעד ההערכה, וייתכן שהמחלוקת ביני לבין חברי המשנה לנשיא הייתה מצטמצמת במידה ניכרת. אלא שהמחוקק לא בחר באפשרות זו ואף שב והבהיר זאת במסגרת תיקון מס' 16 משנת 2011. משכך, מוטל

עלינו לאתר את התכלית בשים לב לשוני המסוים שישנו בין שתי קבוצות הניצעים שנכרכו יחדיו בסעיף 338 לחוק. מנקודת המבט של דיני החוזים, הניצעים שהסכימו להצעת הרכש מחויבים להסכמה זו ואינם רשאים, לכאורה, לטעון טענות בנוגע לשווי שהוצע להם ושהסכימו לו. דא עקא, המחוקק קבע בסעיף 338 הסדר מיוחד, אשר אין חולק כי הוא הסדר שחורג מדיני החוזים הקלאסיים, אשר מאפשר גם לניצעים שהסכימו להצעת הרכש לתבוע סעד הערכה ולהוכיח כי התמורה ששולמה להם אינה הוגנת. סבורני כי הסדר זה נועד לאפשר לניצעים שהסכימו להצעת הרכש להוכיח בדיעבד כי ההצעה שיקפה תמורה בלתי הוגנת או מקפחת, ולכן הסכמתם להצעה זו אינה מונעת מהם לתבוע סעד הערכה (ומובן שנטל ההוכחה להוכיח שהעסקה בלתי הוגנת או מקפחת מוטל על התובע). ודוק; סבורני כי המקרים שנכללים בגדר "תמורה בלתי הוגנת או מקפחת" אינם מוגבלים לאותם מקרים חריגים ונדירים בהם נפלו בהצעה פגמים מסוג הטעייה, עושק או כפייה והם כוללים גם קיפוח או חוסר הוגנות כלכליים גרידא, בשים לב לפערי המידע והכוחות שבין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט. שונה עניינם של הניצעים שלא נענו להצעת הרכש, אשר לגביהם סבורני כי לא מדובר כלל במאטריה חוזית אלא במאטריה קניינית, מכיוון שמכירת המניות נכפית עליהם מכוח הדין והם נדרשים להיפרד בעל כורחם מקניינם. מכירה כפויה זו דומה יותר במהותה להפקעה מאשר לעסקה חוזית, ובהתאם גם הרציונאלים שונים.

חברי המשנה לנשיא מנתח את האינטרסים האפשריים עליהם מגן סעד ההערכה ומציין כי "אף שסעד ההערכה אינו ניתן כפיצוי על הפרת חוזה", ניתן לשאוב השראה מהאינטרסים שעומדים בבסיס תרופת הפיצויים בדיני החוזים. כפועל יוצא, סבור חברי כי האינטרס עליו מגן סעד ההערכה הינו בעיקרו אינטרס ההסתמכות (סעיפים 20-23). סבורני כי הדיון באינטרסים השונים שבבסיס תרופת הפיצויים בדיני החוזים אינו מתאים לסוגיות שעומדות לפנינו בנוגע לסעד ההערכה, וזאת לאור העובדה, כאמור, כי סעד זה אינו סעד "חוזי קלאסי" והוא נועד להגן, כאמור, על שתי קבוצות ניצעים – ניצעים שהסכימו להצעה שנטען לגביה בדיעבד שהיא בלתי הוגנת או מקפחת; וניצעים שלא נענו להצעת הרכש המלאה ואשר נאלצו למכור מניותיהם למציע במחיר שלא הסכימו לו. לפיכך, סבורני כי רציונאלים חוזיים מספקים רק תשובה חלקית לשאלה "על מה מפצים?" במסגרת סעד ההערכה. יתרה מכך, השאלה הרלוונטית אינה "על מה מפצים?" אלא "מה השווי ההוגן של הקניין (שנמכר בכפייה או שנמכר במסגרת עסקה מקפחת)?"

101. שווי שוק ממוצע אינו פותר את בעיית יתרון המידע של בעל השליטה – חברי המשנה לנשיא סבור כי "הדרך הטובה ביותר להעריך את הערך שהיה צפוי בעל המניות לקבל אלמלא הוצעה הצעת הרכש, היא על ידי בחינת שווי השוק הממוצע של המניות

על פני תקופת זמן שקדמה להגשת ההצעה" (סעיף 24) וכי שיטת הערכה הנסמכת על שווי שוק "מספקת נתון אובייקטיבי להערכת שווי המניה ככל שקיים נתון כזה" (סעיף 32). חברי מוסיף ומציין כי "נראה כי קיימת גם הגזמה בכל הנוגע לחסרון המרכזי המיוחס לה [שיטת שווי השוק]" בדבר יתרון המידע המצוי בידי בעל השליטה המאפשר לו להשפיע באופן מניפולטיבי על שווי השוק של המניות (סעיף 35). למותר לציין שדעתי שונה בתכלית. בעניין עצמון ובחוות דעתי דגן התייחסתי לסוגיות אלה והפניתי לכתיבתם של מלומדים רבים אשר סבורים כי יתרון המידע של בעל השליטה הינו משמעותי וכפועל יוצא לא יכול שווי השוק לשמש מדד עיקרי להערכת שווי מניות במסגרת הצעות רכש מלאות שיוזם בעל השליטה. לא אחזור שוב על הדברים ואסתפק גם כאן בהערה אחת: חברי המשנה לנשיא מציע להשתמש בשווי השוק הממוצע במשך שישה החודשים שקדמו להצעת הרכש, אשר לשיטתו ממזער את החשש מפני "תנודות מקריות או זמניות" מחד ואת החשש שתקופת זמן ארוכה יותר תיתן "משקל חסר למצבה העדכני של המניה" מאידך (סעיף 25). דא עקא, איני סבור שיש בכך כדי למזער את הסיכון העיקרי והוא הסיכון למניפולציה מצד בעל השליטה, תוך השפעה על מחיר המניה (ובחירת עיתוי הצעת הרכש) במשך תקופה ארוכה יותר משישה חודשים. זאת ועוד, יש להדגיש כי שיטת שווי השוק הממוצע שימשה את בתי המשפט בדלוור כשיטה אחת מתוך שלוש שיטות ששוקללו יחד במסגרת שיטת ה-Delaware Block, ולא שימשה שם כשיטת הערכה יחידה, ולא בכדי (ראו חביב-סגל בעמ' 608-617).

102. הערכת שווי של מניות רוב ומיעוט – חברי המשנה לנשיא התייחס בחוות דעתו לכך ששווי המניה מושפע מגורמים שונים, וביניהם מבנה השליטה בחברה. חברי סבור שהערכת שווי החברה כ"עסק חי", ובמסגרתה הערכת מניות הרוב והמיעוט כזוהות, אינה עולה בקנה אחד עם דיני הצעת הרכש (סעיף 29). במסגרת חוות דעתי ביקשתי להשאיר שאלה זו בצריך עיון, מכיוון שהכרעה בה אינה נדרשת במסגרת התיקים שלפנינו, אך ציינתי כי נראה שהעמדה המרכזית בקרב המלומדים בארצות הברית ובפסיקת בתי המשפט בדלוור הינה כי אין לבצע נכיון בגין מניות מיעוט במסגרת סעד הערכה (סעיף 84 לחוות דעתי). כאמור, סוגיה זו אינה מתעוררת בתיקים שלפנינו, ולכן איני סבור שיש להכריע בה בשלב זה. למען שלמות התמונה, אעיר כי לאחרונה התעוררה סוגיה זו בפסק דינו של בית המשפט הכלכלי בתל-אביב-יפו (השופט ד' קרת-מאיר) בת"צ (ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים-אגן תעשיות בע"מ (טרם פורסם, 15.5.2011), במסגרת תביעה להסרת קיפוח על פי סעיף 191 לחוק החברות, ונקבע כי התמורה שהתקבלה בחברה בעקבות מכירת מניותיה לצד שלישי תחלק באופן שווה בין כל בעלי מניותיה, ללא חשיבות לזהותם כבעלי שליטה או בעלי מניות

מיעוט. סבורני כי פסק דינו של בית המשפט המחוזי עולה בקנה אחד עם הערכת שווי החברה כ"עסק חי" ומנוגד, על פניו, לגישתו של חברי המשנה לנשיא.

103. על החשש מפני שיח מומחים ומפני "תביעות אינטרסנטיות" – חברי המשנה לנשיא סבור כי קיים קושי בהסתמכות על חוות דעת מומחים, כאשר הצדדים "אינם נושאים בעלות של הבאת ערכים קיצוניים לפני בית המשפט מאחר שהם אינם נדרשים לזנוח את המחיר שהוצע להם" (סעיף 30) וחושש שיהיה בכך כדי "להאריך את ההליך ולהעמיס על הצדדים עלויות עסקה נוספות ומיותרות" (סעיף 33). התייחסתי לחששות אלו בעניין עצמון (בסעיפים 62-64) ובחוות דעתי דנן (בסעיפים 68-69) וצינתי כי אף שאין להקל בהם ראש, הרי שישנם פתרונות שונים אפשריים, בין היתר על בסיס הניסיון שהצטבר בנקודה זו בבתי המשפט בדלוור. לא אחזור על הדברים, ואסתפק שוב בהערה אחת בנקודה זו: סבורני כי הפיתרון הראוי במקרה של תובעים "אינטרסנטיים" אשר תביעתם לסעד הערכה תידחה בסופו של יום הינו פסיקת הוצאות בשיעורים גבוהים לטובת הנתבע, תוך מתן דגש על הפער בין ההערכה שהגישו לבין ההערכה שהתקבלה בפועל, וכן במקרים נדירים, בהם יסבור בית המשפט כי מדובר בתביעה משוללת יסוד וקנטרנית, פסיקת הוצאות לטובת אוצר המדינה. סבורני כי פיתרון זה ימזער במידה רבה את החשש שהביע חברי המשנה לנשיא בנקודה זו.

104. משפט משווה – חברי המשנה לנשיא סבור שהשוני בין ההסדר הקבוע בחוק החברות הישראלי לבין ההסדר הקבוע בחוק החברות בדלוור הינו ניכר ולפיכך אין לשאוב השראה מהדין הנהוג בדלוור. חברי סבור כי קיים דמיון גדול יותר בין חוק החברות הישראלי לבין ההסדר הקבוע באירופה (במסגרת הדירקטיבה האירופית) ובמיוחד באנגליה, שם קיים מנגנון הגנה כפול בדומה לחוק החברות הישראלי (סעיפים 39-42). חברי מציע לשאוב השראה מגישת הדירקטיבה האירופית, לפיה הסכמת רוב בעלי מניות המיעוט להצעת הרכש מקימה חזקה בדבר הוגנות התמורה. חברי מצייני, כפי שצינתי גם אני, כי גם במדינות אירופה קיימת זכות לתבוע סעד הערכה, אך חברי מכנה אותו "סעד משני" (סעיף 40). כפי שהבהרתי בחוות דעתי דנן, עמדתי שונה. לא אחזור על הדברים. אשוב ואדגיש כי איני סבור שיש מקום לקביעת "חזקת הוגנות" פסיקתית המבוססת על הסכמת הרוב ולהפיכתו של סעד ההערכה ל"סעד משני" אשר שמור למקרים חריגים ומצומצמים. חזקה כזו אינה מגשימה לדעתי את תכלית ההסדר שנקבע בחוק החברות הישראלי, ומנוגדת לעמדת המחוקק אשר בחר במפורש, במסגרת תיקון מס' 16, לשמור על מנגנון ההגנה הכפול (ככפוף לתיקונים שדנתי בהם לעיל).

105. תיקון מס' 16 לחוק החברות – לבסוף, אשוב ואדגיש את עמדתי כי השינויים שהוכנסו על ידי המחוקק בפרק הצעת הרכש המלאה בחוק החברות במסגרת תיקון מס'

16 (אשר אינם חלים על התיקים שלפנינו), יכולים לסייע בידינו במלאכת הפרשנות של סעד ההערכה וללמדנו על גישתו של המחוקק בעניין זה. כאמור בחוות דעתי (בסעיפים 73-75) סבורני כי עמדת דעת הרוב בעניין עצמון בנוגע לסעד ההערכה, אשר שבתי והרחבתי לגביה בחוות דעתי דנן, עולה בקנה אחד עם עמדת המחוקק, כפי שבאה לידי ביטוי בתיקון מס' 16. כפועל יוצא, סבורני כי עמדתו של חברי המשנה לנשיא, אשר מצמצם במידה ניכרת את סעד ההערכה למקרים חריגים ומציע להסתמך על שווי השוק כמדד עיקרי להערכת השווי ההוגן, אינה עולה בקנה אחד עם השינויים שהוכנסו במסגרת תיקון מס' 16.

ש ו פ ט

המשנה לנשיא (בדימ') א' ריבלין:

1. "If stock market experts were so expert, they would be buying stock, .not selling advice" (Norman R. Augustine)

חיזוי מחיריהן העתידיים של מניות אשר נסחרות בשוק ההון והערכת שוויין אינם בגדר מדע מדויק. אילו הייתה קיימת שיטה אמינה לחשיפת נעלמים אלו, הרי שמפתחיה היו נמנים בוודאי על עשירי תבל, שכן היו יודעים בוודאות באילו מניות כדאי וראוי להשקיע, ומהו המחיר הראוי להן. במציאות קיימות מספר שיטות הערכה אשר גם תומכיהן יאלצו להודות שיעילותן היא חלקית בלבד. בתוך ערפל אי-הוודאות והעמימות המובנית בתחום הערכת השווי של מניות, נדרש בית המשפט, מכוח סעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, לקבוע את "השווי ההוגן" של מניות שהוצעה בעבורן הצעת רכש מלאה. כיצד יעריך בית המשפט את הקשה להערכה, מקום בו אין בנמצא שיטת הערכה "מדעית" אמינה? זוהי השאלה העומדת במוקד שלושת התיקים שנדונו לפנינו בהרכב מורחב של שבעה שופטים.

עובדות המקרים

2. בעלי השליטה בחברות קניאל אריזות משקה בע"מ, קניאל תעשיות אריזה בע"מ, קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ ונאות אביב בע"מ (להלן: בעלי השליטה והחברות) הציעו הצעות רכש מלאות (להלן: הצעות הרכש) לרכישת כל המניות

שהנפיקו החברות לציבור. מרבית הניצעים בארבע הצעות הרכש הודיעו לבעלי השליטה על הסכמתם להצעת הרכש; אחוזי ההצבעה המצרפיים בהם החזיקו כל הניצעים שלא הודיעו על הסכמתם להצעת הרכש נפלו מ-5%. משכך, נמכרו לבעלי השליטה גם מניותיהם של בעלי המניות שלא הודיעו על הסכמתם להצעת הרכש – וזאת במסגרת הליך המכירה הכפויה הקבוע בסעיף 337(א) לחוק החברות. בין בעלי המניות שמניותיהם נרכשו בכפיה, נמצאים גם דרור שקולניק, שאול ממזן ואדי הרשקוביץ (להלן: התובעים). התובעים סברו כי המחיר בו נרכשו מניותיהם הוא נמוך משוויין ההוגן של המניות, ועל כן תבע כל אחד מהם את החברה שבמניותיה החזיק ואת בעל השליטה בה. הסעד שנתבקש הוא סעד ההערכה – קרי: בית המשפט נתבקש לקבוע כי המחיר שהוצע בהצעת הרכש היה נמוך מהשווי ההוגן של המניות ולהורות לבעלי השליטה לשלם תמורת המניות את שוויין ההוגן (סעיף 338(א) לחוק החברות). בד בבד עם הגשת התביעות לבית המשפט המחוזי, ביקשו התובעים כי תביעותיהם יאושרו כתובענות ייצוגיות. בית המשפט המחוזי איחד את הדיון בשתי התביעות שהגיש התובע דרור שקולניק – נגד קניאל אריזות משקה בע"מ ונגד קניאל תעשיות אריזה בע"מ. שלוש התביעות נדונו בנפרד, לפני מותבים שונים של בית המשפט המחוזי בתל אביב-יפו.

החלטות בבקשות לאשר את התובענה כייצוגית

3. ההחלטה הראשונה בתיקים אלו ניתנה בתביעתו של שאול ממזן (להלן: ממזן) נגד קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ (להלן: קיטאל). בית המשפט המחוזי (כבוד השופט נ' ישעיה) דחה את הטענה הגורסת כי עצם העובדה שהמחיר שהוצע בהצעת הרכש גבוה ממחיר המניות בבורסה מוכיחה כי ההצעה הייתה הוגנת. לשיטת בית המשפט המחוזי, אין קשר הכרחי בין מחיר המניה בבורסה לבין שווייה ההוגן, שכן מחיר המניה מושפע גם מנתונים חיצוניים לפעילותה העסקית של החברה שאינם משנים כהוא זה משווייה האמיתי. כך למשל, קבע בית המשפט המחוזי, עשוי מחיר המניה להיות מושפע ממניפולציות שונות שמבצע בעל השליטה, שעשוי לפעמים להיות מעוניין במצג לפיו שווי המניות הוא נמוך משוויין האמיתי. לפיכך, קבע בית המשפט המחוזי כי "שווי הוגן" יבחן ביחס לשווייה הכלכלי הריאלי של החברה במועד הצעת הרכש. בנסיבות המקרה, קבע בית המשפט המחוזי כי ממזן לא הוכיח מהו שווייה הריאלי של קיטאל, והסתפק בחוות דעת שבחנה רק את שווי הנכסים בהם החזיקה החברה. בית המשפט המחוזי קבע גם כי הערכת השווי שהגיש ממזן לוקה בחסר שכן היא מתבססת על נתונים לא עדכניים. חרף זאת, קבע בית המשפט כי מאחר שמדובר בדיון בבקשה לאישור תובענה ייצוגית, ניתן להסתפק בנתונים חלקיים אלו, וכי

בהמשך הדרך ידרש ממן להציג הערכת שווי מקיפה ועדכנית. אשר על כן אישר בית המשפט המחוזי את התובענה כייצוגית. על החלטה זו הוגשה בקשה למתן רשות ערעור בשם קיטאל ובעל השליטה בה (רע"א 779/06).

4. פסק הדין בתביעתו של דרור שקולניק (להלן: שקולניק) נגד קניאל אריזות משקה בע"מ וקניאל תעשיות אריזה בע"מ (שתיהן להלן: קניאל) ובעלי השליטה בהן, ניתן כשנתיים לאחר ההחלטה בעניינה של קיטאל. בית המשפט המחוזי (כבוד השופט ר' רונן) קבע כי עצם העובדה שרוב בעלי המניות קיבלו את הצעת הרכש מהווה אינדיקציה חזקה לכך שהמחיר שהוצע הוא המחיר ההוגן. לפיכך, קבע בית המשפט המחוזי, קמה חזקה לפיה הסכמת רוב בעלי המניות מעידה על הגינות ההצעה, אותה נדרש התובע לסתור. בית המשפט המחוזי פסק כי דרך המלך לסתירת חזקה זו היא על-ידי הוכחה כי הפרוצדורה של הצעת הרכש לקתה בחסר. כך למשל, אם יוכיח התובע כי הסכמת הניצעים התבססה על מידע חלקי או בלתי מדויק; כי הסכמת הניצעים הייתה נגועה בשיקולים זרים; או כי הסכמת הניצעים נבעה מבורות ומחוסר הבנה כלכלית – הרי שיוכל לסתור את החזקה כי הסכמת הניצעים נבעה מהגינות המחיר. על-פי אמות מידה אלה, קבע בית המשפט המחוזי כי שקולניק לא הביא כל ראיה לסתור את החזקה כי הסכמת הניצעים להצעת הרכש מעידה על הגינות המחיר. בית המשפט המחוזי ציין כי בין מחזיקי המניות שהחזיקו באחוז נכבד ממניות קניאל נמנתה חברת אנליסט, אשר מתמחה בהשקעות בשוק ההון, והיא הסכימה להצעת הרכש. חזקה על חברה שמתמחה בהשקעות בשוק ההון – כך פסק – כי לא תסכים להצעת רכש בטרם תברר את כל הפרטים הרלוונטיים ותוודא כי המחיר שמוצע לה הוא מחיר הוגן. לבסוף, קבע בית המשפט המחוזי כי קיימים חילוקי דעות בין המומחים מטעם שני הצדדים, ועל כן שקולניק לא הרים את הנטל להוכיח כי המחיר שהוצע בהצעת הרכש היה בלתי הוגן. אשר על כן, דחה בית המשפט המחוזי את בקשתו של שקולניק לאשר את תביעתו כייצוגית. על פסק דין זה הוגש ערעור בשם התובע דלמטה – שקולניק (ע"א 5701/07).

5. כחודשיים לאחר מתן פסק הדין בעניינה של חברת קניאל, ניתנה החלטת בית המשפט המחוזי בעניינה של חברת נאות אביב בע"מ (להלן: נאות אביב). בית המשפט המחוזי (כבוד השופט ר' משל) אישר את תביעתו של אדי הרשקוביץ כתביעה ייצוגית. בהחלטה זו, שנסמכה על החלטת ביניים קודמת של בית המשפט המחוזי, נקבע כי המחיר שהציעה בעלת השליטה בנאות אביב אינו מחיר הוגן. בית המשפט המחוזי קבע כי הסכמת רוב הניצעים להצעה אינה מקימה חזקה כי המחיר המוצע היה הוגן. לשיטת בית המשפט המחוזי, משניתנה לבעל מניות שהסכים להצעת הרכש האפשרות לחזור

ולתבוע מבית המשפט כי יעריך את שווי המניות שנמכרו, הרי שהסכמתו להצעת הרכש אינה עוד אינדיקציה להסכמתו המלאה למחיר המוצע. בית המשפט המחוזי קבע עוד כי אף המחיר הבורסאי של המניה אינו אינדיקציה לשוויה ההוגן, כיוון שאין הוא לוקח בחשבון את הערך המוסף בו זוכה בעל השליטה מכך שהחברה עברה לבעלותו הבלעדית. לבסוף, קבע בית המשפט המחוזי כי שוויין ההוגן של המניות יקבע על-פי שווי כלל נכסיה של החברה בניכוי התחייבויותיה, קרי: השווי הנכסי של החברה. דרך זו, כך סבר, היא הדרך שתזכה את בעלי מניות המיעוט בחלקם היחסי מתוך הערך המוסף בו זכה בעל השליטה מהפיכתו לבעלים היחידים של החברה. על החלטה זו הוגשה בקשה למתן רשות ערעור בשם נאות אביב ובעלת השליטה בה (רע"א 7820/07).

טענות הצדדים

6. החברות טוענות כי יש להפעיל את סעד ההערכה במקרים חריגים בלבד, בהם התמורה שהוצעה לניצעים בהצעות הרכש חרגה באופן ברור משוויין ההוגן של המניות. לשיטתן, כאשר הצעת הרכש נוקבת במחיר הגבוה ממחיר השוק, ורוב הניצעים הסכימו להצעה, הרי שקמה חזקה לפיה מדובר במחיר הוגן. במקרה כזה, אין בית המשפט נדרש להעריך בעצמו את שווי המניות אלא אם הציג התובע ראיות הסותרות את החזקה. שאם לא כן, טוענות החברות, לא תוכל אף חברה להיערך להצעת רכש ולהשיג מקורות מימון נאותים, שכן יהא המחיר בו ינקוב בעל השליטה אשר יהא, יפנו בעלי מניות המיעוט לבית המשפט ויטענו כי המחיר אינו הוגן. אשר על כן, כך טוענות החברות, קבלת טענות התובעים תגרום לחוסר ודאות בשוק ההון ותקשה על בעלי שליטה לפנות בהצעות רכש כלשהן, נוכח חוסר היכולת להעריך מראש את מחיר העסקה. עוד טוענות החברות כי אין לצאת מנקודת הנחה כי מחירי המניות בבורסה "מתומרנים" תדירות בידי בעלי השליטה. החברות מבקשות להזכיר כי מניפולציה בשערי מניות היא עבירה פלילית וכי חלקים נרחבים בדיני ניירות הערך נועדו להעניק למשקיעים ביטחון בכך שאכן הם מקבלים מידע מלא ביחס לחברה בה הם משקיעים. משמעותה של הנחה לכאורית הגורסת כי מחירי המניות נקבעים על-פי האינטרסים של בעלי השליטה היא כי כלל המנגנונים שנועדו ליצור שקיפות בשוק ההון – נכשלים דרך קבע; לשיטת החברות, אין להנחה זו על מה שתסמוך.

7. התובעים מצדם טוענים כי רכישה כפויה של מניות היא פעולה חריגה המנוגדת למושכלות יסוד של המשפט הפרטי ולזכות החוקתית לקניין. לפיכך, כך סבורים התובעים, בחר המחוקק לאזן פגיעה זו בזכויות בעלי מניות המיעוט בדרך של

מתן סעד הערכה אשר יאפשר לבית המשפט לקבוע מהו שווייה ההוגן של המניה שנמכרה בכפיה. לטענתם, אין לראות בהסכמת מרבית הניצעים אינדיקציה להגינות המחיר, שכן הניצעים חשופים למצב של "דילמת האסיר", ובחירתם להיענות להצעה עשויה לנבוע מחוסר יכולתם להתאגד ולנהל משא ומתן אפקטיבי עם המציע. התובעים סבורים כי אילו הייתה הסכמת רוב הניצעים אינדיקציה מכרעת להגינות המחיר הרי שסעד ההערכה כולו היה הופך לאות מתה, שהרי הזכאות לו קמה רק כאשר מרבית הניצעים הסכימו להצעה. עוד טוענים התובעים כי גם המחיר הבורסאי של המניות אינו אינדיקציה מכרעת להגינות המחיר, שכן הוא מושפע מנתונים חיצוניים לחברה, כגון: מידת סחירות המניות, מגמות כלליות בשוק ומניפולציות שעורכים בעלי עניין כאלו ואחרים. לעניין זה תומכים התובעים את טענותיהם במספר פסקי דין של מדינת דלאוור שבארצות הברית, בהם נקבע כי שווי השוק של המניות אינו קריטריון מכריע לאומדן סעד ההערכה שינתן על-ידי בית המשפט. התובעים טוענים כי בית המשפט נדרש להעריך את שוויין הכלכלי הריאלי של המניות ולהיעזר לשם כך בחוות דעת של מומחים מן התחום הפיננסי.

8. על הטענות העקרוניות האלה נוספות טענות פרטניות מטעמם של הצדדים. קיטאל טוענת כי אפילו יבחן השווי ההוגן על-פי שווייה הכלכלי הריאלי של החברה "כעסק חי", הרי שלא הורם הנטל להוכיח כי המחיר שהציעה חורג משווי הוגן זה. קיטאל מציינת כי בית המשפט המחוזי עצמו קבע שחוות הדעת שהוגשה מטעם התובע הייצוגי התבססה על נתונים לא עדכניים ועל שיטת הערכה לקויה – הערכת השווי הנכסי של החברה. לפיכך, טוענת קיטאל, לא היה מקום לאשר את התביעה כייצוגית על בסיס חוות דעת לקויה זו, ולאפשר הגשת חוות דעת מעודכנת בהמשך הדיון. לשיטת קיטאל, בית המשפט יאשר תובענה כייצוגית רק אם ישוכנע כי הוכיח התובע, במועד האישור, כי קיימת אפשרות סבירה שהתובענה תוכרע לטובתו. אף על פי כן, טוענת קיטאל, העניק בית המשפט המחוזי לתובע אפשרות לבצע "מקצה שיפורים" ולהגיש חוות דעת נוספות מטעמו, חלף חוות הדעת הבלתי מספקת שהגיש.

בתגובה, טוען ממן כי אין צורך לקבוע את הקריטריונים לקביעת שווי הוגן של מניה במסגרת הדיון המקדמי באישור התובענה כייצוגית. מטעמי זהירות, לגופו של עניין, טוען ממן כי שווייה ההוגן של חברה צריך בכל זאת להיקבע על-פי שווי נכסי – קרי: שווי ריאלי של נכסיה בניכוי התחייבויותיה. לפיכך, נוכח העובדה כי חוות הדעת שהגיש מבוססת על שיטת השווי הנכסי, טוען ממן כי עמד בנטל ההוכחה הלכאורי הנדרש בשלב אישור התובענה כייצוגית.

9. קניאל טוענת כי שכר טרחתו של העד המומחה מטעם התובע בעניינה, רו"ח נח סופר (להלן: סופר) משולם באחוזים מסכום הפיצוי שיפסק בסופו של דבר לתובע – כך נגלה בחקירתו. לשיטת קניאל, די בעובדה זו כדי לאיין את משקלה של חוות דעתו, שכן היה לו אינטרס ברור להעריך את שווי המניות בהערכת יתר; זאת כדי להשיא את הפיצוי שישולם לתובע וכתוצאה מכך גם את שכר טרחתו. קניאל סבורה כי ללא חוות הדעת של המומחה מטעם התובע אין לתביעה נגדה על מה שתסמוך ועל כן נימוק זה לבדו מספיק לדחיית הערעור.

בתגובה, טוען התובע הייצוגי, דרור שקולניק, כי אין חשיבות לכך ששכרו של המומחה הותנה בתוצאות ההליך, כיוון שכל מומחה מעוניין כי עמדותיו יתקבלו בבית המשפט והתשלום המותנה אינו מוסיף לכך. שקולניק טוען כי אין ביכולתו לשלם את שכרו של מומחה בעל שיעור קומה שיתחרה במומחה מטעם חברה מבוססת דוגמת קניאל, ועל כן נדרש להתנות את שכר טרחת המומחה מטעמו בתוצאות ההליך. לטענת שקולניק, המומחה הוכיח את חוסר הפניות שלו ואת אמונתו בחוות דעתו, בכך שהסכים לא לקבל כל שכר, אלא אם יתברר כי חוות דעתו היא נכונה ומדויקת.

ע"א 5701/07

10. דין ע"א 5701/07 להידחות. אכן, במהלך הדיון בבית המשפט המחוזי, התברר כי שכר טרחתו של סופר, העד המומחה מטעם שקולניק, צפוי להיות משולם כאחוז מסכום הפיצוי שיפסק לבסוף לשקולניק. למעשה, בחקירתו של שקולניק בבית המשפט המחוזי הוברר כי הוא הסכים להעביר 20% מסכום הפיצוי הסופי לסופר, 20% נוספים לעורך-דינו, וכוונתו הייתה לזכות לבסוף ב-60% מסכום הפיצוי. אין איפוא כל ספק כי היה לסופר אינטרס ברור שיפסקו לתובע פיצויים גבוהים, שהרי בכך יגדל שכר טרחתו. נסיבות אלה משפיעות על משקלה של חוות הדעת. יפים לעניין זה דברי השופט ח' כהן:

"פשיטא שבית-המשפט יתייחס לעדותו של מומחה נייטרלי, שאין לו כל קשר אף עם אחד מבעלי הדין ואין לו כל ענין בתוצאות המשפט, אחרת מאשר לעדותו של מומחה שעומד בקשר של עובד למעביד עם אחד מבעלי-הדין ויש לו ענין ישיר (אם כי לא ענין כספי) בתוצאות המשפט"
 (ע"א 208/65 יצחק נ' חברת החשמל לישראל בע"מ, פ"ד יט(3) 552, 555 (1965)).

בענייננו, כאשר יש למומחה עניין כספי בתוצאות ההליך, על אחת כמה וכמה.

11. כנגד חוות הדעת מטעם התובע, הגישה קניאל את חוות דעתו של ד"ר יוסף בכר, רואה חשבון ואיש אקדמיה, אשר דוחה את טענות התובע ומסבירה מדוע המחיר שהוצע בהצעות הרכש למניות קניאל הוא מחיר הוגן וסביר. כאמור, יש לתת משקל יתר לחוות דעתו של המומחה מטעם קניאל, בנסיבות העניין. מבלי להמעיט במאומה מכישרונותיהם, ניסיונם או השכלתם של שני המומחים, אין למצוא פגם בכחירתו של בית המשפט המחוזי להעדיף את עמדת המומחה הבלתי-תלוי. לבית המשפט המחוזי היה בסיס ראוי לקבוע כי שקולניק לא הרים את נטל ההוכחה להראות כי קיימת אפשרות סבירה להכרעה בתובענה הייצוגית לטובת קבוצת התובעים. על כן, הערעור נדחה.

רע"א 779/06 ורע"א 7820/07

12. בהחלטות נשוא בקשות אלה אישר בית המשפט את התביעות כתובענות ייצוגיות. החברות מבקשות כי נשנה מהחלטות אלה. החלטנו לדון בשתי בקשות רשות הערעור כאילו ניתנה בהן רשות לערער והוגשו על פיה ערעורים. דין שני הערעורים להתקבל.

בית משפט זה עסק לראשונה בפרשנותו של סעיף 338 לחוק החברות, העוסק בסעד ההערכה, בע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (לא פורסם, 28.12.2009) (להלן: עניין עצמון). דעת הרוב בעניין עצמון, מפי חברי השופטים י' דנציגר וא' רובינשטיין, סברה כי הדרך הראויה לבחון האם הוצע לבעלי מניות המיעוט מחיר הוגן עבור מניותיהם, היא על-ידי הערכת שווי המניות בשיטת התזרימים המהוונים – Discounted Cash Flow (להלן: שיטת התזרימים המהוונים). עמדתי באותה פרשה הייתה כי על דרך רוב, צריך שווי השוק של המניות לשמש כאינדיקציה מרכזית, אף כי לא בהכרח יחידה, לשוויין ההוגן של המניות (להלן: שיטת שווי השוק). נוכח חילוקי הדעות שנמצאו בינינו ובפסיקות בתי המשפט המחוזיים, ובהתחשב בחשיבות הרבה שבקביעת כללים משפטיים אחידים וודאיים בתחום זה, החלטנו לשוב ולבחון את הפרשנות הראויה לסעד ההערכה בהרכב מורחב.

הצעת הרכש המלאה

13. הצעת רכש מלאה היא מנגנון בו נרכשות כל מניותיה של חברה ציבורית בידי גורם אחד – לרוב בעל השליטה בחברה – עד שהחברה הופכת למעשה לחברה פרטית. מנגנון זה מוסדר בסעיף 336 לחוק החברות, אשר מורה כי אין לרכוש מניות בחברה

ציבורית באופן שהרוכש יחזיק לאחר הרכישה יותר מ-90% ממניות החברה, אלא בדרך של הצעת רכש מלאה. סעיף 337 לחוק מורה, כי הצעת רכש מלאה תתקבל רק בתנאי ששיעור האחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה קטן מ-5% מהון המניות המונפק של החברה (או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה). קרי, כדי שניתן יהיה לקבל את הצעת הרכש נדרש כי סך כל אחזקותיהם של בעלי המניות שסירבו להצעה יפחת מ-5%. אותם חמשת האחוזים נמנים תמיד מתוך כלל ההון המונפק, ולא מתוך מספר המניות שאותן מבקש המציע לרכוש במסגרת הצעת הרכש. כתוצאה מכך, הרוב הנדרש לצורך קבלת הצעת הרכש מתוך כלל הניצעים – עשוי להשתנות בהתאם למספר המניות אותן מבקש המציע לרכוש. לדוגמא: אם מבקש המציע לרכוש 10.01% ממניות החברה (בהנחה שנמצאים ברשותו כבר 89.9% ממניותיה), הרי שדרושה לו הסכמתם של למעלה מ-5% מתוך ה-10% הניצעים, כלומר רוב של כמחצית. אולם, אם בידי המציע נמצאות 70% ממניות החברה ומבקש הוא לרכוש את 30 האחוזים הנותרים, בהצעת הרכש, נדרש לו רוב של למעלה מ-25% מתוך 30 האחוזים הניצעים, קרי רוב של מעל חמש-שישיות. המשמעות היא שהרוב הנדרש לצורך קבלת הצעת הרכש תלוי במספר המניות אותן מבקש המציע לרכוש. ובמילים אחרות: "ככול שהצעת הרכש המלאה מכוונת לרכישת כמות גדולה יותר של מניות, כן גדל הרוב הנדרש לקבלתה" (זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית", משפטים לב(2) 381, 408-409 (2002) (להלן: גושן)).

החופש לרכוש מניות – וסייגיו

14. ככלל, דיני החברות מאפשרים לכל בעל מניות לרכוש ולמכור מניות על-פי שיקול דעתו החופשי, בהתאם לשיקוליו האישיים ולעקרון חופש החוזים. חרף זאת, בשלושה מקרים שונים אסר המחוקק על בעל מניות להוסיף ולרכוש מניות נוספות בשוק החופשי עד שיפנה בהצעת רכש שוויונית לכלל בעלי המניות האחרים. המקרה הראשון הוא כאשר רכישת המניות מובילה להפיכת הרוכש לבעל המניות הראשון אשר מחזיק בדבוקת שליטה בחברה – קרי: ב-25% מזכויות ההצבעה בחברה. המקרה השני הוא כאשר הצעת הרכש הופכת את הרוכש לבעל המניות הראשון אשר מחזיק ביותר מ-45% מזכויות ההצבעה בחברה (סעיף 328(א) לחוק החברות). כאמור, המקרה השלישי בו חויב רוכש מניות בביצוע הצעת רכש הוא כאשר הרכישה מובילה להגדלת אחזקותיו עד שהפך למחזיק בלמעלה מ-90% מן המניות. אף שהדין מכנה את האחרונה בשם "הצעת רכש מלאה" ואת קודמותיה בשם "הצעת רכש מיוחדת", ואף שנקבעו לכל אחת מסוגי הצעות הרכש כללים שונים במקצת, ההצדקה בכל המקרים

האלה לחריגה מעקרון חופש החוזים ולהטלת איסור חריג על עסקאות רצוניות – דומה. בזו כמו גם בזו, קבע המחוקק כי הגדלת כוחו של בעל מניות בודד יוצרת שינוי משמעותי במבנה השליטה בחברה, ופוגעת ביתר בעלי המניות (ע"א 5105/09 שפירא נ' Dexia credit local, פס' 10-12 לפסק דיני (לא פורסם, 7.6.2012) (להלן: עניין שפירא)).

כך למשל, בהקשר של הצעת הרכש המלאה, קיים חשש כי כאשר יאחז בעל השליטה ביותר מ-90% מהמניות תקטן הסחירות במניה עד שיפגע שווייה, וכוחו הגדול של בעל השליטה יקל עליו לבצע מהלכים שהם בבחינת "עושק המיעוט". לפיכך, כדי לצמצם את הפגיעה האפשרית בבעלי מניות המיעוט, נקבעו שלוש "תחנות יציאה" שבהן יתאפשר לבעלי מניות לקבל תמורה שתניח את דעתם אם יבקשו למכור את אחזקותיהם בחברה. בד בבד עם קידום השוויון בין בעלי המניות וצמצום הפגיעה בהם, מקטינים הסדרים אלו את הסיכוי כי יכרתו עסקאות בלתי יעילות. זאת משום שהחובה להשיג רוב מבין כלל הניצעים מסייעת לנמעני ההצעה לפעול באופן קולקטיבי ומקטינה את החשש שכל אחד מהם בנפרד יענה להצעה לא כדאית אך בשל שיסבור כי חבריו צפויים להיענות לה (שם, בפס' 12 לפסק דיני; פרשת עצמון, בפס' 32-33; מוטי ימין ואמיר וסרמן תאגידים וניירות ערך 747 (2006) (להלן: ימין ווסרמן); אירית חביב-סגל דיני חברות לאחר חוק החברות החדש - כרך ב' 547-549 (2004) (להלן: חביב-סגל)).

15. ייחודיותם של דיני הצעת הרכש המלאה היא כי בד בבד עם ההגנה על בעלי מניות המיעוט הגלומה בהם, שומרים דינים אלה גם על האינטרס הלגיטימי של בעלי השליטה לרכוש את כל המניות שהנפיקה החברה ולהפוך אותה לחברה פרטית. התפיסה היא שהפיכת החברה לחברה פרטית, באמצעות הצעת הרכש המלאה, היא תופעה רצויה במקום שבו היא נושאת פירות כלכליים רצויים. הפיכת החברה הציבורית לחברה פרטית עשויה להביא לחסכון בעלויות, ובהן עלויות הנובעות מקיומן של חובות הדיווח המוטלות על חברות ציבוריות, מהסכנה של חשיפת מידע למתחרים עסקיים, ממנגנוני אישור העסקאות עם בעלי שליטה וכיוצא באלה חסרונות (ראו: הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" תאגידים ו/3 56, 59-60 (2009) (להלן: אהרוני-ברק וחמדני)). במילים אחרות, במקום שבו הפיכת החברה לחברה פרטית תביא להשאת הרווחה המצרפית, תיתפס הצעת הרכש כפעולה לגיטימית ואף רצויה. לשם קידום הצעות רכש ראויות, קבע חוק החברות כי לאחר שהצעת רכש התקבלה על-ידי רוב מיוחס של בעלי מניות המיעוט, יוכל המציע לרכוש בכפיה את מניותיהם של בעלי המניות שסירבו להצעתו. בכך, מגן החוק על בעל השליטה מפני הנצלן – לאמור בעלי מניות מיעוט שיבקשו

לנצל את רצונו לייעל את החברה על-ידי הפיכתה לפרטית, וידרשו כי ישלם להם מחיר מופרז עבור מניותיהם (גושן, בעמ' 406-407; ימין ווסרמן, בעמ' 748; פרשת עצמון, בפס' 37).

תכליתם של דיני הצעת הרכש המלאה היא איפוא, דו-קוטבית. מחד גיטא, משמשים דינים אלו להגנה על בעלי מניות המיעוט כנגד פגיעה בשווי מניותיהם כתוצאה משינוי מבנה השליטה בחברה, וכנגד הסכמה כפויה לביצוע עסקאות לא יעילות ומקפחות. מאידך גיטא, מגנים דיני הצעת הרכש המלאה על בעל השליטה כנגד סחטנותם של בעלי מניות המיעוט, באופן שיאפשר לו, לבעל השליטה, להשלים עסקאות רכש יעילות. פרשנות ראויה של דינים אלו תשאף לפיכך לשמר את האיזון העדין שבין האינטרסים הנוגדים של בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט, ותימנע ממתן הגנת יתר לאחד הצדדים.

סעד ההערכה

16. סעיף 338(א) לחוק החברות קובע:

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

נוכח תכליתם של דיני הצעת הרכש המלאה, הוראת המחוקק כי בית המשפט יקבע את שוויין ההוגן של המניות מעוררת על פני הדברים תמיהה. לכאורה, אם ההנחה של החוק היא כי הצעת רכש לה הסכימו מרבית בעלי המניות היא הצעת רכש יעילה, לא נדרשת התערבות נוספת של בית המשפט. זאת, בדומה להצעת הרכש המיוחדת, שבה נמעני הצעת הרכש הם אלו שמחליטים אם לקבל את הצעת הרכש או לדחותה, ובית המשפט אינו נדרש לחוות את דעתו על תנאי ההצעה. סעד ההערכה כופה גם על מציע הצעת הרכש לשלם עבור המניות סכום גבוה מזה שהציע מלכתחילה. בקובעו כן, פוגע סעד ההערכה בחופש החוזים של מציע הצעת הרכש, וניתן להניח כי הוא צפוי להרתיע מציעים המבקשים להציע הצעות רכש יעילות, שיחששו מן הסיכוי שבית המשפט יכפה עליהם בדיעבד עסקה בה הם אינם מעוניינים. פרופסור אוריאל פרוקצ'יה, יועץ לוועדה הציבורית שסייעה בניסוח החוק, עמד על מקור המתח הטמון בחוק:

ברצוני להדגים מקרה שבו כוונתנו, או לפחות כוונתי, לא עלתה יפה. [...]

ניתן לקבוע בחוק כי בעל השליטה לא ידחוק את רגליהם של בעלי מניות המיעוט מן החברה (לא יעשה "חילוטין", או, באנגלית "freezeout") אלא במחיר הוגן. אך השאלה האם מחיר ההצעה הוא למעשה מחיר הוגן יכולה להיות מוכרעת רק על ידי האח הגדול, ואילו אנו חפצנו להותיר את ההכרעה לבעלי הדבר עצמם. הטכניקה שנקטנו בה הייתה לאסור על ביצוע הרכישה על ידי איסוף מניות בשוק, וחיובו של בעל השליטה לממש את כוונתו בהצעת רכש מסודרת (סעיף 336). ... למעשה, זו הדרך היחידה לכבד את קניינם של בעלי המניות מקרב המיעוט ולתת להם עצמם (כלומר לרוב מניינם) את ההחלטה האם למכור את מניותיהם במחיר ההצעה אם לאו. לפי דעתי, זהו מודל נקי לגמרי של שלטון המשקיעים, ולא שלטונו של האח הגדול.

אך כאן קרתה תקלה. במהלך הדיונים בכנסת, התפתח שיח על זכויות קניין, ועל החשש שמא הפקעת זכויותיהם של בעלי המניות המסתייגים במחיר ההצעה היא הפקעה לא חוקתית. לא זכור לי מי פתח בשיח חוקתי זה וכיצד התגלגל. אך ברי לי לאן התגלגל, קרי לסעיף 338 לחוק החברות... אכן, האח הגדול במלוא הדרו. בית המשפט, שאין לו כלים לדעת האם מחיר ההצעה היה "הוגן", מוזמן עתה להיכנס לעובי הקורה ולפסוק את פסוקו, וזאת בניגוד גמור לאיזונים העדינים שארגנו בסוגיה לא פשוטה זו. החיפזון בחקיקתו של סעיף מוזר זה ניכר אפילו בלשונו העילגת... אך הוא ניכר עוד יותר בתוצאותיו הקשות.

(אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" משפטים לב 303, 325-323 (2002) (להלן: פרוקצ'יה)) (ההדגשות אינן במקור, א' ר').

בין אם מובאה זו מהווה תיאור נאמן של אופן השתלשלות הליך החקיקה ובין אם לאו, קשה להכחיש כי נוסחו הסופי של החוק כולל הגנה כפולה על בעלי מניות המיעוט. ראשית, הצעת רכש מלאה נדרשת להתקבל על-דעת רוב מיוחס של בעלי מניות המיעוט. מנגנון זה – הדרישה להסכמת הרוב – הוא מנגנון מסוג "כלל קניין". (לאבחנה בין 'כלל אחריות' לבין 'כלל קניין' ראו: Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972)). שנית, רק בהתקיים הסכמת הרוב רשאי המציע לכפות על המתנגדים למכור לו את מניותיהם בחברה, ובמקרה כזה יקום לניצעים – בכפוף להוראות סעיף 338 – גם סעד של הערכה. מנגנון זה הוא מנגנון מסוג "כלל אחריות" (ראו: גושן, בעמ' 409). היו שסברו כי כפל הכללים הקיים בחוק מעניק לבעלי מניות המיעוט הגנת יתר, וניתן היה להסתפק באחד מהם. כך סובר פרופ' פרוקצ'יה, כאמור, וכך סבורים גם מלומדים נוספים – "בהתחשב בהגנה החזקה של

'כלל קניין' הניתנת לניצעים בשלב קבלת הצעת הרכש המלאה, יש מקום לפקפק בנחיצותה של הזכות לסעד הערכה שמעמיד החוק לרשות הניצעים" (גושן, בעמ' 409). לשם השוואה, כפי שיתואר בהרחבה בהמשך, שיטת המשפט במדינת דלאוור בארצות הברית, ראתה לנכון להגן על בעלי מניות מיעוט על-ידי "כלל אחריות" – קרי: סעד הערכה – בלבד (עניין עצמון, בפס' 39).

17. כיצד ניתן להצדיק את דרישת המחוקק לרוב מיוחד של בעלי המניות, במשטר בו צפוי המחיר המוצע בהצעת הרכש להיות בעל משמעות משנית, והמחיר הסופי יקבע בכל מקרה על-ידי בית המשפט? דעת הרוב בפרשת עצמון סברה כי ניתן ליישב קושי זה על-ידי העמדת תכליתו של סעד ההערכה על הפגיעה הנגרמת לקניינם של בעלי המניות שמניותיהם נלקחות מהם בכפיה (פרשת עצמון, בפס' 38). על-פי העמדה הזו, הפגיעה החריגה בציפייתו הלגיטימית של בעל המניות להמשיך ולהחזיק בקניינו, אשר נגרמה בשל שמכירת המניות נכפתה עליו, מצדיקה את פיקוח בית המשפט על כך שהוא יקבל תמורה הוגנת עבור הרכוש שהופקע ממנו. אלא שפרשנות זו, המבוססת על האופן שבו פורש סעד ההערכה בשיטות משפט אחרות, אינה תואמת את לשון החוק הישראלי, המדגיש במפורש כי סעד ההערכה ניתן "לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה" (סעיף 338(א) לחוק החברות). הפרשנות שהציעה דעת הרוב בפרשת עצמון, אין בה כדי להסביר מדוע נדרש בית המשפט לשוב ולבחון את הגינות התמורה שניתנה לבעלי מניות שהסכימו להצעת הרכש.

זאת ועוד: מכיוון שהצעת רכש מתקבלת רק ברוב מיוחד של בעלי מניות, הרי שהרוב המכריע של הזכאים לסעד ההערכה הם בעלי מניות שהסכימו להצעת הרכש. על כן, אין זה סביר לבסס את תכלית הסעד כולו על מיעוט הזכאים שמניותיהם נרכשו בכפיה, במיוחד נוכח הוראת סעיף 338(ב) לחוק החברות המתיר לכל תובע סעד הערכה לבקש לאשר את תביעתו כתביעה ייצוגית בשם כל הניצעים בהצעת הרכש.

בשולי הדברים יצוין כי חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011, הוסיף לסעיף 338 את סעיפים קטנים (ג) ו-(ד) הקובעים כי:

- (ג) המציע רשאי לקבוע בתנאי הצעת הרכש המלאה, כי ניצע שנענה להצעת הרכש המלאה שהתקבלה כאמור בסעיף 337(א) או (א1), לא יהיה זכאי לסעד לפי סעיף זה.
- (ד) לא יהיה תוקף לקביעת מציע לפי סעיף קטן (ג), אם המציע או החברה לא פרסמו לפני מועד ההיענות להצעה

את המידע שחובה לפרסם לפי כל דין בקשר עם הצעת הרכש המלאה.

סעיפים 338(ג) ו-ד) מאפשרים למציע הצעת הרכש לקבוע כי ניצע שיסכים להצעת הרכש יוותר על זכותו לסעד ההערכה. תיקון זה, שנחקק בשנת 2011, אינו חל על המקרים שלפנינו, ולכן אין צורך לדון בו בעת הזו. עם זאת, יצוין כי אף לאחר התיקון, גם בעלי מניות שהסכימו להצעת הרכש זכאים לסעד ההערכה, אלא אם נקבע אחרת בתנאי ההצעה. לפיכך, התיקון לחוק אינו משנה את תכליתו העקרונית של סעד ההערכה.

18. פרשנותו הראויה של סעד ההערכה תיקבע איפוא בהתאם לתכליתם של דיני הצעת הרכש המלאה בכללותם – אשר נועדו אמנם להגן על בעלי מניות המיעוט, אך בה בעת ביקשו גם לתמרץ צדדים להציע ולהסכים להצעות רכש יעילות. פרשנות ראויה תתחשב גם בכפל מנגנוני ההגנה על בעלי מניות המיעוט, ותבהיר מהו התפקיד אותו ממלא כל אחד מהם. נקודת המוצא בחוק החברות היא כי הצדדים חופשיים לעצב בעצמם את העסקאות בהם יבחרו. כחריג לכך, נקבעו שלושת המקרים בהם תבצע עסקה רק בדרך של הצעת רכש, וגם במקרים אלו מצוי אופן גיבוש העסקה בידי הצדדים – מציע הצעת הרכש מחד גיסא, וציבור הניצעים כולו מאידך גיסא.

רק כחריג לחריג, מקום בו קיימת סיבה להניח כי הסכמת רוב רובם של הניצעים אינה משקפת את רצונם האמיתי, כגון שהסכמתם נבעה מכפיה או מעושה, או שהיא התבססה על מידע חלקי או מוטעה, קיימת הצדקה להתערבות חריגה של בית המשפט (ימין ווסרמן, בעמ' 759). חריג זה נועד להקל את החשש מכך שבמקרים חריגים עשויה הצעת רכש מקפחת ובלתי יעילה להתקבל גם על דעתם של רוב מיוחד מבעלי מניות המיעוט. בדרך זו, מגשימה פרשנות החוק את תכלית דיני החברות כולם – מתן כלים שיאפשרו לבעלי המניות בחברה לקבל החלטות עסקיות בהתאם לשיקול דעתם. התערבות בית המשפט נדרשת רק כאשר נוצר חשש כי נמנעה מבעלי המניות האפשרות להפעיל את שיקול דעתם באופן חופשי ומיודע.

שווי הוגן

19. מעצם טבעו, דורש הביטוי "שווי הוגן" פרשנות שתיצוק בו תוכן ותסביר כיצד תיבחן הגינותו של השווי המוצע. פרשנים מסוימים עשויים לסבור כי במקרה מסוים שווי מסוים הוא הוגן ואחרים עשויים לסבור כי השווי הוא בלתי הוגן, בהתאם

להשקפתם ביחס למהות ההגינות הנדרשת בהצעת רכש. ערכו של השווי ההוגן עשוי גם להשתנות בהתאם לסוגיה שבמסגרתה הוא נבחן. האופן שבו יקבע השווי ההוגן לעניין סעד ההערכה אינו זהה בהכרח לזה שבו ישתמש בית המשפט בהקשרים אחרים. פסקי הדין של בתי המשפט המחוזיים בתיקים שלפנינו, וכן פסק הדין של בית משפט זה בפרשת עצמון, התמקדו בשיטה "הנכונה" להערכת שווי המניות. אלא, שכאמור, נקודת המוצא היא כי אין שיטה "מדעית" להערכת שווי הוגן, ושיטת המדידה נגזרת מהתוכן הנורמטיבי שיוצק בית המשפט למושג "הוגן". לפיכך, סבור אני כי השאלה המרכזית העומדת בפנינו היא השאלה הנורמטיבית – קרי: על איזה אינטרס של בעלי מניות המיעוט בא הדין להגן בהעניקו להם את סעד ההערכה. הדרך שבה נעריך לבסוף את שוויין של המניות תהיה אך פועל יוצא של הפרשנות הנורמטיבית של החוק. קביעת האינטרס שעליו ביקש החוק להגן, היא קביעה פרשנית; על כן, בהתאם לעקרונות הפרשנות המקובלים, היא תיקבע על-פי תכליתו של סעד ההערכה.

20. במאמר פורץ דרך, שנחשב עד היום כאחד המאמרים הקלאסיים והחשובים בהיסטוריה של המחשבה המשפטית האמריקאית, הבחינו פרופ' פולר ופרופ' פרדו בין שלוש מטרות שונות של סעד הפיצויים בדיני חוזים (L.L. Fuller & William R.) ;Perdue, *The Reliance Interest in Contract Damages*, 46 YALE L. J. 52 (1936) לתיאור ההשפעה הרבה של המאמר על החשיבה המשפטית האקדמית, ראו: Richard ;Craswell, *Against Fuller and Perdue*, 67 U. CHI. L. REV. 99, 99-106 (2000) ליישום הניתוח התיאורטי של המאמר במשפט הישראלי, ראו: ד"נ 20/82 אדרס חמרי בנין בע"מ נ' הרלו אנד ג'ונס, פ"ד מב(1) 221, 267 (1988); ע"א 3666/90 מלון צוקים בע"מ נ' עיריית נתניה, פ"ד מו(4) 45, 56 (1992); ע"א 1846/92 לוי נ' מבט בניה בע"מ, פ"ד מז(4) 49, 54-55 (1993). המטרה הראשונה היא הגנה על אינטרס ההשבה, שהוגדר כהעמדת בעל הדין המפר במקום בו היה אלמלא ביצע את ההפרה; במילים אחרות: נטילת התעשרות בלתי-הוגנת. המטרה השנייה היא הגנה על אינטרס הציפייה (המכונה לפעמים: אינטרס הקיום), שהוגדר כהעמדת בעל הדין הנפגע במקום בו היה אלמלא בוצעה ההפרה. המטרה השלישית היא הגנה על אינטרס ההסתמכות, שהוגדר כהעמדת בעל הדין הנפגע במקום בו היה אלמלא נכרת החוזה מלכתחילה.

אף שסעד ההערכה אינו ניתן כפיצוי על הפרת חוזה, ניתן לשאוב השראה מההבחנה הקלאסית שהציעו פולר ופרדו כדי לחדד את שלושת האינטרסים שסעד זה עשוי להגן עליהם. הגנה על אינטרס ההשבה של בעלי מניות המיעוט תוביל לפרשנות הביטוי "שווי הוגן" כשווי שהפיקו בעלי השליטה מרכישת המניות. בדרך זו, יועבר לבעלי מניות המיעוט העושר שהפיקו בעלי השליטה כתוצאה מרכישת מניותיהם. הגנה

על אינטרס הציפייה של בעלי מניות המיעוט, תוביל לפרשנות הביטוי "שווי הוגן" כשווי שבו היו צפויים הצדדים להסכים לקיים את העסקה ביניהם. בדרך זו, יזכו בעלי מניות המיעוט למחיר שהיו מקבלים אילו הייתה נעשית העסקה בין צדדים שאינם סובלים מפערי מידע או מקושי בפעולה קולקטיבית. לבסוף, הגנה על אינטרס ההסתמכות של בעלי מניות המיעוט, תוביל לפרשנות הביטוי "שווי הוגן" כשווי שהיו מפיקים בעלי מניות המיעוט מן המניות, אילו היו ממשיכים להחזיק בהן והצעת הרכש הייתה נכשלת. בדרך זו, יזכו בעלי מניות המיעוט להשבת המצב לקדמותו – קרי: קבלת הערך של המניות בהם החזיקו לפני שיצאה הצעת הרכש לאוויר העולם.

21. כבר בבחינה מקדמית, ניתן להסיק כי אין כוונתו של החוק להגן על אינטרס ההשבה של בעלי מניות המיעוט. הסיבה לכך היא כי אילו היו בעלי השליטה מחויבים להשיב לבעלי מניות המיעוט את כל הרווח שהפיקו מהצעת הרכש, לא הייתה להם כל סיבה להציע את הצעת הרכש מלכתחילה. אין ספק כי מציע הצעת רכש מעונין להפיק רווח מההשתלטות על החברה והפיכתה לפרטית, וכפי שצוין לעיל, לא זו בלבד שזוהי שאיפה לגיטימית, אלא שאחת מתכליות הדין היא לקדם ולתמרץ הצעות רכש יעילות. נוסף על כך, רווחי בעל השליטה מהפיכת החברה לפרטית אינם "באים לו מאדם אחר" (כלשון סעיף 1 לחוק עשיית עושר ולא במשפט, התשל"ט-1979), שכן מדובר ברווחים הנלווים לשליטה ב-100% מהמניות, ושליטה כזו לא הייתה ברשות אדם אחר. בעלי מניות המיעוט לא החזיקו מעולם ברווחים הנלווים לשליטה מלאה בחברה, ועל כן רווחים אלו אינם נלקחים מהם.

22. האם ביקש הדין להגן על אינטרס הציפייה של בעלי מניות המיעוט? מכיוון שיש למציע הצעת הרכש רווח מיוחד מהפיכת החברה לפרטית, עשויים בעלי מניות המיעוט לדרוש ממנו חלק מרווח זה כתנאי להסכמתם להצעת הרכש (חלק זה יכונה להלן: פרמיה). מסיבה זו, נוטות עסקאות של רכישת שליטה מלאה בחברה לכלול פרמיה בשיעור מסוים, כתוצאה מדרישת בעלי מניות המיעוט לקבלת נתח מהרווח שיפיק בעל השליטה מההשתלטות. כאמור, משמעותה של הגנה על אינטרס הציפייה היא כי בית המשפט יקבע את שוויין ההוגן של המניות על-פי התוצאות שהיו צפויות למשא ומתן בין הצדדים, אילולא היה המשא ומתן ביניהם נגוע בכשלים כאלו או אחרים. במילים אחרות, המשמעות היא שבית המשפט יעריך מהי הפרמיה המוסכמת אליה היו הצדדים צפויים להגיע במשא ומתן ביניהם.

אלא שגם פרשנות שכזו, אינה הולמת את תכלית החוק. בניגוד למצב של הפרת חוזה, בענייננו, ערב הצעת הרכש, לא הייתה לבעלי מניות המיעוט כל ציפייה

לגיטימית לכך שיזכו לפרמיה על מניותיהם. הציפייה הקיימת לבעלי מניות המיעוט שהשקיעו בחברה, היא שיזכו לזכויות המוקנות להם בתקנון החברה ובחוק, כגון: זכאות לדיבידנד, זכויות הצבעה, וכדומה. כאמור, פרשנות ראויה של דיני הצעת הרכש המלאה מובילה למסקנה כי הדין חיזק את עמדת המיקוח של בעלי מניות המיעוט, בכך שאיפשר להם לנהל משא ומתן קולקטיבי מול מציע הצעת הרכש. במסגרת בחירתם הרצונית להסכים או לא להסכים להצעת הרכש, יכלו בעלי מניות המיעוט לדרוש פרמיה גבוהה יותר מזו שהוצעה להם. המנגנון שנקבע בחוק מסדיר משא ומתן עצמאי וחופשי בין הצדדים, ובו אין בית המשפט רשאי להתערב. סעד ההערכה נועד למנוע פגיעה בבעלי מניות המיעוט ביחס למצבם ערב הצעת הרכש, אך לא להשיג עבורם רווח. נוסף על כך, קביעה כי בעלי מניות המיעוט זכאים לקבל נתח כלשהו מרווחים עתידיים שעשוי בעל השליטה להפיק מהפיכת החברה לפרטית, צפויה להרתיע בעלי שליטה מהצעת הצעות רכש יעילות, ולפגוע ברווחה המצרפית (Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L. J. 698, 723-733 (1982)). עמדה על כל זאת דעת הרוב בפרשת עצמון:

”דומה כי אין מחלוקת באשר לבחינת שווייה של החברה במועד הגשת הצעת הרכש ולא לאחריו... זאת, משום שסעד ההערכה בא למנוע הרעה במצבם של בעלי מניות המיעוט יחסית למצבם ערב ההצעה. כפועל יוצא מכך, בהערכת השווי לא ייכללו הרווחים הצפויים לבעל השליטה בעקבות הרכישה עצמה. תוצאה זו מתחייבת משיקולי הגינות, שהרי בעלי המניות המוכרים אינם נושאים בסיכון הכרוך במימוש הרכישה ואין הצדקה כי ייהנו מרווחיה, ובעיקר משיקולי יעילות, כפי שמסבירה חביב-סגל בהקשר של מיזוג:

’אם היה סעד ההערכה כולל גם את רווחי המיזוג הצפויים, הוא היה נוגס ברווחיהם הצפויים של יזמי המיזוג מיזמתם. כל נגיסה שכזו היתה פוגעת בתמריץ של אלה לנקוט את פעולת המיזוג. במילים אחרות, כלל משפטי שהיה מאפשר לבעלי מניות המיעוט ליהנות מרווחי המיזוג, מבלי לשאת בסיכון הכרוך בו, היה מביא לחסימתם של מיזוגים יעילים, ולהקטנתה של העגה החברתית הכוללת.’ (שם, בעמ’ 610. ראו עוד עניין טנואי, בס’ 3; עניין רמת אביבים, בס’ 5).

זהו גם הדין בארצות הברית. הרווחים שבית המשפט מכליל בהערכת השווי, הם רק אותם רווחים הידועים נכון ליום המיזוג.”
(פרשת עצמון, בפס’ 65-66)

נוסף על כך, יש לציין כי לא ניתן להעריך מהו שיעור הפרמיה עליו היו הצדדים צפויים להסכים בנסיבות כאלו או אחרות. בעל השליטה עשוי לטעון כי לא התכוון לשתף את בעלי מניות המיעוט בשיעור כלשהו מרווחי הפיכת החברה לפרטית, ואין הצדקה לכפות עליו עסקה בה הוא אינו חפץ. גם השוואה לפרמיות שניתנו בעסקאות דומות בעבר אינה מספקת, מכיוון שהיא אינה מעידה על טיב המשא ומתן הספציפי שעשוי היה להתנהל בין הצדדים במקרה זה.

23. לפיכך, כפי שאכן נקבע בפרשת עצמון, יש להסיק כי תכלית סעד ההערכה היא למנוע הרעה במצבם של בעלי מניות המיעוט. כלומר, יש לפרש את הביטוי "שווי הוגן" כעוסק בשווי לו היו זוכים בעלי מניות המיעוט אילו היו מניותיהם נותרות בידם. פרשנות זו תגן על אינטרס ההסתמכות של בעלי מניות המיעוט, קרי: תעמיד אותם במקום שבו היו מצויים אלמלא הוצעה הצעת הרכש מלכתחילה (חביב-סגל, בעמ' 610-608; אמיר ברנע "הערכת שווי בהצעות רכש" משפט ועסקים ח 393, 395 (2008) (להלן: ברנע); יחיאל בהט חברות: החוק החדש והדין – כרך ג 111, 117 (מהדורה 12, 2011); Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Watcher, *The Fair Value of* (2011); *Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 J. Corp. L. 119, 131 (2005)). פרשנות זו אף תיישם נכונה את העקרון לפיו סעד ההערכה ניתן במקרים חריגים בלבד, ובכך תיישב באופן ראוי את המתח הפנימי המצוי בדיני הצעת הרכש המלאה. ניתן להניח כי בחלק גדול מהמקרים הסכמת הניצעים להצעת הרכש המלאה תנבע מכך שתמורת הצעת הרכש משפרת את מצבם ביחס לזה שהיה קיים ערב הצעת הרכש. במקרים טיפוסיים אלה, לא יהיו זכאים בעלי מניות המיעוט לסעד ההערכה. רק אם יוכיחו תובעי סעד ההערכה, כי רוב בעלי מניות המיעוט הסכימו להמיר את מניותיהם בתמורה בלתי מספקת, אשר פוגעת בהם ביחס למצבם ערב הצעת הרכש, הרי שיהיו זכאים לשוויין ההוגן של המניות, כפי שיקבע על-ידי בית המשפט.

שיטת ההערכה

24. לאחר שהגדרנו את תכליותיו של סעד ההערכה, ניתן לפנות לבירור השיטה הטובה ביותר להערכת ה"שווי ההוגן" של מניות, אשר תקדם תכליות אלה. נקודת המוצא לדיון, ועליה נדמה כי אין עוררין, היא כי אין שיטה ודאית לביצוע הערכה זו. בית המשפט נדרש אפוא לחפש את שיטת ההערכה אשר מניבה את התוצאות הקרובות ביותר לאלה שתואמות את תכליות סעד ההערכה.

לעניין זה, הציעו בעלי הדין שיטות הערכה שונות, העיקריות שבהן הן – הערכה לפי שווי שוק, והערכה לפי שיטת התזרימים המהוונים. לשיטתי, בהיעדר ראיות לסתור, הדרך הטובה ביותר להעריך את הערך שהיה צפוי בעל המניות לקבל אלמלא הוצעה הצעת הרכש, היא על-ידי בחינת שווי השוק הממוצע של המניות על-פני תקופת זמן שקדמה להגשת הצעה. מחיר ממוצע זה צפוי לשקף נאמנה את המחיר שקונים פוטנציאליים מוכנים לשלם עבור המניות (WTP – Willingness to Pay), שכן זהו המחיר שהוצע בפועל בתקופה האחרונה. חוסר רצונם של הקונים הפוטנציאליים להציע מחיר גבוה יותר עבור המניות, מוביל למסקנה כי גם אלמלא הייתה מוצעת הצעת רכש, לא היו בעלי מניות המיעוט מצליחים למכור את מניותיהם במחיר גבוה יותר. בעוד שווי השוק הבורסאי ביום המסחר האחרון לפני הגשת הצעת הרכש, עשוי להיות מושפע מתנודות מקריות כאלו או אחרות, שווי השוק הממוצע משקף את שווי המניות על-פי הערכת המשקיעים בשוק ההון.

בעל מניות מיעוט הטוען כי טעמם של המשקיעים בשוק ההון הישראלי צפוי להשתנות באופן מהותי, והם צפויים לגלות לפתע נכונות לשלם עבור המניה סכום אשר גבוה באופן ניכר ממחירה הממוצע בתקופה האחרונה, טוען לקיומן של נסיבות חריגות. משכך, עליו נטל הראיה; על תובע סעד ההערכה להוכיח כי מחיר השוק של המניה צפוי היה להשתנות בעתיד באופן שמחירה הנוכחי המהוון גבוה ממחיר השוק הממוצע שלה בתקופה האחרונה. כך למשל, אילו יוכיח התובע כי סמוך לאחר מועד הגשת הצעת הרכש, מתכוונת החברה להודיע למשקיעים על מידע חדש שצפוי להעלות את ערך מניותיה באופן ניכר, הרי שבכך יסתור את החזקה כי שווי השוק הוא השווי ההוגן. במקרה שכזה, הסכמת הניצעים להצעת הרכש גרמה להם נזק ממשי, שכן אילו היו מחזיקים במניותיהם זמן מועט נוסף, היו יכולים למכור את מניותיהם בשוק החופשי במחיר גבוה יותר. תחת זאת, הערך המוסף של עליית מחיר המניה כתוצאה מהמידע החדש שהתגלה עובר במלואו לבעל השליטה. בנסיבות חריגות שכאלו, נדרש בעל השליטה לשלם לבעלי מניות המיעוט את הסכום ששייב אותם למצב בו היו אלמלא הוצעה הצעת הרכש מלכתחילה.

25. באשר למשך הזמן שבמהלכו יבתן שווי השוק – תקנה 10(ב) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000 (להלן: תקנות הצעת רכש) דורשת ממציע הצעת רכש להודיע לכל הניצעים את "ממוצע מחירי המניה בששת החודשים שקדמו לתאריך המיפרט" וכן את "מחיר המניה סמוך לפני תאריך המיפרט". מכאן נובע כי מתקין התקנות סבר שממוצע מחירי המניה בששת החודשים האחרונים ומחיר המניה סמוך לפני מועד מתן הצעה נותנים לניצעים בהצעת הרכש אינדיקציה טובה לגבי שווי

השוק של מניותיהם. הבחירה בתקופה של שישה חודשים כתקופת הזמן לחישוב המחיר הממוצע בוודאי אינה בחירה הכרחית, אך היא משקפת ככל הנראה את תפיסת מתקין התקנות כי מחיר ממוצע בתקופה שכזו משקף תכופות את הצפוי לחברה בעתיד. תקופת הזמן שנבחרה משקפת איזון בין החשש מכך שהשוואה לתקופת זמן קצרה מדי עשויה לתת משקל יתר לתנודות מקריות וזמניות, ובין החשש מכך שהשוואה לתקופת זמן ארוכה מדי עשויה לתת משקל חסר למצבה העדכני של המניה. פרק הזמן שנבחר בתקנות לחישוב מחירה הממוצע של המניה אינו מחייב את הצדדים להליך המשפטי, ואלה רשאים להציג בפני בית המשפט נתונים שיוכיחו את טענותיהם בדבר הגינותה או אי הגינותה של התמורה שהוצעה. יחד עם זאת, משנקבע פרק זמן שכזה בתקנות, מן הראוי כי הצדדים יתכבדו להסביר מדוע הם סבורים שנכון יהיה לחשב את המחיר הממוצע על פני פרק זמן שונה. כך למשל, אילו יוכיח בעל-דין כי חל שינוי מהותי בפעולתה העסקית של החברה, ובגינו מחיר המניה בתקופת זמן מסוימת בעבר אינו מהווה עוד אינדיקציה למחירה הנוכחי – יהיה זה ראוי להתעלם מתקופת זמן זו בחישוב הממוצע.

26. יתרונה המרכזי של שיטת שווי השוק הוא בהתאמתה לתכלית סעד ההערכה – הגנה על אינטרס ההסתמכות של בעלי מניות המיעוט. באופן פשוט, אלמלא הוצעה הצעת הרכש, יכלו בעלי מניות המיעוט למכור את מניותיהם בשוק החופשי ולקבל עבורן את שווי השוק שלהן. יתר שיטות ההערכה, שהוצעו, ממוקדות בהערכת שווי החברה בכללותה ולא בהערכת שווי המניות. ככאלה, מעצם טבען, אין השיטות האלו ממוקדות במציאת הערך אותו מבקש סעד ההערכה למצוא – הערך שיכל בעל המניות לקבל אלמלא הוצעה הצעת הרכש.

אין זהות הכרחית בין אחוז אחד משווי החברה כ"עסק חי" לבין השווי בו יכול היה לזכות בעל אחוז אחד ממניות החברה אילו היה ממשיך להחזיק במניותיו. לבעלי מניות עומדות שתי דרכים מרכזיות להפיק ממניותיהן ערך כלכלי – קבלת דיבידנדים מהחברה ומכירת המניה. באופן תיאורטי, יתכן כי הערך הכלכלי של מניות יקבע על-פי אחוז משווייה של החברה כ"עסק חי", שהרי מניה משקפת אחוז מסוים מהבעלות בחברה. אלא שיכולתו העתידית הממשית של בעל מניות למכור את מניותיו תלויה בהימצאותו של קונה ממשתי שיסכים לקנות מניות אלו בשוק החופשי ובמחיר המוצע. אלמלא הוצעה הצעת הרכש המלאה, לא היו זוכים בעלי מניות למכור את מניותיהם תמורת חלקם היחסי בשווייה התיאורטי של החברה כ"עסק חי", אלא אם קונה מרצון היה מסכים לשלם להם סכום זה. לפיכך, על-פי תכליתו של סעד ההערכה, הערכת שווי חברה כ"עסק חי" יכולה לסייע לבית המשפט למצוא את שוויין ההוגן של המניות רק

אם היא מעריכה נכונה את הערך שקונה מרצון צפוי לשלם עבורו. ביתר דיוק, שיטה זו היא רלוונטית רק אם היא משמשת להערכת ערכו הנוכחי של המחיר העתידי שבו ימכור בעל המניות את מניותיו, בתוספת ערכם הנוכחי של הדיבידנדים שישולמו לו עד למכירת המניות. אלא שכפי שיפורט להלן, בהיעדר נסיבות חריגות, שיטת שווי השוק היא דרך יעילה ומדויקת יותר לביצוע הערכה זו.

השיקולים המשפיעים על המשקיעים בשוק ההון

27. אם יהיו המשקיעים בשוק ההון תמימי דעים עם מסקנותיו של מומחה הגורס כי שווייה של החברה כ"עסק חי" צפוי להיות בעל ערך מסוים, והם יהיו מוכנים לשלם אחוז מסכום זה עבור כל אחוז ממניות החברה, הרי שלא יהיה הבדל בין שיטות ההערכה השונות. שווי השוק של מניות החברה יהיה לשווי החברה כ"עסק חי" על-פי חוות דעת המומחה. במקרים בהם שווי השוק נמוך מהשווי שנקבע בחוות דעת המומחה, מתקיימת הוכחה לכאורה כי המשקיעים בשוק ההון אינם מסכימים עם חוות דעת המומחה או שהם אינם סבורים כי שווי החברה יתבטא בערכן של מניותיה. אילו היו סבורים אחרת, ודאי שהיו מוכנים לשלם מחיר גבוה יותר עבור המניות, ושווי השוק שלהן היה עולה. גם אם נניח כי אין מחלוקת בדבר נכונות חוות דעת המומחה, יכולות להיות סיבות רבות לכך שמשקיעים יעריכו שערך המניות לא יסקף את מלוא הצלחת החברה. כל עוד זוהי הערכת המשקיעים, הרי שאין טעם להעריך את שווי החברה כ"עסק חי", שהרי שווי זה לא בא לידי ביטוי בערך המניה, ובעל מניות המיעוט לא היה מסוגל למכור את מניותיו עבור שווי זה, גם אלמלא הייתה מוצעת הצעת הרכש. שווי החברה כ"עסק חי" הוא רק אחד השיקולים המשפיעים על המחיר שמוכן לשלם משקיע בשוק ההון, ושיטת הערכה זו כלל לא מתיימרת לנתח שיקולים רלוונטיים אחרים. לעומת זאת, שווי השוק של מניה נקבע על-פי המחיר ששילמו משקיעים בפועל, ועל כן הוא משקלל את כלל השיקולים שהשפיעו על המשקיעים.

28. לשם המחשה, ניתן לציין שני נתונים מרכזיים שמשפיעים על שיקול דעתם של המשקיעים – מלבד שווי החברה כ"עסק חי" – סחירות המניה ומבנה השליטה בחברה (ברנע, בעמ' 395). במקרים שלפנינו, הוצעה הצעת רכש מלאה לאחר שבעל השליטה החזיק ברוב המכריע של המניות. כפועל יוצא מכך, סחירותן של מניות המיעוט הייתה נמוכה יחסית, שכן שיעור נמוך יחסית מהמניות עמד למסחר בבורסה, והיתר הוחזקו בבטחה בידי בעל השליטה. 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 שוויה של מניה שאינה סחירה והשקעה בה אינה השקעה נזילה; הערכת חסר זו כונתה בספרות – Marketability Discount (Yakov Amihud, Haim Mendelson & Lasse Heje Pedersen, *Liquidity and Asset Prices*, 1(4) FOUNDATIONS AND TRENDS IN FINANCE 269 (2005); Mukesh Bajaj et al., *Firm Value and Marketability Discounts*, 27 J. CORP. L. 89 (2001); ראו גם: חיים לוי וגיא קפלנסקי מבוא למימון – מימון חברות בישראל הלכה ומעשה 324 (2008)). אמנם, אחת מתכליות הצעת הרכש המלאה היא להגן על בעל מניות מיעוט כנגד מצב של סחירות נמוכה הנגרמת כתוצאה מכך שבעל מניות אחד מחזיק ביותר מ-90% ממניות החברה. יחד עם זאת, כל עוד בעל השליטה מחזיק בפחות מ-90% מהמניות, מידת הסחירות במניה היא נתון אשר משפיע על שווי המניה באופן לגיטימי וחוקי. משכך, זכאי בעל מניות המיעוט לכך שהשווי ההוגן של מניותיו יחושב באופן שיעמיד אותו במצב בו היה בטרם הוגשה הצעת הרכש, בהתחשב, בין השאר, במידת הסחירות של מניותיו באותה עת.

29. נתון רלוונטי שני הוא כאמור מבנה השליטה בחברה. שווי החברה כ"עסק חי" יהיה זהה כאשר השליטה בחברה מבוזרת בידי עשרה בעלי מניות המחזיקים בחלקים שווים מהחברה, וכאשר ישנו בעל שליטה אחד המחזיק ב-90% מהמניות. אלא שסביר מאוד להניח כי משקיעים ממשיים בשוק ההון מעריכים באופן שונה את שווי המניות בשני המקרים הללו. כפי שהוזכר לעיל, זוהי נקודת המוצא של דיני הצעת הרכש המיוחדת והמלאה. הנחת היסוד של הדין היא כי בעלי מניות המיעוט נפגעים כתוצאה מריכוז השליטה בחברה בידי בעל מניות בודד, והנחה זו מגובה במחקרים אמפיריים (עניין שפירא, בפס' 11 ובהפניות שם). מחקרים נוספים אף מראים כי גובהה של פרמיית השליטה, המשקפת את ערכן העודף של מניות המקנות שליטה בחברה על פני יתר המניות, בישראל גדול פי 27 מאשר בארה"ב ובאנגליה, פי 14 מאשר בפינלנד ובצרפת, וזהה לזו שבקולומביה ובארגנטינה (Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 JOURNAL OF FINANCE 537, 551 (2004)). ההסבר המקובל לנתון זה הוא כי בעלי השליטה מסוגלים, באמצעים שונים, לגרוף נתח גדול יותר מרווחי החברה מאשר בעלי מניות המיעוט, ועל כן הם נכונים לשלם פרמיית שליטה גבוהה (שם, בעמ' 540-541). יש הרואים בנתון זה כמעיד על אזלת ידם של דיני התאגידים בישראל, וממליצים על שימוש בחקיקה על מנת להקטין את כחם של בעלי השליטה (דין וחשבון הוועדה להגברת התחרותיות במשק – המלצות סופיות והשלמה לדו"ח הביניים 12-13 (18.3.2012)); וכן במיוחד בנספח לדין וחשבון זה – LUCIAN BEBCHUK, CORPORATE PYRAMIDS IN THE ISRAELI ECONOMY: PROBLEMS AND POLICIES 14-16 (A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy, 2012). כך או כך, במצב המשפטי הנתון, מיקוד

הדיון בשווי החברה "כעסק חי" והערכת מניות הרוב והמיעוט כזהות, אינם עולים בקנה אחד עם הנחת היסוד של דיני הצעת הרכש, לפיה שליטה דומיננטית בחברה פוגעת במחיר מניותיהן של בעלי מניות מיעוט.

שיקול דעת המומחים מול שיקול דעת המשקיעים

30. הניתוח האמור לעיל נעשה בהנחה כי חוות דעתו של המומחה שניתח את שווי החברה היא מוסכמת ואין עוררין על שווייה של החברה כ"עסק חי". אלא שהנחה זו רחוקה מלהיות מציאותית, ונדירים המקרים בהם לא יתקיימו חילוקי דעות ביחס לשווי חברה. הצורך המובנה בהסתמכות על חוות דעת מומחים עלול לעורר קושי. עמד על כך פרופ' פרוקצ'יה: "כל מי שבקיא בפרקטיקה בנושא זה מודע לכך כי מספר ההערכות הינו כמספר המומחים, והן נבדלות זו מזו לעתים קרובות בצורה קיצונית. הסיבה איננה – או לפחות איננה רק – נכונותם של המומחים להתאים את הערכתם לרצונו של המזמין, אלא גם בכך שמלאכת ההערכה אינה מדע מדויק". ועוד: "כל חישוב, מדויק ככול שיהיה, המבוסס על נתונים משוערים, אינו יכול להניב אלא תוצאות משוערות" (פרוקצ'יה בעמ' 303, 325 ה"ש 43). שימוש בשיטת התזרימים המהווים מחייב הערכה של כל התזרימים העתידיים הצפויים להתקבל מעסקי החברה בעתיד. הערכה זו צריכה כמובן להניח מהם התנאים המאקרו-כלכליים שישררו בעתיד, מה תהיה רמת התחרות מולה תתמודד החברה, מה תהיה רמת הביקוש למוצרים או לשירותים שמספקת החברה, ועוד כהנה וכהנה. לא זו אף זו, הערכת סכום התקבולים העתידיים אינה מספקת, ויש להעריך גם את מועד קבלתם. זאת מכיוון שההנחה הכלכלית היא שיש ערך כספי לחלוף הזמן. לבסוף, יש לבחור מהו מקדם ההיוון שבו יהוונו התקבולים העתידיים המשוערים, ואשר אמור לשקף את מידת הסיכון הקיימת בעסקי החברה – לאמור: מידת הסיכוי כי התקבולים העתידיים המשוערים כלל לא יגיעו לחברה. ברי כי הערכת נתונים עתידיים כה רבים, בחברות שמנהלות פעילות עסקית נרחבת, רחוקה מלהיות בגדר "מדע מדויק" (ראו: ע"א 9709/10 דן נ' קווי אשראי לישראל שיתופים פיננסים משלימים בע"מ (בפירוק) (לא פורסם, 28.3.2012)).

קושי זה מתחדד במקום שבו הצדדים אינם נושאים בעלות של הבאת ערכים קיצוניים לפני בית המשפט מאחר שהם אינם נדרשים לזנוח את המחיר שהוצע להם. בעוד הערכות הנעשות לצורך עסקאות בשוק מחייבות את המשקיעים "לשים את כספם" על נשוא הערכותיהם, הרי שהערכה המבוצעת לצורך התדיינות שיפוטית גרידא אינה כרוכה בעלות של אחריותות מבחינת הצדדים. הצדדים המתדיינים עשויים לפיכך להיגרר "להערכות קיצוניות וחסרות רסן" (חביב-טגל, בעמ' 594). גם דרך הצגת

התוצאות עשויה להלום את האינטרסים של כל אחד מהצדדים. "קברניטי העסקה יבקשו לנצל את הגמישות שבנוסחאות ההערכה, על מנת 'למתוח' את התוצאות כלפי מטה, ולהציג לפני בית המשפט הערכות שווי נמוכות במיוחד... בעלי המניות המתנגדים, לעומת זאת, יבקשו לבסס הערכות אופטימיות וליברליות למניות החברה הנרכשת, על מנת להצדיק את התערבותו של בית המשפט במחיר העסקה"; אכן, "הערכה ליברלית מטיבה עם המיעוט בעוד שהערכה שמרנית מטיבה עם הרוב ועם קברניטי העסקה" (חביב-סגל, בעמ' 594, 617). הטיית נוסחאות ההערכה עלולה להיעשות, בין היתר, באמצעות בחירה אסטרטגית של הנתונים המוצגים ב"משוואה" כגון משך התקופה הנלקחת בחשבון לצורך הערכת רווחי החברה או מקדם ההיוון המשמש לצורך החישוב (חביב-סגל, בעמ' 617-627).

31. הקושי שבהסתמכות על מומחים בהקשר זה מוכר גם בשיטות משפט אחרות:

"...appraisal is not an exact science, and entails much subjectivity, estimation, and prediction. The dissenting shareholder typically alleges that the stock has a fair value between two and ten times the fair value claimed by the corporation"
(Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L. J. 615, 683 (1998); Randall S. Thomas, *Revising the Delaware Appraisal Statute*, 3 DEL. L. REV. 1, 14 (2000))

יש המציינים כי בדלאוור, מאז המעבר לשיטת התזרימים המהוונים, גבוהות ההערכות השיפוטיות של המניות באופן ניכר מן ההערכות שאליהן הגיע בית המשפט תחת כלל ההערכה המשוקלל (שהביא בחשבון ההערכה תוצאה משקוללת של כלל שיטות ההערכה האפשריות). המעבר לחישוב שווי המניות לפי שיטת התזרימים המהוונים, כך נמצא, הביא לעלייה בשווי המניות הממוצע כפי שנפסק (ביחס לשווי המוצע בהצעת הרכש), כאשר במרבית המקרים המחיר שנקבע בהערכה השיפוטית גבוה פי שניים ממחיר העסקה בין הצדדים (חביב-סגל, בעמ' 636-637).

32. בעוד שהערכת שווי החברה על-פי שיטת התזרימים המהוונים נסמכת על השערות מומחים הצופים פני עתיד כיד המומחיות הטובה עליהם, נסמכת הערכה הנשענת על שווי השוק מטבעה על שערים ידועים. יתרונה של שיטת הערכה הנסמכת על שווי השוק של המניה נעוץ בכך שהיא מספקת נתון אובייקטיבי להערכת שווי המניה, ככל שקיים נתון כזה. היא נסמכת על מציאות קיימת, על מצב נתון של שערים,

המשקללים מצדם גם הערכות צופות פני עתיד. ההנחה היא שמקום שבו השוק תחרותי דיו, משקללים המשקיעים בשוק ההון, מגוון נתונים ובהם: הכנסות החברה, הסיכון הטמון בה, פוטנציאל הצמיחה של החברה, מבנה הניהול, מדיניות הדיבידנד של החברה ומבנה ההון שלה. יש הטוענים כי שיטת שווי השוק היא שיטת הערכה שמרנית "המבוססת על נתוני העבר" ואילו שיטת התזרימים המהוונים היא שיטה "שאינה נסמכת רק על נתונים קיימים ויש בה גם משום צפיית פני העתיד" (פרשת עצמון, בפס' 57), אולם כמתואר לעיל – תפיסה זו אין לקבל. התייחסות לעסקאות הממשיות שמבצעים משקיעים בשוק ההון כמבוססות על "נתוני העבר" בלבד, משמעה כי כל רוכשי המניות שמים כספם על קרן הצבי, בהציעם מחיר שאינו צפוי להוביל אותם בעתיד לרווח. נקודת מבט זו רחוקה מן המציאות. אדרבה, מחיר השוק הוא שקלול של מטעם, שנובע מכוונת המשקיעים למקסם את נכונות הבחירה. ככלל, גדולה 'חכמת השוק' מתבוננת החזאים הצופים מבעד לאבן הבדולח אל העתיד; קל וחומר כך, מקום שבו מוטה התחזית בשל אינטרסים משפטיים.

אף שבית המשפט הוא בבחינת "מומחה למומחים" (ראו והשוו: ע"פ 141/04 פלוני נ' מדינת ישראל, פס' 10 (לא פורסם, 15.3.2006)), ספק אם מומחיות זו עדיפה על פני אמת מידה הכוללת נתון מרכזי ידוע, מקום שזו קיימת. נתון קיים זה משקלל למעשה תחזיות מתחרות בדבר עתידה הכלכלי של החברה ומהוון אותן במחיר השוק. ההווה משקף מצג של העתיד. אכן זהו מצג שאין וודאות בנכונותו, אך יתרונו בכך שאין ויכוח על זהותו. את ההווה – ובענייננו שוק ההווה – לא יצליחו מומחים לסתור.

חוסר הוודאות בשיטות ההערכה השונות

33. שיטה הנסמכת על חוות דעת של מומחים נוטה ליצור פערים בין הערכות סובייקטיביות של הצדדים. שיטה כזו עלולה ליצור חוסר ודאות אצל הצדדים לגבי תוצאות הצעת הרכש ולגבי תוצאות ההליך המשפטי, וזה מצידו עלול להעמיס על הצדדים עלויות עסקה נוספות ומיותרות. עלייה זו במחיר ההתדיינות עשויה להשפיע על מנגנון הצעת הרכש בכמה היבטים. היא עשויה לפגוע ביעילות העסקה – לכאן ולכאן.

ראשית, ייקור ההליך כתוצאה מהסתמכות על הערכות המומחים וחוסר הוודאות המלווה אותו, עלול להקשות על בעלי המניות מקרב הציבור, שידם אינה משגת לנהל הליך אדברסרי יקר (Joel Seligman, AMERICAN LAW INSTITUTE'S CORPORATE GOVERNANCE PROJECT: REMEDIES: *Reappraising the Appraisal*

28- *Remedy*, 52 GEO. WASH. L. REV. 829, 830 (1984); וראו גם: Thomas, בעמ' 28- Mary Siegel, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*; 27 Roberta Romano, *The Political Century*, HARV. J. ON LEGIS. 79, 79-80 (1995) (1987) 73 VA. L. REV. 111, 175. *Economy of Takeover Statutes*, שנית, תוספת עלויות ההתדיינות עלולה לעלות כדי חסם בפני הצעות רכש יעילות. "החשש כי בית המשפט יטרוף לו את הקלפים בדיעבד, ויאלץ אותו להגדיל את התמורה המירבית שהוא מוכן לשלם בעד מניות המיעוט, תתפרש (כך במקור, א' ר') מעתה בעיני המציע כמעין מס על הגשת הצעה, ותביא לכך כי מספר ההצעות שמציעים שכמותו יציעו בשיווי משקל יהיה נמוך מן האופטימום החברתי" (פרוקצ'יה, בעמ' 325-326; ברנע, בעמ' 394; לתפיסה דומה בארצות הברית, ראו: Michael R. Schwenk, NOTE: *Valuation Problems in the Appraisal Remedy*, 16 CARDOZO L. REV. 649, 650 (1994).

34. בית משפט זה עמד בעבר על החשיבות העילאית שבקביעת כללים ודאיים ויציבים שינחו את התנהלות המשקיעים בשוק ההון בכלל, ובתחום הצעות הרכש בפרט (ראו: עניין שפירא, בפס' 21; ע"א 7414/08 תרו תעשייה רוקחית בע"מ נ' Sun Pharmaceutical Industries Ltd, פס' 7-8 לפסק דינה של השופטת נאור (לא פורסם, 7.9.2010)) ברי, כי יתרונה של שיטת השוק בהקשר זה הוא גם בוודאותה. שיטת הערכה הנסמכת על נתונים ממשיים ומציאותיים הגלויים לעין כל, ולא על חזון או תחזית, כפי שהם מעוצבים בדיעבד על-ידי מומחים, מעניקה לצדדים מידה רבה יותר של ודאות. כפי שצוין לעיל, מידה מסוימת של חוסר ודאות קיימת גם בשיטת שווי השוק, שכן לפעמים עשויים הצדדים לסטות מדרך החישוב המופיעה בתקנות הצעת רכש, ולהציג בפני בית המשפט חישובים המבוססים על ממוצע שנמדד על פני פרקי זמן שונים. ואולם, ברי כי בהשוואה לספקולטיביות הטבועה בשיטת התזרימים המהוונים, ודאותה של שיטת שווי השוק גבוהה בהרבה.

פערי מידע ובעיית הנציג

35. נוסף על התאמתה של שיטת שווי השוק לתכליתו של סעד ההערכה, נראה כי קיימת גם הגזמה בכל הנוגע לחסרון המרכזי המיוחס לה. התפיסה היא שיתרון המידע המצוי בידי בעל השליטה, עובר להצעת הרכש, מאפשר לו לעשות שימוש מניפולטיבי במידע שברשותו, וזאת לצורך הוזלת מחיר השוק כך שיוכל "לקנות החוצה" את המיעוט. לעומת זאת, כך נטען, מאפשרת שיטת התזרימים המהוונים, לשני הצדדים, להגיש לבית המשפט חוות דעת מטעמם, ובכך היא מצמצמת את השפעתה של

המניפולציה. במילים אחרות, הטענה היא ששיטת התזרימים המהוונים מקטינה במידה מסוימת את השפעתם של פערי המידע בין הצדדים, ובהתאם – גם מקטינה את יכולתם של בעלי השליטה לבצע מניפולציות כנגד בעלי מניות המיעוט. על פניו מדובר בטיעון משכנע, אך במבט מעמיק יותר, נדמה כי הפערים בין השיטות אינם משמעותיים, אם בכלל הם קיימים.

36. ראשית, אין חולק כי אם יראה התובע שהוסתר מן הציבור מידע קריטי הנוגע לפעילותה העסקית של החברה, הרי שבית המשפט ידרש לשקלל מידע זה במסגרת הערכת שוויין ההוגן של המניות. החזקה כי מחיר השוק משמש כמדד ראוי להערכת שוויין העתידי של המניות אלמלא הוצעה הצעת הרכש, היא חזקה הניתנת לסתירה. כאשר ידוע כי מידע שהיה נסתר מן הציבור ועתיד להתפרסם בעתיד הקרוב ישפיע באופן מהותי על מחיר המניה, הרי שחזקה זו נסתרת. יחד עם זאת, נטל ההוכחה להראות כי אכן הוסתר מידע קריטי, מונח על כתפי התובע. ודוק: ניתן להניח כי בדרך כלל יתקיימו פערי מידע בין החברה ובעל השליטה בה לבין הציבור הרחב. נטל ההוכחה המוטל על תובע סעד ההערכה הוא להראות כי מדובר בפער מידע משמעותי שגילויו צפוי היה להשפיע באופן ניכר על מחיר המניה.

37. שנית, ככל שבעלי השליטה אכן מתנהלים באופן אסטרטגי במטרה להשפיע על מחיר המניה, עובר להצעת הרכש, מציע לנו הדין כלים להתמודדות עם התנהגות כזו. למעשה, אין כאן אלא ביטוי נוסף לבעיית הנציג המוכרת בדיני התאגידים. בעיה זו אינה מיוחדת להצעות רכש דווקא; דיני החברות והרגולציה של שוק ההון מבקשים להתמודד עם הקושי הזה במגוון דרכים. בראש ובראשונה, יש להזכיר כי מסחר במניות במטרה להשפיע על מחירן עשוי להיחשב כעבירה פלילית שהעונש עליה הוא חמש שנות מאסר (סעיף 54 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968). בנוסף, בהקשר הספציפי של הצעות רכש, מורות תקנות הצעת רכש כי על הצעת הרכש לכלול "כל פרט המצוי ידיעת המציע, העשוי להיות חשוב למחזיק סביר השוקל היענות להצעה על פיו", וכי "לא יהיה במיפרט פרט מטעה". בפרט, מחויב המציע למסור מגוון רחב של פרטי מידע אודות החברה, לרבות נתונים פיננסיים לגביה; פרטי עסקאות שנעשו במניה בשלוש השנים שקדמו להצעה; ואינפורמציה לגבי המציע עצמו. עונשו של מציע המפר הוראות אלה הוא שישה חודשי מאסר (תקנה 28 לתקנות הצעת רכש).

נוסף על כך, מטילה תקנה 36(א) לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970 על החברה חובת דיווח כללית ביחס לכל מידע שהשפעתו מהותית. שוק ההון עצמו מבקש להסדיר את קיומו של מסחר סדיר ותקין, במטרה להגן

על תקינות המסחר בניירות הערך. כך למשל, רשאי הבורסה למנוע רישום למסחר של ניירות ערך במקרים מסוימים, ואף רשאי להשעות או למחוק מניות ממסחר כאשר לשיטתה מתקיימים תנאים העולים כדי "אי בהירות" ביחס למצב החברה, או בשל אי-תקינות המסחר או סכנה לתקינותו (ראו: ע"א 1617/04 כים ניר שירותי תעופה בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (טרם פורסם, 29.6.2008); ע"א 1326/91 הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ נ' דוד כץ מרקוס, פ"ד מו(2) 441 (1992); רונן עדיני דיני ניירות ערך 115-133, 125-128 (2004), וההפניות שם). במצבים בהם מתקיים חשש כי שער המניה אינו משקף נאמנה את שווייה, מוסמכת הבורסה למנוע את הרישום למסחר או להשעותו.

סיכום ביניים

38. לסיכום, על דרך רוב, בחינת שווי השוק הממוצע היא הדרך היעילה ביותר לחיזוי הערך שהיה עומד לבעל מניות המיעוט אלמלא הוצעה הצעת הרכש. ראשית, שיטה זו משקללת את כל השיקולים המשפיעים על המשקיעים בשוק ההון, ועל כן משקפת את המחיר הריאלי בו היה בעל מניות המיעוט מסוגל למכור את מניותיו. שנית, בניגוד לשיטות המבוססות על הערכות מומחים בודדים, שאינם נדרשים "לשים את כספם" על התחזית שניפקו, שווי השוק נקבע על-פי שיקול דעתם של משקיעים רבים המקבלים החלטות ממשיות אשר מסכות להם רווח או הפסד. שלישית, כלל המבוסס על שווי השוק הוא כלל ודאי יחסית, המקל על בעלי השליטה ועל בעלי מניות המיעוט להפעיל את שיקול דעתם בהחלטותיהם העסקיות, וחוסך את חוסר היעילות החברתי הגלום בקביעת כללים בלתי ודאיים. רביעית, החשש כי מחיר השוק אינו מגלם את המידע הידוע לבעל השליטה הוא חשש מופרז, והדין מכיל כלים אחרים להתמודד איתו. אחר כל זאת, אם יוכיח תובע סעד ההערכה כי הנחות היסוד דלעיל אינן מתקיימות, ומחיר השוק אינו משמש כקריטריון יעיל לחיזוי הערך שהיה צפוי לבעל מניות המיעוט אלמלא הוצעה הצעת הרכש, אזי אין מחלוקת על כך שיש לנקוט בשיטות הערכה אחרות. במקרים כאלה, ידרש כמובן התובע להציג ראיות ביחס לערך המחשי שהיה צפוי לקבל אלמלא הוצעה הצעת הרכש. הערכות בדבר שווייה המופשט של החברה יהיו רלוונטיות רק ככלי עזר לחיזוי אחד השיקולים שצפוי להשפיע על שיקול דעת המשקיעים ועל הביקוש למניה.

39. השוואה בין השיטות להערכת מניות בהן נקטו שיטות משפט שונות עשויה להיות מטעה. שיטת הערכת מניות המיעוט היא אך חלק אחד ממכלול הדינים הנוגעים לעסקאות בהן הופכת חברה ציבורית לפרטית (going private). דינים אלה הוסדרו במדינות שונות בדרכים שונות. על כן, השוואה בין שיטות הערכת המניות צריכה להתחשב במכלול האיזונים הקבועים בשיטת המשפט, מתוך מטרה להשוות בין העקרונות שהנחו אותה. גם כאשר פיסות בודדות מן התצרף שונות במעט, התמונה הכללית עשויה להיות דומה, ולהיפך.

ניתן להבדיל בין שתי גישות מרכזיות הקיימות בשיטות המשפט המערביות לנושא העסקאות בהן הופכת חברה ציבורית לפרטית – גישת מדינת דלאוור בארצות הברית, והגישה האירופאית. בקליפת אגוז, החוק במדינת דלאוור אינו כולל מנגנון של הצעת רכש מלאה, דוגמת זה שקיים בישראל. בעל מניות אינו מחויב בשום שלב לפנות לכל בעלי המניות באופן שוויוני ולהציע להם לרכוש את מניותיהם במחיר זהה, ואף אינו זקוק להסכמתם הקולקטיבית כדי להגדיל את אחזקותיו בחברה. ההסדר הדומה ביותר לזה שקיים בישראל הוא זה הקבוע בסעיף 253 לחוק החברות של דלאוור (DEL. C. § 253) הקובע כי חברת אם שמחזיקה ביותר מ-90% ממניות חברת בת, רשאית למזג לתוכה את חברת הבת, ולחלט את מניותיהם של בעלי מניות המיעוט (מיזוג כזה קרוי: Short-Form Merger). במקרה שכזה, התמורה שתועבר לבעלי מניות המיעוט שמניותיהם נלקחו מהם נקבעת באופן חד-צדדי על-ידי הדירקטוריון של חברת האם. בעלי מניות שמסרבים לקבל את התמורה המוצעת, ובעלי מניות כאלה בלבד, רשאים לפנות לבית המשפט בתביעה לסעד הערכה – קרי: בקשה כי בית המשפט יקבע מהי התמורה ההוגנת עבור המניות (DEL. C. § 253). תובעים כאלה, שסירבו לקבל את התמורה שהציעה החברה הממזגת, לוקחים על עצמם את הסיכון שבית המשפט יקבע כי המחיר ההוגן נמוך מהמחיר שהוצע בעסקת המיזוג.

לעומת הדין בדלאוור, שיטות המשפט באירופה קיבלו על עצמן את הדירקטיבה של האיחוד האירופי בנושא הצעות רכש, וזו קובעת קווים מנחים לחקיקה בתחום זה (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids) (להלן: הדירקטיבה האירופית). על-פי הדירקטיבה, זכות לחלט את מניות המיעוט קיימת רק לאחר שהתקבלה הצעת רכש, והתמורה תהיה זהה לזו שהוצעה בהצעת הרכש (שם, בסעיף 15(5)). הדירקטיבה מותירה לבחירת המדינות אחת משתי אפשרויות לקביעת המקרה בו יתאפשר חילוט המניות – מקום בו הצעת

הרכש התקבלה ברוב העולה על 90% מהניצעים או מקום בו המחלט מחזיק ביותר מ-95%-90% מזכויות ההצבעה בחברה (שם, בסעיף 15(2)). בפועל, כל מדינות האיחוד האירופי, למעט בריטניה, אירלנד וספרד, בחרו באפשרות השניה (Marco Ventoruzzo, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, 50 VA. J. INT'L L. (2010) 841, 894-896 (להלן: Ventoruzzo)). בהמשך, קובעת הדירקטיבה כי המדינות השונות נדרשות לקבוע בחקיקה דרך לוודא כי המחיר בו חולטו המניות הוא מחיר הוגן. כמו כן נקבעו מספר מקרים בהם תקום חזקה לפיה המחיר שהוצע בהצעה הוא מחיר הוגן (הדירקטיבה האירופית, בס' 15(5)), וככל הנראה מדובר בחזקה שאינה ניתנת לסתירה (Ventoruzzo, בעמ' 892-893). באנגליה, למשל, גם במקרים בהם לא קיימת חזקה על-פי הדירקטיבה כי המחיר הוא הוגן, נדרשות נסיבות חריגות ביותר כדי שתתקבל טענת תובע כי ההצעה אינה הוגנת לאחר שהתקבלה ברוב הנדרש (Jennifer Payne, *Minority Shareholders Protection in Takeovers: A UK perspective*, 8 EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 145 (2011); *Re British Aviation Insurance Co Ltd*, [2006] 1 BCLC 665).

40. גם במבט ממעוף הציפור, ניתן להבחין בשוני עקרוני בולט בין שיטת המשפט בדלאוור ובין הדירקטיבה האירופית. ההגנה היחידה שמספקת שיטת המשפט בדלאוור לבעלי מניות שמניותיהם חולטו על-ידי בעל השליטה היא הגנה שבדיעבד על-ידי סעד ההערכה. כאשר חברת אם בדלאוור מחזיקה ביותר מ-90% ממניות חברת בת, היא רשאית למזג את שתי החברות ולקנות בכפיה את מניות המיעוט, תוך תשלום תמורה שנקבעת באופן חד-צדדי. המפלט היחידי שנותר לבעלי מניות המיעוט בדלאוור, הוא סעד ההערכה. לעומת זאת, על-פי הדירקטיבה האירופית, ההגנה המרכזית הניתנת לבעלי מניות המיעוט כנגד חילוט מניותיהם היא על-ידי מנגנון שוק. לא ניתן לרכוש את מניות המיעוט בכפיה אלא לאחר שהתקבלה הצעת רכש שהוצעה לכל בעלי המניות בחברה. בדרך זו, הדרך המרכזית בה נשמרת זכותם של בעלי מניות המיעוט לתמורה הוגנת היא על-ידי דחיית הצעות שמחירן אינו הוגן. אמנם, גם הדירקטיבה האירופית מאפשרת לבעלי מניות לדרוש בדיעבד כי ישולם להם מחיר הוגן, אך זהו סעד משני, ולא בכדי נקבעו חזקות חלוטות לפיהן קבלת ההצעה ברוב מסוים מוכיחה כי המחיר הוא הוגן.

41. דיני הצעת הרכש המלאה הישראליים, אינם זהים לדינים הקיימים במשפט המשווה. בולטים במיוחד ההבדלים הניכרים בינם ובין הדינים הנוהגים במדינת דלאוור. בדומה לדירקטיבה האירופית, חוק החברות הישראלי כולל הגנה כפולה על בעלי מניות המיעוט – הן על-ידי התניית חילוט המניות בהסכמת רוב מבעליהן להצעת

הרכש, הן על-ידי מתן סעד הערכה. קשה להשוות בין סעד ההערכה דנן, לבין הסעד שנותנים בתי המשפט בדלאוור כתרופה יחידה ומוגבלת כנגד עריצותם המוחלטת של בעלי השליטה. הקושי ההשוואתי רק מתחזק והולך שעה שמשווים את הסיכון שלוקח על עצמו תובע סעד ההערכה האמריקאי אשר נדרש לסרב לקבל תשלום כלשהו עבור מניותיו ולהמתין להחלטת בית המשפט שעשויה גם לקבוע כי המחיר ההוגן נמוך מזה שהוצע, לבין הסיכון של התובע הישראלי. האחרון יכול לשלשל לכיסו את התמורה המוצעת, להגיש תביעה ייצוגית – ששכרה בצידה – בשם כל הניצעים, וליהנות מ"ביטוח" בדמות העובדה שבית המשפט אינו רשאי לקבוע כי המחיר ההוגן נמוך מהמחיר שהוצע. הבדלים אקוטיים אלה, מורים כי מאזן הכוחות בין בעל השליטה לבין תובע סעד ההערכה בישראל רחוק מזה הקיים בדלאוור, כרחוק מזרח ממערב. משכך, בניגוד לדעת הרוב בפרשת עצמון, אינני סבור כי יש לשאוב השראה מהדינים הנוהגים בדלאוור, לשם פרשנות סעיף 338(א) לחוק החברות. דמיון גדול יותר קיים בין דיני הצעת הרכש הישראליים לבין הדירקטיבה האירופית. גישתה העקרונית של הדירקטיבה, לפיה הסכמת הניצעים להצעת הרכש ראויה לשמש במקרים מסוימים כחזקה להגינות המחיר, וסעד ההערכה צריך להישמר במקרים חריגים, ראויה באופן כללי לאימוץ גם בשיטתנו ומתאימה לגישה העקרונית המתוארת לעיל.

42. בשולי הדברים, יש להעיר כי השימוש בסעד ההערכה בדלאוור אינו נפוץ. הספרות המשפטית האמריקאית חוזרת ומדגישה כי מדובר בסעד בלתי אפקטיבי, מסורבל, מורכב מבחינה פרוצדוראלית, ועוד (לסקירה חלקית של מאמרי הביקורת האמריקאיים בנושא זה, ראו: Thomas, בהערות שוליים 1). כתוצאה מכך, תובעים פוטנציאליים מעדיפים, על דרך רוב, להגיש תביעות בעילות אחרות – אפילו בעילות פחות רלוונטיות – ובלבד שלא ידרשו להשתמש בסעד ההערכה:

"Shareholders want appraisal statutes to provide minority investors with some protection from abuses by majoritarian investors. They claim that the existing appraisal remedy doesn't do so because it is overly technical, difficult to use, expensive, and risky. Rather than elect appraisal, dissident shareholders routinely file class-action fraud or breach-of-fiduciary-duty suits against boards of directors, claiming that virtually every fundamental corporate transaction is the product of wrongdoing."

(Thomas, at 2)

נסיבות אלה, אשר שונות בתכלית מן המצב המשפטי בישראל, צריכות להילקח בחשבון עת שוקל בית המשפט האם לשאוב השראה משיטת משפט זרה.

43. הצעת הרכש המלאה למניות קיטאל הוצעה ביום 13.8.2002. ביום 22.4.2001, קרוב לשנה וחצי קודם לכן, הושעו מניות החברה ממסחר בבורסה, עקב גירעון בהון החברה. במהלך חודש יולי 2002, התקיימו שלושה ימי מסחר בודדים ואחרונים במניית החברה, ולאחר מכן היא נמחקה מן הרישום למסחר בבורסה. לפיכך, אף שקיטאל חזרה והדגישה כי המחיר שהוצע בהצעת הרכש גבוה ב-66% ממחיר השוק האחרון של המניות, לא ניתן לראות במחיר השוק של המניה כאינדיקציה כלשהי לשווי שהיה נותר בידי בעלי המניות אלמלא הוצעה הצעת הרכש. הסיבה לכך היא ששלושת ימי המסחר שהתקיימו במניה נועדו לשמש כשלושה ימים אחרונים בטרם תימחק המניה מן המסחר, וברי כי מסחר תחת איום כה דרסטי, אינו ראיה טובה לשיקול דעתם החופשי והמלומד של ציבור המשקיעים בשוק ההון. אשר למסחר שהתקיים במניה לפני השעייתה מן הבורסה, הרי שהמחירים שנקבעו במהלכו היו רלוונטיים להערכות המשקיעים בדבר עסקי החברה באפריל 2001, והם אינם מעידים דבר על שווי החברה קרוב לשנה וחצי לאחר מכן. לפיכך, בנסיבות מקרה זה, אין להעריך את שוויין ההוגן של המניות על-פי מחיר השוק שלהן.

44. בהיעדר חזקה כי המחיר המוצע היה מחיר הוגן, נטל ההוכחה שעמד בפני ממן היה נטל מופחת – כל שנדרש להוכיח הוא כי הערך הצפוי לבעלי מניות המיעוט מהמשך האחזקה במניות אלמלא הוצעה הצעת הרכש, גבוה מהמחיר שהוצע בפועל. אלא שעיון בכתב תביעתו של ממן ובחוות הדעת של המומחה מטעמו, מורה כי אף נטל מופחת זה לא הורם. חוות הדעת של המומחה מטעם ממן, רואה החשבון נח סופר, חישבה את מחיר המניה על-פי הערכת שווי הנכסים בהם החזיקה בניכוי התחייבויותיה, נכון ליום 31.12.2001. חוות דעת זו אינה רלוונטית לשם הוכחת השווי ההוגן של מניות קיטאל. ראשית, מדובר בחוות דעת בלתי מעודכנת, שהסתמכה על נתונים חלקיים, והוגדרה כ"הערכת שווי ראשונית". שנית, שווי נכסי החברה אינו מסייע בבירור הערך שהיה נותר בידי בעלי מניות המיעוט אלמלא הוצעה הצעת הרכש. גם אם היו בעלי מניות המיעוט ממשיכים להחזיק במניותיהם, אין סיבה להניח כי היו זוכים לפתע פתאום באחוז מסוים מנכסי החברה. לכל היותר, אם החברה הייתה מחלקת דיבידנד, היו בעלי מניות המיעוט זוכים בחלק מרווחי החברה, אך לא בחלק מנכסיה. שלישית, חוות הדעת מטעם ממן מתעלמת לחלוטין מהקושי במצבם של בעלי מניות המיעוט, נוכח מחיקת החברה ממסחר בבורסה. אין ספק כי יכולתם של בעלי המניות למכור את מניותיהם תמורת ערך כלשהו נפגעה באופן קשה כתוצאה ממחיקת

החברה ממסחר. אין פלא איפוא כי בשלושת הימים האחרונים בהם נסחרו מניות החברה בבורסה, ערכן צנח פלאים, ונרשמו אף מוכרים שהיו מוכנים למכור את מניותיהם תמורת מחיר של אגורה אחת למניה. על מנת להוכיח כי הצעת הרכש פגעה בבעלי מניות המיעוט, חייב היה ממך להראות מהי האלטרנטיבה שעמדה בפניהם.

45. משבחר ממך לתמוך את תביעתו בחומר ראיות כה חסר, הרי שלא עלה בידו להראות כי קיימת אפשרות סבירה לכך שהשאלות העובדתיות והמשפטיות הנדונות יוכרעו לטובתו, ועל כן אין לאשר את תביעתו כתביעה ייצוגית (סעיף 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006; רע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' עמוסי, בפס' 17-12 לפסק דיני (לא פורסם, 5.7.2012)). אין להסתפק בראיות "הראשוניות" שהגיש ממך בשלב אישור התובענה כייצוגית ולאפשר לו "מקצה שיפורים" שבמסגרתו יציג בהמשך הדיון חוות דעת שלמה ומעודכנת.

אישור התובענה כייצוגית מאפשר לתובע לנהל את תביעתו כנציג של קבוצת תובעים, אך התביעה בבסיסה נותרת זו שהותוותה בכתב התביעה. כמו בכל תביעה אזרחית אחרת, נטל ההוכחה מוטל על כתפי התובע ועליו האחריות להביא בפני בית המשפט את הראיות שיוכיחו את תביעתו. כעניין שבשגרה, בית משפט, שנוכח לדעת כי תובע הסתמך על ראיות "ראשוניות" שאינן מוכיחות את עילת תביעתו, לא ינחה את התובע להגיש ראיות "חזקות" יותר, או להסתמך על טענה משפטית משכנעת יותר, אלא ידחה את תביעתו (רע"א 2616/03 ישראכרט בע"מ נ' רייס, פ"ד נט(5) 701, 716 (2005)). אילו היה ממשיך הדיון בתביעה על-פי כתבי הטענות שהוגשו וחוות דעת המומחה שצורפה להם, לא הייתה כל אפשרות סבירה לכך שהתביעה תוכרע לטובת קבוצת התובעים. לפיכך, יש לקבל את ערעורה של קיטאל ולדחות את בקשתו של ממך לאישור תביעתו כייצוגית.

רע"א 7820/07

46. המחיר שהוצע בהצעת הרכש למניות נאות אביב היה 120 ש"ח למניה. אין חולק כי מחיר זה גבוה מהמחיר הגבוה ביותר בו נסחרה המניה בשלוש השנים שקדמו למועד הצעת הרכש. לשם המחשה, המחיר הגבוה ביותר בו נסחרה המניה בשנה שקדמה למועד הגשת הצעת הרכש הוא 110 ש"ח למניה. אף על פי כן, טוען הרשקוביץ כי שוויין ההוגן של מניות נאות אביב הוא 246 ש"ח למניה. טענה זו מבוססת על חוות דעתו של המומחה מטעמו, רו"ח בועז יפעת, אשר העריך את שווי נכסי החברה, וכן את תזרים המזומנים המהוון הצפוי מפעילותה כנותנת שירותים שונים. יחד עם זאת, אין

בחוות הדעת או בכתב התביעה, טענה כלשהי לגבי המחיר העתידי שהיה צפוי למניה אלמלא הוצעה הצעת הרכש, או צפי למועד שבו הייתה עולה המניה ביותר מ-100% עד שהיו יכולים בעלי המניות לממש בפועל את "שוויין ההוגן" התיאורטי. יודגש: חוות הדעת מטעם הרשקוביץ מסתמכת אך ורק על הדוחות הכספיים של החברה – נתונים גלויים אשר היו זמינים לידיעתו של כל משקיע פוטנציאלי בחברה. למרות זאת, לפחות במשך שלוש השנים שקדמו להצעת הרכש, לא נמצא ולו משקיע אחד שהיה מוכן להשקיע 120 ש"ח עבור מניית נאות אביב. בנסיבות אלה, נדרש הרשקוביץ להוכיח קיומו של סיכוי לשינוי שבגיננו מחיר המניה צפוי היה להאמיר אלמלא הוצעה הצעת הרכש, כדי לשכנע כי המחיר שבו נרכשו המניות הרע את מצב הניצעים ביחס למצבם ערב ההצעה. טענה שכזו אינה בנמצא. בהיעדרה, ניתן לתמוה על הפער שבין ההון העצמי של נאות אביב ושווי נכסיה לבין שווי המניה, אך אין בית המשפט יכול להתעלם מהמציאות אשר גילמה בתוכה פער זה – תהא הסיבה לכך אשר תהא. התוצאה היא שהרשקוביץ לא הראה כי נתקיימה אפשרות סבירה לכך שהתובענה הייצוגית תוכרע לטובת קבוצת התובעים. יש לקבל על כן את ערעורה של נאות אביב ולדחות את בקשתו של הרשקוביץ לאישור תביעתו כתביעה ייצוגית.

לפני סיום – היכן המחלוקת ומהן גזרי ההסכמה

47. אחר כל זאת, עיינתי בחוות דעתו המקיפה והיסודית של חברי השופט דנציגר. כפרשת עצמון אף עתה, דעותינו חלוקות. אל דברי חברי כפי שכבר נכתבו בפרשת עצמון, התייחסתי היום. אבקש להוסיף ולהתייחס למספר נקודות מבין אלה שעולות מפסק דינו הנוסף של חברי.

ראשית, חברי סבור כי פרשנות הרואה בסעד ההערכה כסעד שחל במקרים חריגים בלבד רואה במחוקק כמי ש"יוצר מנגנון הגנה כפול בהיסח הדעת", ובסעד ההערכה כ"סעד זניח ועודף" (פס' 58). לשיטתו, רק פרשנות הקובעת כי הערכת שווי המניות תיעשה בכל מקרה ומקרה יכולה להסביר מדוע טרח המחוקק וכלל בחוק הוראה בדבר סעד ההערכה. עמדתי שונה. סעד שנועד להתמודד עם מקרים מיוחדים אינו זניח או מיותר בשל כך. אדרבה, טוב עשה המחוקק בכך שהיה מודע לכך שהסכמת רוב בעלי המניות עשויה פעמים להיות מוטה או מבוססת על מידע חסר או חלקי, וקבע מנגנון נוסף שיגן עליהם באותם מקרים. זאת ועוד זאת, דווקא נוכח ההגנה הרחבה והמקיפה שמעניקה גישת חברי לבעלי מניות המיעוט, הגנה המקבילה לזו הקיימת במדינת דלאוור, יש קושי להסביר את בחירת המחוקק הישראלי להקפיד על הסכמת רוב בעלי מניות המיעוט להצעת הרכש כתנאי לחילוט מניותיהם. אילו היה

ההסדר אליו התכוון המחוקק בעיני רוחו מקביל לזה הקיים בדלאוור לא היה נקבע בפועל הסדר כה שונה אשר שם דגש על הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש. נקודה זו הודגשה היטב במאמריהם של גושן ופרוקצ'יה. במלים אחרות: אין הנדון דומה לראיה. שיטת דלוואר הגיונה בצידה משאין נדרשת בה הסכמת הרוב. בשיטתנו – בה נדרשת הסכמה זו, אין מטבע הדברים ללמוד ממדינת דלוואר. לעניין זה – הקושי שבישום המשפט ההשוואתי בענייננו עמד בהרחבה גם חברי השופט ח' מלצר (פס' 1 לפסק דינו).

שנית, חברי מבקר את גישת שווי השוק, בטענה כי שיטה זו מעניקה "לבעל השליטה פררוגטיבה מוחלטת לקבוע את גובה הפרמיה" (פס' 61). לשיטת חברי "קביעה שכזו מעוררת קושי תיאורטי של ממש מכיוון שמשמעותה הינה, הלכה למעשה, הפיכת סעיף 338 לחוק החברות ל'אות מתה'" (שם). לכך בשום פנים לא אוכל להסכים. סבור אני כי אין להרחיק לכת בגישה לפיה בית המשפט הוא לבדו זה שיקבע את תנאיה הסופיים של העסקה ולא הצדדים עצמם. לשיטתי אין פסול בנתינת האופציה לבעל השליטה לקבוע את גובה הפרמיה. כלל יסוד הוא במשפט האזרחי בכלל ובדיני החוזים בפרט כי לצדדים החירות לעצב בעצמם את העסקאות שהם מנהלים. בית המשפט אינו זה שצריך להיות בעל הפררוגטיבה לקביעת גובה פרמיות. אין בשום פנים ליצור "אפרופיזציה" של ההסכמה החוזית. הקושי התיאורטי המתקיים לדעת חברי נובע מסברתו בדבר הפיכת סעד ההערכה לאות מתה, שכן, לעמדתו, רוב מוחלט של הצעות הרכש מוצעות במחיר שעולה על מחיר השוק. על כך אשיב בשתיים – ראשית, על אף שמספר התביעות שמוגשות בנושא זה עשוי לגרום לרושם מטעה, יתכן כי מרבית הצעות הרכש שמוצעות הן הוגנות. ולואי וכל סעיפי החוק שנועדו למנוע ניצול, קיפוח ועושה יהפכו לאות מתה בשל שהציבור יקיימם כלשונם וכרוחם. שנית, כפי שפירטתי בהרחבה לעיל, יש להשוות את המחיר המוצע למחיר השוק הממוצע וכלל לא בטוח כי הראשון עולה תמיד על האחרון. יתרה מכך, אם יסתור התובע את החזקה כי מחיר השוק הוא מחיר הוגן, הרי שיוכל לזכות בסעד ההערכה אף אם המחיר שהוצע גבוה ממחיר השוק.

שלישית, חברי הביא דוגמאות רבות לכך ששיטת התזרימים המהוונים היא השיטה המקובלת בתורת המימון להערכת שווי חברות ומקובלת ככזו במדינות רבות (פס' 64-66). בעניין זה אין בינינו מחלוקת. אלא שראוי לחזור ולהדגיש כי סעד ההערכה עוסק בשוויין ההוגן של מניות ולא של חברות. משעוסקים אנו בתורת המימון ראוי להדגיש כי תורה זו בכלל ושיטת התזרימים המהוונים בפרט, מבדילים הבדל היטב בין שוויין ההוגן של מניות לבין שוויין ההוגן של חברות. שיטת התזרימים

המהוונים לחישוב שווי מניות, קובעת כי ערכה הנוכחי של מניה שווה לערכם המהוון של תזרימי המזומנים הצפויים להיות מופקים מן המניה. על דרך רוב, הכוונה היא לערך הנוכחי של הדיבידנדים העתידיים בתוספת ערכו הנוכחי של המחיר בו צפויה המניה להימכר בסופו של יום:

"Many asset-valuation models have their roots in the discounted cash flow (DCF) principle, which states that the intrinsic value of any asset is the present value of all its expected future cash flows to the investor, discounted at the appropriate risk-adjusted discount rate... For stocks, the relevant cash flows are cash dividends during the holding period and the sales revenue after selling the stocks at the end of the holding period."
(Haim Levy & Thierry Post, Investments 493 (2005))

זוהי אינה שיטת ההערכה שהציע חברי; הצעתו היא כי נסתייע בשיטת התזרימים המהוונים לשם היוון עסקיה העתידיים של החברה (להבדיל מן התזרימים שעתידיים להיות מופקים מן המניות) וחישוב שוויה כ"עסק חי". על כן, יש להטעים כי שיטת ההערכה בה נוקט חברי היא אכן שיטה מקובלת ובעלת משמעות, אך כפי שכבר הבהרתי בעיקרי חוות דעתי, אין היא מתאימה לסוגיה בה אנו עוסקים.

48. עיינתי גם בחוות הדעת המקיפות של יתר חבריי. רוב חבריי ככולם, התמקדו בבחינת שיטת ההערכה הראויה והוסיפו שיקולים רבים בעד ונגד שיטות ההערכה השונות. לכך אחזור בהמשך. ואולם, ראוי לציין כי איש מחבריי לא חלק על הקביעה הנורמטיבית שמטרת סעד ההערכה היא להשיב את נמען הצעת הרכש המלאה למצב בו היה אלמלא הוצעה, ולא הוצעה תכלית חלופית שלאורה תיבחן פרשנותו של הביטוי "שווי הוגן" שבסעיף 338 לחוק החברות. כפי שצינתי בפס' 22-23 לעיל, גם חברי, השופט י' דנציגר, ציין בפרשת עצמון (פס' 65) כי זוהי תכליתו של סעד ההערכה לשיטתו. ניתן לדעתי לומר, לפיכך, שאיש מחבריי אינו חולק על הקביעה הערכית עליה עמדתי לעיל, לפיה סעד ההערכה לא נועד להיטיב את מצבם של בעלי מניות מיעוט אגב קבלתה של הצעת רכש מלאה. מטרתו הבלעדית היא למנוע את הסכנה שמצבם יורע.

בתגובתו לחוות דעתי (פס' 101), מציין השופט דנציגר ביחס לנקודה זו כי לעמדתו "השאלה הרלוונטית אינה 'על מה מפצים?' אלא 'מה השווי ההוגן של הקניין (שנמכר בכפייה או שנמכר במסגרת עסקה מקפחת)?'" (ההדגשה במקור, א' ר'). ברם, כעניין שבהגדרה, שוויו של קניין הוא סכום הכסף שאותו יחליף בעל הקניין עבור

קניינו, ומצבו לא יודע ולא יוטב. על כן, אין למעשה מחלוקת ביני ובין השופט דנציגר כי סעד ההערכה יפצה רק בעלי מניות שמצבם הורע בעקבות הצעת הרכש המלאה.

49. נשוב ונזכור: השיטה להערכת המניות היא אך "כלי עזר" שמסייע לבית המשפט לפסוק בהתאם למטרות המוסריות והערכיות אותן ביקש המחוקק לאמץ. על כן, משהעניק המחוקק לבית המשפט את הסמכות להעניק סעד לבעלי מניות שמצבם הורע בעקבות הצעת הרכש המלאה, נדרש בית המשפט למצוא דרך יעילה להבחנה בין הצעות רכש שהרעו את מצב בעלי מניות המיעוט, לבין יתר הצעות הרכש.

חבריי היטיבו לתאר את יתרונותיהן וחסרונותיהן של השיטות השונות, ובכל שיקולים שהעלו מצאתי טעם רב. אמנם, כפי שצינתי בראשית דבריי, אין בנמצא שיטת הערכה מדויקת להערכת שווי מניות, ועל כן ודאי שימצאו שיקולים שונים שיתמכו בהעדפת כל אחת מן השיטות. ברם, לעמדתי, יש למקד את הדיון בשיטת ההערכה המתארת באופן הטוב ביותר את השווי שבו החזיק בעל המניות עובר להצעת הרכש המלאה. בפרספקטיבה זו יש להדגיש כי בהשקפות השונות שהובעו היום לא נמצא פתרון לחסרון המרכזי של הערכת שווי החברה "כעסק חי", כגון על-ידי שיטת התזרימים המהוונים – והוא העובדה כי שיטה זו כלל אינה מתימרת להעריך מהו שווי המניות המצויות בידי בעל המניות הבודד. עניינה של חברת קיטאל (רע"א 779/06) מהווה דוגמא מובהקת לכך. לאחר שמניות החברה נמחקו ממסחר בבורסה, היכולת המעשית של בעלי מניות המיעוט לסחור במניותיהם הייתה אפסית. כלל לא ברור כיצד יכלו בעלי המניות הללו למצוא קונים למניותיהם, ואין גם להלום כי קונים תיאורטיים אלה יהיו מוכנים להשקיע במניות שיתקשו למכור בעתיד. מחיקת החברה ממסחר בבורסה היא שינוי דרמטי וקיצוני במצבם של בעלי מניות המיעוט. יש להזכיר כי שינוי זה הוביל לירידה דרסטית בשער המניה, שבשיאו מכרו חלק מבעלי המניות את מניותיהם במחיר של אגורה אחת למניה. אף על פי כן, אין קשר ברור בין שווייה של קיטאל כ"עסק חי" לשאלה האם היא נסחרת בבורסה אם לאו – גם לאחר המחיקה ממשיכה החברה במהלך עסקיה הרגיל ויוצרת רווח מאותן הזדמנויות עסקיות. כלומר, השינוי הדרמטי והקיצוני במצבם של בעלי המניות, הוא לכל היותר שינוי מינורי בפרספקטיבה של שווי החברה כ"עסק חי". נוכח זאת, לא ניתן בשום פנים לראות קשר בין שווי חברת קיטאל כ"עסק חי" לבין בחינת מצבם של בעלי מניותיה ערב הצעת הרכש.

50. ודוק: הפער בין שווי מניותיהם של בעלי מניות המיעוט לבין שווייה של החברה כ"עסק חי", שמתקיים באופן כה מובהק בעניינה של חברת קיטאל, קיים

למעשה בכל חברה וחברה. פער זה הוא הכרח המציאות – שווי המניות נקבע על-ידי הקונים והמוכרים בשוק המניות ושווי "העסק החי" נקבע על-ידי ההחלטות העסקיות שמקבלת החברה. לפיכך, על אף היתרונות הרבים של שיטת התזרימים המהוונים, אותם פירוטו מקצת מחבריי, לא ניתן לחלוק על כך ששיטה זו אינה מחשבת באופן ישיר את שאנו מחפשים למצוא – שוויין של מניות המיעוט. לכל היותר, מניחה שיטה זו הנחה כללית כי הקונים והמוכרים העתידיים יסחרו במניות החברה על-פי שווייה כ"עסק חי". ואולם, בכך הופכת גישה זו את נטל ההוכחה המקובל – היא מניחה הנחת מוצא לטובת התובעים, ודורשת מהנתבעים להוכיח כי היא אינה מתקיימת בעניינם (ראו פסקה 71-70 לפסק דינו של חברי השופט דנציגר).

גישתי וגישת חבריי – העקרונות המשותפים

51. לגישתי, לעומת זאת, ההערכה המקדמית היא הערכה ישירה של האובייקט שהערכתו נדרשת – מניות המיעוט. אכן להערכה שכזו, המבוססת על שווי השוק הממוצע חסרונות משלה. ברובם נגעתי בחוות דעתי, ומקצתם הוסיפו והדגישו חלק מחבריי. בשל מגרעות אלה, רחוק אני מלסבור כי בכל מקרה שבו התקבלה הצעת רכש במחיר הגבוה משווי השוק הממוצע, בעלי המניות אינם זכאים לסעד ההערכה – זו גם דעת הכלל. ואולם, כלל הוא כי "המוציא מחברו עליו הראיה" – על התובעים מוטל הנטל לשכנע את בית המשפט כי השווי הנוכחי של המניות אינו משקף את הערך הממשי שבו החזיקו. אגב, לנקודה עקרונית זו התייחס גם חברי השופט ח' מלצר. בצדק קבע כי נטל ההוכחה מוטל על כתפי התובעים ועליהם להוכיח כי שווי השוק אינו משקף את הערך הממשי של מניותיהם (פס' 7 לפסק דינו). ככלל, מצטרף אני לעמדת חברתי השופטת ע' ארבל (בפס' 4 ו-6 לפסק דינה) ולעמדת חברי השופט ס' ג'ובראן (בפס' 65 לפסק דינו) שצינו כי קיים בעניין זה דמיון רב בין עמדת השופט מלצר לבין עמדתי. לשיטתו של חברי חסרונותיה של שיטת התזרימים המהוונים כה משמעותיים עד שהוא סבור כי אין להשתמש בה אלא כשהנתונים המוזנים לה נלקחים מ"נתונים מפורסמים הניתנים לצפיה" (פס' 7ג) לפסק דינו של השופט מלצר). איני מרחיק לכת כמוהו, אף שהדגשתי את חסרונותיה של שיטה זו, סבור אני כי אין למנוע מהתובע להיעזר בה, ובלבד שיוכיח את מידת ההשפעה הצפויה של שווי "העסק החי" על מחיר השוק של מניות המיעוט. בנתון לכך צועדים אנו בדרך דומה.

52. חברי השופט ס' ג'ובראן ציין כי בעולם ללא פערי מידע היה נוטה להסכים לגישתי, אך הוא סבור כי גישתו של השופט דנציגר מתאימה יותר לטיפול בבעיית פערי המידע (פס' 46-52 לפסק דינו של השופט ג'ובראן). בעניין זה הניח חברי השופט

ג'ובראן כי נמצאו הבדלים בין גישתי לבין גישתו של חברי השופט דנציגר. לשיטתו של חברי השופט ג'ובראן, גישתי מכבידה את נטל ההוכחה המוטל על תובע סעד ההערכה אשר סובל מפער מידע, ביחס לזה שמוטל עליו לפי גישת השופט דנציגר, שכן "יהיה קשה להוכיח כי השימוש במידע העודף אינו שימוש מותר" (פס' 50 לפסק דינו של השופט ג'ובראן). אלא שלהבנתי, אין הבדל של ממש בין גישתי ובין גישת השופט דנציגר בנקודה זו. ניטול לדוגמא מקרה שבו בעל השליטה מודע לעסקה חשובה שרוקמת החברה וצפויה להעלות את ערכה, אך הוא מסתיר מידע זה ומציע הצעת רכש מלאה במחיר נמוך המשקף את ערך המניות בעבר. לפי גישת השופט דנציגר, יידרש תובע סעד ההערכה להציג חוות דעת הערוכה בגישת התזרימים המהוונים שתוכיח מהו ערכה הממשי של החברה לאחר העסקה, וכך יוכח כי המחיר שהוצע בהצעת הרכש נמוך משוויין ההוגן של המניות. ברי כי לשם כך יאלץ התובע להשיג מידע בדבר העסקה שהוסתרה ממנו, ולהציג אותו בפני בית המשפט. גישתי במקרה זה אינה שונה. כפי שצינתי במפורש (פס' 36 לעיל), כאשר תובע סעד ההערכה מראה כי אלמלא הצעת הרכש מחיר המניה צפוי היה לטפס באופן משמעותי, כגון כאשר צפוי היה להתגלות מידע קריטי, בוודאי שנסתרת החזקה כי שווי השוק הוא שווי הוגן. על כן, אם יציג התובע בפני בית המשפט נתונים בדבר מידע רלוונטי שהוסתר מבעלי המניות, ממילא תיסתר חזקת השוק ויהיה מקום להעריך את המניות בעזרת שיטה חלופית – כגון: שיטת התזרימים המהוונים. אין צורך, לגישתי, לבחון האם השימוש שעשה בעל השליטה במידע היה שימוש "מותר" או שימוש "אסור", די בכך שהמידע היה צפוי להשפיע באופן משמעותי על מחיר המניה. בהיעדר שוני שכזה – מתקרבת עמדתו של חברי השופט ג'ובראן לעמדתי. כפי שציין חברי השופט ג'ובראן בפסק דינו (פס' 46, 48-52) אלמלא סבר כי מתקיים שוני כאמור היה מצטרף לדעתי – ושוני שכזה, כאמור אינו מתקיים לדעתי.

בהמשך חוות דעתו, ציין חברי השופט ג'ובראן טעם נוסף להעדפת שיטת התזרימים המהוונים. לעמדתו, שיטה זו שומרת על תמריצי המשקיעים להשקיע במחקר אודות שווי מניותיהם וכן מתמרצת את בעלי השליטה להציע הצעות רכש יעילות בלבד, להבדיל מהצעות רכש שנועדו ליצירת רווחים לא לגיטימיים (פס' 57 לפסק דינו של השופט ג'ובראן). בעניין זה אעיר רק כי למיטב הבנתי "הרכיב בפרמיית השליטה המבוסס על קבלת טובות הנאה שלא כדין מהחברה" (שם), קיים בעיקר בסיטואציה של הצעת רכש מיוחדת והמשמעות שלו היא שולית בסיטואציה של הצעת רכש מלאה. הסיבה לכך היא שרק בהצעת רכש מיוחדת המציע ממשיך להחזיק בחברה בה יש בעלי מניות מיעוט, והוא עשוי להפיק רווחים תוך כדי קיפוחם. לעומת זאת, לאחר הצעת רכש מלאה הופכת החברה לקניינו הבלעדי של בעל השליטה ועוצמת ניגודי

האינטרסים בין טובתו האישית ובין טובת החברה קטנה באופן משמעותי. ברגיל היא מתאינת. יוער כי מקרה של בעל מניות יחיד ש"רכש החוצה" את בעלי מניות המיעוט אינו משמש בפסיקה אליה הפנה חברי ובמאמרם של בבצ'וק ופרוקצ'יה כנזכר בחוות דעתו (ראו עמ' 74 למאמרם של בבצ'וק ופרוקצ'יה, בתחתית העמוד). על כן, איני רואה בשיקולים הכלולים בחוות דעתו של חברי תמיכה בהעדפת שיטת התזרימים המהוונים על-פני שיטת שווי השוק הממוצע.

סיכום הדברים

לשיטתי, הייתי מציע אם כן לקבוע כי ע"א 5701/07 נדחה. רע"א 779/06 ו-7820/07 מתקבלים והבקשות לאישור תובענה ייצוגית שהגישו שאול ממן ואדי הרשקוביץ נדחות.

כפי שמציינת חברתי השופטת א' חיות אף אחת מחוות הדעת בתיק זה אינה דוגלת בגישה לפיה קיימת שיטה אחת אשר אין בלתי לקביעת השווי ההוגן בהקשר זה, ומוסכם על הכל כי מצבים שונים ועסקים שונים המאפיינים את פעילותה של החברה הנתונה, מכתיבים במידה רבה את שיטת ההערכה המתאימה (ראו: פסקאות 24 ו-52 לחוות דעתי; פסקאות 70-71 לחוות דעתו של חברי השופט י' דנציגר; פסקאות 7-8 לחוות דעתו של חברי השופט ח' מלצר). כמו כן מקובלת על כולנו העמדה לפיה הנטל הוא על התובע – הניצע להראות כי התמורה שהציג הרוכש עבור מניות המיעוט, נופלת משוויין ההוגן. מכאן, כי ככל שאין בידי התובע להרים נטל זה, תעמוד בחזקתה ההנחה שהתמורה שהוצעה תואמת את השווי ההוגן של המניות.

כולנו שותפים לתוצאה לפיה יש לקבל את הערעור בתיק רע"א 779/06 ולתוצאה לפיה יש לדחות אתה ערעור בע"א 5701/07. למעשה, מוקד המחלוקת בינינו נוגע לשיטת הבסיס האמורה לשמש את בית המשפט בדרך כלל בבואו לקבוע מהו שוויין ההוגן של המניות הנרכשות, אשר ממנה אין לסטות אלא אם כן קיימים נתונים או מאפיינים המצדיקים שימוש בשיטה אחרת. נראה לי כי מוסכמת גם על הכל ההנחה הנורמטיבית לפיה תכלית סעד ההערכה הוא להשיב את התובע למצב בו היה נתון אלמלא התקבלה הצעת הרכישה – והשוני נוגע אך לנקודת המוצא הראויה בדרך להשגת התכלית הזו. בפועל, כמובן, השוני בנקודת המוצא לא יכתיב בהכרח את התוצאה הסופית.

המשנה לנשיא (בדימ')

1. עיינתי בחוות הדעת המקיפות, המאלפות וחובקות העולם של חברי: המשנה לנשיא (בדימ') השופט א' ריבלין והשופט י' דנציגר וברצוני להציע דרך שלישית בינותם, המתחייבת לדעתי מהוראות החיקוקים הרלבנטיים. אקדים לכך הערה עקרונית אחת:

בדרך כלל מקובלת עלי מאד היעזרות ושימוש במשפט משווה בהקשרים המתאימים. עם זאת בעבר, בנושא שהיה כרוך בהסדרת העיסוק בניהול השקעות בניירות ערך, התבטא הנשיא א' ברק ב-בג"צ 1715/97 לשכת מנהלי ההשקעות בישראל נ' שר האוצר, פ"ד נ"א (4), 367 (1997) כך:

"יש תועלת רבה בהשראה השוואתית. היא ממריצה את המחשבה החוקתית (ואני מוסיף: והמשפטית – ח. מ.) ומעניקה לה אופקים חדשים. היא מצביעה על הפוטנציאל הטמון בטקסט; היא משליכה אור על הסדרים המקובלים במדינות אחרות. היא מהווה ראי המאפשר לנו לראות עצמנו באופן בהיר יותר ועמוק יותר. אכן, המשפט ההשוואתי מעניק בטחון לשופט, כי הפירוש שהוא נותן לטקסט מקובל ופועל יפה במקומות אחרים. עם זאת, השראה פרשנית אסור לה שתהפך מקור לחיקוי ולהתבטלות. ההכרעה הסופית היא לעולם "מקומית". זאת ועוד: מן הראוי להיות מודעים למגבלותיו של המשפט המשווה. המשפט משקף את החברה, והחברה שלנו שונה מחברות אחרות. המשקל ששיטת משפט נותנת לשיקולים שונים משקף את תרבותה, את ההיסטוריה שלה ואת מכלול ערכיה, ואלה שונים משיטה לשיטה. הסדרים פרטניים משקפים לעתים מאבקי כוח מקומיים, ורצון לפתור בעיות שהן מקומיות. זאת אף זאת: משפט משווה אין עניינו השוואה של הוראות משפט גרידא. השוואה שכזו היא נטולת חשיבות. משפט משווה מפרה אם בוחנים תחום נרחב, על רקע הנחות היסוד המשותפות. בעניין שלפנינו, השוואה עם מדינות אחרות באשר להסדר ניהול תיקי ההשקעות אינה מובילה למסקנות חד-משמעיות. אכן, מורכבותו של ההסדר בכל מדינה ומדינה, הקשיים והכשלים אותם בא הוא לפתור, ושונותן של מערכות שוק ההון והכלכלה בכל אחת מן המדינות – כל אלה מקשים על שימוש מושכל במשפט המשווה." (שם בעמ' 403; ההדגשה שלי – ח"מ).

באשר לפניה למשפט משווה עיינו גם: Eliezer Rivlin, *Thoughts on Referral to*

.Foreign Law, Global Chain-Novel, and Novelty, 21 FLA. J. INT'L L. 1, 14 (2009)

דומה עלי כי הדברים הנוקבים הנ"ל של הנשיא ברק יפים אף לענייננו, שכן שוק ההון הישראלי, כמו גם הפתרונויות שהמחוקק הישראלי נקט בהם בהקשר להצעות רכש מלאות – הם יחודיים לארצנו (ואף ההסדרים המקובלים בנושאים אלה בארה"ב מחד גיסא ובאירופה מאידך גיסא אינם קרובים זה לזה, כמתואר בחוות הדעת של חברי).

2. עתה בעקבות הערת הפתיחה הנ"ל ראוי להביא את הוראות החוק הרלבנטיות לערעורים שבפנינו – בנוסחים שהיו תקפים למועדי האירועים (שינויים שהוכנסו בהן לאחר מכן וניתן לגזור מהם השלכות למכלול – ידונו בהמשך).

סעיפים 336-340 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות, או החוק)

וכותרותיהם קראו כדלקמן:

"פרק שלישי: מכירה כפויה של מניות
סימן א': רכישת מניות המיעוט בידי בעל השליטה
בחברה ציבורית

336. הצעת רכש מלאה

(א) לא ירכוש אדם מניות או סוג של מניות של חברה ציבורית, הרשומות למסחר בבורסה, כך שלאחר הרכישה תהיה לו החזקה של למעלה מתשעים אחוזים ממניות החברה הציבורית או מסוג המניות, אלא בדרך של הצעת רכש לכלל המניות או לסוג המניות (להלן - הצעת רכש מלאה), אשר תתקבל לפי הוראות פרק זה.
(ב) החזיק אדם מניות בשיעור הגבוה משיעור של תשעים אחוזים מכלל מניות החברה הציבורית כאמור בסעיף קטן (א) או מסוג מניות, לא ירכוש מניות נוספות כל עוד הוא מחזיק מניות בשיעור האמור.

337. מכירה כפויה

(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 לכך.
(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.

338. סעד הערכה

(א) בית המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה כאמור בסעיף 337(א), לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה פחות משוויין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט.

(ב) בקשה כאמור בסעיף קטן (א) תוגש לא יאחר משלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה; ניתן לבקש להגיש בקשה כאמור בסעיף קטן (א) כתובענה ייצוגית ויחולו הוראות סעיף 209.

339. הפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית

התקבלה הצעת רכש מלאה בהתאם להוראות סימן זה, וההצעה היתה לסוג המניות היחיד של החברה או לכל אחד מן הסוגים של מניות החברה שבידי הציבור, תהפוך החברה לחברה פרטית.

340. תוצאות רכישה אסורה

(א) מניות שנרכשו בניגוד להוראות פרק זה, לא תקנינה זכויות ותהיינה מניות רדומות, כמשמעותן בסעיף 308, כל עוד הן מוחזקות בידי הרוכש.
(ב) הפרת הוראות פרק זה היא הפרת חובה חקוקה כלפי בעלי המניות בחברה."

עיון בהסדר המגובש בסעיפים הנ"ל מכתוב מספר תובנות, תכליות ומסקנות. אלו יסקרו להלן.

תכליות ההסדר והאמצעים שנקט החוק להשגתן

3. על פי הוראת סעיף 336 לחוק החברות הנ"ל – אדם לא ירכוש מניות של חברה ציבורית הרשומות למסחר בבורסה, כך שלאחר הרכישה תהיה לו אחזקה של למעלה מתשעים אחוזים ממניות החברה, אלא בדרך של הצעת רכש מלאה לכלל בעלי המניות, בתנאים שנקבעו בחוק. מטרת מגבלה זו למנוע מצב שבו אחזקותיו של בעל השליטה יעלו, כך שיצטמצם באופן ניכר המסחר במניות החברה והחשש מפני פגיעה בסחירות המניה עלול להביא לכך שבעלי המניות מן הציבור ימכרו את מניותיהם לבעל השליטה במחיר נמוך מערכן. ראו: דברי הסבר שניתנו בהצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (יעול הממשל התאגידי), התש"ע – 2010, הצ"ח 496 מתאריך 10.3.10, 566, (להלן – הצעת תיקון מס' 12), שם בעמ' 580 בהקשר לסעיף 35 להצעת התיקון). עיינו והשוו: ע"א 7389/04 נוסבאום- אריגי ריפוד בע"מ נ' עזריאל פויכטונגר (טרם פורסם - 11.1.09).

פרופ' אמיר ברנע סבור כי מטרת ההסדר האמור היא: "מחד גיסא, לאפשר קיומן של הצעות רכש במקרים שבהם ללא מנגנון כפיה אין אפשרות לממשן עקב

בעיית הטרמפיסט (Free Rider), ומאידך גיסא, לתת סעד לניצעים שהמכירה נכפתה עליהם במחיר שאינו הולם לדעתם". ראו: אמיר ברנע, הערכות שווי בהצעות רכש, משפט ועסקים ח' 393, 394 (התשס"ח) (להלן: אמיר ברנע, הערכות שווי).

חברי, השופט י' דנציגר, ציין ב-ע"א 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (טרם פורסם – 28.12.09) (להלן – ענין עצמון), תוך התבססות על כתבי מלומדים (פרופ' ידידיה שטרן, פרופ' אריה לוציאן בבצ'וק, פרופ' אוריאל פרוקצ'יה) ועל הדו"ח המסכם של ועדת ברק, כי ההסדר האמור שבחוק בא להגשים מספר תכליות נוספות. עיקר מטרתו, לשיטתו, לסייע בעריכתן של עסקאות רכש יעילות, תוך הבטחת הגינות המסחר, השוויון בין בעלי המניות וזכויות בעלי מניות המיעוט, וזאת גם במקרים של כשלי שוק (עיינו שם בפסקאות 30-34).

המחוקק בחר לקדם את כל התכליות הללו בארבעה אמצעים שונים (עיינו: ענין

עצמון):

(א) איסור על איסוף שיביא את הרוכש להחזיק ביותר מ-90% ממניות החברה (קודם להצעת הרכש המלאה). ראו: סעיף 336 (א) ו-(ב) לחוק. עיינו: אירית חביב סגל, דיני חברות – לאחר חוק החברות החדש, כ"ב, 542-543 (2004); ערן רוזמן, בעלי מניות בחברה – שיתוף פעולה עסקי בראי חוק החברות, השנ"ט – 186 1999 (1999).

(ב) התניה כי קבלת הצעת הרכש המלאה היא פונקציה הדורשת רוב מיוחס משתנה, שיביא את המציע להחזקה של 95% מהון החברה. ראו: סעיף 337 לחוק. במלים אחרות: ככל שהצעת הרכש המלאה מכוונת לרכישת כמות גדולה יותר של מניות, כך גדל הרוב הנדרש לקבלתה מבין הניצעים. עיינו: פרופ' יוסף גרוס, חוק החברות החדש 562 (מהדורה רביעית - 2007) (להלן – גרוס, חוק החברות החדש).

(ג) חיוב המציע לרכוש את כלל מניות החברה שנותרו בידי הניצעים שלא נענו להצעה וחיוב אותו מיעוט למכור את מניותיו למציע במחיר ובתנאים שהוצעו – והכל במקרה שהצעת הרכש המלאה התקבלה באופן ששיעור ההחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה מהווה פחות מחמישה אחוזים מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה. ראו: סעיף 337 (א) לחוק. יצוין כי החוק נוקט בלשון נקיה במיוחד בהסדרת החיובים האמורים (לטכניקה אחרת ראו: סעיף 9 לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975).

(ד) ביסוס סעד של הערכה, המאפשר לכל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה – לפנות לבית המשפט ולבקש כי זה יקבע שהתמורה שניתנה בעבור המניות

היתה פחותה מהשווי ההוגן שלהן וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט. בקשה כאמור היה צריך להגיש – בתקופה הרלבנטית לערעורים – עד לא יאוחר משלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה (היום עד שישה חודשים). סעד זה מרכז את הפגיעה בזכות הקניין של המתנגדים לרכישה הכפויה. יש מי שסבור שסעד זה הוא מיותר, שכן הוא מוסיף הגנה מסוג של "כלל אחריות" על ההתניה, הדורשת קבלת הצעת רכש מלאה בהסכמה של רוב מיוחס משתנה, שהיא מסוג: "כלל של קניין". ראו: זוהר גושן, מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית, משפטים ל"ב 381, 409 (2001); אוריאל פרוקצ'יה, מאחורי הקלעים, משפטים ל"ב (2) 303, 325 (2002);

ד"ר יחיאל בהט איננו מסכים עם ביקורת זו. הוא סבור כי לו היה המחוקק מסתפק רק בדרישת הרוב המיוחס המשתנה – ההגנה במסגרת "כללים של קניין" לא היתה מלאה מאחר שמדובר בהכרעת רוב של בעלי הקניין ולא בהסכמה של כל אחד ואחד מהם. יתר על כן לגישתו חוק החברות נוקט גם במצבים אחרים של כפיה (הסדר נושים, לדוגמה, הנעשה מכוח סעיף 350 לחוק) – ב"הגנה כפולה" הכוללת: (א) סיווג לצורך הצבעה באסיפות נפרדות ("כלל של קניין"). (ב) אישור של בית משפט ("כלל של אחריות"). ראו: יחיאל בהט חברות, כרך ב' עמ' 104-105 (2011).

נוטה אני לגישתו של ד"ר בהט הן מטעמיו והן בעטיו של נימוק קונסטיטוציוני. הרכישה הכפויה כאן היא פגיעה בקניין, שהיא זכות יסוד המעוגנת בחוק יסוד: כבוד האדם וחירותו. פגיעה שכזו בזכות יסוד מותרת רק אם היא עומדת בתנאי פיסקת ההגבלה, הקבועה בסעיף 8 לחוק היסוד הנ"ל. השוו לחוות דעתי ב- ע"א The Football Association Premier League Limited 9183/09 פלוני (טרם פורסם – 13.5.12). הנה כי כן ההסדר של מכירה כפויה שבחוק החברות צולח את פיסקת ההגבלה, בין השאר (או בעיקר), מאחר שהוא מעניק סעד אפשרי של הערכה ונתון לבקרה שיפוטית. זו הנפקא מינה שבין מצב זה לבין הפקעה (ציבורית), או חילוט (פרטי) ככל שהם נעשים ללא משפט כלל, או על דרך של משפט מבוים (משפח) - מצבים לגביהם למדנו מאז פרשת נבות היזרעאלי התנ"כית כי אסורים הם.

זאת ועוד – אחרת. החשש מפני הבקרה השיפוטית, האמורה להעשות בדיעבד צפוי לתרום לטבירות הצעות הרכש המלאות מלכתחילה – משתי סיבות:

(א) את סעד ההערכה ניתן להפעיל גם במסגרת הליך של תובענה ייצוגית, כאמור בסעיף 338 (ב) סייפא לחוק (והשלכות הדבר על מושאי הערעורים כאן – תתברר בהמשך).

(ב) החוק קבע כי התמורה בעבור המניות צריכה להיות בשווי הוגן (סעיף 338 (א) לחוק) והוא, אף העניק, בסעיף 339 לחוק, שתי תרופות אפשריות נוספות (מעבר וכחילופין לסעד המחייב השלמת התשלום לשווי ההוגן):

(1) "הרדמת המניות" במשמעות סעיף 308 לחוק – של המניות שנרכשו בניגוד להוראות פרק זה בחוק, כל עוד הן מוחזקות בידי הרוכש.
 (2) ראיית ההפרה של הוראות פרק זה בחוק – כהפרה של חובה חקוקה כלפי בעלי המניות בחברה, במשמעות סעיף 63 לפקודת הנזיקין (נוסח חדש) תשכ"ח-1968 (להלן – פקודת הנזיקין), כאשר על ביצוע עוולה זו יחולו התרופות הרלבנטיות מכח פרק ה' לפקודת הנזיקין. ראו גרוס, חוק החברות החדש, 560.

עתה עלי לדון בשאלה מהו "שווי הוגן" במשמעות סעיף 338 (א) לחוק ולמה כיוון המחוקק בהסדר המכירה הכפויה בעת הצעת רכש מלאה שהתקבלה ובמתן סעד של הערכה. בכך אעסוק מיד בסמוך.

שווי הוגן מהו

4. חוק החברות לא הגדיר מהו "שווי הוגן". זהו מושג מסגרת שעל בית המשפט למלאו תוכן בהתאם לנסיבות המקרה – על פי המתווה הנורמטיבי השייך לענין (זאת בדומה למונחים אחרים, כמו: תום לב, למשל). בע"א 2773/04 מאיר עטר נ' נצבא חברה להתנחלות בע"מ, פ"ד ס"ב(1) 456 (2006) (להלן – ענין נצבא) עלתה שאלה זו לדיון ונתגלעו בה חילוקי דעות בין חברי ההרכב שם בהקשר להצעת הרכש שעמדה במרכזה של הפרשה האמורה וביחס לסעד הקיפוח שביקשו חלק מהניצעים באותה פרשה (על פי סעיף 291 לחוק החברות). הקושיה הרלבנטית לענייננו שם היתה, כפי שהציג את הדברים חברי, השופט י' דנציגר, בענין עצמון (שם בפסקה 48 לפסק דינו), כזו: האם משמעותה של הוגנות היא פיצוי בעלי המניות בגין שוויון "המקובל" של המניות שנרכשו מהם, או שמא הוגנות המחיר ראויה להיבחן בראי מצבם של בעלי המניות בפועל, אלמלא הרכישה. בעוד שעל פי האפשרות הראשונה הצעות הנמוכות משווי המניות "המקובל" תדחנה כלא הוגנות, אף אם הן מיטיבות את מצבם של בעלי המניות טרם הרכישה (השקפתו של הנשיא א' ברק בדעת המיעוט, שם בעמ' 498-499 ו-502), הרי שעל פי האפשרות השניה תחשבנה ההצעות כהוגנות, גם אם הן נמוכות

מהשווי "המקובל", כל עוד יש בהן כדי לשפר את מצבם של בעלי המניות מכפי שהיה טרם הרכישה (השקפתה של השופטת מ' נאור בדעת הרוב, שם בעמ' 491, אליה הצטרף השופט א' רובינשטיין).

דילמה דומה ניצבת פה בפנינו ובהקשר אליה אני מסכים עם עמדתו של חברי, השופט י' דנציגר שהתנסח בענין עצמון כך:

"בסוגיה הייחודית של הערכת מניות במסגרת סעד הערכה, סבורני כי שאלת "השווי ההוגן" צריכה להיגזר מן השאלה כיצד ועל פי אלו עקרונות נכון להעריך שווי חברה, בהתחשב בתכליות סעד ההערכה כפי שהותוו" (שם, בפסקה 48).

אלא שכאן נפרדות דרכינו. חברי סבור כי שיטת DCF היא ככלל השיטה הראויה להערכת שווי של מניות במסגרת סעד ההערכה (פסק דינו בענין עצמון וחוות דעתו בערעורים אלה). בכך הוא ניצב כנגד הדעה הנוגדת, אותה הציג חברי, המשנה לנשיא (בדימ') השופט א' ריבלין, הסבור שככלל גישת שווי השוק הממוצע היא הראויה בנסיבות (ואני מוצא עצמי ביניהם כאמור).

פרופ' אמיר ברנע במאמרו וכן בחוות הדעת שנתן בתיק נאות אביב (רע"א 7820/07) הציע, על פי תאוריות מימוניות שונות, להשתמש ככלל – בשווי תחליפי כמודד לשווי הוגן. על פי גישה זו השווי ההוגן יקבע על פי שוויה של חלופת השקעה, כלומר על פי שווי השוק של "תיק" חלופי שמקנה למשקיע אותם שירותים כלכליים שמקנה הנכס, מושא ההערכה. אחד היתרונות העיקריים שהוא רואה בתפיסה זו נובע מהעובדה ששימוש בשווי תחליפי מאיין במקרים רבים את הצורך לקבוע שווי פנימי לנכסים ולהכריע בין הערכות שונות ביחס אליו (שם, בעמ' 398 למאמרו). דא עקא שעל אף מקוריותה של הצעת פרופ' ברנע – היא מעוררת, למצער, שני קשיים:

(א) כפי שפרופ' ברנע מציין בעצמו בחוות הדעת שכתב לצורך תיק נאות אביב – הצעתו מבוססת על מתודולוגיה כלכלית. אין בידו מידע על פרשנות משפטית לשווי הוגן ובאיזו מידה קיים, אם קיים, הבדל בין המתודולוגיה הכלכלית והמשפטית (שם בפסקה 5 לחוות דעתו). ואכן קיים הבדל בין המתודולוגיה הכלכלית המוצעת על ידו לבין התשתית הנורמטיבית הרלבנטית, עליו אצביע בהמשך.

(ב) המתודולוגיה הכלכלית שהוצגה ע"י פרופ' ברנע – לא אומצה, לענין סעד ההערכה בהצעות רכש כפויות בעולם (כפי שמזכירים בצדק חבריי) ואף לא ע"י המחוקק הראשי אצלנו (ויתכן ויש מקום שהרעיון יבחן, בצירוף תיקונים ועידונים מסוימים שנדרשים בו).

חוזרת איפוא קושיה לדוכתא – כיצד נקבע שווי הוגן מהו. לגישתי ראוי לבחון מה ניתן לדלות מהחקיקה הראשית, מחקיקת המשנה, ומכללי חשבונאות מחייבים בנושא ולהקיש מהם לענייננו. בכך אתמקד להלן.

5. החקיקה הראשית בנושא איננה נותנת לנו תשובות מספקות, אם כי ניתן לשאוב ממנה ומתולדותיה רמזים מסוימים. חוק החברות לא פירט בסעיפים הרלבנטיים כיצד יש לקבוע שווי הוגן. יחד עם זאת בהצעת תיקון מס' 12, שקדמה לתיקון מס' 16 שהוכנס לחוק החברות, נאמר כך (ואני מצטט בהרחבה כי יש לדברים קשר אף לנושאים נוספים שידונו בהמשך):

"על פי סעיף 338 לחוק, כנוסחו היום, כל בעל מניות שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה רשאי לפנות לבית המשפט ולבקש סעד הערכה, בין אם נענה להצעה ובין אם לאו. הכוונה למנוע מצב שבו הצעת רכש יעילה אינה מתקבלת רק משום שבעלי המניות חוששים לאבד את זכותם לסעד הערכה.

מוצע ליתן למציע את האפשרות לבחור אם להעניק לכל ניצע סעד הערכה, ובכך להגדיל את סיכוייו שהצעת הרכש תתקבל, או להעניקו רק למי שלא נענה להצעה. לעניין זה יובהר כי על פי המוצע, מי שנענה להצעה, לא יהא זכאי לסעד הערכה אף אם הבקשה לסעד הערכה הוגשה על ידי ניצע שלא נענה להצעה.

מתן סעד הערכה גם למי שנענה להצעה, חושף את בעל השליטה לעלויות גבוהות שלא תמיד ניתן לצפותן מראש. חוסר הוודאות לגבי הסכום שבעל השליטה יידרש לשלם, התגבר במיוחד לנוכח פסיקת בית המשפט בע"א 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (דינים עליון 2009 (132) 1208). לפי פסק הדין האמור ערכה של חברה ייקבע לפי שווי החברה כעסק חי "הן לפי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים והן על פי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה שלה". הערכת שווי חברה לפי שיטה זו אינו חד ערכי וייתכנו הערכות שווי שונות על יד מומחים שונים. יובהר כי אין בתיקון המוצע כדי לפגוע בזכותו של כל ניצע, לרבות מי שנענה להצעה, להגיש תביעה במקרים שבהם הסכים להצעה עקב הטעיה או אי-גילוי מידע

שהיה עליו (צ"ל: על המציע) לגלותו על פי כל דין, ובכלל זה בהתאם לדיני ניירות ערך. (שם בעמ' 581 בהקשר לסעיף 37 להצעת התיקון); (ההדגשה והתיקון שלי – ח"מ).

הנה כי כן מציע הצעת החוק היה מודע לענין עצמון ולשיטת ה-DCF, שהועדפה בדעת הרוב בפסק הדין האמור, ולא רק שראה שלא לאמצה, אלא שהצביע דווקא על הקשיים שהיא מעוררת. אף תיקון שהוכנס ביולי 2012 (לאחר שנפסק ענין עצמון) בחוק הסכמים פיננסיים תשס"ו-2006 אף שהוא נוקט במינוח שווי הוגן לגבי "נכסי בסיס" פיננסיים (לרבות ניירות ערך) – לא ראה לנכון לאמץ את שיטת ה-DCF לצורך כלשהו (כאן יש לומר שיתכן וממילא שיטת ה-DCF איננה מתאימה לרוב המצבים הנדונים בחוק האמור, שעיקר ענינו "הוראות לסיום מוקדם" ב"הסכם מסגרת" בגדר "הליכי חדלות פרעון" – כל אלה כמשמעם בחוק זה).

העולה מן המקובץ מלמד שהמחוקק הראשי לא נתן העדפה כלשהי לשיטת ה-DCF בהערכת "שווי הוגן", וזאת גם כאשר היה מודע כבר לפסיקה בענין עצמון.

6. כשאנו עוברים לחקיקת משנה רלבנטית הדברים ברורים עוד יותר. פעמים מחוקק המשנה מבדיל במפורש בין: "שווי שוק" (המוחל בדרך כלל על ניירות ערך סחירים) לבין "שווי הוגן", שנזכר לרוב בהקשר לניירות ערך בלתי סחירים. יתר על כן לעיתים נקבע שהשווי ההוגן ייערך על פי מודל שיקבע הרגולטור ולעיתים מצוינת במפורש לצורך זה שיטת ה-DCF. לפרקים נאמר כי: "שווי הוגן – כמשמעותו בכללי החשבונאות המקובלים".

שמע מניה ששיטת ה-DCF איננה ככלל – המודל המועדף אף על מחוקק המשנה לקביעת ערכים של ניירות ערך סחירים והיא רק אחת השיטות להערכת ניירות ערך בלתי סחירים. עיינו, למשל, איזכור המונחים הנ"ל ב: תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (פרטי דין וחשבון), תשנ"ח-1998; תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (חישוב שווי נכסים), תשס"ט 2009; תקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), תש"ס 2000; תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), תש"ט-1970.

יתר על כן מחוקק המשנה ראה להבדיל בתקנות הנ"ל בין "שווי שוק" לבין "שווי הוגן" והוא לא מצא לנכון לקבוע כי בניירות ערך סחירים: שווי שוק שקול לשווי הוגן.

נוכח האמור ובשים לב לניתוחנו עד הנה, נראה שצודק פרופ' אמיר ברנע

בציינו במאמרו הנ"ל (שם בעמ' 394):

"עצם קיומו של סעיף סעד הערכה בחוק מלמד שהמחוקק אינו מסתפק במחיר השוק ערב ההצעה ובהסכמתם של רוב בעלי מניות המיעוט, כאומדים יחידים של שווי הוגן. אכן, מחיר שוק יכול להיות מושפע מכשל שוק – למשל, עקב העדר סחירות – והסכמת הרוב עשויה לנבוע מדילמת האסיר. בשני מצבים אלה המיעוט מקופח."

מכאן שאף נטייתו של חברי, המשנה לנשיא (בדימ') השופט א' ריבלין, לשיטת שווי השוק הממוצע איננה נותנת פתרון ראוי ומושלם לסוגיה אלא במצבים של שוק גדול ופעיל וסחירות גבוהה במניה, מה גם שבכל המקרים הנדונים בערעורים – הצעות הרכש היו מעל למחיר "שווי השוק" (המציעים נתנו לעובדה זו הסברים שונים ובין היתר כי ביקשו "להתחלק" עם הניצעים בחסכון הצפוי מהפיכת חברת המטרה – מציבורית לפרטית). את גישתו מבסס השופט א' ריבלין, בין היתר, על האמור בתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000, שם המציע בהצעת רכש נדרש לפרסם במסגרת ההצעה – מיפרט, כמשמעו של מונח זה בתקנות האמורות. בגדר המיפרט על המציע לכלול כל פרט המצוי בידיעתו, העשוי להיות חשוב למחזיק סביר השוקל היענות להצעה על פיו, ולא יהיה במיפרט פרט מטעה (תקנה 9 לתקנות הנ"ל, כנוסחה בתקופה הרלבנטית לערעורים). בהמשך הדרך – בתיקון התקנות הנ"ל מתאריך 14.12.04 (ס"ח תשס"ה מס' 6352, עמ' 208) הובהרו והורחבו חובות המציע והוא נדרש, בין השאר, לציין – בהצעה לרכישת מניות – הפרטים הבאים (תקנה 10 (ב) לתקנות האמורות):

- (1) מחיר המניה הגבוה ביותר ומחיר המניה הנמוך ביותר בכל אחד משנים עשר החודשים שקדמו לתאריך המפרט, בהתחשב בכל חלוקת דיבידנד או מניות הטבה, פיצול, איחוד הון או הצעה בדרך של זכויות לבעלי ניירות הערך של חברת המטרה;
- (2) ממוצע מחירי המניה בששת החודשים שקדמו לתאריך המיפרט, בהתחשב בכל חלוקת דיבידנד או מניות הטבה, פיצול, איחוד הון או הצעה בדרך של זכויות לבעלי ניירות הערך של חברת המטרה; כמו כן יפורט היחס באחוזים בין ממוצע מחירי המניה כאמור לבין התמורה המוצעת למניה;
- (3) מחיר המניה סמוך לפני תאריך המיפרט והיחס באחוזים בין מחיר זה לבין התמורה המוצעת למניה;

דא עקא שבמיפרט האמור יש לפרסם גם את :

(4) "ההון העצמי וההון העצמי למניה של חברת המטרה בהתאם לדוחות הכספיים האחרונים שפרסמה" – נתונים השייכים לקטגוריית הערך הנכסי של החברה.

זאת ועוד – בהצעת רכש מלאה על המציע לפרט, בין השאר, גם את שמות בעלי הענין בו ואת קשריהם העסקיים, או המשפחתיים, שאינם זניחים – לניצעים.

מהוראות התקנות הנ"ל עולה לפיכך כי יש למסור למציעים אינפורמציה מקיפה הרבה יותר מ"שווי השוק", או מ"שווי השוק הממוצע" של המניות (ואולם אינפורמציה לא מספיקה כדי ליצור הערכת שווי על פי שיטת ה-DCF).

תובנותי האמורות מתחזקות עוד יותר ככל שאנו משווים את האמור בתקנות הנוכחיות עם מה שהיה קבוע בתקנות ניירות ערך (הצעת רכש) התשנ"ד-1994, שקדמו להן (להלן – התקנות הישנות). התקנות הישנות קבעו – בתקנה 14 – כי מחיר הצעת הרכש לא יפחת "מהשער האחרון הסמוך לפני פרסום ההצעה, או מהמחיר הממוצע בששת החודשים שקדמו למועד פרסום ההצעה, לפי הגבוה מבין השניים". מכך השתמע שהצעת רכש במחיר המינימום הנ"ל – תקינה כביכול. התקנות החדשות ביטלו את מחיר המינימום הנ"ל ואת הקישור לשערי המסחר. תקנה 10 (ב) לתקנות החדשות הסתפקה כאמור בחובה לפרט את המחיר הגבוה ביותר והנמוך ביותר בכל אחד משניים-עשר החודשים שקדמו להצעה, את ממוצע מחירי המניה בששת החודשים שקדמו להצעה ואת מחיר המניה בסמוך לפני תאריך המיפרט וכן את נתוני ההון העצמי וההון העצמי למניה של חברת המטרה. ההשמטה, כמו גם התחליפים שנקבעו – אינם מקריים ויש לייחס להם את מלוא משמעותם: מתקין התקנות (שהוא שר האוצר, החותם עליהן לפי הצעת הרשות לניירות ערך, בהתייעצות עם שר המשפטים ובאישור ועדת הכספים של הכנסת) ביקש לקבוע שכל הנתונים האמורים רלבנטיים לניצע ולא רק מחיר השוק וערכי המסחר, כפי שגורס חברי, המשנה לנשיא (בדימ'), השופט א' ריבלין. לו סבר המחוקק או מתקין התקנות, כי אין להעניק לניצעים זכות לקבל ממימוש המניה יותר משווי השוק, או משווי שוק ממוצע – הוא יכול היה בנקל לכתוב זאת (וכך אכן נאמר, לעתים, במפורש בתקנות שאוזכרו לעיל (במיוחד לצרכי דיווח) ובמשתמע גם בתקנות הישנות, כאמור).

העולה מן המקובץ מלמד כי משנמנע המחוקק הראשי, או מתקין התקנות לקשור את מחיר המימוש למחיר השוק, ובחר בביטוי "שווי הוגן" – אין לבית המשפט

מנוס אלא לבחון בכל כלי ראוי העומד לרשותו – את הוגנות המחיר. עניין זה מביא אותנו לפסיקת העבר שדנה בהערכת חברות (וכנגזרת מכך, בהערכת מניות בחברה נדונה), אותה אסקור מיד בסמוך.

7. בית משפט זה מיעט עד כה לעסוק בדרך הראויה להערכת חברות. ב-ע"א 271/83 גרייבר נ' פקיד השומה, פ"ד ל"ט (2), 678 (1985) נאמר בהקשר זה כך:

"שיקולים רבים ביותר יכול שישפיעו על ערכן של מניות במועד מסוים. לא זו אף זו, גורמים נוספים יכול שישפיעו על ערכן, במצבים ובתנאים מסוימים, כולל מטרות, שלשמן נעשית הערכת המניות: האם החברה מתנהלת כ"עסק חי", או שנמצאת היא בפירוק או במכירה כפויה וכיוצא באלה דברים. והוא הדין בהשפעתם של אינטרסים שונים של בעלי מניות אחרים בחברה או של אנשים זרים לה. אפשר לציין, בקשר לכך, את הניסיון שעשה בית המשפט העליון של מדינת Massachussets בארצות-הברית במשפט *Piemonte v. New boston* [5] (1979) Garden .corp לקבוע את ערך המניות ("fair value") מבחינתם של בעלי המניות על-פי שלוש אמות מידה: האחת - ערך השוק ("market value"), שמשקלה בערך הכולל הוא 10%; השנייה פוטנציאל ההכנסה למניה ("valuation based on earnings"), שמשקלה 40%; והשלישית - ערך הנכסים נטו ("valuation based on net asset value") שמשקלה 50%. (שם בעמ' 687, ויצוין כי לחברה שם היו קוי-דמיון מסוימים לחברת נאות אביב בע"מ, שבפנינו – ח"מ).

למעשה בית המשפט הצביע פה על מה שכונה בארה"ב: Delaware Block Market, ועל פיו במשך שנים בתי המשפט האמריקאיים העריכו את שווי המניות של החברה בהתבסס על מספר מרכיבים: שווי שוק (המחיר בו המניות נסחרות בשוק עד למועד האירוע שמצריך הערכות שווי) – 10%, הרווחיות (בחנית הרווח השנתי הממוצע במשך 5 (או 3) השנים האחרונות והכפלתו במכפיל קבוע) – 40%, והשווי הנכסי (מבוסס בעיקר על שווי הנכסים בפירוק) – 50%. ראו: גרוט, חוק החברות החדש 545.

8. חברתי המשנה לנשיא, השופטת מ' נאור, בעת שכינה בבית המשפט המחוזי בירושלים התייחסה בשעתו גם היא באריכות וביסודיות לסוגיה של הערכת חברות. זאת היא עשתה במסגרת משפט הבנקאים (שם עלתה השאלה בהקשר פלילי באשר לעבירות של פגיעה ביכולת התאגידים הבנקאיים לקיים את התחייבויותיהם במשמעות סעיפים 214 (א) לפקודת הבנקאות ו-424 (ו) לחוק העונשין, תשל"ז (1973). ראו: ת"פ

524/90 מדינת ישראל נ' בל"ל ואח' (הכרעת הדין ניתנה בתאריך 10.4.94). מומחי המאשימה בפרשה זו – פרופ' ברנע ופרופ' בן-חורין אמדו שם את שוויים של הבנקים שהועמדו לדין על פי מודל הערך הנכסי ועל פי מודל מכפיל הרווח, בו בזמן שמומחי הנאשמים דגלו בשיטת ה-DCF, שהעצימה את שווי הבנקים שעמדו לדין. במשפט הבנקאים צוטטו: פרשת Weinberger האמריקאית (Weinberger v. UOP Inc. 457 A/2d (Del. Supr., 1983), 701), הנזכרת בחוות הדעת של חברי, שבעקבותיה החלו לעשות בארה"ב שימוש בשיטת ה-DCF וכן פרשת CEDE v. Technicolor, Del. Ch., C.A. No. 7129 (Oct. 19, 1990), שדנה באריכות ביתרונותיה וחסרונותיה של השיטה האמורה. זה המקום להביא כמה מתובנותיה של השופטת מ' נאור בהקשר להערכות שווי בכלל ולגבי שיטת ה-DCF בפרט:

- (א) בחיי המעשה – להבדיל מעולם המשפט – ישנם מקדמי בטיחות נגד הערכות שווי מוגזמות (שם, בעמ' 525).
- (ב) השימוש במודל ה-DCF כשלעצמו – איננו בגדר מרשם קסמים להערכה נכונה משום שהשאלה האמיתית היא מה הנתונים החזויים המוכנסים למודל (שם, בעמ' 527; ההדגשה במקור – ח"מ).
- (ג) מודל DCF הוצג במשפט כשיא השכלול והמודרניזציה של הערכת חברות במשפט האמריקאי. מקובל עלי כי במקרים מתאימים נוכל לאמצו. אין זה מקובל עלי לאמצו בתור מודל בלעדי להערכות שווי באותו עולם של אי-ודאות כלכלית (שם, בעמ' 543).
- (ד) בסופו של יום המחלוקת האמיתית איננה על המודל. ויכוחים על ה"מודלים" מסיטים את תשומת הלב מהשאלה האמיתית והיא – באילו נתונים מזינים את המודל (שם בעמ' 549).

תפיסותיה אלו של חברתי, המשנה לנשיא, השופטת מ' נאור התבססו בשעתו, בין השאר, על האמור בספרם המוביל של הפרופסורים: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Corporate Finance (מהדורה רביעית בין לאומית - 1991). ראו בפסק דינה, בעמ' 530-531, 552. בינתיים יצאה בשנת 2011 מהדורה עשירית בין לאומית לספר זה (ולכותבים הנ"ל נוסף פרופ' Franklin Allen מוורטון). והנה אף בעקבות המשברים הפיננסיים העולמיים דעתם הבסיסית – כי ישום כל שיטה היא תלויה נסיבות – לא השתנתה. יתר על כן הם מעירים לגבי שיטת ה-DCF כדקלמן (שם, בעמ' 102):

"Finally, we show how DCF models can be extended to value entire businesses rather than individual shares"

עמדה ביקורתית יותר לגבי שיטת ה-DCF מובעת בספרם של: Nigel Eastway, Harry Booth, Keith Eamer, Diane Elliott and Shan Kennedy, PRACTICAL SHARE EVALUATION (מהדורה חמישית, 2009). שם נאמר (בעמוד 326) כך:

"In the case of a business, profit can be made and budget set, usually based on past performance, **but any predictions of what might be achieved more than a year in the future is usually proved to be wrong to a greater or lesser degree.** Profit forecasts may well be made with a great deal more sophistication than in simple method... but will nevertheless rarely predict that a company with at some time in the future either make a loss or at least suffer a large fall in profits. That is nevertheless what will befall most companies at some time or other.

The discount rate adopted, while no more subjective than the price/earnings ratio used in an earnings-based value, will usually be based on norms within the venture capital industry or what the acquiring company considers appropriate, rather than rates derived from actual sales. The value produced is particularly sensitive to the discount rate adopted and different perceptions can lead to widely differing results. This is also true of earnings-based values and the price/earnings ratio, but of starting from a figure based on comparison with the market, the necessary justification can be given to any adjustments. Adjustments to a discount rate will start from a less sound footing" (ההדגשה שלי – P"ח).

9. גישתה של המשנה לנשיא, השופטת נאור בנושא זה, שהובאה בפסקה 8 שלעיל, מקובלת עלי. לדעתי השווי ההוגן על פי סעיף 338 לחוק החברות ותקנות ניירות הדרך (הצעות רכש), תש"ס-2000, צריך להיקבע על פי כלל הנתונים הפיננסיים הרלבנטיים למניה, מושא ההערכה, וזאת על פי השיטה המתאימה לעניין בנסיבות, כשהם נשאבים מנתונים ניתנים לצפיה. קביעה זו יש בה שאיפה למבחן של "הגינות מלאה" (השוו: אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח' 401, 411-412 (ספטמבר 2008)), והיא מקפלת בחובה מספר מסקנות משנה לגבי ה"שווי ההוגן" בענייננו:

(א) כאשר יש מצבים של כשלי שוק, או סחירות נמוכה – שווי השוק, או שווי השוק הממוצע, אין בהם די ויש להיעזר במודלים נוספים. מאידך גיסא כאשר מדובר בחברה שמניותיה נסחרות בהיקף רחב בבורסה, יש פיזור רב של המניות בין בעלי מניות רבים, והשוק גדול ופעיל ניתן לנקוט בשיטה המוצעת ע"י חברי, המשנה לנשיא (בדימ') השופט א' ריבלין.

(ב) היה ויש פער משמעותי בין המחיר שהוצע בהצעת הרכש המלאה על ידי המציע (שהוא מעל למחיר השוק) לבין הערכת שווי גבוהה הרבה יותר המוצגת על ידי מי מהניצעים, וההפרש איננו יכול להיות מוסבר רק ביתרונות הכלכליים הכמותיים הצפויים לחברה מהפיכתה מציבורית לפרטית, יש מקום לבחון את מחיר המנייה המוצע ואת תנאי הרכישה – האם הם הוגנים.

(ג) בהתקיים האמור בס"ק (א) ו-(ב) שלעיל – יש לחזור בעיקרון למבחנים שמרניים, כמו אלה שמגולמים ב-Delaware Block Market, או חלקם, ומנגד ניתן לעשות שימוש בשיטת ה-DCF רק במקרים חריגים מתאימים, כאשר יש לכך הצדקה עניינית, וכאשר נתוני התחזית מבוקרים ונלקחים מנתונים מפורסמים הניתנים לצפייה. זו גם המגמה המסתמנת לאחרונה בעולם – נוכח המשברים הפיננסיים הגלובליים האחרונים (ראו: ד"ר מרדכי פרפרי, רו"ח שווי הוגן בתאגידים 23-24, 145-146 (2010) (להלן: פרפרי, שווי הוגן בתאגידים). עיינו גם: George J. Benston, *Fair-Value accounting: A cautionary tale from Enron*, 25 JOURNAL OF ACCOUNTING AND PUBLIC POLICY 465 (2006). היא באה לידי ביטוי גם בתקנים חשבונאיים חדשים. אלה ידונו עתה.

10. כפי שהראיתי לעיל – לעתים נקבע בתקנות שונות כי: "שווי הוגן – כמשמעותו בכללי החשבונאות המקובלים".

נוכח העובדה שלא שמענו טיעונים בנושא זה והשלכותיו על המכלול שבפנינו, אסתפק רק במספר הערות כלליות לגבי ההיבט החשבונאי:

(א) במועדים הרלבנטיים לערעורים – התקנים החשבונאיים הישראליים נטו לעמדתו של חברי, השופט א' ריבלין, שכן לא נקטו בהקשרים אלה בגישת "השווי ההוגן". יחד עם זאת הם איפשרו בנסיבות מיוחדות (ונראה לי שהצעת רכש מלאה באה בגדר האמור) – עריכת התאמות מתאימות לשווי הוגן, על פי שיקול דעתו של רואה החשבון המבקר. עיינו: רו"ח פרופ' הרצל פטל ורו"ח יפעת רייך "להיות הוגנים עם השווי" רואה החשבון 96 (אוקטובר 2009); פרופ' יורם עדן וד"ר דן אלנן, אומדן מחיר ההון בהערכות שווי ובהערכות רמת הביצוע, רואה החשבון, כרך נ"ה (חוברת 4), 456 (2006).

(ב) בשנים האחרונות ובעקבות המשברים הפיננסיים העולמיים וכשלי הדיווח החשבונאיים – נרתמו מוסדות התקינה החשבונאיים האמריקאיים, הבינלאומיים

והישראליים לניסיון להסדיר בצורה מובנית ואחידה יותר את סוגית "השווי ההוגן" במופעים שונים ואת הדרכים למדידתו של ערך זה. כך, למשל, פורסם במאי 2011 ע"י הועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים (IASB) תקן דיווח כספי בינלאומי מס' 13 למדידת שווי הוגן (IFRS 13 – International Finance Reporting Standard 13 – Fair Value Measurement). תקן זה, שיישמו מתבקש מתאריך 1.1.2013, מטרתו משולשת:

- (1) להגדיר שווי הוגן (המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה).
- (2) לפרט – בתקן דיווח כספי בינלאומי אחד – מסגרת מושגית למדידת שווי הוגן.
- (3) לקבוע את הגילויים הנדרשים לגבי מדידות שווי הוגן.

גישות ההערכה השונות, שנקבעו בתקן, הן:

- (א) גישת השוק (Market Approach) מבוססת על מחירים ומידע רלבנטי אחר הקיימים בשוק.
- (ב) גישת ההכנסות (Income Approach) מבוססת על היוון סכומים עתידיים (כגון: תזרים מזומנים תפעוליים לפי שיטת ה-DCF).
- (ג) גישת עלות השחלוף הנוכחית (Cost Approach) – משקפת את הסכום הנדרש על מנת לרכוש נכס חלופי בעל רמת תפוקה כלכלית דומה (גישה זו דומה בהקשר לענייננו לשיטת "התיק התחליפי" המוצעת על ידי פרופ' אמיר ברנע).
(לגבי תפיסות דומות קודמות – ראו: SFAS 15; עיינו: פרפרי, שווי הוגן בתאגידים (147).

בתקן IFRS 13 נאמר כי הבחירה בין הגישות השונות הנ"ל חייבת להיעשות תוך הפעלת שיקול דעת ובהתחשב בנסיבות קיומם של נתונים זמינים מספקים. במקרים מסויימים, ניתן להשתמש ביותר מגישה אחת, למשל על דרך של שילוב גישת השוק ושל גישת ההכנסות. במקרים אלה יש לבחון את טווח התוצאות שהתקבלו ולקבוע מהי התוצאה, בתוך הטווח, המייצגת באופן הטוב ביותר ובהתאם לנסיבות, את השווי ההוגן. בכל מקרה וללא קשר לגישה הנבחרת, קיימת דרישה מחייבת להשתמש, ככל שניתן, בנתונים נצפים, ולהימנע, ככל שניתן, משימוש בנתונים שאינם נצפים.

עיינו: נייר עמדה על IFRS 13, שהוצא מטעם Grant Thornton על-ידי משרד רואי החשבון פאהן קנה ושות' בישראל (ניתן לצפיה ב: <http://www.gtfk.co.il/613.html>);

עמדה זו משקפת את תפיסתי לגבי תפקידו של בית המשפט בפועלו על פי סעיף 338 לחוק, במצבים הנזכרים בפסקה 9 שלעיל. בעקבות קביעה זו נותר לי עדיין לדון באמור בסייפא לסעיף 338 (ב) לחוק, הקובע כי ניתן להגיש בקשה כי סעד של הערכה ידון על דרך של בקשה לתובענה ייצוגית ויחולו הוראות סעיף 209 לחוק. בנושא זה אעסוק להלן.

11. מקובלים עלי דבריו של חברי, השופט י' דנציגר בענין עצמון, הקובע (שם בפסקה 41) כי מי שתובע סעד של הערכה החפץ בכך שתובענתו תוכר כייצוגית – חייב לעמוד בתנאים לאישור תובענה ייצוגית, כפי שהם קבועים בחוק תובענות ייצוגיות, תשס"ו-2006 (ראו: הוראות התחילה, התחולה והמעבר שבסעיף 45(ב) לחוק) (להלן – חוק תובענות ייצוגיות), המחילה את החוק בעקרון אף על הליכים תלויים ועומדים ביום פרסומו של החוק). מכאן עולה שהסעד של הערכה יכול להינתן בתביעה אישית וניתן להרחיב את תחולתו על דרך של תובענה ייצוגית, ואולם אין הכרח כזה (כאשר בתובע, או בתביעה לא מתקיימים התנאים לאישור תובענה ייצוגית).

בערעורים שלפנינו שני נושאים רלבנטיים לענין זה של אישור התביעות שהוגשו כתובענות ייצוגיות:

- (א) השאלה אם רשאי וראוי תובע שסירב להצעת הרכש המלאה – לייצג גם ניצעים שנענו לה.
- (ב) התאמת התובעים (ובאי-כוחם) לייצוג כאמור.

אדון בסוגיות אלו על פי סידרן.

12. נראה לי כי תובע שסירב להצעת רכש מלאה – אין לאשרו כתובע ייצוגי גם לגבי מי שנענו להצעת הרכש (למצער ככל שטענותיו נוגעות ל"שווי ההוגן" של ההצעה, בשונה מטענות הנוגעות להטעיה, או לאי-גילוי מידע שהיה על המציע לגלות על פי כל דין). לגבי תובע כזה – אין אפשרות לומר כי תובענתו מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לו ולניצעים שנענו להצעת הרכש (במשמעות סעיף 8 (א) (1) לחוק תובענות ייצוגיות, או כי התובענה הייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות העניין (במשמעות סעיף 8(א)(2) לחוק תובענות

ייצוגיות), או כי "קיים יסוד סביר להניח כי עניינם של כלל חברי הקבוצה ייצוג וינוהל בדרך הולמת" (במשמעות סעיף 8 (א) (3) לחוק תובענות ייצוגיות. יצויין כי לגבי ס"ק זה – הנתבע איננו רשאי לערער, או לבקש לערער על החלטה בעניין זה, למעט בחריגים המנויים בסעיף 8 (ב) לחוק).
מאידך גיסא רשאי הוא לייצג את שאר המציעים שסירבו להצעת הרכש המלאה, או לא נענו לה בדרך אחרת (אי-תגובה למשל).

קביעותי הנ"ל מבוססות על הלכת רע"א 378/96 וינבלט נ' בורנשטיין בע"מ, פ"ד נ"ד (3), 247, 269 (2000), שם נפסק כי צמצום השאלות המשותפות לתובע המייצג וליתר חברי הקבוצה פוגם בדרישה לקיומן של שאלות משותפות לכלל חברי הקבוצה וביעילות הדיונית. עיינו גם: ג' לוטן וא' רז – תובענות ייצוגיות 126 (תשנ"ו); גרוס, חוק החברות החדש 353-352.

בסיום פסקה זו זה ראוי לציין כי הפרדה אפשרית כזו בין הניצעים, שנענו להצעת הרכש המלאה, לדין אלה שלא נענו לה מצאה עתה ביטוייה בתיקון מס' 16 לחוק, וודאי שהיא אפשרית, למצער, בהקשר להגדרת הקבוצה הנפגעת בתובענה הייצוגית.

התשובה לסוגיה השניה שאזכרתי בדבר התאמת התובעים (ובאי-כוחם) לייצוג בתובענות הייצוגיות נעוצה במקרים הפרטניים ולכן אתייחס אליה שם ככל שידרש, מה שמביא אותי לפרק היישומי.

החלת העקרונות שהוצגו לעיל על הערעורים שבפנינו

13. לאחר שפירטתי באריכות יחסית את העקרונות שיש לאמץ לדעתי בסוגיות העולות בערעורים ושבהן נפלו אי-הסכמות בין חברי, בינם לבין עצמם, ובינם לביני – אשתדל להיות קצר בישום הדברים, מה גם שלגבי החלק מהתוצאות וההנמקה יש אחדות דעים בינינו.

ראשית הנני מסכים, כמובן, כי היה מקום ליתן רשות ערעור בכל התיקים ולדון בהם כערעורים, ועתה אעבור לדיון תמציתי בהם לגופם של דברים, זאת לאחר עיון בחומר העצום והרב שהעמידו הצדדים בפנינו.

14. בערעור זה הנני מצטרף לתוצאה המוצעת ע"י חברי, המשנה לנשיא (בדימ') השופט א' ריבלין מהטעמים המובאים בפסקה 45 לחוות דעתו. בהקשר זה אדגיש כי במתכונת שבה הוגשה התביעה אין די, וודאי שבקשה לאישור תובענה ייצוגית לא צריכה להיערך בדרך שזו נערכה. בבקשה האמורה צויין כי היא נתמכת ב"הערכת שווי ראשונית" בלבד (וזה היתה המבוססת על נתונים בלתי עדכניים או לא מלאים). תובע שנוהג כך איננו ראוי להיות תובע ייצוגי.

15. בערעור זה הנני מצטרף, באופן חלקי, לתוצאה המוצעת ע"י חברי, השופט י' דנציגר. מקובל עלי שהתובע הייצוגי הצליח להראות, על פני הדברים, כי היה פער משמעותי בין המחיר שהוצע על-ידי המציע בהצעת הרכש המלאה לבין הערכת שוויה של החברה לפי שיטת השווי הנכסי, שאין להסבירו רק ביתרונות הכלכליים הכמותיים שייווצרו בהפיכת החברה הציבורית – לחברה פרטית. יתר על כן, מעיון בכל החומר הרלבנטי, מקובלות עלי גם קביעותיה הלכאוריות של כב' השופטת רינה-משל באשר למאפייניה של חברת נאות אביב בע"מ ולשוויה ההוגן. בהקשר זה אוסיף ואעיר כי אף הרשות לניירות ערך דרשה פה מהמציע לפרסם לניצעים פרטים שנגעו לערך הנכסי של החברה האמורה ולפער שבינו לבין המחיר למניה שהוצע בהצעת הרכש המלאה. יחד עם זאת התוצאה המוצעת על ידי בערעור זה מוגבלת בשני סייגים:

- (א) התובע הייצוגי בתיק זה יוכל לייצג רק את הניצעים שלא נענו להצעת הרכש המלאה, והגדרת הקבוצה תתוקן בהתאם.
- (ב) לנתבעים תשמר הזכות להעלות במסגרת בירור התובענה הייצוגית את כל הטענות שצויינו על ידם וטרם הוכרעו בפסק דינו זה לגבי התובע הייצוגי, לרבות: החזקותיו, תום לבו וכו' וכן לגבי השווי ההוגן המדויק של המניות שהוצע לרכשן (על פי גישות ההערכה השונות). קביעה זו שלי מבוססת על העובדה שבשלב זה התובע הייצוגי רק הראה שיש אפשרות סבירה שהשאלות המהותיות של עובדה או משפט המשותפות לו ולכלל חברי קבוצתו (שלא נענו להצעת הרכש המלאה) יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה. ממילא, לשיטתי, יוכלו הצדדים להעלות טענות ולהביא ראיות בעניינים אלה בהמשך ההליך (בעת

בירור התובענה), היה וימצאו לכך ביסוס. השוו לעמדתי בנושא דומה
ב- רע"א 2128/09 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' רחמים עמוסי (טרם
פורסם; 05.07.2012).

ע"א 5701/07

הנני מסכים כי דין ערעור זה להידחות מטעמיהם של חברי: המשנה לנשיאה
(בדימ'), השופט א' ריבלין והשופט י' דנציגר. במיוחד קשה בעיני הסדר שכר הטרחה
שהושג כאן בין מי שביקש להיות תובע ייצוגי לבין העד המומחה מטעמו, שהעריך את
שווי המניות בחברת המטרה (קניאל בע"מ) והיה אמור לקבל 20% מסכום הפיצוי
הסופי שיפסק לתובע הייצוגי, ככל שתאושר תביעתו. מכאן עולה שבחוות דעתו היה לו
אינטרס תוצאתי. לפסול שבכך – ראו: ANDREW L.T. CHOO, EVIDENCE 336-337
(3rd ed. 2012); Deirdre M. Dwyer, *The Causes and Manifestations of Bias in Civil
Expert Evidence*, 26 CIVIL JUSTICE QUARTERLY 425 (2007).

כן שכנעה אותי פה – ביחס להוגנות הצעת הרכש – הסכמתה של חברת אנליסט
להצעת הרכש המלאה, וזאת על בסיס ההנחה שגוף זה הוא מקצועי ומצוי בתחום וכי
ההסכמה ניתנה רק לאחר בדיקה ראויה של השווי ההוגן ביחס למחיר ולתנאים
שהוצעו.

16. נוכח כל האמור, אציע לחבריי לחייב את המערערות בענין נאות אביב לשלם
למשיב-הרשקוביץ שכר-טרחת עו"ד בסך של 30,000 ש"ח. לבסוף אציע לחבריי לחייב
את המערער בענין קניאל ואת המשיב בענין קיטאל, כל אחד מהם – בשכר-טרחת עו"ד
בסך של 30,000 ש"ח לצדדים-שכנגד שלהם.

ש ו פ ט

השופטת ע' ארבל:

1. סעיף 338 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, מאפשר לניצע בהצעת רכש מלאה
שהתקבלה, לפנות לבית המשפט למתן סעד הערכה, במסגרתו מוסמך בית המשפט
לקבוע כי התמורה שניתנה בעבור המניות בהצעת הרכש הייתה פחותה משוויין ההוגן,
ולהורות לשלם את השווי ההוגן שייקבע על ידי בית המשפט.

2. המחוקק אינו מגדיר את המונח "שווי הוגן" וכיצד יקבע. מכאן התעוררה הסוגיה מהי השיטה שתשמש את בית המשפט כדי לקבוע אם השווי ששולם לניצעים בגין מניותיהם הוא שווי הוגן אם לאו. במוקד שלושת המקרים שלפנינו מתעוררת שאלה זו בדיוק, קרי מהי שיטת ההערכה הנכונה לקביעת שוויין ההוגן של המניות במסגרת סעד ההערכה. קיימות מספר שיטות הערכה וריבוי השיטות יוצר אי וודאות בתחום הערכת שווי המניות. לפיכך, על בית המשפט מוטל התפקיד ליצוק תוכן למושג "שווי הוגן", לפזר את הערפל ולסלול את הדרך ליישומו הנכון. בסוגיה מורכבת זו נחלקו חבריי בחוות דעת מקיפות ומלומדות. עם זאת, אין מחלוקת ביניהם באשר לחשיבות הרבה בקביעת כללי משחק אחידים וברורים שיסייעו להתוות דרך שבה יש לבחון את הוגנות השווי, זאת על מנת להביא לוודאות ויציבות בשוק המניות.

השופט דנציגר בחוות דעתו מפרט את עמדתו, לפיה יש להעדיף את השימוש בשיטת ה-DCF, אשר ננקטת בבתי המשפט בארצות הברית ובפרט של מדינת דלוור, המעריכה את שווי החברה על-פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים ושל הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה. שיטה זו היא השיטה המקובלת על קהיליית המימון להערכת שווי חברות. לטעמו שיטה זו עונה על העקרונות המקובלים בדיני המימון, שעניינם בהערכת החברה לפי "שוויה הפנימי" וכן הערכת שוויה כ"עסק חי".

לעומתו סבור המשנה לנשיא (בדימוס) כי, ככלל, לשם בחינת השאלה אם המחיר שנקב בו המציע בהצעת הרכש המלאה הינו הוגן, יש להתבסס על שווי השוק של המניות באותה חברה. כך, שאם המחיר שנקב בהצעת הרכש גבוה משווי השוק הממוצע של המניות בחצי השנה האחרונה עובר להצעה, ניתן לקבוע שניתן לניצעים שווי הוגן בעבור מניותיהם. המשנה לנשיא (בדימוס) סבור כי שיטה זו מתיישבת עם תכלית סעד ההערכה, שעניינה במניעת הרעה במצבם של בעלי מניות המיעוט (ראו פסקה 22 לחוות דעתו). עוד הוא סבור כי יתרונותיה של שיטת שווי השוק, לצד חסרונותיהן של שיטות ההערכה האחרות, ובהתחשב בייחודו של סעיף 338 לחוק החברות הכולל מנגנון כפול להגנת המיעוט (ראו פסקה 16 לחוות דעתו), מובילים אף הם להעדפתה של שיטת השוק בדרך כלל.

השופט מלצר מתווה דרך ביניים בין שתי הגישות לעיל, לפיה, במצבים שבהם כתוצאה מכשלי שוק או סחירות נמוכה במניות מושא הבחינה לא ניתן להסתמך על שווי השוק של המניה כמדד להוגנות המחיר שנקב בהצעת הרכש, וכאשר הניצעים הצביעו על פער משמעותי בין המחיר שהוצע בהצעת הרכש לבין הערכת השווי מטעמם, יש מקום לבחון את הוגנות המחיר שהוצע בהצעת הרכש באמצעות שיטות

הערכה שמרניות (אלו הכלולות בשיטת ההערכה המשולבת הקרויה Delaware Block Market, או חלקן), ובמקרים המתאימים – גם באמצעות שיטת DCF (ראו פסקאות 7-8 לחוות דעתו).

3. לאחר שעיינתי בחוות דעתם של חבריי אני מצטרפת לעמדתו של חברי המשנה לנשיא (בדימוס) (בכפוף לאמור בפסקאות 4-5 להלן). גם לדעתי, ככלל, מקום שניתן להסתמך על שווי השוק של המניה כאינדיקציה להוגנות המחיר שהוצע בהצעת הרכש המלאה – יש להעדיף דרך זו על פני שיטות הערכה אחרות. לטעמי, לשיטת שווי השוק יש יתרונות בלתי מבוטלים ביחס לשיטת ה-DCF. לא אחזור על הדברים שנאמרו בהרחבה בחוות דעתו של המשנה לנשיא (בדימוס). עם זאת, אדגיש ששיטת שווי השוק הממוצע עשויה להביא לייעול ההליך המשפטי, במובן זה שהיא קלה וברורה להפעלה. בנוסף, שיטת שווי השוק מביאה לוודאות ויציבות בשוק, שכן מציע בהצעת רכש מלאה יוכל להסתמך על שווי השוק הממוצע של המניות כבסיס להצעת הרכש מבלי לחשוף את עצמו, ככלל, לסיכון שבית המשפט יכפה עליו עסקה בלתי רצויה מבחינתו (ואולי אף בלתי יעילה מבחינת השוק).

לשיטת ה-DCF כשיטת הערכה חסרונות שונים. שיטה זו טומנת בחובה חשש מהטייה או עיוות של נוסחאות ההערכה הנובעים מבחירה אסטרטגית של משתנים ונוסחאות על ידי הצדדים. השיטה עלולה ליצור חוסר ודאות במשק. כמו כן, השיטה מסתמכת על הערכות מומחים בתחום, שיכולות להיות שונות באופן משמעותי זו מזו ועלולות לייקר את ההליך המשפטי ולסרבולו, וכן היא דורשת חישובים מורכבים בהיותה שיטת חישוב חשבונאית. השיטה עלולה גם לכפות על המציע עסקה לא צפויה ויתכן שבלתי רצויה ועלולה לתמרץ הגשת תביעות על-ידי בעלי מניות המיעוט שאינם נושאים בסיכון עקב כך. כל אלו מביאים אותי למסקנה כי יש להעדיף את שיטת שווי השוק (מקום שבו ניתן להסתמך עליו) לקביעת שווי הוגן של הצעת רכש מלאה.

4. בנוסף, אני מצטרפת לאמור בחוות דעתו של המשנה לנשיא (בדימוס) כי במקרים שבהם מתעורר חשש ששווי השוק של המניה אינו משקף את השווי ההוגן שלה, יהיה צורך לסטות משיטת שווי השוק ולבחור בשיטת הערכה אחרת לאור נסיבות העניין הקונקרטיות (פסקאות 38 ו-47 לחוות הדעת). כך למשל במקרה שבו הסחירות במניות הייתה מועטה, כך שלא ניתן להסתמך על כוחות השוק שיבטאו נכונה את שווי המניה; כך לדוגמה אם יוכח כי היה בידי בעל השליטה מידע שיש בו כדי להעלות את שווי השוק של המניה זמן מה לאחר הצעת הרכש; וכך במקרים שבהם התגלה כי בעל השליטה תמרץ את המסחר במנייה עובר להצעת הרכש. במקרים אלו ואחרים יהיה ראוי

לסטות משיטת שווי השוק ולבחון את הוגנות הצעת הרכש בשיטות הערכה אחרות המתאימות לנסיבות העניין ולחברה הקונקרטית. השאלה באילו שיטות הערכה יש לבחור במקרים אלה נשארה פתוחה בחוות דעתו של המשנה לנשיא (בדימוס).

חברי, השופט מלצר, בחוות דעתו יצק תוכן לחלל זה, ואני מצטרפת לדעתו בהתייחס לנקודה זו (פסקה 7 סיפא לחוות דעתו). במקרים מסוג זה יש לפנות לשיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתונים שמתפרסמים והניתנים לצפייה. בדרך זו יתאפשר לבית המשפט לקבוע את הוגנות הצעת הרכש המלאה ביחס לשווי המוצג על ידי הצדדים, ולקבוע את השווי ההוגן בטווח שבין המחיר שנקב בהצעת הרכש לבין השווי ההוגן כפי שמציגים אותו הצדדים. אני מסכימה כי יש בפנייה לשיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתונים ידועים וברורים הזמינים לציבור, להבדיל מנתונים ופקטורים ספקולטיביים, כדי להגביר את הוודאות ולפשט את ההליך של קביעת השווי ההוגן של הצעת הרכש המלאה. ויודגש, אין בגישה זו כדי לשלול באופן מוחלט את הפנייה לשיטת DCF כשיטת הערכה במקרים המתאימים (ואינני מתימרת לקבוע כעת רשימה ממצה של מקרים אלה).

5. אכן, גם שיטת שווי השוק אינה נקייה מחסרונות, אותן פירט בהרחבה השופט דנציגר. בין היתר מצביע חברי על קושי תיאורטי ופרקטי שמעוררת שיטת שווי השוק בעניין הפרמייה. לגישתו, לפי שיטה זו – ככל שהצעת הרכש גבוהה משווי השוק הממוצע היא תיחשב כהוגנת (ראו פסקה 61 לחוות הדעת). חברי סבור שקושי זה מעניק לבעל השליטה פרוגטיבה מוחלטת לקביעת הפרמייה שיקבלו הניצעים על מניותיהם בעת הצעת רכש מלאה. שכן, מספיק שבעל השליטה יראה לבית המשפט שהוא העניק לניצעים פרמייה מינימאלית מעל שווי השוק הממוצע כדי לשלול מהם את סעד ההערכה (ולראייה – בכל שלושת המקרים שלפנינו המחיר בהצעת הרכש היה גבוה משווי השוק). לעומת זאת, המשנה לנשיא (בדימוס) סבור שלא מתעורר כאן קושי של ממש, שכן קביעת גובה הפרמייה הוא עניין שבין הצדדים להצעת הרכש, ואל לבית המשפט להתערב ביחסים החוזיים ביניהם. בנקודה זו, מסכימה אני עם השופט דנציגר כי אכן סוגיה זו מעוררת קושי. לפי שיטת שווי השוק, ככל שלא יצליח מבקש סעד ההערכה להפריך את החזקה לפיה מחיר השוק של המנייה משקף את מחירה ההוגן, אזי תידחה תביעתו, בלי להידרש כלל לגובה הפרמייה שהוצעה לו. בנוסף, יש לזכור כי לאחר שהתקבלה הצעת הרכש המלאה מוכתב גובה הפרמייה לניצעים שסירבו לקבל את ההצעה, ומשכך הם אינם שותפים לקביעת גובה הפרמייה במובן החוזי הקלאסי. עם זאת, אינני סבורה שקושי זה מביא לכך שלבעל השליטה תהיה פרוגטיבה מלאה לקבוע את גובה הפרמייה לניצעים. ראוי לזכור שמרבית בעלי מניות המיעוט

חייבים להסכים לפרמייה שהוצעה על ידי בעל השליטה כדי שהוא יוכל לכפות את הצעת הרכש על אלו שלא הסכימו לה מרצונם. ועדיין, לדעתי, אין לדחות בקשות לסעד הערכה באופן אוטומטי כאשר הצעת הרכש גבוהה משווי השוק הממוצע, ויש להידרש לטענות הניצעים בעניין הפרמייה שהוצעה להם. אין בכונתי לקבוע עתה מהו שיעור הפרמייה שייחשב סביר והוגן, שכן הדבר תלוי נסיבות. מכל מקום, סוגיית גובה הפרמייה תלך ותתבהר ממקרה למקרה באופן קזואיסטי. המקרים והנסיבות יובילו לפיתוח ניסיון ומומחיות באשר לסעד ההערכה ויביאו לגיבוש הלכה ברורה גם בנקודה זו.

6. לסיכום עמדתי – אני מצטרפת לפסק דינו של המשנה לנשיא (בדימוס) ומטעמיו. באותם מקרים שגם לשיטתו של המשנה לנשיא (בדימוס) יש לסטות משיטת שווי השוק ולבחון את הוגנות הצעת הרכש המלאה בשיטות הערכה אחרות, ומשאלה לא נקבעו על ידו – אני מצטרפת לעמדתו של השופט מלצר (פסקה 7 סיפא לחוות דעתו). באשר לתוצאות התיקים שלפנינו, אני מצטרפת לעמדתו של המשנה לנשיא (בדימוס) בשלושת התיקים, כפי שיבואר להלן.

7. מן הכלל אל הפרט:

רע"א 779/06 (קיטאל) – במקרה זה הוסכם על כל חבריי כי לא ניתן היה לסמוך על שווי השוק של מניות קיטאל כמדד לשוויין ההוגן בשל הסחירות הנמוכה בהן. המשיב הגיש הערכת שווי ראשונית המבוססת על שיטת השווי הנכסי ובית המשפט המחוזי קבע כי על אף שחוות הדעת מתבססת על נתונים בלתי מעודכנים או בלתי מלאים, די בה כדי לבסס עילת תביעה לכאורה, ולפיכך יש לאשר את התובענה כייצוגית. חברי המשנה לנשיא (בדימוס) הפך את התוצאה אליה הגיע בית המשפט המחוזי וקבע כי התובע הייצוגי לא עמד בנטל להראות שאילו היו ממשיכים בעלי מניות המיעוט להחזיק את המניות שבידיהם הם היו מפיקים מכך ערך גבוה יותר מהמחיר שהוצע להם בפועל בהצעת הרכש המלאה. משכך, קבע חברי המשנה לנשיא (בדימוס) כי התובע הייצוגי לא הצליח להראות שמתקיימים בעניינו התנאים לאישורה של התובענה כייצוגית. אני מסכימה למסקנתו של המשנה לנשיא (בדימוס) ומטעמיו. משכך אני סבורה שיש לקבל את ערעורה של קיטאל ולדחות את בקשתו של התובע הייצוגי לאישור התובענה שהגיש כייצוגית. על המשיב לשאת בהוצאות המבקשים בהליך זה בסך של 30,000 ש"ח.

ע"א 5701/07 (קניאל) – מצטרפת אני למסקנה שהגיעו אליה המשנה לנשיא (בדימוס), השופט דנציגר והשופט מלצר, לפיה יש לדחות את הערעור. כמו כן, מצטרפת אני למסקנתם של השופטים דנציגר ומלצר, לפיה יש לראות בנסיבות העניין בהסכמתה של חברת אנליסט, שהיא ניצע גדול ו"חכם", משום חיזוק למסקנה שהצעת הרכש שהוצעה הינה הוגנת. על המערער לשאת בהוצאות המשיבים בהליך זה בסך של 30,000 ש"ח.

דע"א 7820/07 (נאות אביב) – אני מסכימה למסקנתו של המשנה לנשיא (בדימוס) ולטעמיו. אין חולק שהמחיר שהוצע לניצעים בהצעת הרכש המלאה היה גבוה משווי השוק של המניות בשלוש השנים שקדמו למועד הצעת הרכש. בנסיבות אלה, ולנוכח העובדה שהמשיב לא הצליח לסתור את החזקה כי שווי השוק של המניות משקף את מחירן ההוגן – יש לקבל את בקשת רשות הערעור ולדחות את בקשתו של המשיב לאישור תביעתו כייצוגית. בנסיבות העניין, לא מצאתי שיש ליתן צו להוצאות בהליך זה.

ש ו פ ט ת

השופט א' רובינשטיין:

א. שוב חוזרת ההתלבטות. אודה כי עיינתי פעמים רבות בחוות דעתם המלומדות של חברי כולם, ולא בנקל יכולתי לקבוע דעה, אף שער אני לכך שמקדישים כולנו זמן שיפוטי אדיר לנושא שהוא מעניין אינטלקטואלית, אך בסך הכל מינורי מאד מבחינת שכיחותו בעבודתנו, וצר על כך. אלא שעלינו להכריע באורח מושכל, ומכאן שעבודו של זמן רב כל כך. אכן, בחוות דעתי בפרשת עצמון (ע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים (לא פורסם)), שהוכרעה ב-28.12.09, ושהליך זה הוא במהותו הדיונית לאמיתה דיון נוסף עליה, הצטרפתי לחברי השופט דנציגר באימוצה – ביסודה – של שיטת DCF שננקטה בבתי המשפט המתמחים של מדינת דלאור בארה"ב. לא למותר לציין כי DCF עניינו Discounted Cash Flow, תזרים מזומנים נכיוני (אולי בעברית ניתן לנטרן - מלשון נוטריקון - בראשי התיבות תז"נ). ערך החברה אמור להשתקלל על פי תחשיב המזומנים העכשוי והערכת תזרים עתידי למספר שנים לפי ביצועי החברה, בנכיון בעבור רכיבי הזמן והסיכון. ראשי תיבות אלה אוצרים בתוכם תהליך מורכב (ויקר) של חוות דעת מומחים.

ב. בחוות דעתי בפרשת עצמון הטעמתי, כי לשיטתי הצירוף "שווי הוגן" המופיע בסעיף בו עסקינן, 338(א) לחוק החברות, תשנ"ט-1999, ואשר מסמיך את בית המשפט "לקבוע כי התמורה בעבור המניות היתה פחות משוויו ההוגן וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט" – מעוגן ב"חרדת המחוקק ... לערך החברתי של ההגינות", אותו הטעמתי ביותר. הסכמתי עם חברי השופט דנציגר כי "על פי רוב אין לראות את שווי השוק באינדיקציה לקביעת שווי הוגן", וזאת בשל "יצר לב האדם" וכדי למנוע מניפולציות. ציינתי, כי "לא אומר שלא משכו את לבי תחילה באשר לשיטת ההערכה, בגישת שכל ישר", דברי בית המשפט המחוזי בענין עצמון כי יש לפרש מונח זה "על פי משמעותו הלשונית המקובלת על הציבור הרחב", קרי שווי השוק או שווי נכס; אך "בסופו של יום שוכנעתי לעניין בחירתה של שיטת DCF, חרף החששות והחסרונות, מכך שהיא זו אשר "נבחרה במהות על ידי מתקין התקנות עצמו כברירת מחדל" אף "שישנם מקרים ... שבהם לא תהא שיטה זו דרך המלך". סיימתי בהדלקת "נורית מהבהבת קטנה אל מול עיניהם של בתי המשפט בכואם לאשר שווי חברה, בשיטת DCF כמו בכל שיטה אחרת ... בלשון פשוטה, בחינה בשבע עיניים (הדגשה במקור – א"ר). ישוה בית המשפט לנגד עיניו את מצבו של הטוען לקיפוח בחברה, ויבחן היטב אם לאחר הכל לא נפגעו זכויותיו. ... קביעת העיקרון ... באה ליישם את חובת ההגינות, אך היא אינה יכולה לגרוע ממנה אף בלי משים. מקום שיסבור בית המשפט כי לא מולאה חובה זו, חרף חוות דעת, לא ישקוט ולא ינוח עד שתמצא נוסחה הוגנת באמת, כצו המחוקק ... זהו תפקידו של בית המשפט ... אין שיטה מושלמת גם לא DCF, אך השתכנעתי מחוות דעת חברי כי שיטה זו היא דרך סבירה, בחינת 'הבעייתי במיעוטו' ומכאן ואילך תפקידו של בית המשפט, במודעות במיני מומחה ולבסוף בהכרעה".

ג. והנה לפנינו עתה מהדורה מחודשת של הויכוח, והפעם פירט חברנו המשנה לנשיא (בדימוס) ריבלין, שהיה במיעוט בחוות דעת קצרה בפרשת עצמון, בסברו שם כי "שיטת השוק עדיפה היא – על אף חסרונותיה" את השקפתו בחוות דעת נרחבת. נקודת מוצאו של חברי המשנה לנשיאה היא, כי סעד ההערכה הקבוע בסעיף 338(א) תכליתו היא הגנה על אינטרס ההשבה של בעלי מניות המיעוט. משמעות הדבר, בנדון דידן, הוא השבת הניצע למקום בו היה אלמלא באה ההצעה כלל – דהיינו, השבת המצב לקדמותו (פסקה 20 בסופה). מכך גוזר חברי את פרשנותו של המונח שווי הוגן (פסקה 23). פרשנות זו, לשיטתו, היא המכתיבה את שיטת ההערכה המתאימה. בהיעדר ראיות לסתור, סבור חברי, הדרך הטובה ביותר למציאת הערך שהיה צפוי בעל מניות לקבל אלמלא הצעת הרכש, תיעשה על ידי בחינת שווי שוק ממוצע של המניות על פני תקופת זמן שקדמה להגשת ההצעה. הטעם המרכזי להעדפת שיטה זו כאמור, נעוץ באינטרס

ההשבה. אל המשנה (בדימוס) לנשיא הצטרפה חברתי השופטת ארבל, בנימוק פשוטה של שיטת שווי השוק, יעילותה והתאמתה להליך משפטי, והודאות והיציבות שהיא מקנה לשוק. מנגד, שב חברנו השופט דנציגר ותמך בהשקפתו כפי שהובעה בפרשת עצמון, אף הוא בחוות דעת מלומדת. עמדתו היא, בתמצית, כי יש להעריך חברה על פי היוון תזרים המזומנים הצפוי מנכסי החברה (הקיימים והצפויים) (פסקה 65) בזיקה לשלושה עקרונות. האחד, כי ערכה של חברה יבוסס על "שוויה הפנימי", להבדיל ממדדים חיצוניים לה. השני, עקרון הערכת החברה כ"עסק חי", על פיו יש להעניק לבעלי המניות הניצעים את מנת חלקם אלמלא נכפתה הרכישה. השלישי, עקרון המועד, לפיו הערכת שווי המניה ייעשה ליום מועדה של הגשת הצעה, ולא יכללו בו רווחים צפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה שעמדו לחברה קודם להצעת רכישה.

ד. אל השופט דנציגר הצטרף חברי השופט ג'ובראן, אשר לשיטתו, חרף הקשיים שכל אחת מן השיטות האמורות מעוררת, שיטת ה-DCF עדיפה; ראשית, מן הטעם שמשכללת היא את השוק ומתמרצת את הגורמים בו לחקור בדבר שווי מניותיהם. שנית, ודומה שזו עיקר, סבור חברי, כי יש בשיטה זו כדי לצמצם פערי כוחות, הואיל וגלום בה פיצוי יתר המיטיב עם הניצע (פסקאות 57-58 לחוות דעתו).

ה. אל מול כל אלה הציע חברנו השופט מלצר, בחוות דעת מקיפה משלו, השקפת ביניים התומכת בבחירה בין הגישות השונות בהתחשב בנתונים קונקרטיים קיימים, תוך שניתן לדעתו להשתמש במקרים מסוימים, אך לא ככלל גורף, בשיטת DCF; לדבריו אשוב להלן. גם השופטת ארבל והשופט ג'ובראן, שדעותיהם נסקרו בתמצית מעלה, נתנו דעתם גם לחוות דעתו של השופט מלצר ולתובנות שביסודה לענין המישור היישומי.

ו. את עיקר ההבדל בין שיטות אלה היטיב לבטא המשנה לנשיא (בדימוס) באומרו "אם יהיו המשקיעים בשוק ההון תמימי דעים עם מסקנותיו של מומחה הגורס כי שוויה של החברה כ"עסק חי" צפוי להיות בעל ערך מסוים, והם יהיו מוכנים לשלם אחוז מסכום זה עבור כל אחוז ממניות החברה, הרי שלא יהיה הבדל בין שיטות הערכה השונות" (פס' 27 לחוות דעתו).. במציאות, מסיבות שונות, קיים פער בין הערכות אלה, הנובעות בין היתר, ממבנה השליטה וסחירות המניה, במומחה או במשקיע הספציפי.

ז. איזוהי הדרך שנבחר לנו? אודה – אולי מקוצר המשיג – שהתלכטתי לא מעט. עפר אני לרגלי הבקיאים בנושאים אלה, אך רק מעטים הם שהרזים אינם סתומים בפניהם, בנושא ספציפי ביותר מעין זה, שדעות המומחים חלוקות לגביו, והרבה הימנו שרוי בערפל, ערפל כלכלי ובעקבותיו ערפל משפטי שאין באבחת החלטה כדי לפזרו; והרי בסופו של יום יבוא הנושא להכרעתו של בית המשפט בכל תיק ספציפי. כמעט הייתי כאותו רב ששמע מתדיינים בדין תורה ואמר לראשון אתה צודק, ולצד שכנגד, גם אתה צודק, וכשנשאל על ידי הרבנית כיצד יתכן ששני הניצים צודקים, והשיב לה, גם את צודקת.

ח. מה שבידינו לעשות, הוא התויית מעין "מורה דרך" של גישה עקרונית ובצדה שיקולים מסייגים העשויים להוות בסיס לבית המשפט הדיוני בתיק ספציפי כזה או אחר שיבוא לפניו; ועלינו להכריע כמובן בתיקים שהובאו לפתחנו.

ט. הנה גדר הספקות שהיה לנגד עיני. על פני הדברים, הביטוי "שווי שוק" שובה לב; הנה משלמים לאדם מה ששווה החפץ שבידו בעיני הבריות, ואף בתוספת. יש איפוא "קסם הגיוני" בגישת חברנו המשנה לנשיא (בדימוס). ואולם, הביטוי "שווי הוגן" שנקט בו המחוקק אינו זהה ל"שווי שוק"; מה מן המחוקק יהלוך, אילו סבר ששווי השוק הוא השווי ההוגן, כי יפנה לדרך זו, שהיא קלה יותר ליישום? ועוד, הרי אין זה "מוכר מרצון לקונה מרצון", שהרי רק הקונה קונה מרצון; המוכר מוכר באונס. הדעת נותנת איפוא כי המחוקק סבר שאין די בשווי השוק, כך, מעבר לאפשרויות המניפולציה הברורות הנתונות לבעלי השליטה; העובדה שתדיר מוצעות הצעות רכש בכגון ענייננו שהן מעל לשווי השוק אולי מובנת, אך יש לראותה גם על רקע היכולת לחסוך, לאחר השגת השליטה המלאה, בהוצאות הכרוכות בתחזוק בחברה ציבורית לעומת אלה שטעונה חברה פרטית. כך או אחרת, אכן, חברי המשנה לנשיא (בדימוס) סבור כי שלבי הרגולציה ודרישותיה נותנים מענה סביר לחששות, ואני מכבד זאת, ואולם הדרא קושיה לדוכתא, מדוע לא בחר המחוקק, שתיקן את חוק החברות בתיקון מס' 16 - ודברי ההסבר התייחסו ספציפית להכרעתנו בפרשת עצמון, כפי שיפורט מייד: לומר לנו (על ידי הבהרה בחוק) טעיתם, כוונתי היתה לשווי שוק, ובא לציון גואל; והרי מה היה קל מזה, על פניו. ואולם, בדברי ההסבר להצעת חוק החברות (תיקון מס' 12) (ייעול הממשל התאגידי), תש"ע-2010, הצעות חוק הממשלה תש"ע 566, 581, בהצעת התיקון לסעיף 338 לענין סעד הערכה, צוינו אי ודאות לגבי מה שיידרש בעל השליטה לשלם בעקבות פסק הדין עצמון, והחשש להערכות שונות של מומחים שונים – דברים נכוחים כשלעצמם – אך לא הוצע לשנות את תוצאת עצמון, והמחוקק אף לא עשה כן בסופו של יום. נותרנו בשווי ההוגן. מהו פירושו ההוגן של השווי ההוגן?

י. ועוד, כאמור, גובה ההצעות שבפנינו שהן מעל שווי השוק מצביע על כך, ששווי השוק כשלעצמו לא יתן מענה לצורך הכלכלי ולהבנת התמונה הכוללת.

יא. ומנגד, לא אכחד, וכאמור, נתתי לכך ביטוי מסוים בדברים בענין עצמון, אין הלב שלם ללא סייג עם שיטת DCF, וגם חברי השופט דנציגר ער לזאת. הקושי, מעבר לשאלת ההגנה הכפולה שאין לה מענה מספיק, הוא האלמנט הספקולטיבי הקיים בשיטת DCF, לעומת החשש מן התחכום המניפולטיבי הקיים בשיטת שווי השוק. שיטת DCF מבטאת ערך נוכחי של הערכות תזרים עתידיות, שבחלקן עשויות להיות בגדר הנעלם, והן – כמו תכנית עסקית – עשויות להתממש אך גם עלולות שלא להתממש, וכאמרת השפר המוכרת "קשה מאוד להתנבא, במיוחד כשהמדובר בעתיד". הדבר מעורר ספקנות טבועה, ואולי גם מקרים של מבוכה ואי ודאות. ועם זאת, כפי שביאר חברי השופט דנציגר וחברי המשנה לנשיא (בדימוס) ריבלין אינו חולק על כך – שיטה זו נתקבלה על דעת מגוון מדינות משמעותי, בארה"ב וכן באירופה, כפי שפירט השופט דנציגר, יותר מאשר שיטת שווי השוק. לטעמי זהו מן הנושאים שבהן אין עלינו "להמציא את הגלגל", ואין מדובר בנושא ייחודי לישראל כמו נושא התפילה בכותל המערבי או להבדיל – היחסים עם הפלסטינאים (בנקודה זו של המשפט המשוה חוששני שלא ירדתי לסוף דעתו של חברי השופט מלצר, שקראתי ברוב עניין את חוות דעתו, הסבור כאן - שלא כדרכו המבורכת בקודש של שימוש במשפט משוה - שאין להיזקק בנידון דידן למשפט המשוה). המשפט המשוה לעניות דעתי במקומו בענייננו; אין עסקינן בעניינים "מקומיים", וניתן ללמוד מנסיונם של אחרים תוך התאמות לממדים המקומיים. אכן, אין השוק האמריקני האדיר כשוק הישראלי, אך כלפי מדינות אירופיות מסוימות סדרי הגודל שלנו משמעותיים.

יב. ומלה באשר לעמדה הסבורה כי הצעת החוק שקדמה לתיקון מס' 16 לא אימצה את שיטת DCF, אף שמנסחיה היו מודעים לפסק הדין עצמון. וכך גם העובדה שתיקון חקיקה שבחוק הסכמים פיננסיים, תשס"ו-2006, אשר עשה שימוש במונח "שווי הוגן" לא נדרש ל-DCF; המחוקק לא העדיף איפוא, כך חברי השופט מלצר, שיטה זו. כמובן ניתן לטעון מנגד, כפי שניסיתי להראות מעלה, כי משידע המחוקק את עצמון ולא החליט לפרש אחרת, אם על-ידי אמירה ברורה מהו שווי הוגן או על-ידי החלפת ביטוי זה, יש להסיק כי לא שלל אותו ולא את הפירוש שניתן לו בעניין עצמון (ראו דברי חברי השופט דנציגר בפסקה 75). ביום מן הימים אולי יגלה לנו המחוקק את רזי דעתו, אך לפי שעה אין לו לבית המשפט אלא מה שענינו רואות.

יג. עיינתי גם בדבריו של ד"ר יחיאל בהט בספרו, חברות, החוק החדש והדין, העשור השני, מה' 12 (תשע"א-2011) כרך ג', עמ' 108 ואילך. עמדת המחבר המלומד היא, בין השאר, כי ניתן לנקוט שיטות שונות בענפים שונים, בין חברות שתזרים מזומנים רלבנטי לגביהן ובין אחרות – ואציין כבר כאן כי הבחנה זו יפה בעיניי; וראו דבריו במכלול (שס) "אף אחת מהשיטות אינה חפה מביקורת, ולא ניתן להצביע על שיטה מושלמת. דבר אחד ברור לגמרי. נקודות המוצא עשויות להיות שונות. אך בכל מקרה סעד ההערכה בחוק מביע את רצונו של המחוקק לאפשר התערבות של בית המשפט בקביעת השווי ההוגן. היענות ברוב גדול להצעה אינה בהכרח אינדיקציה לשווי הוגן (שאחרת אין מקום לסעד ההערכה)". לשיטת המחבר, הצעת פרופ' א' ברנע "הערכות שווי בהצעות רכש" משפט ועסקים ח (תשס"ח-2008), 393 (הצעת השווי התחליפי), שעניינה השואת שווי המניה לחברה דומה, לניטרול מניפולציות, נראית נכונה; ראו הע' 1683 בעמ' 117. אך שאלה היא, כמובן, עד כמה מושג אותו "ניטרול" בדרך המוצעת, שכן לא בכל הקשר תימצא חברה דומה, וראו פסקה ט"ו להלן.

יד. חברי השופט מלצר הפנה לדברי חברתנו המשנה לנשיא נאור, בשבתה בבית המשפט המחוזי במשפט הבנקאים (ת"פ (י-ם) 524/90 מדינת ישראל נ' ב"ל ואח'); חברי בקי באותו ענין, שבו ייצג את מי שזופה, והביא מדבריה של השופטת נאור, כי את מודל DCF ניתן לאמץ "במקרים מתאימים", אך לא כמודל בלעדי, בעולם של אי ודאות כלכלית. השופט מלצר מציע איפוא ברוח זו לחזור בעיקרון למבחנים שמרניים של שיטת Delaware Block Market, שווי שוק בתוספת רווחיות כפי שהיתה בחברה פלונית בשנים האחרונות ושווי נכסי (של נכסים בפירוק) או חלקם, ולעשות שימוש ב-D CF רק במקרים חריגים מתאימים, מציע הוא לצרף לכך את גישת תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 13 למדידת שימוש הוגן - תקן חדש שייכנס לתוקף ב-2013, שבו שווי הוגן נקבע בשיקול דעת קונקרטי בנסיבות, מעין "חשבונאי מעורב", ובו גישת השוק, גישת ההכנסות, וגישת עלות השחלוף, הכל לפי נתונים נצפים. יצוין כי המחבר פרופ' יוסף גרוס, חוק החברות החדש (מהדורה רביעית 2002) עמ' 545 מעמיד את שיטת ה-D CF ושיטת ה-Delaware Block Market כשתי שיטות מקובלות בארה"ב, שמסורתית הופעלה השניה ביניהן.

טו. רואה אני לשוב והדגיש, כי לגישתי צודק המלומד בהט, בהתיחסות להבחנה לענייננו בין חברות בענפים שונים. לדבריו (עמ' 117) "אין ספק שתזרים המזומנים רלבנטי במיוחד בחברות שמפיקות הכנסות קבועות של מזומנים, כמו חברות תקשורת, שמחלקות דיבידנדים קבועים פחות או יותר, וכן גם לחברות מזון או תרופות, שהביקוש למוצריהן יציב; גם לחברות שמחזיקות בנכסים מניבים עם חוזי שכירות

ארוכים. האם המודל מתאים לענפים בהם הסיכון שונה, למשל חברות נפט וגז שיש בהן תנודתיות גבוהה? אצרף לכך את דעתי, כי אכן לא בהכרח הרי חברות "סולידיות" שיש להן המשכיות מוכחת של שנים, כגון חברות נדל"ן, ייצור תעשייתי או שירותים, אשר לגביהן ניתן באופן מושכל לעצב הערכה בשיטת DCF, תוך הערכת תזרים מזומנים גם למספר שנים קדימה, כהרי חברות הזנק (start-up) או חברות מתחילות, שהדברים לגביהן הם בגדר נבואה, שלא לומר ספקולציה, וידוע למי ניתנה הנבואה מאז חרב המקדש.

טז. אכן, לא ייפלאו דברי השופטת נאור במשפט הבנקאים; ואולם, מאז ניתן פסק הדין באותו ענין, חלפו קרוב לשני עשורים והדעת נותנת כי הופקו לקחים, ועדיין DCF על תילו עומד. בפרשת נצבא (ע"א 2773/04 עטר נ' נצבא פ"ד סב(1) 456), תמכתי ביסודו של דבר (בגדר רוב) בדעת חברתי השופטת (כתארה אז) נאור. באותו ענין ציינה חברתי (בגדרי "עוללות" עמ' 493) כי מבחן השווי האמיתי הוא במבחן השוק ("עם כל הכבוד להערכות שווי תיאורטיות של מומחים"); כשלעצמי הסכמתי בהקשר זה לדברי הנשיא ברק (שהיה במיעוט בתוצאה) כי יש צורך, לעת רכש מניות מיעוט על-ידי רוב, בבחינה שיפוטית קפדנית למען הגנה על המיעוט. ציינתי, כי "בעולם שבו לא אחת ולא שתיים אין 'אדם לאדם אדם', כדברי הנשיא ברק ברע"א 8334/97 דוקר נ' סלומון פ"ד נה(1) 199, 279, נדלקות נורות האזהרה....; ואולם את יישום הדברים יש לבחון על פי הנסיבות (ראו דברי א' חביב-סגל, דיני חברות לאחר חוק החברות החדש (כרך א' (תשנ"ט), 449)". ד"ר סגל הלכה בימים אלה לעולמה ויהיו שפתייה דובבות באזכור דברים שכתבה. באותו מקרה סברתי כי כברירות שהיו על הפרק "לעת ההיא, גם מעט עדיף על לא כלום, בודאי לבעלי מניות קשישים, בחלקם קשישים מאוד, וראוי לאפשר להם ליהנות מפרי עמלם עוד בחייהם" (עמ' 506). ואולם, לא הבעתי דעה בנושא מבחן השווי האמיתי העומד לבחינתנו עתה. אלא שאותן "נורות אזהרה" ו"בדיקה קפדנית" תואמות ביותר את הערך החברתי של ההגינות אליו נדרשתי בפרשת עצמון.

יז. רואה אני לשוב ולקשור את הדברים, בהמשך לדעתי בעניין עצמון, לזוית הרחבה, שעל בית המשפט להיות חדור בתודעתה, של ערך ההגינות ותום הלב, אשר לו ערך כה רב במשפט האזרחי הישראלי (ראו סעיפים 12, 39 ו-61א) לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג-1973); ראו גם עלי בוקשפן, המהפכה החברתית במשפט העסקי (תשס"ו-2007), 39 ואילך. לשיטת המחבר בוקשפן "... המשפט הישראלי נוטה כיום לעברה של גישה חברתית ואנושית נעלה יותר, המכוונת להשבתם של היחסים הבינאישיים ולהטמעתה של תרבות אמון בינאישית... ככל שהדברים אמורים בתאגידים, מעמדם כפול: בשל אפיוניהם המשפטיים, כמו גם עוצמתם וחשיפתם החברתית, הם אלו

העלולים לסכן ערכים חברתיים – אך הם גם כאלו האוצרים כוח בונה להשרשתה של תרבות חברתית ראויה" (עמ' 90-91). בעיני דברים אלה יפים, ומטילים הם משנה אחריות על בית המשפט; חיזוק לכך מוצא אני בדבריו של פרופ' ידידיה צ' שטרן הבעלות בחברה העסקית, תיאוריה; דין ומציאות (תשס"ט-2008), המטעים (עמ' 154-153) את הפיקוח המשפטי בנושא השליטה בחברות והחשש פן בעלי השליטה יפעילוהו באופן בריוני (סלקטיבי), אף שהוא מציין כי נחוצים "שחקנים נוספים" שיפעילו פיקוח זה, ולא רק בעלי השליטה ובעלי המניות בכלל (עמ' 154-155). קיפוח המיעוט הוא היפוכם של תום לב והגינות; הוא פגיעה בקניין המוגן חוקתית, הוא גזל פשוטו כמשמעו. דברים אלה ראוי שיהיו לנגד עיני בית המשפט.

יח. גם למשפט העברי קול בכגון דא; ד"ר אביעד הכהן במאמרו "אתיקה ומוסר בחברות עסקיות – עקרונות יסוד מעולמן של המשפט העברי" משפטי ארץ ג (קניין ומסחר), תש"ע, 445 מטעים את "ועשית הישר והטוב בעיני ה'" (דברים ו' יח') כבסיס-על לכללי אתיקה בחברות; מקורות נוספים המובאים על-ידו מצביעים על ערכה של התנהגות מוסרית בעולמו הכלכלי של המשפט העברי; וראו גם ד"ר מ' תמרי "חיי הכלכלה בהווה בהתאם להלכה", תחומין א' (תש"מ), 433. לעניין האתי ראו גם בוקשפן, שם, 93 ואילך וכן עלי בוקשפן ואסא כשר, "אתיקה בחברות עסקיות: שיקולים משפטיים ומוסריים", משפט ועסקים, ב' 159 (תשס"ה).

יט. נשוב לשווי ההוגן. סוף דבר, ברי כי לפנינו נושא שיש בו רכיבים של ניסוי ותעיה, מבוכה, ואולי לימוד והפקת לקחים, תוך שתפקיד חשוב ביותר נתון לבית המשפט, ועליו להפעיל – בין השאר – את השכל הישר, בן לוויה מועיל וחיוני בכל עת. נראה לי כי החשוב הוא שהתפלגות הדעות בבית משפט זה תוליד הלכה סבירה, ואם על פי חלוקת הדעות תהא זו שיטת ה-DCF שמציע השופט דנציגר, יראה אותה בית המשפט הדיוני כאופציה המועדפת, אך תוך שיקול דעת להכריע על פי נסיבות המקרה; זאת - תוך עידון במקרים מסוימים לכיוון השיטות האחרות, למשל, כשהמדובר במקום שמאפייני החברה אינם מתאימים להכרעה לפי שיטת DCF, כגון בסיטואציה שיש בה רכיבים ספקולטיביים מרוכזים כמו חברת הזנק, שאז יתכן להפנות גם לשיטה הקרובה יותר לשווי נכסי, או לאותו Delaware Block Market הישן והחביב; ולחלופין, במקרים "נוחים" - גם לשווי התחליפי. כל זאת, אם אכן יש מקום להפעלת שיטה אחרת, בין נוכח נתונים ברורים או בשל טיב חילוקי הדעות, ולאחר שקיבל בית המשפט תמונה ראשונית על המכלול. יתכן גם כי גודל החברה בה מדובר לא יצדיק את ההוצאות הגדולות על חוות דעת המומחים, ששכרן ייצא בהפסדן. גם חברתי השופטת ארבל מסכימה כי, ישנם מקרים בהם נוצר חשש ששווי שוק המניה אינו משקף את

שוויה ההוגן יש לסטות משיטה זו ולבחור בשיטה אחרת כפי שיימצא בנסיבות. כך למשל, לשיטתה, מקום שהסחירות במניות מועטה וקיים חשש שמחירה בשוק לא יבטא שוויה; וכך גם מקום בו יוכח בעל השליטה מחזיק במידע שיש בו כדי להעלות את שווי שוק המניה לאחר רכישתה; וכן במקרים בהם בעל המניה תימרן את המסחר בה טרם הצעת הרכש (פס' 4 לחוות דעתה).

כ. חברי המשנה לנשיא (בדימוס) גם הוא מסכים, במישור העקרוני, כי השיטה שמציע אינה אלא ברירת מחדל, שבעת הצורך ניתן להמירה בציינו "אם יוכיח תובע סעד ההערכה כי הנחות היסוד דלעיל אינן מתקיימות, ומחיר השוק אינו משמש כקריטריון יעיל לחיזוי הערך שהיה צפוי לבעל מניות המיעוא אלמלא הוצעה הצעת הרכש, אזי אין מחלוקת על כך שיש לנקוט בשיטות אחרות. במקרים כאלה, ידרש כמובן התובע להציג ראיות ביחס לערך הממשי שהיה צפוי לקבל אלמלא הוצעה הצעת הרכש".

כא. ואחר כל אלה אחזור על קטע מדברי בפרשת עצמון (פסקאות ו-ז):

"קביעת העיקרון, כעולה מפסק דינו של חברי (השופט דנציגר – א"ר), ראה ליישם את חובת ההגינות, אך היא אינה יכולה לגרוע ממנה אף בלי משים. מקום שיסבור בית המשפט כי לא מולאה חובה זו, חרף חוות דעת, לא ישקוט ולא ינוח עד שתימצא נוסחה הוגנת באמת, כצו המחוקק..."

דומני כי גם השופט דנציגר, שאף לשיטתו יהיו מקרים שבהם לא תינקט שיטת DCF, "יכול לחיות" עם סייג זה.

כב. אוסיף, כי אם לאחר שיעיינו המחוקק ומסייעיו בפסק דינו זה - ימצאו לנכון "להרים את הכפפה" שהטיל חברי השופט ג'ובראן בפסקה 61 לחוות דעתו, שעניינה קביעת כללים לסעד ההערכה, הנה מה טוב.

כג. לאחר שנכתבו דברים אלה, ראיתי את חוות דעתה של חברתי השופטת חיות, התומכת בשיטת ה-DCF תוך הערות בדומה לשופט דנציגר.

כד. לקראת חתימה אומר, כי כפי שהובהר בחוות דעתו של חברי השופט דנציגר, שיטת ה-DCF מבוססת על ערך נוכחי של תזרים עתידי צפוי. שיטה זו אינה "מצלמת מצב" אלא בוחנת פוטנציאל עתידי של עסק חי. היא מבוססת על בחינתן של תקופת

התחזית (אשר לגביה יכולה החברה להניח הנחות קונקרטיות באשר לתזרים הצפוי לה) ותקופת סיום התחזית, לגביה מונחות הנחות כלליות מקובלות. נוכח אופייה של שיטה זו, יכול בית המשפט להתרשם ממספר אינדיקציות קודם שימצא להיזקק לה. נקודת המוצא היסודית היא שהחברה מקיימת את עקרון העסק החי, קרי, שצפוי שתמשיך להתקיים בשנים הבאות. פרט לכך, ניתן להצביע על שיקולים חיצוניים ופנימיים לחברה לשם בחירת שיטת ההערכה. בין יתר השיקולים החיצוניים ניתן להתחשב בענף בו מצויה החברה, ובאופי סביבתו העסקית, בסיכונים הקיימים בענף זה, ובקיומו או היעדרו של פיקוח רגולטורי. כן ניתן להתחשב בשינויים מקרו-כלכליים צפויים, העלולים להשפיע על ציפיותיה העתידיות של החברה בתקופת התחזית, ככל שניתן להידרש אליהם באופן סביר. בין השיקולים הפנימיים, יכול בית המשפט להתרשם מתכניתה של החברה לשנים הקרובות, שעל מסדה נקבעת תקופת התחזית. כן ניתן להתרשם מן היחס שבין נכסיה הקיימים של החברה לבין נכסיה העתידיים, שטרם נתקבלו, כגון אלה שלגביהם כרתה חוזים או נכנסה לפרויקט כזה או אחר. באשר לנכסים העתידיים, יכול בית המשפט להתרשם מסיכויי היתכנותם; כך גם באשר להתחייבויותיה העתידיות של החברה. מטרתה של התרשמות זו היא כמובן נקודת המוצא בלבד, לשם בחינת התאמתה של החברה הקונקרטית לשיטה. בית המשפט אינו נדרש לבחון באותו שלב לפני ולפנים את הנתונים המוצגים בפניו, אלא את אופיים. לשם התמודדות עם חסרונותיה של השיטה, שעיקרם בספקולטיביות של הנתונים העתידיים, הציע חברי השופט דנציגר מספר מנגנונים ראויים, שמקורם בניסיון של מדינת דלוור. למותר לציין שדברינו אינם רשימה ממצה, ובית המשפט הדין עשוי למצוא אינדיקציות נוספות לשם בחירת השיטה.

כה. בכפוף לאמור, גישתי היא איפוא תמיכה בשיטת DCF מתוך שנוהגת היא במקומות רבים, אך תוך זהירות ואחריות שיפוטית, ולא כמסמרות נטועים שאין להרהר אחריהם; ובמקרים המתאימים יינקטו גם אפשרויות אחרות כאמור, הכל לפי ראות עיניו ושיקול דעתו של בית המשפט.

כו. אשר לשלושת התיקים שלפנינו, לאחר העיון מצטרף אני למציעים, כי תתקבל רשות הערעור בעניין נאות אביב אך לא ניעתר לערעור לגופו, וזאת מן הטעמים שהציע השופט דנציגר; לעניין קיטאל תתקבל רשות הערעור ויתקבל הערעור; ולעניין שקולניק לא ניעתר לערעור. ובקיצור נמרץ: ראשית, אציין כי שלושת התיקים עניינם חברות שיש בהן עקרונית טעם בהערכה לפי שיטת DCF: קיטאל (רע"א 779/06) היא חברת מלונאות ונדל"ן; נאות אביב (רע"א 7820/07) היא חברת נדל"ן; וקניאל ע"א 5701/07 היא חברת ייצור של אריזות. מבחינה זו לא היתה ספקולטיביות יתר אילו השתמשו

בהם בנסיבות תיקים אלה – אף שלא כך נהגו בתי המשפט המחוזיים, והרי היו הדברים לפני פסיקת עצמון. ואולם, מסכים אני עם חברי השופט דנציגר בענין נאות אביב, כי בנסיבות אין צורך בהחזרה לבית המשפט המחוזי לצורך הערכה מחודשת, שכן ספציפית לאחר בחינה, אין מקום לשוב ולדון מחדש בהערכות שהיו בפני בית המשפט המחוזי בדונו בתיק, גם אם נערכו לפי שיטת השווי הנכסי. על כן השלב הבא הוא הדיון בתובענה הייצוגית. יש מקום איפוא, גם אם ניתנת רשות ערעור, שלא להיעתר לערעור בפרשת נאות אביב. אציין כי ער אני לכך שבתיק זה יהא צורך במינוי מותב שיפוטי חדש, נוכח פרישת השופטת הקודמת. אשר לעניין קיטאל, אצטרף לחברי שטעמיהם קרובים, בהכרעה ליתן רשות ערעור ולקבל את הערעור. אשר לעניין שקולניק, אף לדעתי אין מקום להיעתר לערעור, מטעמי כל חבריי.

ש ו פ ט

השופט ס' ג'ובראן:

1. הסוגיה הניצבת בפתחנו, מהו "שווי הוגן" של מניות במסגרת הצעת רכש מלאה, סוגיה מורכבת וסבוכה היא, ולפתרונה יש לבחון את הנחות היסוד בבסיס דיני החברות. במסגרת זאת, מונחות לפניי חוות דעתם המלומדות של חבריי המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין והשופט י' דנציגר. בבסיס כל אחת מחוות הדעת הנחות מוצא שונות ביחס לשוק ולאופן הסדרתו היעיל, ולפיכך, הן מובילות לתוצאות שונות.

2. במסגרת זאת, עמדת חברי המשנה לנשיא (בדימוס) היא כי יש להגביל את סעד ההערכה למקרים שבהם התקבלה הסכמת הניצעים להצעת הרכש המלאה בשל טעות, הטעיה, תרמית וכיוצא באלו, ואשר הובילה להסכמה למכר המניה במחיר הנמוך משווי השוק שלה. בהמשך לכך, לגישתו יש להעריך את שוויין ההוגן של המניות במסגרת סעד ההערכה על פי שווי השוק של המניות, וכל תמורה העולה על שווי זה היא בבחינת תמורה העולה על השווי ההוגן שלהן (זאת, למעט מקרים חריגים, כמפורט בחוות דעתו). בשונה, לגישתו של חברי השופט י' דנציגר, יש להעריך את שווייה ההוגן של המניה על בסיס השווי התזרימי של החברה. זאת, במנותק משאלת ההסכמה של הניצעים להצעה ומבלי שיוטל על מבקש סעד ההערכה הנטל להוכיח קיומה של טעות, הטעיה או תרמית.

3. אין ספק כי לכל אחת מהפרשנויות המוצעות למונח "שווי הוגן" יתרונות וחסרונות. לאחר ששקלתי ושכתי ושיקלתי את השיקולים לכאן ולכאן, מצאתי לנכון לצרף דעתי לדעתו של השופט י' דנציגר, וזאת מהטעמים שיפורטו להלן.

המסגרת הנורמטיבית

4. אין מחלוקת כי קיומם של מנגנוני הגנה על בעלי מניות מפני ניסיונות רכישה של מלוא מניות החברה משקף הכרה של המחוקק בכך ששוק המניות אינו שוק משוכלל ובכך שבעלי המניות מתקשים להעריך בצורה יעילה את הסיכונים האפשריים הכרוכים במניותיהם. ברי, כי תחת הנחה ששוק המניות משוכלל, לא היה צורך בהגנה על בעלי מניות כלל, וכל בעל מניות היה מעריך בעת הרכישה הן את הסיכונים שייווצרו באם יהיה ניסיון רכישה (לרבות את האפשרות שיתר בעלי המניות ימכרו את מניותיהם והוא יותר בעל מניות מיעוט), הן את הרווחים שיכולים להיווצר, ועל בסיס זה היה מתמחר את המניות. במילים אחרות, מחירי המניות היו מגלמים מלכתחילה את האפשרות של שינוי מבנה השליטה על משמעויותיו הכלכליות.

5. על בסיס נקודת המוצא לפיה השוק אינו משוכלל דיו על מנת שבעלי מניות יוכלו להעריך נכונה את האפשרויות שבשינוי מבנה השליטה בחברה, וההנחה כי הקטנת מספר בעלי מניות המיעוט בחברה או היווצרות דבוקת שליטה ראשונית פוגעת בהם, התעורר הצורך בהגנה רגולטורית על בעלי מניות מפני שינויים משמעותיים במבנה השליטה של החברה. סוגיה זו הוסדרה בסעיפים 314-327 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות או החוק), שעניינם מיזוגים; בסעיפים 328-335 לחוק החברות, שעניינם הצעת רכש מיוחדת; ובסעיפים 336-342 לחוק, שעניינם הצעת רכש מלאה. במסגרת זאת, קובע סעיף 338 לחוק החברות כי: "בית המשפט רשאי, לבקשתו של כל מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה כאמור בסעיפים 336(ג) ו-337(א) או (א1), לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה פחות משוויין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט".

6. השאלה העומדת לפנינו בהליך הנוכחי היא, כאמור, כיצד יש לפרש את המונח "שווי הוגן" הקבוע בסעיף 338 לחוק. שאלה זו אינה עומדת בפני עצמה. היא כרוכה באופן הפרשנות הראוי למכלול הסעיפים המסדירים שינויים במבנה השליטה של חברה. ברקע לדברים, נדמה שאין מחלוקת כי תכלית החוק היא להבטיח כי הליכים של שינוי מבנה שליטה בחברה יעשו באופן הוגן ככל הניתן, ללא ניצול פערי כוחות ומידע

בין הצדדים לעסקה, תוך פגיעה מצומצמת ככל הניתן בחופש החוזים של הצדדים, ותוך שימור התמריצים לרכישות יעילות. חרף הדמיון בין שלושת מנגנוני שינוי מבנה השליטה בחברה (מיזוג, הצעת רכש מיוחדת והצעת רכש מלאה) ישנם הבדלים לא זניחים ביניהם, ובמסגרת כל אחד מהמנגנונים יחסי הכוחות בין המבקש לשנות את מבנה השליטה של החברה לבין בעלי המניות שונים.

7. כך, במתווה של שינוי מבנה השליטה באמצעות מיזוג נדרשת הסכמת האסיפה הכללית של שתי החברות בדרך של רוב רגיל, וכך הסכמת כל אסיפות הסוג, אם ישנן, ברוב רגיל. זאת, לאחר שהוצגה להם המלצת דירקטוריון (או שהדירקטוריון נימק מדוע לא הוגשה המלצה). בתוך כך, מקום שבו ישנו בעל שליטה באחת החברות המתמזגות, שהוא בעל זכות הצבעה בחברה השנייה, לא יבוא קולו במניין. כמו כן, קולותיה של החברה המתמזגת בחברה האחרת לא יבואו במניין הקולות (סעיף 320(ג) לחוק). באם לא התקיים רוב כאמור יכול בית המשפט לאשר את המיזוג, רק אם השתכנע כי התמורה הייתה "הוגנת וסבירה בשים לב לשווי החברות המתמזגות" (סעיף 321(ב) לחוק). בהמשך לכך, בישראל, בשונה מארצות הברית, לא אומץ סעד ההערכה ביחס לבעלי מניות מתנגדים בחברה מתמזגת. יחד עם זאת, הלכה למעשה, יוצר החוק מנגנון עקיף המאפשר מתן סעד הערכה לבעלי מניות. זאת, שכן החוק מטיל חובות אמון מוגברות על נושאי המשרה בחברה המתמזגת ועל החברה הקולטת, ומאפשר הגשת תביעה נגדם מקום שבו התמורה שניתנה לא הייתה הוגנת, והתבססה על חולשתם היחסית של בעלי המניות המתנגדים (ראו אירית חביב סגל דיני חברות – כרך ב 466-467 (2004)).

8. שונה מנגנון הצעת הרכש המיוחדת. במסגרת זאת, בפני המציע שני מסלולים. המסלול האחד הוא הצעת רכש פרטית, אשר דרושה אישור של האסיפה הכללית של החברה. המסלול השני הוא רכישת מניות החברה מהציבור. במסלול זה, פונה המציע לכלל בעלי המניות, והם רשאים להודיע על הסכמתם או על התנגדותם. באם ישנו רוב מבין הניצעים שהגיבו להצעה לקבלת הצעת הרכש היא תקבל. במניין קולות זה לא יבואו קולות של בעל השליטה במציע או של מי שיש לו עניין אישי בקבלת הצעת הרכש או מי מטעמם (סעיף 331(ג) לחוק). לניצעים שהתנגדו או שלא מסרו את עמדתם שמורה הזכות לקבל את הצעת הרכש לא יאוחר מארבעה ימים מהמועד האחרון לקבלת הצעת הרכש או במועד אחר שיקבע שר האוצר. במסגרת זאת, על המציע לרכוש את המניות מבעלי המניות שקיבלו את הצעת הרכש עד לשיעור האחזקות המבוקש על ידו באופן שיויוני. המציע הצעת רכש מיוחדת אינו רשאי להציע הצעת רכש נוספת או לערוך מיזוג במשך שנה, למעט אם התחייב לכך במסגרת הצעת הרכש המקורית. יצוין

כי ביצוע הצעת רכש שלא על פי דין מהווה עוולה של הפרת חובה חקוקה כלפי בעלי המניות בחברה. בהצעת רכש מיוחדת הדין לא קובע כלל של סעד הערכה.

9. מנגנון הצעת הרכש המלאה, אשר תואר בהרחבה בחוות דעתם של חבריי, קובע כי כדי שתתקבל הצעת רכש למעלה ממחצית הניצעים שאין להם עניין אישי בקבלת ההצעה ייענו להצעה, ושיעור האחזקות של הניצעים שלא נענו להצעה יהיה קטן מחמישה אחוזים. יצוין כי בשונה מהצעת רכש מיוחדת, במסגרת הצעת רכש מלאה הימנעות מקבלת ההצעה כמוה כהתנגדות לה. באם התקבלה הצעת הרכש, מועברות כלל מניות החברה, לרבות מניותיהם של בעלי המניות המתנגדים, למציע באותה התמורה שהוצעה במסגרת ההצעה. כל ניצע רשאי לפנות לבית המשפט בבקשה שיקבע כי השווי שהוצע לא היה שווי הוגן. בתוך כך, רשאי המציע להגביל במסגרת הצעת הרכש את האפשרות לבקש סעד הערכה מבית המשפט, וזאת, למעט במקרים שבהם לא עמד בחובות הגילוי המוטלות עליו על פי דין. ביצוע הצעת רכש שלא על פי הוראות הדין מהווה הפרת חובה חקוקה.

10. במסגרת נורמטיבית זו מצוי סעד ההערכה (הקיים, כאמור, הן במיזוגים הן בהצעת רכש מלאה), ועליו להיבחן על רקע המכלול השלם של החקיקה. במסגרת חוות דעתם של חבריי, נתגלו שתי מחלוקות מרכזיות – ראשית, האם ניתן ללמוד מלשון החוק או מההיסטוריה החקיקתית שלו את כוונת המחוקק, קרי, התכלית הסובייקטיבית של החוק; ושנית, כיצד יש לפרש את תכליתו האובייקטיבית של החוק. אדון בשני רבדים אלו על פי סדרם. יצוין בשלב זה כי לגישתי אין בלשון החוק או בהיסטוריה החקיקתית כדי להכריע בין שתי העמדות המוצעות, ומשכך, ליבת הדיון תהיה בשאלת פרשנותו הראויה של הדין.

לשון החוק וסביבתו

11. לגישתי אין מקום ללמוד ממכלול החקיקה הנוגעת לעניין כי אחת מהפרשנויות המוצעות יוצקת תוכן רב יותר לסעיף (על בסיס ההנחה שהמחוקק אינו משחית מילותיו לריק). במסגרת זאת, עומד חברי השופט י' דנציגר על כך שצמצום סעד ההערכה לעילות של טעות, מרמה והטעייה ייתר אותו, נוכח קיומם של דיני החוזים הכלליים. דעתי בעניין זה שונה. הניסיון להסדיר את דיני החברות באמצעות דיני החוזים (העומד בבסיס התפישה של החברה כ"אגד חוזי") התברר, במרוצת השנים, כמעורר קשיים תיאורטיים ופרקטיים כאחד. במישור התיאורטי, גישה זו לא יכלה להסביר חלק נכבד מתכונותיה של החברה המודרנית, ובראשן את עיקרון האישיות המשפטית הנפרדת,

ונדחתה במרבית שיטות המשפט (ראו לסקירה היסטורית Ron Harris *The Transplantation of a Legal Discourse: Corporate Personality Theories from German Codification to British Political Pluralism and American Big Business* (63 WASHINGTON & LEE L. REV.4 (2006)).

12. גם ברמה המעשית, הניסיון ליישם את דיני החוזים הכלליים על חברות מוביל לשלל קשיים הנובעים מפעולתה של החברה לאורך זמן ומפיזור המניות הרחב שלה. בשל קשיים אלו גובשו דיני החברות ודיני ניירות הערך, החורגים מדיני החוזים הכלליים, ויוצרים הסדרים המותאמים לצרכים של שוק החברות. המקרה הנוכחי מדגים בצורה טובה את הקושי בניסיון ליישם את דיני החוזים על המקרה הספציפי. כך, אף שטעות והטעייה הן, בנסיבות מסוימות, עילות לביטול חוזה בדיני החוזים הכלליים, הניסיון ליישמן במצב של הצעת רכש המבוססת על טעות בהצגת ערך החברה יכול להתגלות כניסיון לא פשוט. לדוגמא, אף אם נניח שהמציע הטעה במכוון את הניצעים, וכי על בסיס ההטעייה התקבלה הצעת הרכש, עולה השאלה האם יוכל בעל מניות לבטל את הצעת הרכש מכוח דיני החוזים אף ביחס לאותם בעלי מניות שאינם מעוניינים בכך. בדומה, אם נפלה טעות בהערכת השווי במסגרת הצעת הרכש, יידרשו בתי המשפט לשאלה האם מדובר בטעות יסודית המאפשרת את ביטולו החד צדדי של החוזה. ברי, כי יכול שהטעות תהיה יסודית לדעת חלק מבעלי המניות, בעוד שעבור אחרים היא לא תיתפש כטעות יסודית. בהמשך לכך, גם הקביעה כי הפרת הוראות חוק החברות לעניין הצעת רכש מהווה הפרת חובה חקוקה, מצביעה על כך שהמחוקק הכיר בקשיים הנובעים מהחלת דיני החוזים על מקרים מסוג זה, וביכר מסלול נזיקי. לבסוף, עצם קיומו של סעד ההערכה מוביל למסקנה כי המחוקק ביקש ליצור מערכת דינים ספציפית, המאפשרת הגנה על זכויות בעלי מניות המיעוט, וזאת, מבלי לבטל את עסקת הרכש כולה. מובן כי אין בדברי עד כה כדי להביא לתוצאה כי בכל מקרה לא יעמדו לניצעים בהצעות רכש סעדים מכוח דיני החוזים, ואפשר כי יתעוררו מצבים שבהם לא יהיה מנוס משימוש בכלים אלו. יחד עם זאת, נוכח ההבדל בין אופיים של חוזים שגרתיים, לאופייה של הצעת רכש, יש לראות בסעד ההערכה ככלי ייחודי, המתאים למצב שאינו נפוץ בדיני החוזים הכלליים, ומעניק הגנה לבעלי מניות המיעוט. משכך, גם פרשנות במסגרתה נדרש בעל מניות מיעוט להוכיח כי מחיר השוק של המניות הושפע מתרמית, טעות או הטעייה אינה מייתרת את הסעיף.

13. בהמשך לאמור, ההבדל המרכזי, כך נדמה, בין שתי הפרשנויות המוצעות, הוא בשאלת היחס בין שני מנגנוני ההגנה. פרשנותו של המשנה לנשיא (בדימוס) מובילה למסקנה כי סעד ההערכה הוא מעין "קו הגנה שני", שייעודו לפתור את הפרצות

הקיימות במנגנון. לעומת זאת, פרשנותו של חברי השופט י' דנציגר מעמידה את שני מנגנוני ההגנה זה לצד זה, כמנגנונים בלתי תלויים. לגישתי, שתי הפרשנויות אינן מייתרות את לשון החוק, ואף מטעם זה אין מקום לקבוע כי פרשנות זו או האחרת גוברת מלשון החוק כשלעצמה.

14. עוד יצוין כי לא מצאתי שיש מקום להבחין בין הצעת רכש מיוחדת להצעת רכש מלאה בשל ההיבט הקנייני הגלום במכירה הכפויה. ההבדל בין שני סוגי העסקאות אינו בפער שבין ירידת שווי המניה לבין מכירת המניה עצמה. ברי, כי בשני המקרים מדובר בהפסד כלכלי. בהקשר זה, יש לראות במניה כזכות ברווחי החברה, ויש לבחון את הפגיעה בבעל המניות על בסיס היקף הפגיעה בזכותו זו. אף אם אפשר שיתעוררו מצבים שבהם תהיה חשיבות להבחנה בין סיווג הפגיעה כפגיעה בקניין עצמו, למול פגיעה בשווי הקניין, הרי שבמקרה הנוכחי אין באבחנה זו כדי לסייע בפרשנות הראויה לסעד ההערכה בדיני החברות (וראו עוד בהקשר זה ידידיה שטרן "עיצובן המודרני של הזכויות והחובות הנלוות למניה – מהנמקה קניינית להנמקה עניינית" מחקרי משפט ט (1982) 91). לפיכך, לגישתי אף הקשרו החוקתי של החוק אינה מוביל לפרשנות זו או אחרת.

היסטוריה חקיקתית

15. העיון בהצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, מעלה כי סעד ההערכה שובץ בחוק ללא כל התייחסות בדברי ההסבר, וממילא לא נגלתה כוונת המחוקק באשר לאופן פרשנותו של מונח זה. יצוין בהקשר זה כי המתכונת של סעד ההערכה כפי שהוא מופיע בהצעת חוק החברות ובחוק בנוסחו הנוכחי שונה באופן מהותי. ברבות השנים תוקנו מספר תיקונים בחוק, ובהם אף תיקון 16, שהתקבל בשנת 2011, אליו מתייחס חברי השופט י' דנציגר בהרחבה. העיון בהליך חקיקתו של תיקון 16 לחוק אינו מוביל, לגישתי, למסקנה כי המחוקק גילה את דעתו על פיה אין מקום להתערב באופן שבו פורש סעד ההערכה בע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (טרם פורסם, 28.12.2009) (להלן: פרשת עצמון), שבו אומצה הגישה כי יש להעריך את שווי המניות על פי השווי התזרימי של החברה.

16. ראשית, תיקון 16 לחוק הוא תיקון רחב, הכולל סעיפים רבים, ועניינו המרכזי הוא חיזוק הממשל התאגידי בחברות. בהמשך לכך, העיון בדברי ההסבר לתיקון של סעיף 338 מעלה כי התיקון נעשה על מנת לצמצם את ההשלכות של פסק הדין בפרשת עצמון. כך, ההסבר לסעיף הוא כי:

"מתן סעד הערכה גם למי שנענה להצעה חושף את בעל השליטה לעלויות גבוהות שלא תמיד ניתן לצפותן מראש. חוסר הודאות לגבי הסכום שבעל השליטה צריך לשלם, התגבר במיוחד לנוכח פסיקת בית המשפט בע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (דינים עליון, 2009 (132) 1208). לפי פסק הדין האמור ערכה של חברה ייקבע לפי שווי החברה כעסק חי "הן לפי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים והן לפי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה שלה". הערכת שווי חברה לפי שיטה זו אינו [כך במקור – ט' ג"] חד ערכי וייתכנו הערכות שווי שונות על ידי מומחים שונים. יובהר כי אין בתיקון המוצע כדי לפגוע בזכותו של כל ניצע, לרבות מי שנענה להצעה, להגיש תביעה במקרים שבהם הסכים להצעה עקב הטעיה או אי גילוי מידע שהיה עליו לגלותו על פי כל דין, ובכלל זה בהתאם לדיני ניירות ערך" (רשומות – הצעות חוק הממשלה 581, 496 (2010)).

17. ענינו הרואות כי מטרת התיקון של סעיף 338 לחוק הייתה לצמצם את תחולתו, וזאת, נוכח פסיקת בית המשפט, ובשל החשש המתעורר בביסוס סעד ההערכה על הערכות שווי תזרימיות, אשר מושפעות מזהות עורך ההערכה ואינן מאפשרות ודאות בשוק. בהמשך לכך, העיון בפרוטוקול ועדת חוקה, חוק ומשפט, במסגרת הכנת החוק לקריאה שנייה ושלישית מעלה כי הדיון נסוב סביב הצורך בצמצום סעד ההערכה, והשאלה המרכזית שעמדה על סדר היום הייתה האם יש לאפשר לניצעים שהסכימו להצעת הרכש לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה (ראו פרוטוקול ישיבה 334 של ועדת חוקה, חוק ומשפט מיום 7.2.2011). השאלה באיזה אופן יש להעריך את שווי המניות כלל לא עלתה בדיון. משכך, לגישה, לכל הפחות לא ניתן למצוא תימוכין בהיסטוריה החקיקתית של החוק לאחת מהגישות, ונראה כי המחוקק בחר להותיר את שאלת פרשנותו של סעד ההערכה לבית המשפט. עוד יצוין בהקשר זה כי ישנו קושי, בראייתי, בזיהוי כוונת המחוקק מאי התערבותו בפסיקת בית המשפט. כל שניתן ללמוד, לגישה, מהיעדר התערבותו של המחוקק בפסיקת בית המשפט היא כי המחוקק לא ראה בסוגיה כסוגיה הראויה להסדרה בחקיקה ראשית, ואין ללמוד מאי ההתערבות של המחוקק בכל נקודת זמן שהיא (המאוחרת לחקיקת החוק המקורי) כי תכלית החוק הסובייקטיבית המקורית הייתה כפי שפירש אותה בית המשפט (למעשה, מסלול טיעון זה יצור מעגל קסמים, על פיו כל פרשנות לחקיקה שנעשתה על ידי בית המשפט ולא נהפכה בחקיקה נוספת תהפוך להיות תכליתו הסובייקטיבית של החוק).

18. משמצאתי כי אין בלשון החוק ובתכליתו הסובייקטיבית כדי ללמד על עליונותה של אחת משתי הפרשנויות האפשריות לסעיף 338 לחוק, אפנה עתה לבחינת תכליתו האובייקטיבית. כאמור, אין מחלוקת כי תכלית דיני המיזוגים ודיני הצעות הרכש היא לעודד רכישות יעילות של חברות, ולמנוע רכישות שאינן יעילות, ושמתיימות בשל כשלי שוק. עמדה זו עולה במישרין מדברי ההסבר לחוק, מקובלת בספרות המשפטית ומוסכמת על חבריי. כדי לבחון את אופן הפרשנות הראוי למנגנוני ההגנה הקבועים בחוק, עלינו לעמוד ראשית על סוגי כשלי השוק המתעוררים במקרים של שינוי מבנה השליטה, ועל היחס בינם לבין מנגנוני ההגנה. אעמוד אם כן ראשית על ההסדר הקבוע בחוק לעניין הצעת רכש מיוחדת (בה לא ניתן לניצעים סעד הערכה). לאחר מכן אעבור לבחינת ההסדר הקבוע בחוק לעניין הצעת רכש מלאה (הכולל את מנגנון ההצבעה הקבוע לעניין הצעת רכש מיוחדת בתוספת סעד ההערכה). זיהוי המשותף והשונה לשני ההסדרים, הוא הבסיס הראוי לגישה לזיהוי תכליתו של סעד ההערכה.

הצעת רכש מיוחדת

19. צורתה המרוככת ביותר של מערכת דינים זאת היא במצבים של הצעת רכש מיוחדת של בעל מניות המבקש ליצור דבוקת שליטה בחברה שלא היה בה בעל שליטה קודם לכן. במצב זה, ההנחה היא כי למציע אין ידע עודף על הידע של יתר בעלי המניות, וכשל השוק המרכזי שהחוק נועד להתמודד עימו הוא קושי הפעולה הקולקטיבית של הניצעים, המכונה בספרות "בעיית התיאום" (ראו ע"א 5105/09 שפירא נ' dexia credit local (טרם פורסם, 17.6.2012)). כשל שוק נוסף עימו החוק מתמודד הוא החשש כי במקרה של איסוף מניות שלא בדרך של הצעת רכש הניצעים כלל לא יבינו שמדובר בניסיון ליצר דבוקת שליטה בחברה (ראו: ע"א 7389/04 נוטבאום-אריגי ריפוד בע"מ נ' פויכטונגר (טרם פורסם, 11.1.2009), פסקה 6 לפסק דינו של השופט (כתוארו אז) א' גרוניס (להלן: פרשת נוטבאום)). יצוין במאמר מוסגר שההנחה כי אין למציע מידע עודף ביחס לפעילות החברה נכונה רק בחלק מהמקרים, וכי בעל מניות שבפועל מחזיק ביכולת למנות דירקטורים או להשפיע על פעילות החברה, אף אם היקף מניותיו קטן מ-25%, יכול שיהיה בעל ידע עודף על הניצעים (ראו בהקשר זה פרשת נוטבאום, פסקה 9). במסגרת זאת, המנגנון המחייב רוב מבין בעלי המניות התומך בהצעת הרכש, בשילוב עם האפשרות של המתנגדים להצעה למכור את מניותיהם במחיר ההצעה באם תתקבל, פותר את בעיית התיאום. בבסיס

פתרון זה, ההנחה שבעלי המניות הם השוקלים הטובים ביותר באשר לתשואה הצפויה ממניותיהם כל זמן שלא קיים בעל שליטה בחברה, וזאת, במערכת ללא פערי מידע בין הצדדים. משכך, אם מרבית בעלי המניות מעריכים כי התמורה שהוצעה נמוכה מהתשואה הצפויה על מניותיהם הם יכולים להתנגד לעסקה והצעת הרכש תיכשל. אם מרבית בעלי המניות מעריכים כי התמורה שהוצעה להם עולה על התשואה הצפויה ממניותיהם הם יכולים למכור את מניותיהם למציע והצעת הרכש תצליח.

20. העולה מהמנגנון המפורט לעיל הוא כי בעלי מניות שבחרו שלא להיענות להצעת הרכש, לאחר קבלתה, יספגו את ירידת שווי מניותיהם, ככל שתהיה, הנובעת מהיווצרות גרעין שליטה בחברה. אם כן, נדמה שהמתנגדים להצעת הרכש נושאים בעלותה. יחד עם זאת, בעיה זו נפתרת על סמך ההנחה כי הסכמת מרבית הניצעים מצביעה על היות התמורה המוצעת במסגרת הצעת הרכש גבוהה מהתשואה הצפויה. משיכלו בעלי המניות הנותרים למכור את המניות בעבור התמורה שהוצעה בהצעת הרכש והם בחרו שלא לעשות זאת, הם שיקפו את הערכתם הסובייקטיבית כי שווי הצפוי של המניה בשוק, במציאות שבה קיים בעל שליטה, גבוה מהתמורה שהוצעה (משמע, שגם לו היו יודעים טרם רכישתה המקורית של המניה כי תתקבל הצעת רכש היו רוכשים את המניה).

21. אפשרות נוספת להתנגדות ניצעים להצעת רכש מיוחדת היא שלהערכתם התמורה המוצעת אינה משקפת נכונה את עלויות חקר שווי הצפוי של המניה. באם זוהי סיבת הדחייה, צפויים בעלי המניות המתנגדים להצטרף להצעה לאחר שהתקבלה (עלות הערכת שווי המניה היא עלות שקועה, זאת, אף שלשאלת ההתחשבות בעלות זאת השפעות על תמריצי משקיעים להשקיע בחקר ביצועי מניות בהשקעות עתידיות). משכך, אם תוחלת התשואה הצפויה נמוכה מהתמורה, משקיע רציונאלי יקבל את ההצעה, אף אם משמעות הדבר היא שבשל הוצאות הערכת השווי הראשונית תוחלת ההשקעה כולה היא שלילית. יובהר כי מצב זה אינו דומה למקרה שבו בשל טעות בהערכת שווי המניה התשואה שלה תהיה נמוכה מההשקעה בעלות הערכת שווייה ואף אם התשואה תהיה חיובית, עבור בעל המניות יהיה מדובר בהפסד. כאשר מדובר בהערכה שגויה של התשואות שיינתנו בשוק למניה, מדובר בנטילת סיכון המבוסס על הערכה שגויה. בשונה, במקרה של הצעת רכש מבנה החברה עצמו משתנה, ולפיכך, אף אם ההערכה המקורית לא הייתה שגויה כלל היא הופכת ללא רלבנטית, ויש צורך בביצוע הערכה מחודשת. במילים אחרות, בכל הערכת שווי צפוי של מניה ישנו רכיב של נטילת סיכון כי ההערכה לא תתממש. יחד עם זאת, הנחת המוצא היא כי הסיכון נובע מניתוח לא נכון של הנתונים. הצעת הרכש מגדילה סיכון זה ומייתרת למעשה את

ההשקעה בהערכת השווי הצפוי של המניה (משמע, במבט צופה פני עתיד, אי הודאות הכרוכה בהצעות רכש מקטינה את התמריצים לבעלי מניות להשקיע בהערכת שווי המניות טרם רכישתן).

22. במילים אחרות, בעל מניות בעת רכישת המניה מעריך כי תשואתה הצפויה גבוהה מהערכת השוק וכי הפער בין שני הערכים עולה על העלות של הערכת התשואה. עוד מעריך בעל המניות כי הסיכון הנובע מהאפשרות שהערכתו לא תתממש (והשקעתו בחקר המניה תרד לטמיון) נמוך מהתשואה שצפה. משמע, להערכתו התשואה של המניה, בהתחשב בסיכויים שהערכתו את שוויה יתממשו ובעלויות חקר המניה וביצועיה, היא חיובית. במועד בו מתקבלת הצעת רכש נפתח לבעל המניות "חלון יציאה". במסגרת זו, יכול בעל המניות לקבל תמורה העולה על שוויה השוקי של המניה, תוך הקטנת הסיכון כי הערכתו הסובייקטיבית את שוויה העתידי של המניה לא תתממש. בשלב זה בוחן בעל המניות מחדש את תוחלת הרווח מהמניה, כאשר הפעם נקודת ההשוואה היא התמורה המוצעת. אם הערכתו את תוחלת הרווח מהמניה לאחר ביצוע הרכש נמוכה מהתמורה המוצעת, יקבל בעל המניה את ההצעה. במצב זה אמנם לא יממש את מלוא התשואה שהעריך שתהיה למניה מלכתחילה, אך יחסוך את העלויות הנובעות מהסיכון כי הערכתו את שווי המניה לא תתממש. אם הערכתו את תוחלת שוויה הצפוי של המניה גבוהה מהתמורה בהצעת הרכש, יבחר להמשיך ולהחזיק במניה.

23. במבט צופה פני עתיד מתעורר החשש כי משמעות הדבר תהיה הקטנת ההשקעה של משקיעים בהערכת שווי מניות החברה. זאת, שכן ככל שההוצאות על הערכת שווי המניה נמוכות יותר, כך יסכימו בעלי המניות לתמורה נמוכה יותר, ובעל המניות שהשקיע מעל לממוצע יפסיד חלק מהשקעתו. יחד עם זאת, כאמור, ההצדקה להעדר ההגנה על רכיב זה נובעת מכך שהסכמת מרבית הניצעים להצעה מעידה כי התמורה שהוצעה בהצעת הרכש מגלמת את ההשקעה הסבירה בהערכת שווי המניה. בסוף חוות דעתי אשוב לעמוד על החשש מפני יצירת תמריץ שלילי להשקעה של משקיעים בהערכה איכותית של שוויון של מניות. יחד עם זאת, יצוין כבר בשלב זה כי הקושי האמור, החורג ממגבלות ההקשר הנוכחי ונכון להתנהגות של משקיעים בהקשרים רבים, הוא שהוביל לפיתוחם של כללים שונים, המחייבים משקיעים מוסדיים בהערכת שווי השקעותיהם, כמו גם כללים המחייבים חברות ציבוריות לקיים תהליך סדור של הערכת השקעותיהן.

24. בהקשר זה יצוין כי אין הכרח שקיומו של בעל שליטה יפגע בתשואה הצפויה מהמניה. אף אם עצם קיומו של בעל שליטה מקטין את יכולת ההשפעה של בעלי מניות מהציבור, אפשר שהתנהלותו תשפר את ביצועי החברה ותגדיל את תשואתם של כלל בעלי המניות מעבר לתשואה שהייתה צפויה קודם לרכישה.

25. המקרה של הצעת רכש מיוחדת על ידי מי שבידיו השליטה בחברה מעורר קושי סבוך יותר. זאת, שכן הצעת הרכש לא רק תשנה את מבנה השליטה בחברה, אלא היא אף מבוססת על ידע עודף שיש בידי בעל השליטה מלכתחילה. העיון בחוק מעלה כי הוא אינו מבחין בין שני הסוגים של הצעות הרכש המיוחדות, וכי המנגנון הקבוע לשניהם הוא אותו המנגנון. משמע, במצב מסוג זה קבע המחוקק כי הבעיה של פערי מידע בין בעל השליטה לבין יתר בעלי המניות אינו מצדיק התערבות רגולטורית, ואינו דורש הוספת מנגנון הגנה נוסף בדמות סעד הערכה. יצוין, כי פערי המידע, והיכולת להשפיע על שווי המניה, דומים במידת מה במצב של הצעת רכש מיוחדת על ידי בעל שליטה ובמצב של הצעת רכש מלאה, אף שאינם זהים, כפי שיוסבר בהמשך.

26. לסיכום חלק זה, במסגרת הצעת רכש מיוחדת שהתקבלה נחלקים הניצעים לחמש קבוצות:

(א) ניצעים שנענו להצעת הרכש מלכתחילה. ביחס לניצעים אלו התמורה בהצעת הרכש גבוהה מתוחלת התשואה הצפויה להערכתם מהמניה במבנה השליטה טרם הצעת הרכש, בתוספת עלויות הערכת שווי המניה הצפויה. ניצעים אלו אינם נפגעים כלל.

(ב) ניצעים שהתנגדו להצעת הרכש, מאחר שלהערכתם התשואה הצפויה מהמניה במבנה השליטה טרם הצעת הרכש גבוהה מהתמורה, ובחרו להצטרף אליה לאחר שהתקבלה (משמע, שלהערכתם תוחלת התשואה הצפויה לאחר שינוי מבנה השליטה בחברה נמוכה מהתמורה המוצעת); ואשר הוציאו הוצאה ממוצעת על הערכת שווי המניות. עבור בעלי מניות אלו, משיבה התמורה את מלוא ההשקעה בהערכת שווי המניות, וכך חלק מתשואה הצפויה מהמניה, אף שלא את כולה. בד בבד, נחסך לבעלי מניות אלו הסיכון שהערכתם את שווי המניה לא תתממש. משמע, אף שבעלי מניות אלו אינם מרוויחים את מלוא הרווח שצפו מהמניה, התמריצים להשקיע באופן יעיל בשוק אינם נפגעים.

(ג) ניצעים שהתנגדו להצעת הרכש מאחר שאינה משקפת את הוצאותיהם על הערכת שוויה הצפויה של המניה, ובחרו להצטרף אליה לאחר שהתקבלה. עבור ניצעים אלו התמורה שהוצעה גבוהה מתוחלת התשואה המוערכת של המניה, בהתחשב בשינוי מבנה השליטה. יחד עם זאת, התמורה נמוכה מתוחלת התשואה ללא שינוי מבנה השליטה, בתוספת עלויות הערכת שווי המניה. בעלי מניות אלו נושאים בחלק העודף של ההשקעה שהשקיעו בהערכת שווי המניה, ואינם מקבלים כל תמורה בגין רכיב זה. משכך, נוצר למשקיעים תמריץ להשקיע פחות מההשקעה הממוצעת בהערכת שווי המניות (ונוצר "מירוץ לתחתית").

(ד) ניצעים שהתנגדו להצעת הרכש מאחר שאינה משקפת את הוצאותיהם על הערכת שוויה הצפויה של המניה וכן מאחר שלהערכתם התמורה המוצעת נמוכה מהתשואה מהמניה ללא שינוי מבנה השליטה, ובחרו להצטרף אליה לאחר שהתקבלה (משמע שלהערכתם תוחלת התשואה לאחר שינוי מבנה השליטה נמוכה מהתמורה). ניצעים אלו נושאים בחלק העודף של ההשקעה שהשקיעו בהערכת שוויה המניה ואינם מקבלים תמורה בגין רכיב זה (בדומה לקטגוריה ג'). כמו כן, משקיעים אלו אינם מקבלים את מלוא התשואה לה ציפו, אך נחסך מהם הסיכון שהערכתם לא תתממש.

(ה) ניצעים שהתנגדו להצעת הרכש ולא הצטרפו אליה. עבור ניצעים אלו התמורה שהוצעה נמוכה מתוחלת התשואה של המניה בהתחשב בשינוי מבנה השליטה, ללא תלות בהוצאות שהוצאו על הערכת השווי הצפוי של המניה. באם תוחלת התשואה לאחר שינוי מבנה השליטה אינה מכסה את עלויות הערכת שווי המניה, צפויים בעלי מניות אלו לשאת בהפרש (משמע, לו היו מודעים להצעת הרכש טרם רכישת המניות הראשונית כלל לא היו רוכשים את המניות). במצב זה נוצר תמריץ שלילי להערכת שוויין של מניות טרם רכישתן. באם תוחלת התשואה לאחר שינוי מבנה השליטה גבוהה מהעלויות שהוצעו להערכת שוויה הצפוי של המניה, בעלי מניות אלו נושאים רק בנטל של ירידת הרווח הצפוי מהמניה, ותמריציהם להשקעות יעילות אינם משתנים.

27. מהניתוח לעיל, העולה הוא כי מנגנון הצעת הרכש המיוחדת נותן מענה לקושי המתעורר מקיומו של פער בין התמורה המוצעת לבין הערכת שוויה הצפוי של המניה. מענה זה אמנם עלול לפגוע ברווחים של בעלי המניות המתנגדים ממניותיהם, אך אינו יוצר עיוות בתמריצים לבצע השקעות יעילות. יחד עם זאת, מנגנון הצעת הרכש המיוחדת אינו נותן מענה שלם לתמריץ השלילי שנוצר למשקיעים שלא להשקיע בהערכת שוויה הצפוי של המניה. משכך, עלול מנגנון זה להוביל למצב של השקעת

חסר רצינותאליה בהערכת שווי המניה (ובמילים אחרות, כל משקיע יבקש להפוך ל"טרמפיסט" הנהנה מהשקעות המשקיעים האחרים בהערכת שווי המניה).

מיזוג והצעת רכש מלאה

28. בשלושת המקרים הבאים – מיזוג כאשר באחת החברות ישנו בעל שליטה, מיזוג ללא בעל שליטה והצעת רכש מלאה – מתעורר הקושי במלוא עוצמתו. במקרים אלו מתקיים כשל השוק הנובע מבעיית התיאום וכשל השוק הנובע מבעיית פערי הכוחות והמידע (במיזוג ללא בעל שליטה מתעורר קושי זה במערכת היחסים שבין הנהלת החברה לבין בעלי מניותיה, בהצעת רכש מלאה ובמיזוג כאשר לאחת החברות בעל שליטה מתעורר קושי זה בין בעל השליטה ליתר בעלי המניות). לצד קשיים אלו, מתעורר בשלושת סוגי העסקאות האמורות כשל שוק נוסף, הוא בעיית הסחטן. בשונה ממקרה של הצעת רכש מיוחדת, במיזוג ובהצעת רכש מלאה הרווח למציע לא נובע רק מהגדלת פרמיית השליטה (הנתונה לו ממילא). בעסקאות מיזוג, מקור הרווח הוא באיחוד שבין שתי החברות וביטולה המוחלט של החברה המתמזגת (כך לדוגמא, אין צורך במערכת ניהול כפולה, ושתי החברות יכולות לפעול כיחידה אורגנית אחת). בעסקאות מסוג הצעת רכש מלאה, הרווח העודף על פרמיית השליטה נובע מהפיכתה של החברה מחברה ציבורית לפרטית. במצב זה, לו היה יכול בעל מניות בודד לסרב להצעה, הייתה ההצעה כולה נכשלת. לפיכך, לכל בעל מניות היה נוצר תמריץ להיוותר בעל המניות האחרון, ולדרוש תמורה מוגדלת עד לגובה הרווח הצפוי משינוי מבנה השליטה. משכך, לו לא היה קיים מנגנון של מכירה כפויה, אף הצעות רכש יעילות ומיזוגים יעילים לא היו מתממשים, שכן כל בעל מניות בודד היה מעדיף להתנגד להצעת הרכש ולהיוותר בעל מניות המיעוט האחרון. כשל שוק זה, הוא המצדיק את אלמנט הכפייה הקיים בעסקאות מיזוג ובהצעת רכש מלאה. במילים אחרות, בעוד שבהצעת רכש מיוחדת ניתנת לבעל המניות אפשרות לספוג את עלויות שינוי מבנה השליטה באם הערכתו האישית את התשואה הצפויה מהמניה שונה מהערכת בעלי המניות שנעתרו להצעה, בעסקאות הכוללות מכירה כפויה אפשרות זו אינה קיימת.

29. על בסיס כל האמור, העולה הוא כי בהצעת רכש מלאה על מנגנוני הבקרה שנקבעו בחוק לפתור שלושה כשלי שוק – בעיית התיאום, בעיית פערי המידע ובעיית הסחטן. מנגנון שיפתור את כל שלושת הכשלים בעלויות מינימאליות, הוא יהיה זה שיוביל להתנהלותו היעילה ביותר של השוק. כבר בשלב זה יצוין כי בעיית הסחטן נפתרת במלואה על ידי מנגנון הרכישה הכפויה, ובעיית התיאום, כפי שהוסבר ביחס להצעת רכש מיוחדת, נפתרת באמצעות מנגנון אישור הצעת הרכש. משכך, הבעיה

המרכזית הנותרת היא בעיית פערי המידע ובעיית העלויות השקועות בגין הערכת שוויה הצפוי של המניה. העיון בחוות דעתם של חבריי מעלה כי אף לדידם, בעיית פערי המידע היא העומדת בליבת הדיון. לכאורה, קושי זה מתעורר באותו האופן בהצעת רכש מיוחדת ובהצעת רכש מלאה. יחד עם זאת, עיון מעמיק יותר בשוני באינטרס של הצדדים בהצעת רכש מיוחדת ובהצעת רכש מלאה חושף את ההבדל בין השניים, ומניח את המצע להכרעה בפרשנות הראויה של מונח השווי ההוגן בסעד ההערכה. אפנה אם כן לבחינת האינטרסים של הצדדים במסגרת שני סוגי הצעות הרכש.

אינטרס המצינו

30. בהצעת רכש מיוחדת, הרווח הצומח למציע מקורו בשניים:

ראשית, מרוויח המציע מיכולת השליטה המוגברת שלו בחברה. במסגרת זאת, מרוויח בעל השליטה מאחר שעלויות הפיקוח על ההנהלה קטנות. כמו כן, מרוויח בעל השליטה מיכולתו לנהל את החברה באופן שימקסם את תשואתה, להבנתו (במילים אחרות, רווח זה של בעל השליטה נובע מהערכתו שיוכל לשפר את ביצועי החברה). ברי, כי היבט זה של הרווח מהחברה מושפע רק מעצם קיומה של השליטה, ואינו תלוי בהיקף השליטה. כמו כן, רווח זה מתחלק בצורה שווה עם בעלי מניות המיעוט, הנהנים גם הם מהפיקוח האפקטיבי על ההנהלה, ומשיפור ביצועיה של החברה.

שנית, מרוויח בעל השליטה פרמיה נוספת, המשקפת את יכולתו לנצל, באופנים שונים, את משאבי החברה (למשל על ידי שימוש במתקני החברה, מינוי בעלי תפקידים במשכורת, חלוקת דיבידנד במועדים הנוחים לו, קיום עסקאות לא יעילות בין החברה לבעל השליטה וכדומה). רכיב זה של רווחיו של בעל השליטה מצוי בתחום האפור של החוק, ולעיתים אף כולל היבטים אסורים. זאת, שכן למעשה מדובר בחלוקה של טובות הנאה שונות לבעל השליטה. חלוקה זו עלולה לעמוד בניגוד לעיקרון הקבוע בסעיף 11 לחוק החברות, המחייב כי החברה תפעל למיקסום התשואה שלה, ולא לקידום האינטרס של בעל מניות זה או אחר; בניגוד לסעיף 191 לחוק, שענינו קיפוח בעלי מניות מיעוט; וכן בניגוד לעיקרון הקבוע בסעיף 301 לחוק, האוסר על חלוקה שלא בהתאם להוראות החוק. אמנם, החוק עוצב כדי לצמצם רבות מפרקטיקות אלו, וזוהי אף רוח הפסיקה (ראו בעניין זה ע"א 9014/03 גרינפלד נ' לטר (לא פורסם, 14.12.2006), פסקה 20; ע"א 741/01 קוט נ' עיזבון ישעיהו איתן ז"ל, פ"ד נז(4) 171 (2003) (להלן: פרשת קוט); ע"א 2718/09 "גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ (טרם פורסם, 28.5.2012), פסקה 27; לדיון בפן הפלילי של ניצול השליטה בחברה

לצורך הפקת טובת הנאה ראו לדוגמה ע"פ 3891/04 ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ נ' מדינת ישראל (לא פורסם, 2.6.2005)). יחד עם זאת, חרף ניסיונות המתקוק ובתי המשפט לצמצם את טובות הנאה של בעל המניות מהחברה, הניתנות לו שלא באמצעות דיבידנד, נדמה שלא ניתן להכחיש כי גם היום רבים המקרים שבהם מפיק בעל השליטה טובות הנאה שכאלו מחברה שבשליטתו. זאת, אף אם חלוקת טובת ההנאה אינה משקפת את האינטרסים של החברה עצמה.

31. כאמור לעיל, לצד שני רווחים אלו, במקרים של הצעת רכש מלאה צומח לבעל השליטה רווח מהפיכתה של החברה לחברה פרטית. במסגרת זאת, לרווח זה שני ראשים מרכזיים. ראשית, מרוויח בעל המניות מכך שאינו נדרש לעמוד בסטנדרטים של גילוי ודיווח המוטלים על חברות ציבוריות. שנית, מרוויח בעל המניות מהיעדר קיומם של בעלי מניות מיעוט, אשר מסוגלים להקשות על ניהול החברה.

32. מנקודת מבט של יעילות מצרפית, העולה מהאמור לעיל הוא כי לציבור כמכלול יש אינטרס בעידוד הצעות רכש מלאות רק מקום שבו הרווח הנצבר לבעל השליטה הוא הרווח מייעול תפוקת החברה ומהפיכתה לפרטית (הרווח הצומח מהפיכת חברות לפרטיות הוא בהקטנת היקף ההוצאות בשוק על עסקאות, מתן מידע וכדומה). הרווח שנוצר לבעל החברה מקבלת טובות הנאה שלא על פי דין הוא רווח הפוגע באינטרס הציבורי, שכן הוא מוביל להצעות רכש לא יעילות (ראו לעניין זה אוריאל פרוקצ'יה ואריה בבצ'וק "רכישת חברות" עיוני משפט יג(1) 71, 74-73 (1988)). כמו כן, רכיב זה בפרמיית השליטה לרוב אינו ממוסה, והציבור אינו נהנה מהרווח הצומח לבעל השליטה, אף לא בעקיפין. משכך, כפי שיוסבר בהמשך, בבואנו לפרש את הדין עלינו לתת את המשמעות המצמצמת ככל הניתן ליכולתו של המציע לתת משקל לרכיב רווח זה במסגרת שיקוליו.

אינטרס הניצעים

33. למול האינטרס של מציע ההצעה, יש לבחון מהו האינטרס הלגיטימי של הניצעים. הנחת המוצא לכלל דיני הצעות הרכש היא כי הניצעים לא יכלו להעריך כי הצעת רכש תוצע להם (ללא הנחה זו, לא היה כל מקום להגן על הניצעים, שכן אלו היו משכללים במחיר המניה את התועלות והסיכונים הגלומים בהצעת הרכש). בהמשך לכך, טרם קיומה של הצעת הרכש, יכול היה בעל מניות לצפות תשואה מסוימת של המניה, הגבוהה מהערכת השוק את שווי המניה. ציפיה זו היא העומדת בבסיס רכישתה המקורית של המניה. ציפיה זו אינה ציפיה בעלמא, כי אם מבוססת על ניתוח

עצמאי שעורך בעל המניות את התנהלותה של החברה. בניתוח זה מושקעים לא פעם משאבים רבים (שהם חלק מעלויות העסקה). במסגרת זאת, בשוק משוכלל לחלוטין, אמור מחיר המניה לשקף את שוויה התזרימי המדויק של החברה. בפועל, מחירה של המניה אינו משקף שווי זה. זאת, הן נוכח מחלוקות באשר להערכת תזרימי החברה הצפויים, הן נוכח פערים שבין מחיר השוק לבין השווי התזרימי הנובעים מעלויות העסקה, קשיי נזילות וכן אי רציונאליות של בעלי המניות.

34. במסגרת זאת, ההשקעה של רוכשי מניות בהערכת השווי התזרימי של חברה הוא כלי מרכזי בשכלול השוק, שכן הוא מקטין את הפער שבין מחיר המניה לשווי הממשי של החברה, ותורם לכך שהמניות יהיו בידי מי שמעריך אותן בצורה מיטבית. במילים אחרות, לציבור בכללותו יש אינטרס כי משקיעים יבצעו מחקר מקיף באשר לשוויה הצפוי של החברה, ועל ידי כך ייצרו שוק מניות משוכלל. במסגרת הערכת שווי זו, מתחשבים בעלי המניות אף בהשפעות מסדר שלישי שעלולות ליצור פער בין מחיר המניה לשווי התזרימי של החברה, כגון עלויות עסקה וקשיי נזילות, כמו גם התנהגות לא רציונאלית של משקיעים. ההערכה האם גורמים אלו יותרו על כנם או ישתנו בעתיד היא חלק בלתי נפרד מההערכה שעל בעל מניות רציונאלי לבצע בבואו לבחון עסקת רכישת מניות. השפעות על שוק המניות שאינן נובעות משוויה התזרימי של החברה ומעלויות מסדר שלישי של הסחר במניות פוגמות ביעילות השוק ומשכך מטילות נטל על החברה כולה (בין אם בשל השקעת יתר בין אם בשל השקעת חסר). לפיכך, אין לתת לרכיב האחרון משקל כחלק לגיטימי מצפי בעלי המניות לתשואה.

35. כפי שהוסבר לעיל, במקרה של הצעת רכש מיוחדת, ההשקעה של בעל המניות במחקר אודות המנייה, והציפייה שלו לרווח הגבוה מהתשואה המשוערת של השוק, אינם נפגעים, וזאת למעט אם השקעתו האמורה בהערכת שווי המניה הייתה גבוהה מההשקעה של יתר בעלי המניות. זאת, שכן כדי שמרבית בעלי המניות יסכימו להצעה, על ההצעה לשקף את התשואה הצפויה על ידם בתוספת עלויות המחקר שהושקעו לשם רכישת המנייה. במילים אחרות, בעלי המניות המקבלים את ההצעה מקבלים בחזרה גם את עלויות המחקר שביצעו, ומשכך, לא נפגע התמריץ שלהם להשקיע בבחינת שוויון של מניות, והאינטרס הציבורי בשכלול השוק נשמר. המשמעות ביחס לבעלי המניות שהתנגדו להצעה, אף לאחר שהתקבלה, היא כי להערכתם עדיין מחיר המניה נמוך בצורה משמעותית משוויה, לרבות לאחר הורדת פרמיית השליטה, ולפיכך יש מקום להמשיך ולהחזיק במניה. במילים אחרות, בעלי מניות אלו העריכו את התשואה הצפויה על המניה כגבוהה בהרבה ממחיר השוק שלה, ואף שהרווח הצפוי שלהם מהמניה קטן, הרי שלא נפגע האינטרס שניתן להם להשקיע השקעות יעילות.

36. בדומה, גם במסגרת הצעת רכש מלאה, עבור ניצעים שהסכימו למחיר המוצע, המסקנה היא כי המחיר המוצע גבוה מהערכתם הסובייקטיבית באשר לשווי הצפוי של המניה (הנובע משוויה המוערך של החברה, הערכת בעלי המניות באשר לעלויות מימוש המניה, בניכוי עלויות שהוצאו לשם הערכת שווי המניה).

37. בעבור בעלי מניות שהתנגדו להצעת הרכש ושמניותיהם נקנו בכפייה, המשמעות היא כי המחיר שהוצע נמוך מהשילוב שבין הערכתם הסובייקטיבית את תוחלת התשואה הצפויה מהמניה (הנובעת מהערכתם את שווי החברה) לבין תוספת ההוצאות על הערכת שווי המניה. בעלי מניות אלו העריכו את הפער בין מחיר השוק לבין השווי הצפוי של החברה כגדול מיתר בעלי המניות. יחד עם זאת, המכירה הכפויה, אף שמקטינה את התשואה מהמניה עבורם, אינה פוגעת בתמריצים הראשוניים לרכישת המניה. בדומה למצב שבו בוחר בעל מניות להוסיף ולהחזיק במניות בחברה כבעל מניות מיעוט במסגרת הצעת רכש מיוחדת (וזאת, חרף ירידת שווי מניותיו), גם במצב של מכירה כפויה בעלי המניות מקבלים תשואה הגבוהה מתשואת השוק ומשקפת את הערכת השווי של מחזיקי המניות שהסכימו להצעה. ככל שהערכתם הפרטנית של בעלי מניות אלו הייתה כי התשואה תהיה גדולה יותר, כך הערכה זו משקפת סיכון גבוה יותר (שכן הסבירות שהשוק יאמץ את הערכתם קטנה יותר). המכירה הכפויה מחייבת את בעלי מניות המיעוט המתנגדים למכור את מניותיהם ומונעת מהם את נטילת הסיכון. עם זאת, בעלי מניות אלו לא מקבלים את שווי השוק של מניות החברה, כי אם את שווי המניות שצפו בעלי המניות שהסכימו להצעה על בסיס הערכה של ביצועי החברה כטובים מהאופן שבו מעריך אותם השוק, ובתוספת עלויות המחקר הממוצעות של בעלי המניות שנעטרו להצעה.

38. לפישוט הדברים, אבחן אם כן כיצד מושפעים ניצעים בחמשת הקטגוריות שפורטו לעיל במסגרת הצעת רכש מלאה. לניצעים בקטגוריה א' (ניצעים שנענו להצעת הרכש מלכתחילה) גם במסגרת הצעת רכש מלאה לא נגרמת שום פגיעה. ביחס לניצעים בקטגוריות ב', ג' ו-ד', הפגיעות הנגרמות אינן שונות מהפגיעות בהצעת רכש מיוחדת. זאת, מאחר שההנחה היא שניצעים אלו, אף שהיו מתנגדים להצעה, היו מצטרפים אליה לאחר שהתקבלה. בתוך כך, ההשפעה על התמריצים של ניצעים אלו להשקעות יעילות בהצעת רכש מלאה זהה להשפעה על תמריציהם בהצעת רכש מיוחדת, כפי שפורטו לעיל. ייחודה של הצעת הרכש המלאה, אם כן, הוא ביחס לניצעים מקבוצה ה' קרי, ניצעים שהתנגדו להצעת הרכש ולא הצטרפו אליה. עבור ניצעים אלו התמורה שהוצעה

נמוכה מתוחלת התשואה של המניה בהתחשב בשינוי מבנה השליטה, ללא תלות בהוצאות שהוצעו על הערכת השווי הצפוי של המניה.

39. משכך, ייחודה של הצעת רכש מיוחדת, והקושי הנוסף המתעורר במסגרתה אותו יש לפתור באמצעות סעד ההערכה, הוא הפער בין הערכתם הסובייקטיבית של בעלי המניות את התשואה מהמניות לבין הערכתו הסובייקטיבית של המציע את שווי מניות החברה. למעשה, אלמנט הכפייה בהצעת הרכש מוביל למצב שבו המניות של בעלי המניות המתנגדים יהיו בידי מי שמעריך פחות את שווייה של החברה מהם (משמע, הקצאת המניות לא תהיה יעילה). בתוך כך, כפי שהוסבר, אין מקום לראות ברווח שעתיד לצמוח למציע מעצם הפיכתה של החברה לפרטית כחלק לגיטימי מציפיותיהם של הניצעים המתנגדים (שכן ממילא לא העריכו רכיב זה כחלק מתוחלת התשואה מהמניה).

סיכום ביניים

40. במסגרת הדיון עד כה, עמדתי על כך שאין בהיסטוריה החקיקתית של החוק ובלשונו כדי לסייע בהכרעה באשר לטיב הפרשנות הראוי למונח "שווי הוגן" במסגרת סעד ההערכה, ומשכך פניתי לבחינת תכלית החוק. מצאתי כי תכלית מנגנון הצעת הרכש המלאה היא לפתור שלושה כשלי שוק – קשיי התיאום של הניצעים (ובתוכו כשל השוק הנובע מאי ידיעת בעלי המניות על הניסיון ליצור דבוקת שליטה); פערי מידע באשר לפעילות החברה; ובעיית הסחטן. מצאתי כי בעיית הסחטן נפתרת במלואה על ידי אפשרות הרכישה הכפויה, ומשכך, אין לתת לה משקל במסגרת סעד ההערכה. עוד מצאתי כי יש לפרש את סעד ההערכה בהתאם לשני עקרונות – ראשית, יש למנוע רכישות המבוססות על הפקת טובות הנאה מהחברה (רכישות שאינן יעילות); שנית, על סעד ההערכה להגן על ניצעים אשר מעריכים את שווי מניות החברה כגבוה יותר מהערכת המציע (ניצעים מקבוצה ה'), וזאת, משיקולי יעילות (שכן תכלית הצעת הרכש היא להוביל למצב בו החברה מצויה בבעלות המשקיעים שלגישתם היא בעלת הערך הרב ביותר).

41. בהמשך לאמור, מהניתוח עד כה עולה כי בעולם ללא בעיה של פערי מידע (לרבות הטעיות, תרמיות, דיווחים כוזבים וכדומה), המחיר עבור מניה בהצעת רכש שתקבל הוא המחיר אשר לדעת מרבית בעלי המניות (למעט המתנגדים) משקף את הערכת השווי הסובייקטיבית שלהם את החברה (ולא את שווי המניה ברגע הנתון בלבד), בתוספת עלויות הערכת השווי, ובניכוי הסיכונים הגלומים במניה (כגון העדר

סחירות). משכך, במצב זה לא היה בשיקולי היעילות הצדקה להתערב בהסכמה של בעלי המניות. בהקשר זה, אמנם בעל המניות המתנגד לעסקה נפגע, אך פגיעה זו משקפת את הפער בין הערכתו הסובייקטיבית של התשואה הצפויה על המניה לבין ההערכה הסובייקטיבית של יתר בעלי המניות לתשואה צפויה זו. משכך, כפיית המכירה פוגעת בחופש שלו ליטול סיכונים בשוק המניות, לשם קידום רכישות יעילות. יחד עם זאת, פיצוי של בעל מניות זה בסכום התשואה המשוער על ידו יהיה משום פיצוי יתר. זאת, שכן בעל מניות זה יזכה למלוא הסכום, מבלי לשאת את הסיכון הגלום בהערכתו, החורגת לא רק מהערכת השוק את תשואת המניה, אלא גם מהערכת יתר בעלי המניות. מקל וחומר, כי מתן פיצוי בגובה הערכת השווי התזרימית הסובייקטיבית של בעל המניות המתנגד (בשונה מהערכת התשואה הסובייקטיבית) עלול להוביל לפיצוי יתר, מקום שבו אף להערכת בעל המניות המתנגד היה צפי להמשך קיומו של פער בין שווי החברה לבין שווי המניה, למשל בשל בעיות נזילות. כמו כן, פיצוי זה כלל אינו כולל את רכיב העלויות הסובייקטיביות שהוצאו על ידי בעל המניות לשם הערכת שווי המניה.

42. בטרם אפנה, אם כן, לבחינת הפרשנות הראויה לסעד ההערכה, יובהר כי שווי המניות בעת הרכש כלל אינו רלבנטי לדיוננו. ברי, כי לו היה מוצע מחיר המניה בשוק במסגרת הצעת הרכש היא הייתה נדחית. זאת, לא מהטעם שבעלי מניות המיעוט מבקשים ליהנות "על חשבוננו" של המציע. הטעם לכך הוא שבעלי מניות המיעוט מעריכים באופן סובייקטיבי כי התשואה של המניה עולה על התשואה המוערכת על ידי השוק. במסגרת זו, לו היה מדובר במערכת יחסים בין מציע לניצע בודד, לא היה מתעורר כל קושי. זאת, שכן המחיר המוצע במסגרת הצעת הרכש היה גבוה מהתשואה הסובייקטיבית שצופה הניצע מהמניה, ונמוך מהרווח של בעל השליטה מהרכש. היטיב לציין בהקשר זה פרופ' אוריאל פרוקצ'יה באומרו כי: "היינו חפצים שהצעת רכש תצליח אם ורק אם רוב בעלי המניות של חברת המטרה סבורים כי התמורה המוצעת להם בעד מניותיהם בהצעת רכש עולה על הערך הסובייקטיבי שהם עצמם מייחסים למניותיהם" (אוריאל פרוקצ'יה "כשלים בהערות על הצעת רכש מיוחדת" עיוני משפט כח(2) 603, 604 (2004)). הקושי המתעורר במסגרת הצעת רכש נובע מכך שלניצעים השונים ישנן הערכות סובייקטיביות שונות באשר לתשואה הצפויה מהמניה. במסגרת זאת, אין לצדדים, או לבית המשפט, כלים לגלות מהי ההערכה הסובייקטיבית של בעל מניות, וניסיון להתחקות אחר הערכה זו עלול להשיב לתחייה את בעיית הסחטן, הפעם דרך בית המשפט.

43. על בסיס האמור עד כה, העולה הוא כי בעולם ללא פערי מידע היה מקום לקביעה כי הסכמת מרבית הניצעים להצעת הרכש מקימה חזקה לכך שהתמורה שהוצעה משקפת את שוויה ההוגן של המניה. זאת, שכן התמורה משקפת את הערכת השווי התזרימי הסובייקטיבי של בעל המניות, בניכוי ההערכה הסובייקטיבית של הפער בין שווי המניה לשווי החברה הנוצר בשל מאפייני השוק, ובתוספת עלויות המחקר אודות טיב המניה. ברי, כי מחיר זה יהיה לרוב גבוה ממחיר המניה בשוק. זאת, מאחר שאם בעלי המניות מעריכים את שווי המניה מתחת למחיר השוק היו מוכרים אותה בשוק ולא מחכים להצעת רכש. יחד עם זאת, יתכנו מצבים שבהם המחיר ההוגן יהיה נמוך ממחיר השוק. כך לדוגמא, כאשר המניות כמעט ואינן סחירות, אפשר שבעלי המניות יסכימו מטעמי נזילות למוכרן במחיר נמוך משוויין בשוק.

44. בתוך כך, הפרשנות על פיה הסכמת הניצעים מקימה חזקה להוגנות התמורה מובילה להתנהלות היעילה של השוק. כך, לבעל מניות השליטה נותר התמריץ להציע את הצעת הרכש רק במקרים שבהם הוא מעריך שהתשואה הצפויה מהחברה תחת ניהולו תהיה גבוהה מהתשואה הצפויה מהחברה במצבה הנוכחי לגישת הניצעים. יתר על כן, יכולתם של הניצעים לדרוש אף את החלק מפרמיית השליטה הנובע מיכולתו של בעל השליטה להוציא משאבים מהחברה שלא כדיבדנד, מקטין את התמריץ לביצוע הצעות רכש לא יעילות (יצוין כי אפשר שבעלי המניות ידרשו אף נתח מהתשואה הצפויה משינוי מבנה הניהול ומהפיכת החברה לפרטית, אך סביר שבעלי המניות יתקשו בהערכת שווים של רכיבים אלו). במילים אחרות, אימוץ מודל ההסכמה מאפשר להגביל את התמריץ של המציע לתשואה העודפת מהרכש.

45. עם זאת, כאמור, הפרשנות האמורה משפיעה במידת מה על תמריציהם של בעלי מניות לבחון את מניותיהם ולרכוש מניות הנמכרות מתחת לתשואה הריאלית הצפויה מהם, ועל ידי כך לשכלל את השוק. כפי שצוין לעיל, התמורה בהצעת הרכש תכלול אף רכיב המשקף את ההשקעה הממוצעת של בעלי המניות במחקר. מצב זה יכול ליצור תופעה של הימנעות ממחקר, שכן כל בעל מניות ירצה להקטין את הסיכוי לאבדן ההשקעה העודפת, ויעדיף שיתר בעלי המניות ישקיעו במחקר, והוא ייחנה מהפירות. יצוין בהקשר זה כי בעיית הטרמפיסט בשוק המניות, והשקעת חסר רציונאלית בבחינת התשואה הריאלית על מניות, היא תופעה רחבה, החורגת מההקשר הספציפי של הצעות רכש.

46. לו הייתי מסיים את הדיון בשלב זה, התוצאה הייתה שקיימת חזקת תקינות הנובעת מהסכמת בעלי המניות להצעת הרכש, ושכל זמן שההצעה בוצעה כדיון, לא

ניתן לסתור אותה. משכך, הייתי מצטרף לתוצאתו של חברי המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין במובן זה, שעל המבקש סעד הערכה היה להוכיח תחילה כי בוצעה הטעיה, תרמית או כיוצא באלו, שהובילו לתמורת חסר. בהקשר זה יצוין כי כפי שהוסבר בתחילת הדברים, אין לגישתי בפרשנות זו כדי לרוקן מתוכן את סעד ההערכה, ועמדתי בעניין זה שונה מעמדתו של חברי השופט י' דצניגר (ראו פסקאות 57-59 לחוות דעתו). זאת ועוד, לגישתי, המבנה החקיקתי דווקא תומך בחזקה האמורה. ברי, כי נטל ההוכחה כי לא ניתן שווי הוגן מוטל על כתפי הטוען לכך (וזאת, בשונה מהצעת חוק החברות המקורית, שבה נטל ההוכחה לשווי ההוגן הוטל על המציע). משמע, השאלה אינה האם קיימת חזקת תקינות, כי אם מהו הנטל שעל המבקש להרים כדי לסתור את חזקת תקינות, והאם עליו להוכיח כי נפל פגם בהסכמת כלל הניצעים להצעה אם לאו.

47. כאמור, לו היה מדובר במערכת יחסים ללא פערי מידע הייתי קובע בעניין זה כי על בעל המניות להוכיח קיומה של הטעיה, טעות, תרמית וכדומה. במסגרת זאת, מעצם הקביעה כי על המבקש סעד הערכה לסתור את חזקת התקינות באמצעות הוכחה כי נפל פגם בהסכמת הניצעים להצעה, אין כדי לענות על השאלה באיזה אופן היה על בית המשפט להעריך את שווי המניות במקרים שבהם הורם הנטל. העיון בחוות דעתו של חברי המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין מעלה כי לגישתי, במקרים שבהם אין פגם בתמחור השוק של המניה, לא יזכה בעל המניות לכל סעד כספי במסגרת הערכת שוויין ההוגן של המניות. כך לדוגמא, אם הסכמת הניצעים התקבלה תחת איומים שהופנו אליהם, והתמורה שהוצעה הייתה גבוהה משווי השוק של המניות, יוכלו בעלי המניות המתנגדים לעבור את השלב הראשון במסגרת סעד ההערכה ולסתור את חזקת התקינות. יחד עם זאת, בשלב השני של סעד ההערכה, מאחר שהתמורה שהוצעה הייתה גבוהה ממחיר השוק, לא יזכו הניצעים בכל סעד כספי מבית המשפט (וזאת, ללא קשר לשאלת זכותם לבקש סעדים אחרים, דוגמת ביטול העסקה מכוח דיני החוזים הכלליים). דוגמא נוספת יכולה להיות מצב שבו הסתיר בעל השליטה מידע שהיה מעלה את ערך המניה ב-X שקלים, והתמורה שהוצעה במסגרת הצעת הרכש הייתה גבוהה משווי המניה בתוספת X השקלים. במצב זה, יעברו בעלי המניות את הסף לבחינת סעד ההערכה, שכן יוכלו להוכיח שהסכמתם התקבלה בתרמית. יחד עם זאת, כשיפנה בית המשפט לקביעת שוויה ההוגן של המניה, יקבע שווי זה כסכום נמוך מהתמורה ששולמה. במילים אחרות, ייקבע כי חרף התרמית בעלי המניות אינם זכאים לסעד כספי. תוצאה זו אינה מתיישבת עם הניתוח שהוצע לעיל. זאת, שכן הצמדת סעד ההערכה לשווי המניות תוביל לפיצוי חסר. אף אם אין מקום לפצות את הניצע בגין התשואה לה הוא ציפה, שכן המכירה הכפויה חוסכת לו את הסיכון הגלום באפשרות שהערכתו לא

תתממש (ואי מתן הפיצוי אינו פוגע ביעילות התמריצים להשקעות יעילות בשוק), אי מתן פיצוי בגין העלויות שהושקעו בהערכת התשואה הצפויה תיצור תמריץ שלילי להשקעות יעילות ותפגע ביעילותו של השוק בכללותו.

48. מכל מקום, כפי שיוסבר להלן, שקלול כשל השוק הנובע מפערי מידע בין הצדדים לעסקה משנה את אופן הניתוח הראוי של הדברים. משכך, אפנה לניתוח סוגיה זו והאופן שבו מאפשר הדין להתמודד עימה.

פערי מידע ומניפולציות בעל השליטה בהצעת רכש מלאה

49. בעיית פערי המידע בין הצדדים, היא המובילה, לגישתי, לביטול הנטל המוטל על המבקש סעד הערכה להוכיח תרמית או הטעיה.

50. במסגרת זאת, ישנן פעולות רבות אשר מצויות בתחום האפור של החוק ויכולות להשפיע על מחיר המניות ומשכך על התמורה ההוגנת בהצעת הרכש. בהקשר זה, נחלקים חבריי באשר להיקף המניפולציות שיכול לבצע בעל השליטה, והמשנה לנשיא (בדימוס) אף מצייין כי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך היא בבחינת עבירה פלילית. בעניין זה, גישתי קרובה יותר לגישתו של השופט י' דנציגר. אמנם, תרמית על השוק היא עבירה פלילית, אך ישנן שורה ארוכה של פעולות אותן יכול לבצע בעל השליטה שלא בהכרח יהיו עבירה פלילית. כך למשל, סוד גלוי הוא כי ניתן לערוך דו"חות עיתיים באופנים שונים, כך שידגישו את רווחי החברה או את הפסדיה. לצד זאת, אף במקרים שבהם התנהלות בעל מניות חורגת מהתחום האפור של החוק למרחב הפלילי, האכיפה בתחומים אלו אינה הרמטית ואינה נותנת מענה שלם לחשש מפני תרמיות מסוגים שונים. יתר על כן, פעולות אלו, מטבען, קשות להוכחה. במילים אחרות, גם במקום שבו נעזר המציע בידע העודף שברשותו לשם קידום הצעת הרכש, הנטל המוטל על הניצעים להוכחת קיומה תרמית הוא כבד ביותר, ולא פעם יהיה קשה להוכיח כי השימוש במידע העודף אינו שימוש מותר. קושי זה מתעצם בהצעת רכש מלאה. בשונה מהצעת רכש מיוחדת, בהצעת רכש מלאה הופכת החברה לחברה פרטית. חובות הדיווח המוטלים עליה מכוח היותה חברה ציבורית מוסרים, וההגנה על פרטיותה מתעצמת. במצב דברים זה, הניסיון להוכיח כי בוצעה תרמית על ידי בחינת ביצועי החברה לאחר הרכש הופך קשה אף יותר. יתר על כן, הצלחה פתאומית יכולה להיות מיוחסת לשינוי מבנה השליטה עצמו וישנו קושי של ממש להפריד בין עליית ערך לגיטימית לבין עליית ערך שנבעה מתרמית.

51. במצב דברים זה, הטלת הנטל להוכיח את קיומה של תרמית על הניצע תקשה עליו לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה. זאת, גם במקום שבו הרכש לא היה רכש יעיל, ולא בוסס על הערכה של המציע כי הוא יכול להעלות את תשואת החברה, אלא נבע מרצונו להפוך לנהנה בלעדי מעליית התשואה שהייתה מתרחשת ממילא.

52. משכך, נוכח פערי הידע המשמעותיים, המתגברים במיוחד בהצעות רכש מלאות, מקבל אני את גישתו של חברי השופט י' דנציגר, על פיה אין להכביד על ניצע המבקש סעד הערכה ולדרוש כי יוכיח שנפל פגם בהליך ההצעה (וזאת, בשונה בהצעות רכש מיוחדות).

הערכת השווי ההוגן של המניות

53. מכאן, להשלמת מסענו. על בסיס נקודת המוצא במסגרתה בהערכות שווי מלאות אין להטיל על מבקש סעד הערכה נטל להוכיח כי נפל פגם בהליך ההצעה, עלי לפנות לבחינת אופן הערכת השווי שיבוצע על ידי בית המשפט, ואשר ישמש כנקודת הייחוס לאורה תיבחן שאלת היות התמורה הוגנת. במסגרת זאת, עומדות לנגד עיני שתי גישותיהם של חבריי, המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין, הדוגל באימוץ הערכת שווי המניות לפי מחיר השוק שלהן כנקודת הייחוס, והשופט י' דנציגר הדוגל באימוץ הערכת שווי תזרימית. ברי, כי לשתי העמדות חריגים, כפי שפורטו בחוות דעתם של חבריי. בחינתן של שתי החלופות מעלה כי שתיהן מעוררות קשיים, וזאת, בשני מישורים. ראשית, שתי החלופות נתונות למניפולציות של הצדדים להליך, ומעוררות קושי בהכרעה צודקת באשר לשווי המניות על פיהן. שנית, שתי החלופות לא משקפות במדויק את הפגיעה בניצעים.

54. הערכת שווי מניות – יתרונה המרכזי של הערכה על בסיס שווי המניות הוא בוודאותה. לרוב, הסכום שבו נסחרת מניה הוא ידוע וגלוי, ולמעט במקרים שבהם ישנם קשיי סחירות או נסיבות חריגות אחרות ניתן להסתמך עליו (אף לגישת המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין, מקום שבו מחיר המניה אינו משקף את ערכה ניתן לסטות מהערכת שווי המניות על בסיס מחירה השוקי). חסרונה המרכזי של שיטה זו הוא, כפי שהוסבר, באפשרות הנתונה לבעל השליטה לבצע מניפולציות שונות שיובילו לשינויים במחיר המניה. במישור המהותי, חסרונה המרכזי של שיטת הערכה זו היא שבאופן מובנה, הערכה על בסיס שווי השוק של המניות תהיה תמיד הערכת חסר, הן באופן אובייקטיבי, שכן היא אינה מגלמת את עלויות העסקה של בעלי המניות (לרבות הערכת התשואה הצפויה מהמניה), הן באופן סובייקטיבי, שכן היא אינה מגלמת את תפישתם

של בעלי המניות את התשואה הצפויה מהמניה. בהמשך לכך, הערכה על בסיס זה צפויה להקטין את התמריץ לבעלי מניות לחקור את ביצועי החברות הנרכשות, ולפגוע ביעילות השוק.

55. למול שיטת הערכה זו עומדת שיטת ההערכה על בסיס תזרים מזומנים עתידי. יתרונה של שיטה זו הוא בכך שהערכת השווי התזרימי "עוקפת" את המניפולציות השונות המבוצעות על שוק המניות ומאפשרת את הערכת שווי החברה על פי נתונה הממשיים. יחד עם זאת, אף הערכת שווי תזרימי חשופה למניפולציות שונות, ולמעשה, כמעט כל מניפולציה שניתן לערוך על מחיר המניה בשוק ניתן לערוך על הערכת שוויה התזרימי של החברה. יתר על כן, הערכת שווי תזרימי אף אינה נותנת פתרון לצורך ביישוב בין הערכות שווי מתחרות. במישור המהותי, שיטת הערכה זו מפצה את בעל המניות פיצוי יתר, שכן היא מטילה את מלוא העלות של הפער בין שווי החברה לשווי המניות על הרוכש. כמו כן, אימוצה של שיטת הערכה זו, היוצרת אי ודאות באשר למחיר העסקה, עלול למנוע עסקאות יעילות. זאת, שכן המציע אינו רשאי, באם נמצא שהצעתו הייתה נמוכה מהשווי ההוגן של המניות, לבטל את העסקה כולה. משכך, עלול סעד ההערכה להטיל עליו עלויות משמעותיות אותן כלל לא צפה. יתר על כן, חוסר הוודאות הכרוך בשיטת הערכה זו עשוי להוביל לריבוי הליכים משפטיים שאף להם עלויות לא מבוטלות.

56. מבין שתי שיטות הערכה אלו, המעוררות כל אחת קשיים לא מבוטלים, מצאתי לנכון, לאחר לבטים, להעדיף את הערכת השווי התזרימי כנקודת המוצא לבחינת סעד ההערכה. שני שיקולים הם שהובילוני להכרעה זאת.

57. ראשית, כפי שנידון בהרחבה לעיל, שיטת הערכה זו שומרת על התמריצים לגורמים הפועלים בשוק המניות לשכלל את השוק ולהשקיע במחקר אודות שווי מניותיהם. בהמשך לכך, שיטה זו אף נותנת תמריצים לקיומן של הצעות רכש יעילות. ההתבססות על שוויה התזרימי של החברה מוציא מהשקלול של מציע הצעת הרכש את אותו רכיב בפרמיית השליטה המבוסס על קבלת טובות הנאה שלא כדין מהחברה. זאת, שכן טובות הנאה אלו הם חלק מהערכת השווי התזרימי של החברה. כפי שהוסבר לעיל, רכיב זה בפרמיה מוביל לביצוען של הצעות רכש לא יעילות, ומשכך, הוצאתו מגדר השיקולים העומדים לעיני המציע משפר את יעילותן של הצעות הרכש. אף שכאמור, אי הודאות הנלווית לפרשנות זו של השווי ההוגן עלולה לפגוע גם בהצעות רכש יעילות, הפגיעה במקרה הנוכחי נראית לי כפחותה מהתועלת.

58. שנית, כפי שציינתי, במציאות הכלכלית היכולת של ניצע להוכיח כי בוצעה תרמית שהובילה לירידת שווי המניה קטנה היא. משכך, פיצוי היתר הגלום בביסוס השווי ההוגן על הערכת שווי תזרימי יכול במידת מה לאזן את יחסי הכוחות בין הצדדים, ולשקף את הרווחים שגורפים בעלי שליטה משליטתם בחברה.

מספר הערות בטרם סיום

59. הסוגיה שהתעוררה בהליך הנוכחי אינה פשוטה כלל וכלל. כל אחת מהחלופות העומדות על הפרק מעוררת קשיים ואינה נקייה מספקות. יתר על כן, הניסיון להכריע אחת ולתמיד באשר לאופן הראוי להערכת שווי הוגן של מניות ניסיון בעייתי הוא. ברי, כי שוק המניות משתנה תדיר, כמו גם יחסי הכוחות בין הגורמים הפועלים בו. יום אחד נוספות חובות גילוי ויום אחר מוסרות. עילות משפטיות חדשות מפותחות ומעצבות את היחסים שבין בעלי השליטה ובין יתר בעלי המניות. גורמים מקומיים ובינלאומיים חדשים נכנסים לשוק המניות ומשפיעים אף הם על אופיו. בדומה, המתודות המקובלות להערכת שווי התזרימי של חברות אף הן מצויות במחלוקת ומשתנות בהתאם לזמנים ולתפישות החברתיות והכלכליות העומדות בבסיסן. שינויים אלו יכולים להביא, בזמנים קצרים, לצורך לסטות מהכרעתנו הנוכחית, ולהתאים את הפתרון למציאות החיים. מסיבה זו, כמו גם מהצורך בראייה רחבה של התנהלותו של שוק המניות, דרך המלך להכרעה בסוגיה שעל הפרק הייתה על ידי מחוקק המשנה, הערוך לתגובה מהירה לנסיבות משתנות ומסוגל לקיים דיאלוג עם הכוחות הפועלים במשק. במסגרת זאת, יוערו ההערות הבאות, שיש מקום לתת עליהן את הדעת במסגרת הסדרה כללית של הסוגיה.

60. ראשית, יוער כי דיני המיזוגים והרכישות, בתצורתם הנוכחית, אינם קוהרנטיים. אמנם, כפי שהוסבר לעיל, יש טעם להבחין בין פערי המידע במסגרת של הצעת רכש מיוחדת ופערי המידע במסגרת של הצעת רכש מלאה. יחד עם זאת, נדמה שאבחנה זו מסבירה באופן חלקי בלבד מדוע מצא המחוקק לנכון לתת לניצע בהצעת רכש מלאה סעד הערכה, ולשלול אותו מניצע בהצעת רכש מיוחדת (בפרט במצבים שבהם המציע הוא בעל השליטה בחברה). אמנם, בהצעת רכש מיוחדת ניצע שסירב להצעה עדיין מרוויח מהשקעתו, אך רווחיו נפגעים ללא כל פיצוי.

61. שנית, ישנה חשיבות של ממש לכך שהמחוקק או מחוקק המשנה יקבעו כללים לעניין סעד ההערכה אשר ימנעו את פיצוי החסר הניתן במסגרת של חישוב שווי המניה על בסיס מחיר השוק, ואת פיצוי היתר הניתן במסגרת של חישוב שווי המניה על בסיס

הערכת שווי תזרימית. כלל אפשרי אחד הוא כי משווי המניה על בסיס הערכת שווי תזרימי ינוכה סכום קבוע או משתנה בהתאם לפרמטרים שייבחרו, המשקף את הפער בין שווי החברה בשוק לבין שווי התזרימי. כן ראוי לקבוע מתאם המשקף את עלויות המחקר הסבירות של הניצעים. אמנם כל פתרון שיוצע לא יהיה מושלם וחף מבעיות. יחד עם זאת, קביעת נוסחת התאמות המשקפת את הפער האמור יכולה, במידה רבה, לפתור את הקשיים שהתעוררו בתיק זה, ולקרב את הפיצוי במסגרת סעד ההערכה לפיצוי היעיל והראוי. במסגרת זאת, נדמה כי הכלים המיטביים לקביעת כללים לעניין חישוב שווי המניה בהתחשב בכל הפרמטרים שצוינו בחוות דעת זו מצויים בידי המחוקק.

62. שלישית, יש מקום כי המחוקק ייתן דעתו לתמריץ השלילי הנוצר לרכישות יעילות, נוכח קיומו של סעד ההערכה. אמנם, תיקון 16 לחוק צמצם במידת מה את אי הוודאות שבה מצוי המציע, אך עדיין סעד ההערכה במתכונתו הנוכחית מותיר פתח גדול לאי ודאות. בהקשר זה יצוין כי פתרון אפשרי הוא אימוץ המודל המקורי שהוצע בהצעת חוק החברות, על פיו תבוצע הערכת השווי טרם הרכישה הכפויה, ותאושר על ידי בית המשפט. ברי, כי ניתן למצוא פתרונות טובים רבים נוספים, ויש לתת על כך את הדעת.

63. רביעית, ראוי לבחון כיצד ניתן לצמצם את קיומן של הצעות רכש לא יעילות, הנובעות מאותו רכיב בפרמיית השליטה המשקף קבלת טובות הנאה מהחברה שלא כדין ושלא בהתאם לטובת החברה. הצעות רכש אלו פוגעות בשוק המניות, בנושי החברה, ובציבור בכללותו.

64. חמישית, סוגיה שטרדה את מנוחתו במהלך כתיבת חוות דעתי זאת היא היבטי הצדק החלוקתי המתעוררים ברכישות ובמיזוגים. שאלת יחסי הכוחות בין הצדדים לעסקה היא שאלת מפתח העוברת כחוט השני לאורך כל הניתוח שהוצע לעיל. בתוך כך, אין סיבה להניח שבכל מקרה הצד החזק הוא המציע, בעוד שהניצעים הם הצד המוחלש, ואפשר שיהיו דווקא מצבים הפוכים. נדמה, כי דווקא רכישה מלאה של חברות, והוצאתן מהשוק, מגנה על בעלי מניות מהציבור שאינם משלמים עוד לבעלי השליטה פרמיית שליטה. עם זאת, ככל שבעלי מניות המיעוט מפוזרים יותר, כך חולשתם רבה יותר מול בעל השליטה, וכך נדרשת הגנה חזקה יותר. אלא, שדווקא במצבים שבהם מפוזרים בעלי המניות יקשה עליהם לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד הערכה. ניהול ההליך עצמו, המבוסס על חוות דעת מומחים, דורש בפני עצמו משאבים רבים. תוצאת פסק דינו עלולה לגרום, אם כן, לפגיעה דווקא בבעלי המניות החלשים,

ולסיוע לבעלי המניות החזקים המסוגלים לעמוד על שלהם. למן הראוי כי המחוקק ייתן דעתו על האופן שבו יובטחו גם זכויות בעלי המיעוט המתקשים לשאת בנטל הכלכלי של ההליך.

גישת הביניים שהוצעה על ידי חברי השופט ח' מלצר

65. לאחר כתיבת שורות אלו, הועמדה לעיוני חוות דעתו של חברי השופט ח' מלצר. בחוות דעתו מבקש חברי להציע דרך שלישית לפתרון הסוגיה. לגישתו, נקודת המוצא צריכה להיות הערכת שוויה של החברה ולא התבססות על מחיר השוק של מניותיה. יחד עם זאת, מבקש השופט ח' מלצר שלא לאמץ באופן גורף את הערכת השווי התזרימי על מנת להעריך את שווי החברה. בהמשך לכך, לגישתו יש לבסס את הערכת שווי החברה על בסיס שלושה עקרונות. במצבים שבהם אין כשלי שוק, או סחירות נמוכה, יש לבסס את הערכת השווי על שווי השוק או על שווי השוק הממוצע. במקרים שבהם יש כשל שוק או סחירות נמוכה ומי מהניצעים הראה כי קיים פער משמעותי בין התמורה שהוצעה לבין הערכת השווי התזרימי, אשר אינו ניתן להסבר כלכלי מטעמים של ייעול או הפיכת החברה לפרטית, יש לאמץ את מבחני ה-Delaware block. רק במקרים חריגים, שבהם הערכת השווי התזרימי מבוססת על נתונים מפורסמים הניתנים לצפייה, יש להתבסס על הערכת שווי תזרימי. אם כן, נראה כי נקודת המוצא של השופט ח' מלצר דומה לנקודת המוצא של המשנה לנשיא (בדימוס), והיא כי בשוק משוכלל אין מקום להתערב בהסכמת הצדדים ויש לראות בה כחזקה להוגנות התמורה (ראו את ישומו של עיקרון זה בפסקה 13 לחוות דעתו של השופט ח' מלצר). עם זאת, הנטל להיפוך חזקת התקינות לגישתו הוא נמוך יותר, וכל שהוא דורש מהניצע הוא להוכיח פער כלכלי לא מוסבר בין התמורה המוצעת לשווי החברה. כמו כן, אופן חישוב השווי ההוגן מבוסס על נתוני עבר של החברה ולא על תחזיות צופות פני עתיד.

66. שקלתי בכובד ראש את עמדתו של חברתי השופט ח' מלצר וטעם רב יש לה בעיני. למעשה, גישתו של חברי הולמת, במידת מה, את המלצתי כי המחוקק ייתן דעתו לסוגיה ויקבע את האיזון הראוי שבין הפרמטרים השונים הרלבנטיים לשווייה של מניה במסגרת סעד ההערכה (ההמלצה השלישית, בפסקה 61 לעיל). כמו כן, גישתו פותרת ולו באופן חלקי, את החשש הנובע מהכבדת היתר שתיווצר באם ידרשו ניצעים להוכיח תרמית או הטעיה, ומטילה עליהם נטל הוכחה נמוך יותר לשם הפיכת חזקת התקינות, ובכך דומה להערת המנויה בפסקה 64 לעיל. בנוסף, גישתו של השופט ח' מלצר

מצמצמת, ולו במידת מה, את אי הוודאות הגלומה בכיצוען של הערכות שווי צופות פני עתיד.

67. עם זאת, מצאתי לנכון לבסוף שלא לאמץ את גישת חברי השופט ח' מלצר, מהטעמים הבאים. ראשית, גישה זו אינה פותרת את הצורך להתמודד עם אי הוודאות של הערכות השווי, במסגרת השלב השני של הבחינה (היפוך חזקת התקינות). יתר על כן, הפתרון המוצע אמנם מקטין את החשש כי פערי הכוחות בין הצדדים להצעה יקשו על היפוך נטל הראיה, אך חשש זה נותר ממשי ביותר. ברי כי מקום שבו יכול בעל שליטה להשפיע על שער המניה, יכול הוא גם להציג באופנים שונים את רווחיה של החברה ושווי נכסיה (כך לדוגמא, במסגרת כללי החשבונאות הבינלאומיים (IFRS) יכולה חברה להציג את ה"שווי ההוגן" של הנכסים, קרי, לשערך את שוויים בדו"חותיה, שערך גמיש הפתוח לפרשנויות שונות). שנית, מבחני ה-Delaware block אינם נותנים מענה למספר קשיים המתעוררים בהצעות רכש מלאות. כך, לא ניתן כל מענה לצורך בהגנה על תמריצי המשקיעים לחקור את ביצוע המניות טרם הרכישה, על בסיס הערכות שווי צופות פני עתיד. למעשה, מנגנון זה יוצר תמריץ הפוך, המעודד משקיעים להתבסס על נתונים צופי פני עבר. מתן משקל לנתונים אלו עלול לפגוע ביעילותו של השוק, שכן הם אינם משפיעים על שאלת רווחיותה של החברה בעתיד. כמו כן, מבחנים אלו נותנים משקל חסר למאפייני שוק המניות. כך, המאפיינים של השוק, דוגמת עלויות עסקה, זוכים להשפעה זניחה במסגרת 10% מהשווי ההוגן המבוססים על שוויין של המניות. אף שקשה לקבוע קביעה כללית לגבי שוק המניות כולו, עלויות הנלוות לסחר במניות, לרבות סחירותן של המניות, צריכות לקבל משמעותי יותר במסגרת הערכת שוויין.

סוף דבר

68. על בסיס כל האמור לעיל, ובכפוף להערות שצוינו בסיום הדברים, מצאתי לנכון לצרף דעתי לדעתו של חברי השופט י' דנציגר.

ש ו פ ט

השופטת א' חיות:

1. חוות הדעת של חבריי, המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין, השופט י' דנציגר והשופט ח' מלצר, משקפות את עיקר התפלגות הדעות ואת המחלוקת אשר נפלו

בהליך זה בין שופטי ההרכב בשאלה - מהי שיטת ההערכה הנכונה אשר לה יזקק בית המשפט בתביעה למתן סעד הערכה על פי סעיף 338 לחוק החברות, תשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות), בכואו לקבוע האם התמורה שהוצעה בהצעת רכש מלאה שהתקבלה עבור מניות המיעוט, נופלת מ"שוויין ההוגן". אכן, בעשותו שימוש במושג העמום "שווי הוגן" הותיר המחוקק לבית המשפט את המלאכה לקבוע מה תוכן יש לצקת במושג זה ועל פי אילו כלים יש לבחון את הגינות השווי של הצעת רכש מלאה שהתקבלה לאחר שרוב הניצעים הסכימו לה. ככל שניתן לחלץ אמירה אחת מוסכמת מתוך חוות הדעת של חבריי, דומה כי אף אחת מהן אינה דוגלת בגישה לפיה קיימת שיטה אחת אשר אין בלתה לקביעת השווי ההוגן בהקשר זה, ומוסכם על הכל כי מצבים שונים ועסקים שונים המאפיינים את פעילותה של החברה הנתונה, מנתיבים במידה רבה את שיטת ההערכה המתאימה (ראו: פסקאות 24 ו-52 לחוות דעתו של חברי המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין; פסקאות 70-71 לחוות דעתו של חברי השופט י' דנציגר; פסקאות 7-9 לחוות דעתו של חברי השופט ח' מלצר). כמו כן, דומה כי מקובלת על כל חבריי העמדה לפיה הנטל הוא על התובע - הניצע להראות כי התמורה שהציע הרוכש עבור מניות המיעוט, נופלת משוויין ההוגן. מכאן, כי ככל שאין בידי התובע להרים נטל זה, תעמוד בחזקתה ההנחה שהתמורה שהוצעה תואמת את השווי ההוגן של המניות. למעשה, מוקד המחלוקת בין חבריי נוגע לשיטת הבסיס האמורה לשמש את בית המשפט בדרך כלל בכואו לקבוע מהו שוויין ההוגן של המניות הנרכשות, אשר ממנה אין לסטות אלא אם כן קיימים נתונים או מאפיינים המצדיקים שימוש בשיטה אחרת. המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין סבור כי "בהיעדר ראיות לסתור, הדרך הטובה ביותר להעריך ... היא על ידי בחינת שווי השוק הממוצע של המניות על פני תקופת זמן שקדמה להגשת ההצעה" (פסקה 24 לחוות דעתו, ההדגשות במקור). השופט י' דנציגר לעומתו לא שינה מן הדעה שהביע ואשר היתה לדעת רוב בע"א 10406/06 עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (טרם פורסם, 28.12.2009) (להלן: עניין עצמון), לפיה אין להסתמך במרבית המקרים על שווי השוק לצורך הערכת שווי מניות במסגרת בקשה לסעד הערכה על פי סעיף 338 לחוק החברות וכי "עקרונות הערכת שווי המניות שינחו את בית המשפט במסגרת בקשה לסעד הערכה יהיו העקרונות המקובלים בתורת המימון וכי השיטה שיש להעדיפה כעולה בקנה אחד עם עקרונות אלו היא שיטת ה-DCF (Discounted Cash Flow) המעריכה את שווי החברה על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים ושל הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה" (פסקה 3 לחוות דעתו). ואילו השופט ח' מלצר מתייחס בחוות דעתו לתקן IFRS 13 באומרו כי הוא מבטא את תפיסתו לגבי תפקידו של בית המשפט בפועל על פי סעיף 338 לחוק. על פי אותו התקן, הבחירה בין הגישות השונות הנזכרות בו לקביעת שווי הוגן "חייבת להיעשות תוך הפעלת שיקול דעת ובהתחשב

בנסיבות קיומם של נתונים זמינים מספקים. במקרים מסוימים, ניתן להשתמש ביותר מגישה אחת, למשל שילוב של גישת השוק ושל גישת ההכנסות ... בכל מקרה וללא קשר לגישה הנבחרת קיימת דרישה מחייבת להשתמש, ככל שניתן, בנתונים נצפים ולהימנע, ככל שניתן, משימוש בנתונים שאינם נצפים" (פסקה 10 לחוות דעתו). עוד מציין השופט ח' מלצר כי במקרים שאותם מנה בפסקה 9 לחוות דעתו (כשל שוק, סחירות נמוכה או פער משמעותי בין המחיר שהוצע בהצעת הרכש לבין הערכת שווי גבוהה בהרבה המוצגת על ידי מי מהניצעים), יש מקום "לחזור בעיקרון למבחנים שמרניים, כמו אלה שמגולמים ב-Delaware Block Market, או חלקם, ומנגד ניתן לעשות שימוש בשיטת ה-DCF רק במקרים חריגים מתאימים, כאשר נתוני התחזית מבוקרים ונלקחים מנתונים מפורסמים הניתנים לצפייה".

2. חבריי פרשו יריעה רחבה של טיעונים והנמקות לביסוס עמדתם באשר לשיטה אשר ראוי לאמצה לצורך סעד ההערכה ולא ראיתי מקום או צורך לפרוש גם אני יריעה רחבה משלי בשדה חרוש זה. אינני שותפה לדעתו של המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין לפיה שיטת ההערכה שיש לאמצה, ככלל, לצורך קביעת שוויין ההוגן של המניות היא שווי השוק הממוצע שלהן. זאת, מן הטעמים שמנו חבריי השופטים י' דנציגר ו-ח' מלצר (ראו: פסקאות 60-62 ו-102 לחוות דעתו של חברי השופט י' דנציגר ופסקאות 5-6 לחוות דעתו של חברי השופט ח' מלצר) ועיקרם בכך שאילו ביקש המחוקק לעשות שימוש בנוסחה זו של שווי השוק הממוצע כנוסחת הבסיס, יכול היה לומר זאת בפשטות, אך תחת זאת נדרש המחוקק למושג העמום "שווי הוגן". זאת ועוד, ככל שמבקשים אנו לתור אחר שיטת הערכה שהינה, כהגדרת השופט א' רובינשטיין בעניין עצמון, בבחינת "הבעייתי במיעוטו", דומה כי הבחירה בשווי השוק הממוצע של המניות בהיסחרן בשוק הישראלי אינה בהכרח הבחירה המתאימה. על מאפייניו הבעייתיים של שוק ההון הישראלי עמד חברי המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין בעניין עצמון באומריו:

"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. בנסיבות אלה, אין טעם לקבוע כלל בל יעבור שאינו מתאים למרבית המקרים שעליהם הוא אמור לחול."

3. אשר לגישתו של חברי השופט ח' מלצר. אף שקיימת, כך נראה, תמימות דעים בין כל חברי ההרכב כי אין שיטה אחת אשר תתאים בכל המקרים כולם, וכן מוסכם על הכל כי לכל שיטה המגרעות שלה, דומני כי אימוץ גישה אשר אינה מצביעה על שיטה כלשהי כשיטת בסיס והמבקשת ליישם לצורך כל הערכה וההערכה מספר מגוון של שיטות, היא גישה העלולה לסרב, לייקר ולהוסיף עמימות ואי-בהירות על אלה הקיימות ממילא בסוגיה זו. זאת ועוד, ההצעה "לחזור" לשיטות כגון ה- Delaware Block Market, המתאפיינת בשילוב של שלוש שיטות הערכה שונות, מעוררת קושי על פניה בהינתן העובדה כי בתי המשפט בדלאוור הכירו כבר בשנת 1983 בחסרונותיה הבולטים של שיטה זו לאחר נסיון מצטבר ביישומה, ועל כן זנחו אותה לטובת שיטה אחרת. אכן, שפי שציין חברי השופט ח' מלצר בצדק, מן הראוי להיות מודעים למגבלותיו של המשפט המשווה ולכך שסוגיות משפטיות שונות העולות בפנינו נטועות במציאות הישראלית הייחודית ואין להקיש כל תג ותו מהתם להכא. אך, ככל שמבקש חברי "לייבא" שיטה אשר נהגה בבתי המשפט בדלאוור לפני כמה עשורים, חשוב ללמוד מן הנסיון שהצטבר שם וליתן את הדעת לביקורת ולהסתייגויות שעלו כלפיה כתוצאה מכך (ראו פסקאות 50-52 לחוות דעתו של חברי השופט י' דנציגר).

מטעמים אלה אינני שותפה לגישתו של חברי המשנה לנשיא (בדימוס) א' ריבלין אף לא לגישתו של חברי השופט ח' מלצר בסוגייה העומדת במוקד הדיון בהליכים אלה.

4. שיטת ה-DCF אף היא אינה חפה מקשיים ובחוות דעתו לא התעלם חברי השופט י' דנציגר מחסרונותיה של שיטה זו אותה הוא מבקש לאמץ כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של המניות בהצעת רכש מלאה. חברי השופט י' דנציגר אף מסכים כי שיטה זו לא תסכון בכל מקרה אשר בו נדרש סעד ההערכה על פי סעיף 338 לחוק החברות. עם זאת, עומד חברי השופט י' דנציגר על הצורך הקיים בקביעת שיטת בסיס אשר תשמש בדרך כלל לבדיקת "השווי ההוגן" של המניות הנרכשות (בהסכמה ובכפייה) בהצעת רכש מלאה. בעניין זה תמימת דעים אני עמו. כמו כן, מקובלים עליי הטעמים אותם מנה חברי השופט י' דנציגר בגינם יש להעדיף בהקשר זה, ככלל, את שיטת ה-DCF בבחינת "הבעייתי במיעוטו", אלא אם כן מצא בית המשפט כי הנתונים והמאפיינים של המקרה שבפניו מצדיקים יישום שיטת הערכה אחרת (ראו לעניין זה הדוגמאות שהובאו בפסקאות 70-71 לחוות דעתו של חברי השופט י' דנציגר). אוסיף ואציין כי יש צדק לא מבוטל לביקורת הנשמעת באשר להישענות על בית המשפט ("האח הגדול") לצורך בדיקת השווי ההוגן ובאשר להיזקקות ל"שיח" מוגבר של

מומחים אשר נדרש כתוצאה מכך, אך מודל זה הוא המתווה המובנה בהוראת סעיף 338 לחוק החברות ועד שלא ימצא המחוקק לשנותו, נראה כי אין מנוס מכך.

5. עד כאן באשר לסוגיה העקרונית שעמדה לדיון בפנינו. אשר להליכים הפרטניים: בע"א 5701/07 אני סבורה, כחבריי, ומטעמיהם כי דין הערעור להידחות הן בשל הפסול שאינו בר תיקון שנפל בחוות דעתו של רו"ח נח סופר, הן בשל כך שהמערער שם כשל להוכיח ולו ברמה הנדרשת בשלב בקשת האישור כי התמורה עבור המניות נפלה משוויין ההוגן (בין היתר, בהינתן הסכמתה של חברת אנליסט להצעת הרכש המלאה). ברע"א 779/06 אני סבורה כי הליקויים אשר נפלו בחוות דעתו של המומחה מטעם המשיב עליהם עמד בית משפט קמא בהחלטתו אינם מתיישבים בשום אופן עם המסקנה שאליה הגיע בדבר אישור התובענה כייצוגית וזאת גם מבלי שנידרש כלל לסוגיה העקרונית שאליה התייחסנו לעיל. כך ציין בית משפט קמא בהחלטתו נשוא הבקשה ברע"א 779/06, כי "עיון בחוות הדעת מגלה כי הערכת שווי זו לוקה בחסר, שכן היא התבססה על נתונים בלתי עדכניים (עד 31.12.2001) או בלתי מלאים ... מטעם זה הכתיר רואה-החשבון סופר את חוות דעתו בכותרת: 'הערכת שווי ראשונית...'. שיטת ההערכה שבה נקט המומחה שם אף היא לא תאמה את השיטה אשר לגישתו של בית משפט קמא יש לבסס עליה את קביעת השווי ההוגן ובהקשר זה ציין בית המשפט כי "משקלה הראייתי של חוות דעת זו מוגבל ואין בה די כדי לבסס קביעה או הערכה מושכלת לגבי שווייה הריאלי של החברה או שוויין ההוגן של מניותיה". משהיו אלה ממצאיו של בית משפט קמא, קשה להלום את המסקנה שאליה הגיע בקובעו כי יש בחוות הדעת "די והותר" על מנת להצביע על קיומה של עילת תביעה לכאורית לפי סעיף 338(א) לחוק החברות. אשר על כן, אני סבורה כי יש ליתן רשות ערעור בבקשה זו ולקבל את הערעור מן הטעמים שמניתי לעיל. ברע"א 7820/07 אני סבורה כי יש ליתן רשות ערעור בבקשה ולדחות את הערעור לגופו מן הטעמים שמנו חבריי השופטים י' דנציגר ו-ח' מלצר, אך בהבדל מחברי השופט ח' מלצר אני סבורה כי אין בסיס להפריד את הקבוצה המיוצגת לניצעים שהסכימו להצעת הרכש ולניצעים שלא הסכימו לה וזאת משום שהוראת סעיף 338(א) לחוק החברות כורכת את כל הניצעים באגודה אחת ובכך יוצרת להם מכנה משותף מבחינת סעד ההערכה שהם זכאים לו על פי אותו הסעיף (אמירה זו יש לסייג לגבי אותם המקרים, שאינם מענייננו, אשר באים בגדר סעיף 338(ג) שנוסף במסגרת תיקון 16 לחוק החברות, ולפיו רשאי המציע להתנות את קבלת ההצעה בכך שניצע שנענה להצעה לא יהיה זכאי לתבוע סעד הערכה).

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

באשר לערעורים שלפנינו, הוחלט כדלקמן:

לעניין ע"א 5701/07 (קניאל) – הוחלט פה אחד על דחיית הערעור ועל חיוב המערער לשלם למשיבים באותו עניין שכר טרחת עורך דין בסך 30,000 ש"ח.

לעניין רע"א 779/06 (קיטאל) – הוחלט פה אחד על קבלת הערעור ועל חיוב המשיב לשלם למבקשות באותו עניין שכר טרחת עורך דין בסך 30,000 ש"ח.

לעניין רע"א 7820/07 (נאות אביב) – הוחלט ברוב דעות על דחיית הערעור, כאמור בחוות הדעת של השופטים י' דנציגר, א' רובינשטיין, ס' ג'ובראן ו-א' חיות, ועל חיוב המבקשות באותו עניין בתשלום שכר טרחת עורך דין בסך 30,000 ש"ח למשיב.

ניתן היום, י' באלול התשע"ב (28.8.2012).

המשנה לנשיא (בדימ') שופט שופט שופט

שופט שופט שופט שופט