



## בבית המשפט העליון בשבתו כבית משפט לערעורים אזרחיים

ע"א 10406/06

בפני: כבוד המשנה לנשיאה א' ריבלין  
כבוד השופט א' רובינשטיין  
כבוד השופט י' דנציגר

המערער: דן עצמון

נגד

המשיבים: 1. בנק הפועלים בע"מ  
2. משכן-בנק הפועלים למשכנתאות בע"מ

ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל אביב  
מיום 29/10/2006 בתיק בש"א 6479/02 שניתן על ידי כבוד  
השופט נ' ישעיה

תאריך הישיבה: ל' בסיון התשס"ט (22.6.09)

בשם המערער: עו"ד אלעד כהן

בשם המשיבים: עו"ד יואב הירש  
עו"ד זוהר גרנות-מאיר

### פסק-דין

השופט י' דנציגר:

ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו (השופט נ' ישעיה)  
מיום 29.10.2006, בתיק בש"א 6479/02 במסגרתו נדחתה בקשת המערער לאשר את  
התובענה בת"א 1334/02 כתובענה ייצוגית, ונקבע כי התמורה שהוצעה עבור מניות  
המערער בהצעת הרכש המלאה היתה הוגנת.

1. המשיב 1 (להלן: הבנק) החזיק בשיעור של כ-84.92% ממניות המשיבה 2 (להלן: משכן). ביום 26.11.2001 פרסם הבנק הצעת רכש מלאה לרכישת יתר מניות משכן. הצעת הרכש הותנתה בהיענותם להצעה של בעלי המניות המחזיקים לפחות ב-10.08% מהונה המונפק של משכן (להלן: הניצעים), זאת על מנת ששיעור החזקותיו של הבנק במשכן יעלה על 95% ממניותיה והוא יחויב לרכוש את יתרת המניות, כהוראת סעיף 337 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: חוק החברות). תחילה, עמד המחיר שהוצע בהצעת הרכש עבור כל מניית משכן על סך של 925 ש"ח. לאחר מכן, תוקן מפרט ההצעה והמחיר הועלה לסך של 1,017 ש"ח למניה.

2. הצעת הרכש המלאה זכתה להיענותם של כ-88% מהניצעים (כ-20% מעל המינימום הדרוש לקבלתה), המחזיקים יחד בשיעור של כ-13.25% ממניות משכן, והחזקותיו של הבנק במשכן עלו בשל כך לכדי 98.18% מהמניות. בעקבות זאת נתמלא התנאי הקבוע בסעיף 337(א) לחוק החברות, והבנק השלים את הצעת הרכש המלאה ברכישה כפויה משלימה של כ-1.82% ממניות משכן אשר נותרו בידי בעלי מניות שלא נענו להצעה. במסגרת רכישה זו, נרכשו גם 78 מניותיו של המערער. בכך הפכה משכן לחברה פרטית בבעלותו המלאה של הבנק.

3. בתביעתו בבית המשפט המחוזי, עתר המערער לסעד של הערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות כמו גם לאישור תביעתו כתובענה ייצוגית, בטענה כי התמורה ששילם הבנק עבור מניות משכן הייתה פחותה משוויין ההוגן. את שווי המניות יש להעריך, כך לטענת המערער, באמצעות שיטת DCF "היוון תזרים מזומנים" (להלן: שיטת DCF), על פיה שווייה האמיתי של המניה גבוה פי 3.3 מהמחיר שהוצע עבורה בהצעת הרכש ועומד על סך של 3,441 ש"ח לכל מניה. הסעד הכספי שנתבקש על ידו היה ההפרש בין שווי המניות כפי ששולם עבורן בפועל, לבין שוויין ההוגן. משכך, הועמדה תביעתו האישית על סך של 189,072 ש"ח ושווייה הכולל של התובענה - היה ותוכר כתובענה ייצוגית - על סך של 498,347,736 ש"ח. מנגד טענו המשיבים, כי התמורה שהוצעה עבור המניות בהצעת הרכש לא פחתה משוויין ההוגן וכי אין להכיר בתביעתו של המערער כתובענה ייצוגית. את עמדותיהם ביחס לשווי המניות, תמכו הצדדים בחוות דעת חשבונאיות.

4. למען הנוחות נביא כבר עתה את נוסחה של הוראת סעיף 338(א) לחוק החברות, שכותרתה "סעד הערכה":

"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."

הוראת סעיף 338(א) לחוק החברות משולבת במארג ההוראות הקבועות בחוק החברות העוסקות בסוגיה של הצעת רכש מלאה. על פי הסדר זה, עליו נעמוד בהרחבה בהמשך, לא ירכוש אדם מניות בחברה ציבורית כך שלאחר הרכישה יחזיק ביותר מ-90% ממניות החברה אלא בדרך של הצעת רכש. אם התקבלה הצעת הרכש באופן ששיעור החזקות של הניצעים שלא נענו לה נופל מ-5% מהון המניות של החברה, ירכוש המציע את כלל מניות החברה הנותרות באותו המחיר. במקרה כזה, עומדת לניצעים הזכות לפנות לבית המשפט בבקשה ל"סעד הערכה".

5. בית משפט זה נדרש לדיון בסעד ההערכה לראשונה בערעור דנן. בתי המשפט המחוזיים אשר דנו בסוגיה, לא נקטו בה עמדה אחידה [ראו והשוו פסק דינו של השופט מ' אלטוביה בת"א (ת"א) 1004/02 הרשקוביץ נ' סנואי ישראל בע"מ (לא פורסם, 7.8.2005) (להלן: עניין סנואי); החלטתו של השופט נ' ישעיה בת"א (ת"א) 2338/02 (19.12.2005) (להלן: עניין קיטאל) אשר ממנ נ' קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ (19.12.2005) (להלן: עניין קיטאל) אשר ערעור עליה בפני בית משפט זה תלוי ועומד; החלטתה של השופטת ר' רונן בבש"א (ת"א) 4148/03 שקולניק נ' קניאל אריזות משקה בע"מ (לא פורסם, 2.11.2005) (להלן: עניין קניאל א'); פסק דינה של השופטת ר' רונן בבש"א (ת"א) 1209/03 שקולניק נ' קניאל אריזות משקה בע"מ (לא פורסם, 8.5.2007) (להלן: עניין קניאל ב'); החלטתה של השופטת ר' משל בת"א (ת"א) 2091/03 הרשקוביץ נ' דמת אביבים בע"מ (לא פורסם, 15.8.2002) (להלן: עניין דמת אביבים) אשר ערעור עליה בפני בית משפט זה תלוי ועומד].

6. כזכור, המערער עתר לבית המשפט המחוזי לקבלת סעד של ההערכה, בטענה כי התמורה ששילם הבנק עבור מניותיו במשכן הייתה פחותה משוויין ההוגן. בית המשפט המחוזי דחה את תביעתו. נעמוד עתה על עיקרי טעמיו.

פסק דינו של בית המשפט המחוזי

7. שלוש חוות דעת חשבונאיות להערכת שווי המניות הוגשו לבית המשפט המחוזי. האחת, של רו"ח רן סוקולובסקי (להלן: רו"ח סוקולובסקי) מטעם המערער על פיה שוויין של מניות משכן עמד בעת הצעת הרכש על סכום ממוצע של 3,441 ש"ח

למניה; השנייה, של רו"ח יאיר לפידות (להלן: רו"ח לפידות) מטעם המשיבים, והשלישית של רו"ח רן בן אור (להלן: רו"ח בן אור), אף הוא מטעם המשיבים. על פי שתי חוות הדעת האחרונות התמורה ששילם הבנק עבור מניות משכן לא פחתה משוויין האמיתי ההוגן באותה עת.

8. לשאלת השווי ההוגן קבע בית המשפט המחוזי, כי בהעדר קריטריונים ברורים וספציפיים בחוק לפרשנותו של מונח זה, יש לפרשו על פי "משמעותו הלשונית המקובלת על הציבור הרחב" ולא על פי שיטות הערכה וחישוב המקובלות אצל מומחים, אשר אין לבית המשפט את הכלים והכישורים להכריע ביניהן. עוד ציין בית המשפט, כי נמנע מלמנות מומחה מטעמו בעניין משום שגם הלה לא תמיד ייתן מענה נכון לשאלה זו, שכן שיטת ההערכה היא תלויה אסכולה והשקפה מקצועית וכיצד יעדיף בית המשפט הערכה חשבונאית אחת על פני האחרת?

9. לבסוף שוכנע בית המשפט, מבלי להכריע בין השיטות השונות להערכת שווי מניות, אך תוך העדפת חוות דעתם של המומחים מטעם המשיבים, כי התמורה ששולמה עבור המניות במקרה הנדון עלתה הן על השווי הנגזר מהונה העצמי של משכן (להלן: שווי נכסי) והן על המחיר בו נסחרו המניות בבורסה בתקופה שלפני הצעת הרכש (להלן: שווי שוק או שווי בורסה). עוד הוטעם, כי היענותם של כ-90% מהניצעים, מרביתם משקיעים מוסדיים, להצעת הרכש מעידה אף היא על הוגנות התמורה. לפיכך נקבע, כי המניות נרכשו במחיר הוגן ואף למעלה מכך וכי הנטל להוכיח אחרת, שהונח לפתחו של המערער, לא הורם על ידו.

10. משנקבע כי התמורה ששולמה עבור המניות היתה הוגנת, נדחתה גם בקשת המערער להכיר בתביעתו כתובענה ייצוגית. טעם נוסף לדחיית הבקשה, כך לפי בית המשפט המחוזי, מקורו בחוסר תום ליבו של המערער כאשר רכש את מרבית מניותיו במשכן, אם לא את כולן, לאחר פרסום הצעת הרכש, אף שסבר כי המחיר שהוצע במסגרתה אינו הוגן. רכישת המניות, נקבע, לא נעשתה משיקולים ענייניים, אלא כבסיס ליצירת עילה לתובענה ייצוגית עתידית.

טענות המערער

11. עיקר טענות המערער מופנה כנגד האופן בו העריך בית המשפט המחוזי את שוויין ההוגן של המניות שנרכשו ממנו. לשיטתו של המערער, אין לבצע הערכת שווי הוגן בהסתמך על השווי הנכסי של החברה, אלא במקרים בהם מתמצה שווייה של החברה בשווי נכסיה. גם אז, נטען, השווי הקובע הוא "השווי הנכסי הריאלי" של החברה ולא שווי נכסי גרידא. גם בשווי השוק של המניות, לשיטת המערער, אין כדי

להעיד על שוויין ההוגן והאמיתי של המניות. תחת שיטות אלה הוצע, כי ההערכה תתבצע בהתאם לשיטת DCF, והוטעם כי זו השיטה על פיה מבוצעת ההערכה גם בשיטות משפט אחרות.

12. לגופן של חוות הדעת שהוגשו טוען המערער, כי היה על בית המשפט לאמץ את חוות דעתו של רו"ח סוקולובסקי ממנה עלה כי התמורה שהוצעה עבור המניות בהצעת הרכש נמוכה משמעותית משוויין ההוגן של המניות. לחילופין נטען, כי היה על בית המשפט למנות מומחה מטעמו אשר יכריע בין המומחים. הוסף ונטען בהקשר זה, כי המומחים חלוקים ביניהם רק על דרך החישוב ולא על שיטת החישוב הראויה וכי גם לפי חוות הדעת מטעם המשיבים, שווי המניה האמיתי עולה בכ-3.3% על שווייה על פי הצעת הרכש.

13. עוד קובל המערער על החשיבות שהעניק בית המשפט המחוזי לעובדת היענותם של 90% מהניצעים להצעת הרכש. היענות זו, לדידו, אינה מעידה בהכרח על רצון חופשי ואמיתי למכור את המניות אלא על חשש להיוותר בעלי מניות מיעוט בחברה שנמחקה מן המסחר.

14. לבסוף נטען, כי לא נפל דופי בתום לבו של המערער בכך שרכש את מניות משכן לאחר פרסום הצעת הרכש. לטענתו, הוא רכש את המניות משום שסבר כי הצעת הרכש תכשל וכן משום שסבר כי ערכן של מניות שמפורסמת לגביהן הצעת רכש עולה. לחילופין נטען, כי חוסר תום לבו של המערער אינו אמור לפגוע בתובענה הייצוגית כולה. הוטעם, כי בשלב זה של אישור התובענה כייצוגית אין להטיל על הצדדים דרישות מחמירות מדי, אשר יהפכו את הליך אישור התובענה לגורם "המצנן" תובעים ראויים מלהגיש תביעות ייצוגיות.

#### טענות המשיבים

15. לטענת המשיבים, מניות משכן נרכשו בהצעת הרכש בתמורה אשר שיקפה את שוויין ההוגן, על פי שיטות ההערכה השונות כולן: שיטת DCF, שיטת השווי הנכסי ושיטת שווי הבורסה של המניות.

16. נטען, כי מפסיקתו של בית המשפט המחוזי במקרים דומים עולה, כי השווי ההוגן נגזר בראש ובראשונה מהשווי הנכסי של החברה. הוסבר, כי בנסיבותיה של משכן, שווי הונה העצמי זהה לשווייה הנכסי והוצגה חוות דעתו של רו"ח בן אור על פיה המניות נרכשו בהצעת הרכש במחיר המשקף שווי הגבוה בכ-10% משווי ההון

העצמי של משכן. בהסתמך על חוות דעת זאת נטען עוד, כי המניות נרכשו במחיר המצוי בטווח העליון של הערכת השווי גם לפי שיטת DCF.

17. גם שווי הבורסה של המניות, לטענת המשיבים, מהווה אינדיקציה רבת חשיבות בקביעת שוויין ההוגן כעולה הן מפסיקתו של בית המשפט המחוזי והן מהחקיקה הנוגעת בדבר. זאת לומדים המשיבים, בין היתר, מתקנה 9 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000 (להלן: תקנות הצעת רכש), הדורשת מהמציע להציג במפרט הצעת הרכש את מחירי מנֵת חברת המטרה בבורסה בחודשים שקדמו להצעת הרכש. במקרה זה, נטען, אין חולק כי מחיר רכישת המניות עלה בכ-15% על שוויין הבורסאי הממוצע בששת החודשים שקדמו להצעה. כן הודגשה סחירותה הגבוהה ומרכזיותה של מנֵת משכן, שהיתה חלק ממדד ת"א-100 בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

18. כאינדיקציות נוספות המצביעות לדעת המשיבים על הוגנות התמורה, נמנו: עובדת היענותם של 90% מהניצעים לרבות כל המשקיעים המוסדיים להצעה; העובדה כי בזכות מעורבותם של הרוכשים המוסדיים שיפר הבנק את מחיר הצעת הרכש למניה מ-925 ש"ח ל-1,017 ש"ח; והעובדה כי התמורה היתה גבוהה ממחיר המניות בו רכש אותן הבנק, אשר עמד על 925 ש"ח למניה, בעסקת ענק עם לאומי פיא שנערכה חודשים ספורים לפני הצעת הרכש.

19. עוד תקפו המשיבים את חוות דעתו של רו"ח סוקולובסקי בטענה כי נפלו בה פגמים מהותיים. לטענתם, תחת לבצע הערכת שווי לפי שיטת DFC כפי שהצהיר, ביצע רו"ח סוקולובסקי ממוצע של נתוני רווח נקי משנים קודמות וכך החליט על הרווח החזוי לעתיד. טעות נוספת היתה, כך נטען, שרו"ח סוקולובסקי חישב את היוון התזרימים על פי ריבית של 4%, המשקפת מקדם היוון של נכס חסר סיכון, על אף שבפעילותה של משכן יש סיכון.

20. לעניין אישור התביעה כתובענה ייצוגית נטען כי אין לאשרה, בין היתר, בשל חוסר תום ליבו של המערער, אשר אינו ניתן למירוק באמצעות החלפת התובע. כן הודגש, כי לא ניתן לאשר תובענה ייצוגית כאשר סכום התביעה האישית הוא כה גבוה. לבסוף נטען, כי אין לכלול בקבוצה המיוצגת ניצעים שהסכימו להצעת הרכש, לפחות על פי חלק מהגישות בפסיקה.

דיון והכרעה

21. לפנינו ערעור על דחיית בקשה לאישור תביעה לסעד הערכה כתובענה ייצוגית. מצויים אנו, איפוא, בשלב הראשון של התובענה הייצוגית הדן באישורה ואין אנו

עוסקים בבירור התביעה גופה. הליך האישור, אשר כונה "הפרוזדור באמצעותו ניתן להיכנס לטרקלין" [רע"א 4556/94 טצת נ' זילברשץ, פ"ד מט(5) 774, 787 (1996)] ייעשה בהתאם לחוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו-2006 (להלן: חוק תובענות ייצוגיות), אשר חל על התביעה שבפנינו מכוח סעיף 45(ב) לחוק, המחיל את החוק גם על בקשות לאישור תובענה ייצוגית שהיו תלויות ועומדות לפני בית המשפט ביום פרסומו של החוק. סעיף 8(א) לחוק תובענות ייצוגיות, מונה את התנאים המצטברים, בהתקיימם יאשר בית המשפט את התביעה כתובענה ייצוגית:

- "(1) התובענה מעוררת שאלות מהותיות של עובדה או משפט המשותפות לכלל חברי הקבוצה, ויש אפשרות סבירה שהן יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה;
- (2) תובענה ייצוגית היא הדרך היעילה וההוגנת להכרעה במחלוקת בנסיבות הענין;
- (3) קיים יסוד סביר להניח כי ענינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בדרך הולמת; הנתבע לא רשאי לערער או לבקש לערער על החלטה בענין זה;
- (4) קיים יסוד סביר להניח כי ענינם של כלל חברי הקבוצה ייוצג וינוהל בתום לב."

22. דחיית בקשת המערער בבית המשפט המחוזי התבססה, בעיקר עיקריה, על כשלונו של המערער להראות, ולו לכאורה, כי שווי המניות היה בלתי הוגן. אף שבית המשפט לא ציין זאת מפורשות, קביעתו במילים אחרות היא, כי אין אפשרות סבירה שטענות מערער יוכרעו לטובת הקבוצה, כדרישת התנאי הקבוע בסעיף 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות. באשר לאופן בחינתו של תנאי זה, הסביר השופט י' אנגלרד:

"על-מנת להשתכנע כי לכאורה, קיימת אפשרות סבירה ששאלות מהותיות של עובדה ומשפט יוכרעו בתובענה לטובת הקבוצה, נדרש בית-המשפט להיכנס לעובי הקורה ולבחון את התובענה לגופה, אם היא מגלה עילה טובה והאם יש סיכוי סביר להכרעה לטובת התובעים" [ע"א 6343/95 אבנר נפוט וגו בע"מ נ' אבן, פ"ד נג(1) 115, 118 (1999); עוד ראו ע"א 2967/95 מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בידה בע"מ, פ"ד נא(2) 312, 327-328 (1997)].

במלאכת בחינת סיכויי התביעה אין להקל ראש וכבר נקבע כי "ראוי לעבור פרוזדור זה בזהירות מרובה וליתן את הרשות רק במקרים המתאימים" זאת, "לכל תתבררנה תביעות סרק ייצוגיות שאינן ראויות להתברר ככאלה, על כל המורכבות והבעייתיות הכרוכות בהן" [רע"א 6567/97 בזק - החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' עיזבון גת, פ"ד נב(2) 713, 720 (1998)]. לפיכך, אף אם בשלב ראשוני זה אין אנו נדרשים לקבוע את שווי המניות שנרכשו בהצעת הרכש, עדיין איננו פטורים מבירור

השאלה כיצד יש להעריך ועל פי אלה אמות מידה ייקבע שוויין ההוגן. רק כך נוכל לדעת לאשורו האם יוכרעו השאלות העולות מהתביעה לטובתה של הקבוצה.

23. השאלה המרכזית הניצבת בפנינו, היא אם כן, כיצד יעריך בית המשפט, בבואו להעניק סעד הערכה לבקשת מי שהיה ניצע בהצעת רכש מלאה, את שווייה ההוגן של התמורה ששולמה עבור המניות שנרכשו בהצעה.

#### המסגרת הנורמטיבית

24. הסוגיה המורכבת של רכישת חברות מוסדרת בחוק החברות בשתי דרכים עיקריות. האחת, היא בדרך של מיזוג. במקרה כזה כלל נכסיה וחיוביה של חברה (חברת היעד) עוברים לחברה הקולטת, וחברת היעד מתחסלת. השנייה, היא בדרך של הצעת רכש, כאשר מפנה הרוכש (המציע) לבעלי המניות (הניצעים), הצעה לרכישת מניותיהם בחברה (חברת המטרה). לעניין זה מבחין חוק החברות, כאשר מדובר בחברה ציבורית, בין הצעת רכש מיוחדת לבין הצעת רכש מלאה. הראשונה קבועה בהוראות סעיפים 328-335 לחוק, המסדירות רכישתה של דבוקת שליטה (קרי של מניות המקנות 25% מכלל זכויות ההצבעה) או של מעל 45% מזכויות ההצבעה בחברה, כאשר אין אדם אחר בחברה המחזיק במניות באותו השיעור בהתאמה; השנייה, הצעת רכש מלאה, מוסדרת בהוראות סעיפים 336-340 לחוק, והיא הסוגיה נשוא ענייננו. על נדבכיו המרכזיים של הסדר זה נעמוד עתה.

25. כאשר מבקש אדם לרכוש מניות חברה ציבורית כך שלאחר הרכישה יהיו בידיו מעל 90% ממניות החברה או מסוג מניותיה, תתבצע הרכישה בדרך של הצעת רכש מלאה ובדרך זו בלבד [ראו סעיף 336(א) ו-(ב) לחוק החברות]. מכך משתמע האיסור החל על המציע לערוך עסקאות פרטיות עם בעלי מניות בחברת המטרה, אשר יוכלו להגדלת החזקותיו בחברה מעל לרף של 90% ממניותיה, שלא בדרך של הצעת רכש. עוד מבטיחה ההוראה, כי בידי בעלי המניות מקרב הציבור ייוותר, בכל עת, שיעור החזקות מינימלי שאינו נופל מ-10% ממניות החברה [ראו החלטת רשות ניירות ערך 3-102 "ספירת החזקות לעניין סעיף 336 לחוק החברות" (מרץ 2005)].

26. הצעת הרכש תתבצע על פי הכללים הקבועים בתקנות הצעת רכש. הצעת רכש היא בלתי הדירה (תקנה 4 ועליה לפנות לכלל בעלי המניות, בתנאים שווים (תקנה 5) ובמסגרת טווח זמנים קבוע מראש (תקנה 6). ככלל, אין להתנותה בתנאים, למעט בתנאי של היענות להצעה בשיעור מזערי [תקנה 4(ב)(2)]. הצעת רכש תהיה על פי מפרט בכתב [תקנה 5(א)(2)] בו יכלול המציע נתונים שונים שיש בהם כדי לסייע לבעלי המניות בקביעת שווי החברה (תקנות 8-18), ובהם ממוצע מחירי המניה בששת



החודשים שקדמו להצעה [תקנה 10(ב)(2)] וההון העצמי של חברת המטרה [תקנה 10(ב)(4)]. כמו כן יכלול המציע במפרט "כל פרט המצוי בידיעת המציע, העשוי להיות חשוב למחזיק סביר השוקל היענות להצעה" (תקנה 9). עם זאת, המציע אינו מחויב לצרף למפרט הערכת שווי של חברת המטרה (תקנה 16א). בהצעת רכש המותנית בכך שלאחריה יחזיק המציע בכלל המניות, כך שהחברה תהפוך לפרטית - כהצעת הרכש בענייננו - חלות על המציע חובות גילוי מצומצמות, אשר אינן כוללות חובה לחשוף את ההסכמים שערך בנוגע למניות חברת המטרה, את מקורות המימון שלו (תקנה 15) או את תכניותיו למיזוג עתידי ותכניות אחרות שיש לו ביחס לחברת המטרה [תקנה 16]. השוו עם חובות הגילוי הנרחבות יותר, במקרה של הצעת רכש בלתי מותנית, תקנה 9(2).

27. הצעת רכש מלאה תתקבל, כאשר שיעור הניצעים שלא נענו לה נופל מ-5% מהון המניות המונפק או מההון המונפק מסוג המניות שלגביהן הוצעה ההצעה [סעיף 337(א) לחוק החברות]. השוו עם הוראת המעבר הקבועה בסעיף 336(ג) לחוק החברות, על פיה מקום בו שיעור החזקותיו של המציע, טרם כניסתו של החוק לתוקף, עלה על 90% מהמניות, שיעור הניצעים הדרוש לקבלתה של הצעת הרכש צריך שיעלה על מחצית מהון המניות המונפק של החברה]. הרוב הדרוש לשם קבלת ההצעה על פי סעיף 337(א) לחוק החברות, הוא אם כן, רוב יחסי, המשתנה על פי כמות המניות המוצעת לרכישה. ככל ששיעור החזקותיו של המציע קטן יותר והוא מבקש לרכוש יותר מניות, כך הרוב הדרוש לקבלת ההצעה גדול יותר, ולהיפך [השוו עם סעיף 85 לחוק החברות הקובע כלל הכרעה דיספוזיטיבי על פיו החלטות האסיפה הכללית יתקבלו ברוב רגיל. כן השוו עם סעיף 331(ב) לחוק החברות המתנה קבלתה של הצעת רכש מיוחדת ברוב רגיל מבין הניצעים]. אם הצעת הרכש לא נתקבלה ברוב הדרוש ולא הותנתה בשיעור היענות מינימלי, יוכל המציע לרכוש את מניות הניצעים שנענו להצעה באופן יחסי אך מבלי שהחזקותיו יעלו מעל לרף ההחזקה של 90% ממניות החברה [סעיף 337(ב) לחוק החברות].

28. מקום בו התקבלה הצעת רכש כאמור, כלומר מספר הניצעים שנענו לה היה כזה ששיעור החזקותיו של המציע עלה על 95%, מחויב המציע לרכוש את כלל מניות החברה הנותרות, המהוות 5% או פחות ממניותיה, באותו המחיר. משמע, מניות אותם ניצעים שלא נענו להצעה יירכשו מהם בכפייה [סעיף 337(א) לחוק החברות; תקנה 26 לתקנות הצעת רכש]. השוו עם הוראת סעיף 236 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983 (להלן: הפקודה), אשר קבעה כי מקום בו שיעור החזקותיו של הרוכש עלה על 90% בעקבות הרכישה, עליו לכפות את ההצעה על בעלי המניות הנותרים

בחברת המטרה, באותם תנאים, זולת אם הורה בית המשפט אחרת]. כפועל יוצא מהרכישה הכפויה, אם ההצעה היתה לסוג המניות היחיד של החברה או לכל אחד מן הסוגים של מניות החברה שבידי הציבור, תהפוך החברה, לחברה פרטית (סעיף 339 לחוק החברות).

29. לבסוף, הוראת סעיף 338 לחוק החברות, העומדת במרכז דיוננו, מעניקה לניצעים בהצעת רכש מלאה את האפשרות לפנות לבית המשפט בבקשה ל"סעד הערכה" במסגרתו רשאי בית המשפט לקבוע, מקום בו התמורה ששולמה עבור המניות היתה פחותה משוויין ההוגן, כי על הרוכש לשלם עבורן את השווי ההוגן. עוד קובעת ההוראה, כי בקשה כאמור תוגש לא יאוחר משלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה, וכי ניתן להגישה כתובענה ייצוגית.

#### תכלית ההסדר שבחוק

30. ההסדר שבחוק בא להגשים מספר תכליות. עיקר מטרתו לסייע בעריכתן של עסקאות רכש יעילות, תוך הבטחת הגינות המסחר, השוויון בין בעלי המניות וזכויות בעלי מניות המיעוט [ראו ידידיה שטרן רכישת חברות 147-69 (1996) (להלן: שטרן)]. במלאכת פרשנות הוראות החוק, תנחה אותנו העולם הכללית של מחוקק חוק החברות, כפי שהיא באה לידי ביטוי בדין וחשבון המסכם את עבודתה של ועדת ברק שדנה בחקיקתו, כמו גם בדברי ההסבר להצעת החוק:

"הפילוסופיה העומדת ביסוד הרפורמה המוצעת היא זו של האוטונומיה של הרצון הפרטי... בעיקרו של דבר מבוססת ההצעה על הכרה במשחק החופשי של השוק, תוך הגנה על משקיעים (בין בעלי מניות ובין צדדים שלישיים) מקום שהשוק נכשל. על בסיס זה נשענת ההצעה, למשל, בסוגית רכישת חברות, תוך הבחנה בין מיזוג, הצעת רכש וחילוטין". [דברי הסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2, 6 (להלן: הצעת חוק החברות)]; דין וחשבון של הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש, בראשות השופט א' ברק, 9-10 (1994) (להלן: דוח ועדת ברק)].

31. ברוח דברים אלו הוסדרה, בפרט, סוגיית רכישת מניות המיעוט בידי בעל השליטה בחברה ציבורית. נקודת המוצא שהנחתה את המחוקק היתה כי החברה היא רכושם של בעלי המניות וכי להם נתונה, ככלל, ההחלטה בדבר מכירתה. ברירת המחדל היא, איפוא, כי הצדדים חופשיים לעצב הסדר למכירת החברה המתאים ליחסים ביניהם, ואין לדרוש מהם להביא את עניינם לאישור בית המשפט (הצעת חוק החברות, בעמ' 104-105) לפיכך, שיקולי המדיניות שהנחו את המחוקק בעיצוב דיני הצעת

הרכש היו בעיקרם השיקולים העומדים ביסוד הדינים המסדירים רכישת נכסים הנמצאים בידי בעלים יחיד, ובראשם הדרישה להסכמת הבעלים (ראו הצעת חוק החברות, בעמ' 107). זאת, מתוך ההשקפה, כי אילו יכלו בעלי המניות בחברה להפעיל שיקול דעת מסחרי וכן לנהל משא ומתן ישיר ואפקטיבי עם הרוכש, כמו שיכול לנהל בעלים יחיד, היו מקודמות רק עסקאות רכש יעילות (ראו אריה בכצ'וק ואוריאל פרוקצ'יה "רכישת חברות" עיוני משפט יג 71, 73-74 (1988) (להלן: בבצ'וק ופרוקצ'יה); שטרן, בעמ' 84-91; אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" משפט ועסקים ח 401, 404-405 (2008); Lucian A. Bebchuk, ; *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1695, 1717-1733 (1985).

32. אולם, על אף מגמת אי-ההתערבות, מקום בו השוק נכשל ותכלית החוק עלולה לצאת נפסדת, מתערב חוק החברות ומגן על בעלי המניות. כאשר מניותיה של חברה אינן בידי בעלים יחיד, אלא מפוזרות בידי בעלי מניות רבים מן הציבור אשר אינם מתואמים ביניהם, עשוי בעל השליטה לנסות ולנצל את המצב על מנת להרוויח על חשבון בעלי מניות המיעוט באמצעות רכישת מניותיהם במחיר פחות ממחירן האמיתי. עמד על כך הנשיא א' ברק בעניין נצבא, בשאלת קיפוחם של בעלי מניות המיעוט בהצעת רכש:

"בחינה קפדנית במיוחד נעשית מקום שבו החברה הרוכשת שולטת בחברה הנרכשת... טעם הדבר נעוץ בעובדה כי לחברה הרוכשת קיים אינטרס מובהק בהוזלת מחיר הרכישה על חשבון החברה הנרכשת ויתר בעלי מניותיה. במקרה כזה, זכויות המיעוט בחברה הנרכשת אינן זוכות לייצוג הולם על ידי הרוב שיש לו אינטרסים בחברה הרוכשת. במצב כזה לא מתקיים משא ומתן אמיתי בין הרוכשת לנרכשת, שיש בו כדי לבטא את האינטרסים של החברה הנרכשת ובמיוחד את האינטרסים של המיעוט בחברה הנרכשת. משא ומתן בתנאי שוק חופשי איננו מתקיים במצב המתואר. על רקע כל זאת, נפתח פתח רחב להעברת עושרה של החברה הנרכשת לחברה הרוכשת באופן שייטיב עם הרוב, המחזיק במניות הן בחברה הנרכשת והן בחברה הרוכשת. חלוקת תמורת הרכישה עלולה להיות בלתי שוויונית במצב כזה..." [ע"א 2773/04 נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' עטר, ס' 2 לדעת המיעוט של הנשיא א' ברק (לא פורסם, 14.12.2006) (להלן: עניין נצבא); ראו גם אירית חביב סגל דיני חברות - לאחר חוק החברות החדש כרך ב 598 (2004) (להלן: חביב-סגל)].

33. יתרה מכך, מסיבות הנעוצות באופייה של חברה ציבורית, עלולים להיגרם עיוותים בהחלטת הניצעים אם להיענות להצעה לרכישת מניותיהם. זאת, הן משום שהתנהגותם של בעלי מניות מן הציבור מתאפיינת באדישות רציונאלית ביחס להשפעתה של הצעת הרכש, והן משום שהם עלולים להסכים, משיקולים אסטרטגיים המתחשבים בהתנהגות יתר המצביעים, לרכישות בלתי יעילות אשר אינן מעניקות להם את התמורה האמיתית עבור מניותיהם [ראו הצעת חוק החברות, בעמ' 108; ראו גם זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני חברות: מדיקטורה לדמוקרטיה" משפטים כג 109 (1994)].

במה דברים אמורים? ייתכנו מקרים בהם גם כאשר בעלי המניות מתנגדים להצעה לרכישת מניותיהם בחירתם תעוות והם ייענו לה - אם בשל העדר מידע על כוונת השליטה של הרוכש אשר לא תובא במניין שיקוליהם אם להיענות להצעה; אם בשל חששם שמא נענו לה בעלי המניות האחרים, כך שבסופה של רכישה יוותרו הם, שלא נענו להצעה, בעלי מניות מיעוט בעלות שווי פחות [ע"א 7389/04 נוסבאום אריגי ריפוד בע"מ נ' פויכטונגר, ס' 6 לפסק דינו של השופט א' גרוניס (לא פורסם, 11.1.2009) והאסמכתאות שם (להלן: עניין נוסבאום)]; זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381, 397 (2001) (להלן: גושן)].

משנה תוקף מקבל חשש זה כאשר מדובר בבעל שליטה המבקש לרכוש את יתרת המניות שבידי הציבור. אם רוב גדול מבין בעלי המניות נענה להצעה, כך שמספר מניות המיעוט שנותר בחברה הוא מזערי, מתמעט המסחר במניות עד למחיקתן מן הבורסה, והחברה הופכת לחברה פרטית. או אז עלול בעל מניות המיעוט שלא נענה להצעה, לאבד למעשה את יכולתו לממש את מניותיו [דוח ועדת ברק, בעמ' 223-224; אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" משפטים לב(2) 303, 323 (2002) (להלן: פרוקצ'יה)].

34. הסדרת סוגיית הצעות הרכש באה, אם כן, לקבוע את המערך הנורמטיבי אשר יבטיח כי אדישותם של בעלי מניות המיעוט לא תוביל לקבלתה של הצעת רכש המרעה עימם, וכן כי החלטתם אם למכור את מניותיהם לרוכש אם לאו תהיה בלתי מאולצת וחופשית מלחצים ומכאן יעילה (בבצ'וק ופרוקצ'יה, בעמ' 74). כפי שניתן ללמוד מסקירת התשתית הנורמטיבית, חוק החברות מתמודד עם הבעיות האמורות ומסדיר אותן בשלוש דרכים שלובות.

35. ראשית, נאסרה על הרוכש רכישת מניות בדרך של איסוף שיגדיל את שיעור החזקותיו במניות החברה מעל 90% מהמניות, ועליו לממש את כוונתו בהצעת רכש המופנית לכל בעלי מניות המיעוט (סעיף 336 לחוק החברות). האיסור על איסוף מניות מבטיח כי בעלי המניות יידעו על כוונתו של הרוכש, כך שייענו להצעת הרכישה רק אם התמורה שהוצעה עבור מניותיהם משקפת את העובדה כי הרוכש מבקש להשתלט על החברה, ומבלי שהיא משקפת את חששם להיוותר בעלי מניות מיעוט בחברה העלולה להימחק מן המסחר [ראו חביב-סגל, בעמ' 542-543; ערן רוזמן בעלי מניות בחברה - שיתוף פעולה עסקי בראי חוק החברות, התשנ"ט-1999 186 (להלן: רחמן)]. עוד מונע האיסור על איסוף מצב בו בעלי המניות שימכרו את מניותיהם לקראת סוף ההשתלטות יזכו, כתוצאה מן הביקוש המוגבר למניות, לתמורה גבוהה עבור מניותיהם בהשוואה לאלו שהקדימו למכור. כך מובטח, כי תינתן לכל בעלי המניות הזדמנות שווה למכור את מניותיהם, ובאותו מחיר [חביב-סגל, בעמ' 543-544; ידידה צ' שטרן "רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות" משפטים כא 409, 452-455 (1992)].

36. שנית, בעלי המניות הם שיכריעו בשאלה האם תירכש השליטה אם לאו, באמצעות כלל הכרעת הרוב (סעיפים 336 ו-337 לחוק החברות). דרישת הרוב הקבועה בסעיף 337 משתנה, כאמור, על פי כמות המניות המוצעת לרכישה. אם שיעור החזקותיו של המציע נושק ל-90% ממניות החברה, אזי הדרישה כי שיעור המתנגדים לא יעלה על 5% מהמניות מגלמת את כלל הרוב הרגיל. אולם, לא תמיד שיעור החזקותיו של המציע מגיע לכדי כך ואז דרוש לו על מנת שהצעת הרכש תתקבל, רוב מיוחס-משתנה. דרישה זו מבטיחה, כי השינוי המהותי שעתיד להתחולל עם רכישת החברה והשפעתו על קניינם של בעלי מניות המיעוט, יתאפשר רק בתנאים מחמירים וכאשר אין בחברה בעלי מניות המחזיקים בשיעור מהותי אשר מתנגדים לרכישה [השוו גושן, בעמ' 407-410, המותח ביקורת על דרישת הרוב בטענה שהיא מקשה שלא לצורך על השלמתן של הצעות רכש מלאות; כן ראו סעיף 21 לתזכיר חוק החברות (תיקון מס' 10), התשס"ח-2008 (להלן: תזכיר תיקון מס' 10) המציע לתקן ברוח זו את ההוראה, כך שהצעת רכש מלאה תתקבל "אם נענו לה רוב מקרב הניצעים ללא קשר לשיעור החזקותיו של המציע עובר להצעה"]].

יתרה מכך, ניצע לא צריך להתנגד באופן אקטיבי להצעת הרכש. די בכך שלא נענה להצעה כדי שקולו יבוא במניין קולות הניצעים המהווים 5% ממניות החברה ואשר בכוחם לסכל, באי-היענותם, את הצעת הרכש. אכן, אם הצעת הרכש טובה בעיניהם, צריכים בעלי המניות מקרב הציבור להתנער מהאדישות המאפיינת את התנהגותם ולנקוט בהסכמה אקטיבית על מנת שההצעה תתקבל [ראו תקנה 7(א)

לתקנות הצעת רכש, הקובעת: "היענות להצעת רכש מלאה או רגילה תיעשה בהודעת קיבול ערוכה לפי טופס שיצורף למיפרט".] אם הם נותרים אדישים, ברירת המחדל שהעדיף המחוקק היא דחייתה של הצעת הרכש. כך מגן ההסדר על הניצעים, בהינתן אדישותם, מפני הצעות רכש המרעות עימם.

37. שלישיית, אם הצעת הרכש התקבלה כאמור, יחוייב המציע לרכוש את כלל מניות החברה שנותרו בידי המיעוט שלא נענה להצעה (רכישה המכונה חילוטין, freezeout). חיוב זה מבטיח, כי איש מבין הניצעים לא ימצא את עצמו בעל מניות מיעוט בחברה פרטית. רכישת מניות המיעוט בכפייה כאשר הצעת הרכש מתקבלת, מונעת גם את האפשרות כי מיעוט זניח, אשר ער לערך שבעל השליטה מייחס לרכישת חברת המטרה, יסרב להצעת הרכש אף אם התמורה שהוצעה בה הוגנת בעיניו, רק מתוך מניע של סחטנות (ראו בבצ'וק ופרוקצ'יה, בעמ' 90).

הערך שבעל השליטה מייחס לעסקת הרכישה, אשר תוביל להפיכת חברת המטרה לחברה פרטית בבעלותו המלאה (עסקה המכונה going private), נובע מהחיסכון בעלויות הכרוכות בחובות הדיווח המוטלות על חברה ציבורית, כמו גם מהשחרור מעולו של המיעוט. האחדת הבעלות והניהול, שהפרדתם היא היוצרת את "בעיית הנציג", חוסכת בעלויות ומאפשרת ניהולה של החברה בלא התחשבות באינטרסים זרים [ראו Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control* (1982), 91 YALE L. J. 698, 706]. על האיזון בין האינטרסים המגולם בהוראה, עמד שטרן, בהקשרו של סעיף 236 לפקודה, המאפשר כאמור כפיית המכירה אם נעתרו להצעה מעל 90% מבעלי מניות חברת המטרה, ודבריו יפים גם לענייננו:

"סעיף 236 מניח הנחה מסחרית סבירה, כי משיקולים של מדיניות כלכלית רצוי לאפשר לרוב מכריע של בעלי המניות, המעוניינים לנהל את החברה כרצונם, לרכוש את השליטה המלאה בה, כך שתימנע האפשרות שמיעוט שולי יטריד את הרוב על ידי בדיקה בציציות שיקול דעתו המסחרי. עם זאת, יש להבטיח כי שילוח המיעוט מהחברה יעשה באורח הוגן... אם רוב מכריע של בעלי המניות הסכים לתנאי הרכישה, יש להניח שסרבנות המיעוט אינה מוצדקת..." [שטרן, בעמ' 478-479; ראו גם פסק דינו של בית המשפט המחוזי בה"פ (ת"א) 1776/96 החברה לישראל בע"מ נ' החברה לרישומים של בנק לאומי בע"מ, עמ' 8 (לא פורסם, 7.12.1998)].

38. נקל להיווכח, כי המנגנון המשולב שפורט לעיל עונה על הבעיות שהזכרתי בראשית הדברים, בהסירו מלב בעל המניות הניצע את האיום של הישארות כבעל מניות

מיעוט בחברה פרטית, ובכך מאפשר לו להסכים רק להצעות רכש שמחירן, להערכתו, ראוי [פרוקצ'יה, בעמ' 324; שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט מז(א) 104, 115 (2003)]. עם זאת, אין להתעלם מכך, כי זכויותיהם הקנייניות של חלק מבעלי מניות המיעוט במניותיהם ניטלות מהם בניגוד לרצונם. דרישת הרוב, אף שהיא מקהה את הפגיעה הקניינית באמצעות מנגנון הכרעה קולקטיבי, אינה מאיינת אותה. אכן, כל אימת שמתקבלת הצעת רכש מלאה, נפגע קניינם של בעלי המניות שלא נענו להצעה, אשר מניותיהם מופקעות מהם לטובתו של בעל השליטה. מכאן החובה להעניק לבעלי המניות תמורה הוגנת עבור מניותיהם:

"המנייה היא קניינו של בעל המניה וציפייתו הלגיטימית היא כי קניין זה יכובד. כיבוד קניין בעל המניה משמעותו אי כפיית מכר המנייה ואי הגבלת עבירותה. ואם בכל זאת, כופים עליו מכירת קניינו, הרי שההגינות הבסיסית מחייבת כי יקבל תמורה הולמת בעד מניותיו. זו ציפייתו הלגיטימית של בעל המניה." [עניין נצבא, בס' 4 לדעת המיעוט של הנשיא א' ברק; להיבטים החוקתיים של פגיעה זו ראו צפורה כהן בעלי מניות בחברה - זכויות תביעה ותרופות כרך ב 270 (מהדורה שנייה, 2008) (להלן: כהן); ע"א (ת"א) 2428/03 אלדמע תשובה נ' קונברג'יס ישראל אינבסטמנטס בע"מ, בס' 8(ג) (לא פורסם, 14.3.2007) (להלן: עניין אלדמע)].

משכך, מנגנון הפיקוח השיפוטי בדמות "סעד הערכה" שניתן בדיעבד, אשר הוענקה לניצעים הזכות לבקש להפעילו, בכוחו לתקן תמורה בלתי הוגנת ששולמה לניצעים בהצעת הרכש. כך מאוזנת הפגיעה בזכויותיהם הקנייניות של בעלי מניות המיעוט, ונשמרת הגנתם מפני ניצול כוחו של בעל שליטה המבקש להרוויח על חשבונם.

39. רבים סוברים כי הגנה נוספת על בעלי המניות בדמות פיקוח שיפוטי היא מיותרת, בהינתן מנגנוני ההגנה האחרים שבחוק המבטיחים את זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט (ראו פרוקצ'יה, בעמ' 325). בדומה, לשיטתו של גושן, על המחוקק לבחור אחת משתי הגנות חליפיות שראוי להעניק לבעלי המניות: התנייתה של קבלת הצעת רכש מלאה בהסכמת הרוב ("הגנה מסוג 'כלל קניין'") או סעד הערכה המאפשר קבלת הערכה אובייקטיבית של השווי על ידי בית המשפט ("הגנה מסוג 'כלל אחריות'"). לדידו, "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. השוו עם יחיאל בהט חברות - החוק החדש והדין כרך ב' 1246-1247 (מהדורה עשירית, 2008) (להלן: בהט)], הסובר כי הגנה

כפולה כאמור אינה מיותרת וחוק החברות נוקט בה גם בהוראות נוספות. כך למשל סעיף 350 לחוק החברות, כולל לצד מנגנון של הכרעת הרוב, גם את אישור בית המשפט והענקת סעד הערכה לבעלי המניות המתנגדים להסדר, ראו סעיף 351(א)(5) לחוק].

הדין האמריקאי, למשל, בחר להעניק לבעלי המניות בהקשר של מיזוג בו בעל השליטה "רוכש החוצה" את מניות המיעוט (short-form merger או cash-out merger), את ההגנה מן הסוג השני בלבד. על פי ההסדר הקבוע בחוק החברות של מדינת דלוור (Delaware General Corporation Law) (להלן: החוק של דלוור) הנחשבת למובילה מבין המדינות בארצות הברית בדיני חברות, כאשר שיעור החזקותיו של בעל שליטה בחברה עומד על 90%, בכוחו לחייב את המיעוט למכור לו את מניותיו במחיר המוצע על ידו, בלא שניתנה לבעלי המניות ההזדמנות להביע את התנגדותם למהלך. סעד היחיד של בעלי המניות הוא איפוא סעד שלאחר מעשה, להערכת השווי ההוגן של מניותיהם (The Right of Appraisal). לאופן בו הפעילו בתי המשפט בדלוור את סעד ההערכה נידרש עוד בהמשך.

40. נעמוד עתה על מאפייניו של סעד ההערכה בחוק החברות, על תכליותיו הספציפיות ועל האופן בו פורש עד כה בפסיקתם של בתי המשפט המחוזיים ובתי המשפט מעבר לים. לבסוף, ניצוק תוכן לשאלת הערכת "שווי הוגן" של מניות.

#### סעד ההערכה

##### תנאי סף

41. בבוא בית המשפט להעניק לניצע סעד של הערכה עליו לברר, ראשית דבר, האם נכלל התובע בקבוצת בעלי המניות הזכאים לפנות לבית המשפט בבקשה כאמור. ארבעה תנאי סף, שאינם מורכבים, מציבה הוראת סעיף 338 לחוק החברות. על פי התנאי הראשון, על המבקש להיות ניצע בהצעת רכש מלאה. ודוק: דלתות בית המשפט פתוחות על פי ההוראה, בפני "כל מי שהיה ניצע", מבלי להתנות את הזכות לבקש את הסעד באי-היענותו של הניצע להצעה. תנאי זה, הטעון בירור, יידון בהמשך הדברים. על פי התנאי השני, הצעת הרכש המלאה צריכה להתקבל כאמור בסעיף 336(ג) או בסעיף 337(א) לחוק החברות. סעיפים אלה מגבילים, כזכור, את קבלתה של הצעת רכש בשיעור מתנגדים מקסימלי [עד פחות ממחצית מהון המניות לפי סעיף 336(ג), או עד פחות מ-5% מהון המניות לפי סעיף 337(א)]. אם הצעת הרכש לא התקבלה והמציע רכש רק את מניותיהם של אותם ניצעים שנענו לה - ומבלי שהחזקותיו עברו, כמובן, את רף ההחזקה של 90% ממניות החברה - הרי שניצעים אלו אינם זכאים לסעד של



הערכה. התנאי השלישי הוא תנאי פרוצדוראלי, המגביל את אפשרות הגשת הבקשה לסעד ההערכה לתקופה של שלושה חודשים ממועד קבלת הצעת הרכש המלאה [סעיף 338(ב) לחוק החברות]. התנאי הרביעי חל רק על אותו תובע המבקש כי בקשתו תוגש כתובענה ייצוגית. או אז, עליו לעמוד בתנאים לאישור תובענה ייצוגית, כפי שהם קבועים בחוק תובענות ייצוגיות.

42. כאמור, תנאי הסף הראשון טעון דיון. עולה ממנו, על פי פשוטו של מקרא, כי אין מניעה שניצע בהצעת רכש מלאה יסכים להצעה בתמורה שננקבה בה, ולאחר שזו התקבלה, יפנה לבית המשפט בטענה כי התמורה ששולמה לו לא הייתה הוגנת [השוו עם הוראת סעיף 236 לפקודה אשר העניקה את הזכות לפנות לבית המשפט כנגד הרכישה הכפויה רק לבעל מניות שהתנגד לה. עוד השוו עם הצעת חוק החברות, התשס"ב-2002, ה"ח 638, 652, אשר הציעה לתקן את נוסחו של סעיף 338, כך שתוענק למציע האפשרות לקבוע במפרט ההצעה האם הזכות לבקש סעד הערכה תוענק לכלל הניצעים או לניצעים שלא נענו להצעה בלבד. ראו גם סעיף 22 לתזכיר תיקון מס' 10, המציע הצעה דומה, המעניקה סעד ערכה רק לניצעים שלא נענו להצעה, אך מסייג אותה במקרים בהם אין לניצעים מידע מלא על שווי מניות החברה, אז מוענק סעד ההערכה גם לניצעים שנענו להצעה. לביקורת שנמתחה על תחולתו הרחבה של הסעד ראו עניין רמת אביבים, בס' 4.ז. ; גושן, בעמ' 409 ; חביב-טגל, בעמ' 639 ; כהן, בעמ' 247-248 ; פרוקצ'יה, בעמ' 325-326 ; בהט, בעמ' 1247. לנימוקים בעד תחולה רחבה של הסעד, ראו עניין קניאל א', בס' 34-36 ; רוזמן, בעמ' 188. לבסוף השוו עם הדין של דלוור ועם המודל האמריקאי המוצע לחוק החברות, Model Business Corporation Act (2000) (להלן: MBCA), על פיהם רק ניצעים שהתנגדו להצעה והודיעו על כך לרוכש מבעוד מועד, זכאים לסעד הערכה (סעיפים 13.26 ו-13.30 ל-MBCA ; סעיף 262.4 לחוק של דלוור). ראו עוד *Abraham & Co. v. Olivetti Underwood Corp.*, 204 A.2d [740, 742 (Del. Ch. 1964)].

43. בענייננו נמנה המערער על בעלי המניות שלא נענו להצעת הרכש ואשר מניותיהם נרכשו מהם בכפייה. על כן, השאלה הפרשנית בדבר זכאותם של ניצעים שנענו להצעה לבקש סעד של הערכה, מצויה מחוץ לטווח דיוננו. עם זאת, שאלת הזכאות ליהנות מהסעד ככל שנפסק על-ידי בית המשפט, עלולה לשוב ולעלות בהמשך הדיון, כאשר יתעורר הצורך להגדיר את קבוצת התובעים המיוצגים על ידי המערער במסגרת התובענה הייצוגית. הראוי להכליל בקבוצה זו את כלל הניצעים בהצעת הרכש, או שמא רק את מתנגדיה [בשורת החלטות קבע בית המשפט המחוזי, כי הקבוצה המיוצגת תכלול את כלל הניצעים בהצעה, ראו בש"א (ת"א) 8549/04

הרשקוביץ נ' רמת אביבים בע"מ, ס' 8.ג. לפסק דינה של השופטת ר' משל (27.6.2007); עניין קיטאל, בס' 12; עניין קניאל א', בס' 34-39. השוו עם הדין בדלוור על פיו קבוצת התובעים תכלול רק את הניצעים אשר עמדו בתנאים לקבלת הסעד, ובהם הודעה מראש לרוכש על רצונם לממש זכות זו, ראו סעיף 262.6.1 לחוק של דלוור. כן ראו Edward P. Welch & Andrew J. Turezyn, *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals* 618 (2004) (להלן: Welch & Turezyn). מכל מקום, ייאמר כבר עתה, כי בנסיבות התיק שלפנינו, איננו נדרשים להכרעה אף בשאלה זו.

#### היקף שיקול הדעת השיפוטי בהפעלת הסעד

44. טרם דיון לגופם של דברים, נותר עוד להתוות את גבולות שיקול דעתו של בית המשפט בדיון בסעד הערכה. על פי נוסחו של סעיף 338 לחוק החברות, רשאי בית המשפט לקבוע "כי התמורה עבור המניות היתה פחות משוויין ההוגן". שיקול הדעת אשר מקנה ההוראה מגביל, אם כן, את בית המשפט אך לאפשרות העלאת המחיר שהוצע עבור המניות, אך לא להפחתתו. משכך, התובע אינו נושא בסיכון משמעותי. גם אם תביעתו תיכשל ובית המשפט יעריך כי שווי התמורה ההוגן נמוך מזה שהופיע בהצעה, לא תוגבל זכותו לתמורה שכבר הוצעה לו בהצעה.

45. בעניין רמת אביבים, הביע בית המשפט המחוזי את מורת רוחו מהסדר זה, וביטא את החשש כי הוצאות המשפט לבדן יהיו מחסום בפני ניצעים בהגשת התביעה, ומנגנון רכישת החברות יעבור לפיקוח בית המשפט, בניגוד לכוונת המחוקק (שם, בס' 4.ז.; ראו גם עניין אלדמע, בס' (ב)5). ביקורת זו התבססה על דבריו של גושן, אשר טען כי העדר הסיכון בתביעה מספק תמריץ לניצעים להגיש תביעות סרק (ראו גושן, בעמ' 409). בדומה טענה חביב-סגל, כי הגבלת שיקול דעתו של בית המשפט רק לאפשרות העלאת התמורה, עלול להפוך את סעד ההערכה לכלי בידי המיעוט על מנת "לסחוט" מהמזיע תמורה גבוהה במיוחד, כנגד הימנעותו מהגשת התביעה (חביב-סגל, בעמ' 639). ביקורת נוספת נוגעת לאי-הוודאות שהאפשרות להעלאת התמורה גוזרת על המזיע. בעניין אלדמע, בו נדונה רכישה כפויה שהתבצעה על פי סעיף 236 לפקודה, העדיף בית המשפט המחוזי (הנשיא א' גורן והשופטים י' שנלר וד"ר ק' ורדי), לפרש את ההוראה כמקנה לבית המשפט את הכוח לבטל את הרכישה הכפויה, תחת קביעת שווי המניות מעל למחיר שהוצע עבורן [עניין אלדמע, בס' (ב)5]. השוו עם פרשנות שונה שניתנה לסעיף בהחלטתה של השופטת (כתוארה אז) ה' גרסטל בבר"ע (ת"א) 2825/01 אלדמע תשובה נ' קונברג'יס ישראל אינבסטמנטס בע"מ, עמ' 8 (לא פורסם, 4.8.2002)].

הלך מחשבה שונה ניתן למצוא בארצות הברית. על פי ההסדר הקבוע בחוק של דלוור, כאשר מגיש בעל מניות תביעה לסעד הערכה, בהינתן עמידתו בתנאי הפרוצדורה המורכבת הקבועים בחוק, הרי שהוא חדל מלהיות בעל מניות בחברה, והופך לנושה, בעל תביעה כספית כנגדה. כך, הוא גם מוותר על המחיר שהוצע לו עבור מניותיו ומשליך כל יהבו על הכרעת בית המשפט, אשר עשוי לפסוק לו מחיר נמוך מזה שהוצע לו במיזוג [ראו סעיף 262.5 לחוק של דלוור. עם זאת, סעיף 262(e) לחוק של דלוור, כמו גם סעיף 13.23(b) ל-MBCA, מאפשרים לבעל המניות, בפרק זמן קצוב, לחזור בו מתביעתו ולקבל את התנאים שהוצעו לו בהצעת המיזוג].

כך או כך, נקודת המוצא אשר תדריכנו היא לשון החוק, והיא מגבילה מפורשות את שיקול דעתו של בית המשפט אך להעלאת התמורה שהשתלמה לבעלי המניות ולא להפחתתה.

#### שווי הוגן

46. נותרה לפתחנו השאלה המרכזית, לב לבו של הדיון, כיצד יעריך בית המשפט שווי הוגן של מניות.

כדי לענות עליה, יש לשוב ולהגדיר את הבעיה שסעד הערכה בא לפתור. ניתן לכנותה, בעיית פגיעותו של המיעוט. זו מתעוררת, כאשר אחת מתוצאות הרכישה עשויה להיות העשרתו של בעל השליטה הרוכש על חשבונם של בעלי המניות המוכרים (חביב-סגל, בעמ' 598. ראו גם עניין נצבא, בס' 2 לדעת המיעוט). בעוד שתוצאה כזו אינה רצויה, הרי גם תוצאה האוסרת על בעל השליטה לרכוש את החברה אינה רצויה. על האיזונים הנדרשים בסוגיה עמדו *Hamermesh & Wachter*:

"Both parties have an interest in a legal rule that encourages some individuals or entities to become controllers while protecting the interests of the minority shareholders. This means that controllers can continue to exercise the rights of control, which, in the context of the appraisal and merger statutes, means allowing them to engage in squeeze-out mergers... But it also means protecting minority shareholders so they are willing to invest in companies with controllers." [Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 DEL. J. CORP. L. 119, 131 (2005) (*Hamermesh & Wachter*: להלן)].

סעד ההערכה מכיר, אם כן, בזכותו של בעל השליטה לרכוש את חברת המטרה, אם כי מגביל את הזכות האמורה, בחובתו לשלם למיעוט תמורה כספית בשווי המניות שנרכשו ממנו. בכך הוא מבטיח, כי מצבם של בעלי מניות המיעוט לא יורע בעקבות הרכישה, שהרי הם יקבלו את "השווי ההוגן" עבור מניותיהם.

47. בבוא בית המשפט לקבוע מהו אותו שווי הוגן, אל לו להעלים עין מהאפשרות כי הצעת הרכש באה לעולם על מנת לנצל הזדמנות להתעשר על חשבון המיעוט. עם זאת, על בית המשפט גם להיות ער לעובדה כי הצעות רכש רבות אינן מבוצעות מתוך מניע פסול, אלא מתוך רציונאל עסקי לגיטימי, כגון חסכון בעלויות ניהולה של חברה ציבורית, תכנית מיזוג עתידית עם חברות דומות במטרה לייעלן וכיוצא באלה שיקולים עסקיים. כיצד יוכל הכלל המשפטי הקובע את השווי ההוגן להתמודד עם מנעד המקרים הללו, מבלי להעניק פיצוי-יתר או תת-פיצוי לבעלי מניות המיעוט עבור מניותיהם?

בתי המשפט של דלוור התחבטו בשאלה זו לא מעט, ובשורה ארוכה של פסקי דין נקבעו עקרונות באשר לקביעת השווי ההוגן של מניות במסגרת סעד ההערכה. באחד מפסקי הדין המנחים בנושא, בעניין *Technicolor*, הסביר בית המשפט העליון של דלוור את גישתו העקרונית:

"The underlying assumption in an appraisal valuation is that the dissenting shareholders would be willing to maintain their investment position had the merger not occurred... Accordingly, the Court of Chancery's task in an appraisal proceeding is to value what has been taken from the shareholder, i.e., the proportionate interest in the going concern... To that end, this Court has held that the corporation must be valued as an operating entity." [*Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289, 298 (Del. 1996) (להלן: *Technicolor II*). *Tri-Continental v. Battye*, 74 A.2d 71, 72 (Del. 1950) (להלן: *Tri-Continental*)].

כפועל יוצא מכך נקבע, כי השווי ההוגן עבור המניות הוא אותו שווי המבטא את חלקו היחסי של בעל המניה בחברה, כלומר, את ערכה האמיתי "הפנימי" של מנִיתו. על מנת לאמוד את אותו הערך, קבע בית המשפט של דלוור, כי כל הגורמים הרלוונטיים המשפיעים על שווי החברה יובאו בחשבון (ראו גם סעיף 262(h) לחוק של דלוור, הקובע כי בהערכת השווי ההוגן: "...the court shall take into account all (relevant factors...)"). עקרונות אלו זכו לעיגון חוזר ונשנה בפסיקה (ראו למשל עניין

Tri-Continental, בעמ' 72) ובעיקר בפסק הדין המפורסם בעניין Weinberg, אשר הפסיקה של דלוור בנושא פסעה בעקבותיו:

“In determining what figure represents this true or intrinsic value, the appraiser and the courts must take into consideration all factors and elements which reasonably might enter into the fixing of value. Thus, market value, asset value, dividends, earning prospects, the nature of the enterprise and any other facts which were known or which could be ascertained as of the date of merger and which throw any light on *future prospects* of the merged corporation are not only pertinent to an inquiry as to the value of the dissenting stockholders' interest, but *must be considered* by the agency fixing the value.”  
[Weinberg v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983) (ההדגשות במקור - י.ד.) (להלן: Weinberg)].

48. באשר לדין בישראל, חוק החברות, כידוע, לא הגדיר מהו “שווי הוגן”. לעניין משמעותו של המושג בהקשר של הערכת שווי מניות נחלקו הדעות בפסיקה. בעניין נצבא נשאלה השאלה האם משמעותה של הוגנות היא פיצוי בעלי המניות בגין שוויין “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 מטיבות את מצבם של בעלי המניות טרם הרכישה (ראו דעתו של הנשיא א' ברק, שס, בס' 4 ו-8 לדעת המיעוט), הרי שעל פי האפשרות השניה תחשבנה הצעות כהוגנות גם אם הן נמוכות מהשווי “המקובל”, כל עוד יש בהן כדי לשפר את מצבם של בעלי המניות מכפי שהיה טרם הרכישה (ראו דעתה של השופטת מ' נאור, שס, בס' 32 לדעת הרוב).

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 הערכה כפי שהותוו. מתוך עקרונות אלו תיגזר התשובה לשאלה מהו “השווי ההוגן” של המניות. פרשנותו של המונח “הוגנות” כשלעצמו, באופן מנותק מעקרונות נוהגים בהערכת חברות אינה מסייעת בידינו לפתרון הראוי של סוגיה זו. מהם, איפוא, עקרונות הערכה המקובלים שינחו אותנו בסוגיה? נוכח תכליותיו של סעד הערכה יפים בעיני העקרונות שהציבו בתי המשפט של דלוור, כפי שפורטו לעיל וכפי שיפורטו ביתר הרחבה להלן, ולאורם נלך בסוגיית הערכת שוויין של מניות במסגרת סעד הערכה.

## (1) הערכה על פי שווייה הפנימי של החברה

49. שווי המניות יוערך על פי הערך הפנימי (intrinsic value) של החברה. שווי זה הוא השווי האוטנטי של החברה המבוסס על כל מקור שווי הנובע ישירות מן החברה, ואשר בעלי המניות היו נהנים ממנו אם היתה החברה ממשיכה להתקיים כמקודם (ראו חביב-סגל, בעמ' 606-607). מקורות שווי אלו כוללים, בין השאר, את הנכסים הקיימים בחברה ואת ההכנסות מהם, כמו גם הכנסות עתידיות. עמד על כך בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל:

"שווייה הריאלי של החברה מושפע, בין היתר, משווי נכסיה והיקף התחייבויותיה, אך גם ממידת יציבותה הכלכלית והפיננסית, ממבנה וסוג נכסיה (כמו נכסי נדל"ן, אג"ח, מזומנים, מוניטין או קניין רוחני), מרמת הסחירות של מניותיה בשוק החופשי, קרי בבורסה, ואף מצפי פעילותה בעתיד. בכואנו להעריך את שווייה הריאלי של החברה ואת ה'שווי ההוגן' של מניותיה, כנגזרות משווייה הריאלי, יש להביא, איפוא, בחשבון את כל הנתונים הנ"ל..." (שם, בס' 9. דברים דומים נאמרו בעניין סנואי: "שקלול כל מקור שהוא שאינו ספקולטיבי המוכר בקהילת המימון, יהווה הערך המשוקלל של מקורות אילו, בסיס להערכת השווי" (שם, בס' 11).

משמעות נוספת הנגזרת מהערכת שווי פנימי היא, כי ערך המניות לא ייקבע לבדו על פי מדד חיצוני לחברה, כמו שווי המניות בבורסה (אליו נדרש עוד בהמשך הדברים), או שווייה התחליפי של החברה בעסקה עם צד שלישי [לחסרונותיה של שיטת הערכה זו ראו *Hamermesh & Wachter*, בעמ' 134-137; השווי עם הצעתו של ברנע להערכת שווי המניות על פי שווי במחירי שוק של תיק ניירות-ערך תחליפי: אמיר ברנע "הערכות שווי בהצעות רכש" משפט ועסקים ח, 393 (2008)].

## (2) הערכה על פי שווי החברה כעסק חי

50. כנגזר מעקרון "השווי הפנימי", מורה העקרון השני, כי פעולת ההערכה תעשה על פי שווייה של החברה כעסק חי (going concern value). הגיונו של עקרון זה נעוץ בתפיסה, כי שווי חברה חיה ונושמת עולה על סך נכסיה הקיימים. בהנחה המתבקשת, כי בעלי מניות המיעוט היו נכונים להוסיף ולהחזיק בהשקעתם בחברה אלמלא הרכישה, הערכת מניותיהם על פי שוויין היחסי בעסק החי מעניקה להם את התמורה הכספית שוות הערך לרווחים שיכלו להיות מנת חלקם אילו מניותיהם לא היו נלקחות מהם. עקרון זה מוביל למסקנה כי שווי המניות לא ייגזר משווי נכסי החברה בפירוק. יפים דבריו של בית המשפט המחוזי בעניין סנואי:

"הפיכת חברת ציבורית לפרטית נועדה על פי ציפיות המשתלט, למקסם את יכולתה של החברה להשיא רווחים לטובת המנויים בסעיף 11 לחוק החברות. על רקע זה חילוץ שווי החברה כמו גם שווי מניותיה בהתאם לנכסיה כאילו אגב פירוקה מרצון, הכל בשל מרכיב הכפיה הלכאורי, מנוגד לתפיסה זו של יעול שוק ההון. פירוק החברה הינו המתתה בעוד השתלטות לגיטימית על החברה כוונתה התחלה חדשה, לידתה מחדש... הציפיות בהשקעה במניה אינן לנכסי החברה בפירוק אלא לפוטנציאל הגלום בחברה כעסק חי... אין לומר כי לבעל המניות ציפייה לנכסי החברה בפירוק באשר השקעתו אינה בנכסי החברה אלא במניותיה וציפיותיו הן כי החברה תשיא רווחים והשקעתו תניב תשואה בין באמצעות עלית ערך החברה והמניה בעקבות זאת ובין בשל חלוקת דיבידנד. ציפיות סבירה היא כי החברה לא תגיע למצב של פירוק ועל כן אין להשוות את הפיכת החברה מציבורית לפרטית להפסקת פעילותה." [שם, בס' 10. ראו גם דברים דומים שנאמרו בדלוור בעניין *Chicago Corp. v. Munds*, 172 A. 452, 455 (Del. Ch. 1934)]

אכן, אימוץ עקרון ההערכה על פי שווי של העסק החי מוביל לדחייתה של שיטת השווי הנכסי, המבוססת על שווי נכסי החברה, בניכוי שווי התחייבויותיה, אשר אומצה בעניין רמת אביבים (שם, בס' 5-6. שיטה זו היא גם בעייתית כשלעצמה ומתאפיינת בהערכת-חסר, ראו חביב-סגל, בעמ' 611).

51. סיכומם של דברים, 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 ייגרע מהן, כלומר שמצבו לא יורע בעקבות הרכישה. ברם, יישומם של העקרונות הללו מחייב מלאכת הערכה שאינה פשוטה שעל מורכבותה נעמוד בהמשך. קיימת לכאורה, שיטה פשוטה ונוחה יותר לבירור השווי ההוגן, היא שיטת הערכת המניות על פי שוויין בבורסה. שיטה זו, שנראית במבט ראשון כנכונה ושובת לב, אינה מספקת בסוגיה הנדונה.

#### מגבלותיה של הערכת השוק

52. הנטייה הכלכלית הטבעית היא להעריך את שווי מניות המיעוט על פי מחירן בשוק טרם הרכישה (בהקשר זה נהוג להסתמך על ממוצע מחירי השוק בטווח זמן מוגדר). נטייה זו מבוססת על הנחת יעילותו של שוק ההון, בשלה מחיר המניה נתפס כמגלם את כל הרכיבים האמורים להשפיע על שווי המניות (ראו למשל Daniel R.

[Fischel, *Market Evidence in Corporate Law*, 69 U. Chi. L. Rev. 941 (2002)]. זו הייתה עמדתו של בית המשפט המחוזי בעניין סנואי (בשלב הבחינה הלכאורית לקראת אישור התובענה כייצוגית):

"הנחת המוצא היא כי בשוק משוכלל כדוגמת הבורסה... כאשר שוק זה נתון תחת ביקורת של רשויות נירות הערך, כאשר ישנה חובת הזרמת מידע ובפועל זו זורמת ישירות לידי הציבור לרבות באמצעות רשת האינטרנט, שוק זה נותן ביטוי לשוויו של הנכס, הוא ניר הערך, ממוכר מרצון לקונה מרצון... מבחן הסף הראשוני יהא האם מחיר הצעה ביחס לשווי השוק של המניה הנסחרת אינו משקף מחיר הוגן שאחרת הניצעים לא סבלו כל נזק בשל המכירה בין אם היא מרצון ובין אם היא כפויה." (עניין סנואי, בס' 4; עניין קניאל ב', בס' 37).

53. אולם לעמדה זו תומכים מעטים בספרות המשפטית. Bebchuk & Kahan עמדו על כך, כי במקרים של רכישת חברה בידי בעל השליטה בה, עלולה הערכת מניות המיעוט על פי שווי השוק שלהן להוביל להערכת חסר:

"[T]here is a fundamental flaw in using market prices to measure the value of minority shares in a freezeout. The very power of a controlling shareholder to freeze out the minority shares - and to set the freezeout price equal to the prefreezeout market price - will depress the prefreezeout market price of the minority shares. As a result, the prefreezeout market price of minority shares will be substantially below the expected 'intrinsic' value of the minority shares absent a freezeout... Thus, the prefreezeout market price is an unreliable guide for courts in appraising minority shares." [Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Freezeouts, in Concentrated Corporate Ownership* 247, 250 (Randall K. Morek ed., 2000)].

הסיבה לפער בין שווי השוק לבין השווי הפנימי האמיתי של מניות המיעוט, נובעת מיכולתו של בעל השליטה לנצל את מעמדו בקביעת תנאי הצעת הרכש, ובעיקר בקביעת עיתויה. עמדו על כך אהרוני-ברק וחמדני במחקר שהתפרסם לאחרונה:

"סכנה משמעותית נוספת היא ניצול יתרון המידע של בעל השליטה ושליטתו בעיתוי העסקה על מנת להכתיב תנאים לא הוגנים... לבעל השליטה גישה למידע המצוי בידי הנהלת החברה ושיש בו כדי להשפיע על השווי שלה... בהינתן הנגישות למידע לא פומבי, קיים חשש, כי בעל



השליטה יקבע את עיתוי העסקה ותנאיה תוך ניצול מידע זה, וכך ירכוש את מניות המיעוט במחיר הנמוך משוויין האמיתי...

האפשרות של בעלי שליטה לנצל את יתרון המידע לשם רכישה מוזלת של מניות המיעוט עלולה להשפיע לרעה גם על אופן ניהול חברת המטרה הפוטנציאלית עובר להצעת הרכש. בעל השליטה עלול לפעול באופן אסטרטגי כדי להפחית את המחיר בו יסכים המיעוט למכור מניותיו. לדוגמה, בעל שליטה המתכנן לרכוש את מניות המיעוט עלול לעכב החלטה על הוצאתו לפועל של פרויקט רווחי עד לאחר הצעת הרכש. [הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" תאגידים ו/3, 56, 61 (אוגוסט 2009) (להלן: אהרוני-ברק וחמדני); ראו גם חביב-סגל, בעמ' 598-599].

מן המקובץ עולה, כי צמצום פרשנותו של מונח השווי ההוגן אך לשווי השוק של המניות, מאפשר לבעל השליטה לרכוש את מניות המיעוט על פי מחירן בשוק בכל עת (בהינתן הסכמת הרוב הדרוש), אף שמידע פרטי המצוי בידיו מצביע על כך כי מחירן האמיתי של המניות גבוה יותר.

54. לא זו אף זו, מאפיינים כלליים של שוק ההון משליכים אף הם על מידת אמינותה של הערכת השוק. שוויין הבורסאי של מניות, המשתנה חדשות לבקרים, מושפע לעיתים מגורמים חיצוניים וממגמות כלליות, ולא דווקא מנתוני המיוחדים של החברה הנבחנת (ראו עניין קיטאל, בס' 5-7; ה"פ (ת"א) 485/03 עטר נ' נצבא - חברה להתנחלות בע"מ, ס' 5 (ב) לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) ה' גרסטל (לא פורסם, 5.2.2004) (להלן: עניין נצבא במחוזי); חביב-סגל, בעמ' 599]. זאת ועוד, אמינותו של מחיר השוק תלויה בהיקף המסחר של המניה. אם המסחר במניות דל והיקפו מצומצם - ובייחוד כך הדבר במניות מיעוט - הנחת התחרות המשוכללת נסתרת ומחיר השוק אינו משקף עוד את ערכה האמיתי של המניה [ראו עניין קיטאל, בס' 6; עניין רמת אביבים, בס' 5 (ה); חביב-סגל, בעמ' 599. השווי עניין סנואי, בס' 4, בו נקבע: "המחוקק מתיר לבעל השליטה להגיע עד 90% שליטה. המחוקק מניח מצב של סחירות נמוכה בשל יכולת זו של בעלי השליטה ועל כן משקלה של טענת הסחירות הנמוכה כגורם השולל את שווי השוק של המניה ערב הצעת רכש מלאה, מוגבל."].

55. הפסיקה בדלוור אף היא לא העניקה משקל מכריע למבחן שווי השוק של החברה (וגם לא למבחן השווי הנכסי שלה). כך סוכמה ההלכה בסוגיית ההערכה:

"In the appraisal process the corporation is valued 'as an entity,'... not merely as a collection of assets... or by the sum of the market price of each share of its

stock... Moreover, the corporation must be viewed as an on-going enterprise, occupying a particular market position in the light of future prospects.” [In re Appraisal of Shell Oil Co, 607 A.2d 1213, 1218 (Del. 1992) (Shell : להלן)].

אכן, הדין של דלוור מכיר בחריגים לסעד ההערכה, אשר בהתקיימם שווי השוק ייחשב כשווי ההוגן, אליהם נדרש בהמשך. עם זאת, ייאמר כבר עתה, כי על פי הדין בדלוור מקום בו בעל השליטה רוכש את מניותיהם של בעלי מניות המיעוט בחברת המטרה, שווי השוק לא יהווה אינדיקציה לשווי המניות ההוגן.

56. בשל הטעמים שפורטו וכעניין של פרשנות חוק תכליתית קשה, לטעמי, לקרוא את המונח "שווי הוגן" - במרביתם של המקרים - כשווי שוק גרידא. לו היינו מונחים רק על פי שווי שוק, היינו נותנים כלי בידי בעלי השליטה לנצל ירידות זמניות במחירי המניות בבורסה על מנת לרכוש את מניות המיעוט במסגרת הצעת רכש בפחות מערכן האמיתי, גם אם מעל למחיר השוק (ראו חביב-סגל, בעמ' 599). בל נשכח כי הצעות הרכש, רובן ככולן, מציעות עבור המניות מחיר הגבוה ממחירן בבורסה, שאם לא כן היה כל ניצע מעדיף למכור את מניותיו בבורסה ומסרב להצעת המציע לרכוש את המניות במחיר הנמוך (ראו פרוקצ'יה, בעמ' 324). לפיכך, פרשנות המזהה שווי הוגן עם שווי שוק, מייתרת על פניה את הוראת סעיף 338 לחוק ואינה מספקת הגנה ראויה למיעוט [ראו גם עניין קיטאל, בס' 6; זאת ניתן ללמוד גם מביטולה של תקנה 14(א) לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התשנ"ד-1994, אשר קבעה, כי הצעת רכש מלאה תתבצע במחיר שלא יפחת משווי השוק של המניה, ואין לה מקבילה בתקנות הצעות רכש משנת 2000]. אכן, אף המצדדים בשווי שוק כאינדיקציה לקביעת שווי הוגן, אינם סוברים שיש לעשות כן ללא חריגים (עניין סנואי, בס' 5).

נוכח האמור, שווי השוק של המניות אינו מהווה ראיה מכרעת לשוויין האמיתי. כפי שקבעו בתי המשפט של דלוור, אף אני סבור, כי שיטת DCF היא השיטה הראויה להערכת שוויין של מניות במסגרת סעד ההערכה.

#### שיטת DCF

57. סבור אני כי הצדק עם המערער והערכת שווייה של החברה ראוי שתתבצע על פי שיטת DCF, אשר היא השיטה המקובלת על קהיליית המימון להערכת חברות (ראו חביב-סגל, בעמ' 616 והאסמכתאות שם). ערכו של נכס מוערך, כידוע, על פי הרווחים הצומחים ממנו לבעליו. כאשר הנכס הוא מניה בחברה, הרווח לבעליה הוא תזרים

הדיבידנדים הצפוי לו במשך תקופת הבעלות בתוספת הערך הנוכחי של המחיר שיקבל בעל המניה במכירתה. לפיכך, על פי שיטת DCF, ערכה של החברה מוערך הן על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים והן על פי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות השקעה שלה. תזרימי המזומנים שהחברה לא משלמת כדיבידנדים, פנויים להשקעה מחדש. אם החברה תכננה - לפני הצעת הרכש - השקעה מסוימת, זוהי הזדמנות להשקעה מחדש הנכללת בשווי הנוכחי של אפשרויות צמיחתה ויש להביאה בחשבון [ראו *Hamermesh & Wachter*, בעמ' 165; כן ראו *In re Radiology ONTI, Inc. v. Integra Bank*, 751 A.2d 904, 490 (1991); *Assoc., Inc.*, 611 A.2d 485, 490 (1991); עוד ראו אחד מפסקי הדין בהשתלשלות הארוכה בעניין *Technicolor Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, No. 7129, 1990 Del. Ch. LEXIS 259, :Technicolor (להלן: *Technicolor I*) (Del. Ch. Oct. 19, 1990)].

שיטה זו עולה בקנה אחד עם העקרון של הערכת החברה כעסק חי, עליו עמדתי לעיל. הבחירה בשיטת הערכה זו והעדפתה על פני שיטות הערכה אחרות, משקפת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני העבר (כגון שיטת שווי השוק או שיטת השווי הנכסי), אל עבר שיטת הערכה שאינה נסמכת רק על נתונים קיימים ויש בה גם משום צפיית פני העתיד (חביב-טגל, עמ' 595).

58. 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. כפי שמסבירים *Hamermesh & Wachter*:

"If the minority shareholders were not being squeezed out, they would continue to hold the stock into the future. What they lose in the squeeze-out is thus the discounted value of the free cash flows of both the original assets and the return on the reinvestment opportunities. These shareholders then can be made no worse off, as long as they are paid their proportional share of that discounted value." (שם, בעמ' 138).

59. כדי להעריך נכונה את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה גם מידע המצוי אצל בעל השליטה באשר לאפשרויות ההשקעה העתידיות בחברה כפי שהן ידועות לו במועד הרכישה. גם מקום בו לא נערכו מניפולציות על העסקה ולא היה שימוש אסור במידע פנים (אלא במידע "רך" או במידע צופה פני עתיד, ראו אהרוני-ברק וחמדני, בעמ' 62-63), מידע זה עשוי להיות בעל השפעה על שווי המניה. אכן, לא בכל מקרה מתחייבת הכללתו של מידע זה בהערכה. ההחלטה אם להביאו בחשבון, תיגזר ממטרות ההערכה הקונקרטיות. עמד על כך בית המשפט המחוזי (השופט מ' נאור) בפרשת ויסות מניות הבנקים:

"לעיתים אינפורמציה פנים עשויה להיות רלוונטית להערכת שוויין של מניות: הכל תלוי בהקשר ההערכה. כשמטרת ההערכה היא למשל לפצות בעלי מניות מיעוט על חלקם בחברה... ישנה חשיבות גם לנתונים מתוך הפירמה, ובהערכת תזרים המזומנים הצפוי נכון בנסיבות כאלה להביאם בחשבון." [ת"פ (י-ם) 524/90 מדינת ישראל נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, חלק ב', עמ' 501 (לא פורסם, 10.4.1994) (להלן: פרשת ויסות מניות הבנקים)]

בהקשר שלנו, קיימת חשיבות מיוחדת להכללתו של מידע זה במסגרת ההערכה. כך ניתן יהיה לאיין את יתרון המידע של בעל השליטה, המהווה אחת מנקודות התורפה של בעלי מניות המיעוט בעסקאות רכישה מלאות, ולשתף אותם ברווחים הצפויים, לאחר היוונם למועד הרכישה. עמד על כך בית המשפט העליון של דלוור:

"[T]he majority may have insight into their company's future based primarily on bits and pieces of nonmaterial information that have value as a totality... It is this information that, if available in a statutory appraisal proceeding, the Court of Chancery must evaluate to determine if future earnings will affect the fair value of shares on the day of the merger." [*Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 542 A.2d 1182, 1187 (Del. 1988)].

מעבר לדרוש יצויין, כי ייתכנו מקרים בהם גישה זו תחייב מתן זכות למבקש הסעד לעיין במסמכי חברת המטרה הרלוונטיים לשם הערכת שווי המניות על פי שיטת DCF. זאת, בכפוף למגבלות שנקבעו בפסיקה באשר להיקף הגילוי לו זכאי המבקש בשלב הראשוני של אישור תביעתו כייצוגית [לתנאי הגילוי ראו רע"א 10052/02 יפעת נ' דלק מוטורס פ"ד נז(4) 513, 519 (2003)].

60. גם על פי הדין בדלוור, שיטת DCF היא השיטה החשבונאית על פיה מבוצע רובן של הערכות השווי. לא תמיד היה זה כך. עניין *Weinberg*, משנת 1983, סימן את המעבר מכלל הערכה המשוקללת, הידוע כ-"Delaware Block", אל עבר שיטת DCF. בהתאם לאותו הכלל, מניות החברה הוערכו על פי כל אחת משלוש השיטות המקובלות - הערכה לפי שוק, לפי נכסים ולפי הכנסות - כאשר בית המשפט העניק לכל ערך שהתקבל את המשקל היחסי המתאים לו על פי נסיבות המקרה הקונקרטי ועל פי שיקול דעתו [ראו עניין *Weinberg*, בעמ' 712; עניין *Tri-Continental*, בעמ' 75; *Francis I. In re ; DuPont & Co. v. Universal City Studios, Inc.*, 312 A.2d 344 (Del. Ch. 1973) *Delaware Racing Assn.*, 213 A.2d 203, 212 (Del. 1965). Robert W. Hamilton, *Ch. 1, § 634* (3d ed. 1992)].

השיטה המשוקללת - המוטית באופן טבעי אל עבר ערכי העבר - נזנחה כאמור בעניין *Weinberg* לטובת גישה ליברלית יותר, המביאה בחשבון "proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community" (שם, בעמ' 713). מאז אותו פסק דין, השיטה המרכזית להערכה היא שיטת DCF [ראו למשל *Ryan v. Tad's Enterprises, Inc.*, 709 A.2d 682, 693, 702 (Del. Ch. 1996) *Ryan v. Tad's M.P.M. Enterprises, Inc. v. Gilbert*, 693 A.2d 1082 (1997) (להלן: *Ryan*); *Neal v. Alabama By-Products Corp.*, No. 8282, 1990; 731 A. 2d 790, 795-796 (1999) *Del. Ch. LEXIS 127, 20-22* (Del. Ch. Aug. 1, 1990). עם זאת, אין היא השיטה היחידה, ראו *Welch & Turezyn*, בעמ' 631].

61. אני סבור, כי שיטת DCF היא השיטה שיש לנקוט בה, באופן עקרוני, להערכת שווי מניות במסגרת סעד ההערכה. לאור תכליותיו של סעד הערכה ככלי להגנת המיעוט ובשל מגבלותיהן של השיטות האחרות, שיטה זו נראית לי המתאימה ביותר. מעבר לכך, דומה כי שיטת DCF היא ברירת המחדל שבחר בה מתקין התקנות כאשר מתעורר הצורך בהערכת חברה לקראת רכישה. כאמור, המציע בהצעת רכש אינו מחוייב לצרף למפרט ההצעה הערכת שווי של חברת המטרה (תקנה 16א לתקנות הצעת רכש). אולם, אם הוא בוחר לעשות כן תיערך הערכת השווי לפי תקנה 8ב לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, בשינויים המחוייבים. תקנה 8ב(ד) לתקנות האמורות, המפנה לתוספת השלישית, קובעת כי הערכת שווי המצורפת לדוח התקופתי תכלול, בין היתר, את שיטת החישוב שנבחרה, ואם לא הייתה זו שיטת היוון תזרים המזומנים, עליה לכלול הסבר מדוע נבחרה שיטה שונה [ראו פריט 4(ה) לתוספת השלישית]. אמנם לתקנות אלה, אשר הותקנו בשנת 2006, אין תחולה במקרה

הנוכחי, אך הן משקפות את הגישה כי שיטת DCF היא הבחירה הראשונה בכל הנוגע להערכת חברות.

62. איני מתעלם מכך שגם שיטת DCF אינה חפה מבעיות. השופטת מ' נאור אשר נעזרה בה להערכת שווי המניות בפרשת ויסות מניות הבנקים עמדה על מגבלתה המרכזית: "השימוש במודל של DCF כשלעצמו איננו בגדר מרשם קסמים להערכה נכונה, משום שהשאלה האמיתית היא מה הנתונים החזויים המוכנסים למודל" (שם, בעמ' 527). יש הסבורים כי עריכת הערכת שווי על פי שיטת DCF אף מושפעת ממידה בלתי מבוטלת של ספקולציות וניחושים [William T. Allen, *Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis*, 28 J. CORP. L. 551, (2003) 561 (להלן: Allen)].

החשש הוא, כי הסתמכות על נתונים נושאי פני עתיד תביא את מבקש הסעד להביא לפני בית המשפט הערכות אופטימיות באופן קיצוני באשר לאופייה של החברה, אף אם אין הן מבוססות. חשש זה אינו חשש בעלמא וכפי שמראה חביב-סגל, המעבר של בתי המשפט בדלוור מכלל ההערכה המשוקלל לשיטת DCF אכן הביא להגדלה משמעותית בפערים בין ההערכות של הצדדים כלפי מעלה (חביב-סגל, בעמ' 596). בהקשר זה עומדת חביב-סגל על כך, כי הצבת הנתונים בנוסחאות ההערכה פותחת פתח רחב לשיקול דעתו של המעריך, היכול להטות את תוצאות ההערכה בהתאם לאינטרסים של הצדדים (אם באמצעות בחירה אסטרטגית של משך ההיסטוריה הרלוונטית להערכת רווחי החברה בעתיד; בחירה מניפולטיבית של קבוצת החברות הדומות לצורך קביעתו של המכפיל; או מתן פרשנות מניפולטיבית למציאות הנגלית לאחר מועד הרכישה, שם, בעמ' 617-627. ראו גם פרשת ויסות מניות הבנקים, בעמ' 524; עניין קניאל ב', בס' 27). ביקורת נוספת שנמתחה על השימוש בשיטת DCF הייתה, כי בשלהי ההסתמכות על מומחים הופכת למרכז ההליך השיפוטי (Allen, בעמ' 560-561).

63. אין להקל ראש בבעיות אלה, אולם אין בהן כדי להצדיק העדפתן של שיטות הערכה אחרות על פני שיטת DCF. ראשית, משום שבעיות אלה אינן ייחודיות לשיטת הערכה זו או אחרת. מניפולציות והטיות בהצבת נתונים בנוסחאות חשבונאיות יכול שתעשנה בכל אחת מן השיטות, אם כי ברי כי שיטת DCF מועדת ליתר פורענות בהקשר זה, וחוות דעת המומחים בענייננו יעידו. זאת ועוד, ניתן להניח מקרה בו שיטת DCF עשויה שלא להתאים בשל העדר נתונים, ובית המשפט יפנה להערכת מניות על פי אחת השיטות המקובלות האחרות (עמדה על כך השופטת מ' נאור בפרשת ויסות מניות הבנקים: "במקום שלא ניתן 'לנבא' נתונים עדיף לחפש דרך הערכה אחרת. אין דרך הערכה אחת ויחידה. הדרך צריכה להתאים לנתונים שישנם, לאלה שאינם בנמצא,

ולמטרת ההערכה. "שם, בעמ' 549. כן ראו כהן, בעמ' 258); שנית, בחירה בשיטת DCF המאפשרת להעריך את שווי המניות גם בהסתמך על נתונים חזויים לעתיד אין משמעותה כי על בית המשפט לזנוח את בחינתה של סבירות הנתונים. הערכה אופטימית מדי שאין בינה ובין נסיון העבר של החברה דבר, לא תתקבל על-ידי בית המשפט כסבירה (ראו למשל עניין *Technicolor I*, בעמ' 27); שלישית, העובדה כי בית המשפט מודע להטיות אלה, ובעיקר לשיטות באמצעותן ניתן להטות את הערכים כלפי מעלה, מאפשרת לו לנטרל אותן. זאת ניתן לעשות, במידת הצורך, על-ידי מינוי מומחה מטעמו.

64. אכן, לא תמיד רצוי כי השיח המשפטי יופקע לטובת שיח מומחים [ראו עמדתה של השופטת מ' נאור בעניין נצבא, בס' 35 לדעת הרוב; השוו עם דברי הנשיא א' ברק שם, בס' 4 לדעת המיעוט; כן ראו עניין נצבא במחוזי, בס' 5(ז)]. אף בענייננו, הביע בית המשפט המחוזי דעה המסתייגת מהסתמכות על הערכות שווי של מומחים (פסק הדין קמא, בס' 4; השוו עם דעתו הקודמת של השופט נ' ישעיה בעניין קיטאל, בס' 9). זאת ועוד, היזקקות לחוות דעת מומחים עשויה לעיתים קרובות להאריך את ההליך השיפוטי, ולייקרו במידה ניכרת. קושי זה מתעצם כאשר חוות דעת המומחים מטעם הצדדים מנוגדות ולעיתים קוטביות. עם זאת, כידוע, הבעייתיות הכרוכה בפנייה למומחים לא הניאה את בית המשפט, בתחומי משפט אחרים, מלהיזקק לחוות דעתם במקרים המתאימים. במרביתם של המקרים בעיית הפערים בין חוות הדעת והחשש להטיית הערכים, באו על פתרונם הראוי באמצעות מינויו של מומחה שלישי, מטעם בית המשפט [ראו למשל ע"א 4330/07 מחוס נ' מדינת ישראל (לא פורסם, 5.3.2009)]. גם בדלוור המליץ בית המשפט העליון ל-Chancery Courts למנות מומחה מטעמם מתוך הנחה כי הוא יהיה ניטרלי יותר מאשר המומחים מטעם הצדדים (ראו עניין *Shell*, בעמ' 1222. השוו עניין *Technicolor I*, בעמ' 26). סיכומו של דבר, לצורך הערכת שוויין ההוגן של המניות על פי שיטת DCF יבחן בית המשפט את חוות דעת מומחי הצדדים ובמקרים הרלוונטיים אף ימנה מומחה מטעמו.

(3) מועד ההערכה ואי הכללתם של רווחי הרכישה

65. משמצאתי כי הערכת שווי המניות תעשה על פי שיטת DCF, נשאלת השאלה, מהו מועד ההערכה הראוי. דומה כי אין מחלוקת באשר לבחינת שווייה של החברה במועד הגשת הצעת הרכש ולא לאחריו [ראו למשל עניין קיטאל, בס' 9]. 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).

66. זהו גם הדין בארצות הברית. הרווחים שבית המשפט מכליל בהערכת השווי, הם רק אותם רווחים הידועים נכון ליום המיזוג. כך, סעיף 13.01(4)(i) ל-MBCA קובע כי תאריך הערכת השווי יהיה מייד לפני הרכישה ( "immediately before the effectuation of the corporate action to which the shareholder objects" ). סעיף 262(h). לחוק של דלוור מוסיף וקובע את האיסור על הכללת הרווחים הצומחים מן המיזוג עצמו ( "any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation" ). עם זאת, הפסיקה צמצמה את תחולתו של האיסור לרווחים ספקולטיביים בלבד (ראו עניין Weinberg, בעמ' 713; עניין Technicolor II, בעמ' 297-296. עוד ראו Hamermesh & Wachter, בעמ' 121).

(4) אימתי עשוי להתייטר הצורך בהערכה על פי שיטת DCF

67. עמדתי בהרחבה על עקרונות ההערכה הראויים ועל יתרונותיו של כלל ההערכה על פי שיטת DCF. ברם, בשוק משוכלל בו מגוון הצעות הרכש, הסיבות להן ונסיבותיהן רחב כמגוון החברות שבשוק, אין להתעלם מן האפשרות כי ייתכנו לכלל זה גם יוצאים מן הכלל. בידי בית המשפט האפשרות להביא בחשבון אינדיקציות שונות אשר ראוי להסיק מהן לטעמו, ותוך שימת לב לשאר נסיבות המקרה ובחינתו לגופו, כי שווי התמורה שהוצעה בהצעת הרכש היה הוגן, וכי מתייטר הצורך בהתמודדות עם המאטריה הסבוכה של הערכת חברות.

68. מבלי לקבוע מסמרות בדבר, אינדיקציה מועילה לשווי הוגן המייתרת את הצורך בהערכה על פי שיטת DCF, עשויה להתקיים למשל במקרים בהם בסמוך להצעת הרכש נערכה עסקה מרצון מחוץ לבורסה, בין בעל מניות בחברת המטרה לבין המציע, לרכישת בלוק מניות בחברה במחיר שאינו נופל מהמחיר שהוצע בעבור כל מניה בהצעת הרכש. ככל שבלוק המניות הנמכר גדול יותר, ניתן יהיה להניח כי בעל המניות אשר מכר אותן לא היה מסכים למוכרן בפחות משוויין האמיתי. על אחת כמה וכמה



נכונים הדברים כאשר מדובר בבלוק מניות המקנות שליטה. אז יש להניח, כי מחירן כלל גם תוספת פרמיה המשקפת את היותן מניות שליטה. לפיכך, אם התמורה באותה עסקה לא נפלה מן התמורה שהציע המציע עבור המניות בהצעת הרכש, לכאורה עשוי הדבר לשמש אינדיקציה טובה מאד לכך שהתמורה שהוצעה בהצעה היא הוגנת.

בהקשר זה יש לשים לב כי ככל שעובר זמן רב יותר ממועד השלמת העסקה ועד להגשת הצעת הרכש, אינדיקטיביות התמורה ששולמה בעסקה נחלשת ומתעורר הצורך להוכיח כי לא חלו שינויים מהותיים בשווייה של החברה עד להגשת הצעת הרכש. לטעמי, טווח הזמן של שישה חודשים, הקבוע בתקנות הצעת רכש לעניין חובתו של המציע לגלות את כוונותיו למיזוג או רכישה עתידיים בחברה בתקופה זו [ראו תקנה 16(ב) לתקנות הצעת רכש], הוא משך זמן ראוי שמעבר לו יורדת עוצמתה של האינדיקציה באשר לשווי מניותיה של החברה.

עוד יודגש, כי במקרה ההפוך, בו התמורה המוצעת בהצעת הרכש נופלת באופן בלתי מבוטל מן התמורה ששולמה בעסקת הרכישה שנערכה מחוץ לבורסה, עשוי הדבר לשמש אינדיקציה להיות השווי בלתי הוגן, וממילא תתחייב במקרה כזה הערכה על פי שיטת DCF (השוו עם העובדות בעניין סנואי ועם קביעתו של בית המשפט, שט, בס' 11). במקרה כזה כדאי לברר אם מחיר השוק בתוספת הפרמיה, על פיו חושב מחיר העסקה למכירת בלוק המניות, עלה - לקראת הצעת הרכש - הרבה מעבר למחיר העסקה, למשל נוכח האמון שציבור בעלי המניות רחש לרוכש החדש, או מסיבות אחרות. במצב דברים זה יהיה קשה להסיק מן הפער שבין מחיר העסקה מסקנות לעניין שווייה ההוגן של התמורה ששולמה בהצעת הרכש.

69. מעבר לכך ברי כי ייתכנו גם אינדיקציות נוספות העולות מנסיבותיו הייחודיות של כל מקרה, המצדיקות סטייה מעקרונות ההערכה שהותוו לעיל. עם זאת, סטייה מעין זו לטובת הפעלתה של אינדיקציה זו או אחרת, ראוי שתעשה במשורה ולא בנקל תחליף אינדיקציה גורפת את הערכת שווי המניות לגופו.

במקרה הנדון מציעים המשיבים כאינדיקציה נוספת להוגנות התמורה על סחירות הגבוהה של המניות שהוצעו בהצעה ועל היותן חלק ממדד ת"א-100 בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, ולא בכדי. כפי שצינתי לעיל, החוק של דלוור מכיר בחריג לסעד הערכה, אשר חל כאשר מניותיה של חברת המטרה נסחרות בהיקף רחב בבורסה לאומית או מוחזקות על ידי יותר מ-2,000 בעלי מניות מקרב הציבור. או אז, שווי השוק נתפס כשווי ההוגן של המניות ובעלי המניות אינם יכולים לפנות לבית המשפט בבקשה לסעד של הערכה [סעיף 13.02(b)(1) לחוק של דלוור. ראו גם סעיף 13.02(b)(1)].

ל-MBCA]. הנחת המוצא שהנחתה את המחוקק היא, כי כאשר מניותיה של חברה נסחרות בהיקף רחב, מתקיימת תחרות משוכללת ומחיר השוק משקף באופן אותנטי את שווי המניות [חביב-טגל, בעמ' 598; Randall S. Thomas, *Revising the Delaware Appraisal*; 598 (2000) Statute, 3 DEL. L. REV. 1, 11].

אולם, החוק של דלוור, כמו גם הפסיקה, קבעו מקרים יוצאים מן הכלל בהם חריג זה לא יחול. החשוב לענייננו הוא מקרה בו החברה הרוכשת היא חברת האם של חברת המטרה, כאשר לא כל מניותיה של חברת המטרה נמצאות בבעלות חברת האם [ראו סעיף 262(b)(3) לחוק של דלוור. השוו עם סעיף 13.02(b)(4) ל-MBCA המתיר פנייה לסעד הערכה על אף חריג השוק, בין היתר, כאשר החזקות הרוכש עולות על 20% מזכויות ההצבעה בחברה]. הפסיקה בדלוור הוסיפה אף היא מקרים בהם לא יחול חריג השוק. כך למשל נקבע, כי אם בעל השליטה מחזיק בבלוק גדול של מניות, כך שהמניות הנסחרות בידי הציבור הן מניות מיעוט בלבד, הערכת המניות לא תעשה בהתאם למחיר השוק שכן אין בו כדי לשקף את מלוא ערכן הפנימי (ראו למשל עניין *Ryan*, בעמ' 693). כבר עמדתי על כך, כי כאשר לחברת המטרה יש בעלי מניות מיעוט, הללו חשופים לפגיעה מידי הרוב הרוכש. בשל פגיעות זו, הדין של דלוור אינו שולל מבעלי מניות המיעוט את הסעד להערכת מניותיהם על פי שווייה הפנימי של החברה כעסק חי, אף אם חברת המטרה נסחרת בהיקפים גדולים.

אשר לישראל, היוצאים מן הכלל אותם מניח הדין של דלוור הם הכלל בכל הנוגע להצעות רכש מלאות, בהן בעל השליטה הוא הרוכש מבעלי מניות המיעוט את מניותיהם. יוצא, כי אין מקום להחרגה כגון זו גם אצלנו. עצם העובדה כי המניה הנמכרת היתה כלולה באחד המדדים המובילים בבורסה, לא די בה כדי להעיד, בהתעלם מנתונים נוספים, כי התמורה שהוצעה בהצעת הרכש היא הוגנת.

70. עוד יודגש, כי ייתכנו מקרים בהם גם אם מתקיימת אינדיקציה טובה להוגנות התמורה, אין להסתייע בה ויהיה ראוי יותר לקבוע בו את שווי המניות על פי שיטת DCF. כך יש לנהוג תמיד מקום בו נפל חשד למניפולציה במחירי המניות או מקום בו הוכח כי לא עמד לרשות בעלי המניות הניצעים המידע הרלוונטי הדרוש להערכת הוגנותה של התמורה שהוצעה. זאת, מבלי לגרוע כמובן מזכותם של הניצעים לנקוט הליכים נוספים כנגד המציע במקרים כגון אלו.

71. סיכומם של דברים, בבוא בית המשפט להעניק לניצע סעד הערכה לקביעת השווי ההוגן של מניות שנרכשו ממנו בהצעת רכש מלאה, ערכן של המניות ייבחן על פי השווי הפנימי של החברה כעסק חי, וזאת בהתאם לשיטת DCF, המעריכה את שווי

החברה על פי רווחיה (הכנסות, תזרימי מזומנים או דיבידנדים) כפי שהם צפויים בעתיד, מהוונים לערכם הנוכחי, והכל נכון למועד הצעת הרכש. עם זאת, ייתכנו מקרים בהם עשויה להתקיים אינדיקציה חזקה להיות השווי שהוצע בהצעה שווי הוגן, אז הערכת המניות על פי שיטת DCF לא תהיה דרך המלך. נותרה לפתחנו השאלה האחרונה, על מי נטל ההוכחה בהליך של סעד ההערכה.

נטל ההוכחה

72. הנטל להוכיח את עמידתו של המבקש בתנאי הסף לבקשת סעד הערכה, כמו גם את הטענה כי התמורה עבור המניות בהצעת הרכש היתה בלתי הוגנת, מוטל - מטבעם של דברים - לפתחו של מבקש הסעד. אכן, על אף שהמבקש עשוי להיות מי שמכירת מניותיו נכפתה עליו, הנטל להוכיח כי הפקעתן נעשתה בתמורה בלתי הוגנת רובץ לפתחו. כפי שהוסבר בהרחבה מעלה, המנגנון הקבוע בחוק להסדרת הצעות רכש, עוצב באופן המונע לחצי בחירה ועיוותים העלולים להתקיים בשל הצבעה אסטרטגית או בשל אדישותם של הניצעים, ומבטיח כי הצבעת רוב בעלי מניות המיעוט תשקף לאשורו את רצונם הקולקטיבי למכור את מניותיהם במחיר שהוצע להם, הנראה בעיניהם הוגן. מכאן, כי על הטוען כנגד שווי התמורה שהרוב ראה בה תמורה מספקת, הנטל להוכיח את טענתו. כך הם פני הדברים גם בהקשר דומה של עתירה לסעד להסרתו של קיפוח. על הטוען לקיפוח על פי סעיף 191 לחוק החברות, מוטל נטל ההוכחה [ראו למשל ע"א 2699/92 בכר נ' ת.מ.מ תעשיות מזון מטוסיס, פ"ד נ(1) 238, 249 (1996) (להלן: עניין בכר); ע"א 54/96 הולנדר נ' המימד החדש תוכנה בע"מ, פ"ד נב(5) 673, 701-703 (1998)]. השוו עם החוק של דלוור, המטיל, ככלל, את נטל ההוכחה על מבקש הסעד (סעיף 262.6.3 לחוק של דלוור). אולם, אם כשלו הצדדים בהוכחת שווי המניות, יעריכן בית המשפט בעצמו, ולא יפסוק כנגד המבקש רק בשל אי-הרמת הנטל (ראו *Welch & Turezyn*, בעמ' 621).

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

74. הפסיקה עמדה על כך, כי הנטל להוכיח קיפוח הוא נטל לכאורי גרידא: "הובאה הוכחה כזו, יעבור הנטל לכתפי הרוב, להצביע שפעל כראוי וכי פעולתו אינה מהווה קיפוח המיעוט." (עניין בכר, שס). כך למשל, החלטת חברה "המעוררת סימן שאלה רציני וחשד ממשי שאין זו פעולה בתום-לב ולטובת החברה" עשויה להפוך את הנטל [ע"א 667/76 ל. גליקמן בע"מ נ' א. מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב (2) 281, 287 (1978)]. כן ראו ע"א 817/79 קוטוי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח (3) 253, 280 (1984)].

בהקשרו של סעד ההערכה עשוי הנטל להתהפך ולעבור לכתפי המציע, כאשר הערכת השווי שהגיש המבקש על פי שיטת DCF מוכיחה כי שווי התמורה שהוצעה נפל משוויין האמיתי של המניות. יצויין כי בפסיקה המחוזית נקבע כי מבקש המגבה את בקשתו בחוות דעת מקצועית על פיה שווי המניות עלה על התמורה שהוצעה עבורן, עבר את משוכת התשתית הראייתית הראשונית [ראו עניין סנואי, בס' 8. ראו והשוו עניין קיטאל, בס' 10. כן ראו ע"א (ת"א) 3492/06 סי.אי תעשיות קרטון בע"מ נ' שנהב, עמ' 6 לפסק דינה של השופטת ש' דותן (לא פורסם, 11.3.2007)]. לאחר העברת הנטל, אין לשלול מצב בו יטען המציע לקיומה של אינדיקציה זו או אחרת להיותו של השווי שהוצע הוגן בנסיבות הצעת הרכש המיוחדות לעניין, למשל מפני שבסמוך להצעת הרכש נערכה עסקה מרצון מחוץ לבורסה, במסגרתה רכש המציע בלוק מניות בחברה במחיר הנופל מהמחיר שהוצע בעבור המניות בהצעה.

בנוסף, מקום בו עלה בידי מבקש הסעד להניח תשתית ראייתית לכאורית המקימה חשד ממשי למניפולציה במחירי המניות, יעבור הנטל לבעל השליטה להפריך חשדות אלו. במקרה כזה לא יהיה די בקיומה של אינדיקציה לשווי הוגן, ובעל השליטה יצטרך להוכיח כי התמורה היא הוגנת באמצעות הערכת שווי על פי שיטת DCF. מקרה דומה שעשוי להעביר את הנטל הוא מקום בו הוכיח המבקש כי במניין קולות הניצעים שנענו להצעת הרכש הובאו קולותיהם של בעלי השליטה במציע או קרוביו וכי בשל כך התקבלה ההצעה [יצויין, כי בפרק הדין בהצעות רכש מלאות בחוק אין איסור 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, איסור המצוי בפרק הדין בהצעות רכש מיוחדות בסעיף 331(ג) לחוק החברות (ראו גם סעיף 341 לחוק וסעיף 236 לפקודה). עם זאת, חלה על המציע חובת גילוי באשר לקשרים בינו לבין בעלי המניות בחברת המטרה, ראו תקנה 13(ג) לתקנות הצעת רכש; בהט, בעמ' 1244-1245].

לבסוף, לטעמי גם הוכחת אי-גילוי של מידע חיוני לצורך החלטה מושכלת בהצעת רכש, יש בו כדי להצדיק העברת הנטל לכתפי המציע [השוו עם הצעתם של אהרוני-ברק וחמדני להטיל את הנטל הראשוני להוכחת הוגנות התמורה על בעל השליטה, שייאלץ להראות כי הביא בפני הניצעים את כל המידע הרלוונטי, שם, בעמ' 78. השוו גם עניין Weinberg בדלוור, אשר קבע כי הנטל להוכיח את גילוי כל הפרטים הרלוונטיים לעסקה נותר על כתפי המציע (שם, בעמ' 703)].

#### מן הכלל אל הפרט

75. בהתאם לעקרונות ההערכה שהותוו לעיל, אין המקרה שלפנינו מצדיק התערבות בתוצאה אליה הגיע בית המשפט המחוזי.

בראש ובראשונה, הערכת שוויין של מניות משכן בהתאם לשיטת DCF, כפי שזו נעשתה על ידי רו"ח בן-אור, המומחה המטעם המשיבים, מלמדת כי התמורה שהוצעה עבורן בהצעת הרכש הייתה הוגנת. שתי חוות דעת שהוגשו לבית המשפט המחוזי בחנו את שווי המניות על פי שיטת DCF. חוות הדעת שהועדפה על ידי בית המשפט הייתה חוות דעתו של רו"ח בן-אור. עוד קיבל בית המשפט את קביעתו של רו"ח בן-אור, כי חוות דעתו של רו"ח סוקולובסקי, על פיה מחירה של המניה על פי שיטת DCF עומד על סך של 3,441 ש"ח, היא מופרכת (ראו פסק הדין קמא, בס' 3). מקרה זה אינו נופל בגדרם של המקרים הנדירים המצדיקים התערבותו של בית המשפט שלערעור בהעדפתה של הערכאה הדיונית חוות דעת מומחה אחד על פני אחר [ראו למשל ע"א 323/89 קוהרי נ' מדינת ישראל, פ"ד מה(2) 142, 171-172 (1991); ע"א 2989/95 קורנץ נ' מרכז רפואי ספיר, פ"ד נא(4) 687, 695 (1997)].

בשלב הראשוני בו אנו מצויים, של אישור התביעה כייצוגית, אין כל צורך לצלול לעומקן של חוות הדעת מטעם הצדדים. די בכך, כי על פי חוות דעתו של רו"ח בן-אור, אשר העריכה את המניות, בין היתר, גם על פי שיטת DCF, טווח שוויין נע בין 898 ש"ח ל-1,051 ש"ח. המחיר בו נרכשו המניות, אשר עמד על סך של 1,017 ש"ח למניה, מצוי איפוא בטווח העליון של ההערכה בהתאם לשיטה זו (ראו פרק ד' לחלק א' של חוות דעתו הראשונה של רו"ח בן-אור).

76. סיכומו של דבר, על פי הערכת שווי מניות בהתאם לשיטת DCF, שווי המניות שהוצע בהצעת הרכש היה הוגן. התביעה אינה מאושרת איפוא כתובענה ייצוגית. בכך מתייחר הצורך לדון בטענות הנוגעות להגדרתה של הקבוצה המיוצגת. כן מתייחר הצורך לדון בטענות המשיבים בנוגע לחוסר תום ליבו של המערער.

77. הערעור נדחה. המערער ישא בשכר טרחת עורכי דין לטובת המשיבות בסכום של 50,000 ש"ח.

## ש ו פ ט

### השופט א' רובינשטיין:

א. לאחר העיון מצטרף אני לחוות דעתו המקיפה והבהירה של חברי השופט דנציגר. דומני כי הגיעה עת להכרעת נושא זה של פרשנות "השווי ההוגן" שבו דיבר המחוקק בסעיף 338(א) לחוק החברות תשנ"ט-1999 אשר בתי המשפט המחוזיים פירשוהו בדרכים שונות. נדמה לי שנכונה הדרך בה נקט חברי, אימוץ - ביסודה - של שיטת DCF אשר ננקטה בבתי המשפט של דלאור, המתמחים כידוע בכגון דא. אוסיף: המונח "שווי הוגן" המופיע פעמיים בסעיף 338(א) נוטע עצמו בסביבה "מקצועית" מתמחה. חברי השופט דנציגר סבר בהקשר זה, כי "פרשנותו של המונח הוגנות כשלעצמו, באופן מנותק מעקרונות נוהגים בהערכת חברות, אינה מסייעת בידינו לפתרונה הראוי של סוגיה זו". אבקש לומר לגבי הערה זו, כי לדידי יש ליתן גם משמעות ערכית-ציבורית, בטרם פרשנות "מתמחה", לביטוי "הוגן" שהשתמש בו המחוקק (והוא מופיע כבר בסעיף 393(א) להצעת חוק החברות, תשנ"ו-1995 (הצעות חוק תשנ"ו 2, 113)), בסעיף שהוכתר "חילוטיין" (רכישת מניות המביאה לאחזקות מעל 90%), ולימים הוחלף בחוק כפי שנתקבל ל"הצעת רכש מלאה" (סעיף 336). באותו סעיף בהצעת החוק דובר על הצורך שהרוכש יציע "שווי הוגן בשים לב לשווי החברה". אין זו הוראת החוק כיום, והדגש הוא על "שוויין ההוגן" של המניות.

ב. המונח "הוגן" מופיע עשרות פעמים בחקיקה הישראלית, במיוחד - לא רק - בעשור האחרון. הצירוף "שווי הוגן" מופיע אף הוא, למשל לעניין הערכת ניירות ערך בתקנה 19(ט) לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (פרטי דין וחשבון), תשנ"ח-1998, בהגדרת אופציה בתקנה 1 לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), תשס"א-2001, ובסעיף 1 לחוק הסכמים בנכסים פיננסיים, תשס"ו-2006. הצד השוה בכל אלה הוא חרדת המחוקק ומחוקק המשנה לערך החברתי של ההגינות, מה שקרוי באנגלית Fairness, יסוד מוסד באתוס האמריקני למשל.

ג. אך למה נרעה בשדות זרים? הגינות היא יסוד גם במסורת המשפט העברי. התלמוד הבבלי (עבודה זרה נ"ב, א') אומר "כל המעמיד דיין שאינו הגון - כאילו נוטע

אשרה בישראל", ובמדרש (תנאים דברים א', י"ג) נאמר "כל המעמיד דיין שאינו הגון גורם שממון לעולם"; ומדרש אחר (שכל טוב (בוכר) בראשית, כ"ט י"ז) אומר "מכאן לאדם הגון שהולך למקום ורואה דבר שאינו הגון, שצריך למחות ולמנוע". ההגינות היא תנאי להיותו של אדם דיין, אך גם פנס מאיר להתנהגות.

ד. בסופו של יום מסכים אני עם חברי כי על פי רוב אין לראות את שווי השוק כאינדיקציה לקביעת שווי הוגן, מן הטעמים שמנה, והתואמים גם את לשון החוק בשונה מהצעת החוק כאמור. את משמעה של הביקורת שבשלה אין לתמוך בגישת שווי השוק ניתן לתמצת במלים "יצר לב האדם", קרי, אם מידע שבידי בעל השליטה עלול לגרום שינוי בשווי השוק, יש למנוע הימנו ליהנות ממניפולציות (ראו מאמרם של ה' אהרונ-ברק וא' חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה", תאגידים ו' 3/56, 61 וכן האסמכתאות שציטט חברי מספרה של ד"ר א' חביב-סגל דיני חברות לאחר החוק החדש (2004), 599-600). המלומדת פרופ' צ' כהן בספרה בעלי מניות בחברה: זכות תביעה ותרופות (מה' 2, כרך ב' (2008) ממליצה על הגישה שננקטה בדלאוור, המאפשרת "גמישות מירבית לקביעת השווי ההוגן". בדרך זו הילך חברי.

ה. לא אומר שלא משכו את לבי תחילה באשר לשיטת ההערכה, בגישת שכל ישר, דברי השופט קמא בפסק הדין נשוא הערעור (ת"א (ת"א) 1334/02, בש"א 6479/02), כי יש לפרש את המונח "שווי הוגן" -

"על פי משמעותו הלשונית המקובלת על הציבור הרחב, ולא לבחון את משמעותו לאורן של שיטות הערכה וחישוב שונות המקובלות אצל המומחים לדבר".

(אך ראו דעתו בת"א (מחוזי - ת"א) 2338/02 ממן נ' קיטאל). ואולם, עסקינן בתחום מקצועי ביותר וספציפי ביותר, שאעז לומר שמעטים מן "הציבור הרחב", ואף מן המשפטנים, מתמצאים בו כדבעי, והוא מחייב - בדומה לתחומים ברפואה ובטכנולוגיה - קבלתן של חוות דעת מומחים כפי שהציע חברי, גם אם אין הן דבר מושלם ויש בהן נסתרות לא מעטות (ראו גם פסקה 64 לחוות דעתו של חברי). בסופו של יום, שוכנעתי לעניין בחירתה של שיטת DCF, חרף החששות והחסרונות, מכך שהיא נבחרה במהות על-ידי מתקין התקנות עצמו כברירת מחדל, כאמור בפסקה 63 לחוות דעת חברי. במהות וביסודו של דבר אמרנו, כי מסכים אני עם חברי, שישנם מקרים - כפי שמנה בחוות דעתו - שבהם לא תהא שיטה זו "דרך המלך".

ו. ועם זאת, מבקש אני להדליק נורית מהבהבת קטנה אל מול עיניהם של בתי המשפט בבואם לאשר שווי חברה, בשיטת DCF כמו בכל שיטה אחרת: בלשון פשוטה, בחינה בשבע עיניים. המחוקק ביקש שווי "הוגן", קרי, Fair, בחינת "דעלך סני לחברך לא תעביד" ("מה שעליך שנוא לחברך לא תעשה"), כדברי התנא הלל הזקן (בבלי, שבת ל"א, א'). ישוה בית המשפט לנגד עיניו את מצבו של הטוען לקיפוח בחברה, ויבחן היטב אם לאחר הכל לא נפגעו זכויותיו. בע"א 2773/04 נצבא נ' עטר (לא פורסם) נזדמן לי לומר, כי -

"במובן העיוני, מסכים אני בכל הכבוד - לדברי חברי הנשיא ברק באשר למדיניות המחמירה בגדרי ההגינות ותום הלב, כדי להבטיח אי קיפוח... בעולם שבו לא אחת ולא שתיים אין 'אדם לאדם' - אדם' כדברי הנשיא ברק ברע"א 8339/97 רוקר נ' סלומון, פ"ד נה(1) 199, 279, נדלקות נורות האזהרה ומתחייבת בדיקה קפדנית. את יישום הדברים יש לבחון על פי הנסיבות".

קביעת העיקרון, כעולה מפסק דינו של חברי, 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 שתימצא נוסחה הוגנת באמת, כצו המחוקק.

ז. זהו תפקידו של בית המשפט. אותם חששות שהביעה השופטת נאור בת"פ (י-ם) 524/90 מדינת ישראל נ' בנק לאומי לישראל (פרשת ויסות מניות הבנקים) באשר לשיטת DCF, כוחם יפה בכל עת; 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, במינוי מומחה, ולבסוף בהכרעה.

ש ו פ ט

המשנה לנשיאה א' ריבלין:

מצטרף אני למסקנה העקרונית שאליה הגיעו חבריי השופט י' דנציגר וא' רובינשטיין, אך התוצאה בתיק זה צריכה, לדעתי, להיות שונה. כיוון שהכריעוני חבריי במסקנתם המשותפת אסתפק בהערה.



סבור אני כי שיטת השוק עדיפה היא – על אף חסרונותיה. לתחושת, בהינתן תנאי שוק מתאימים, מחיר המניה בשוק מגלם בצורה הטובה ביותר את שלל הרכיבים המשפיעים על שווי המניה. המניפולציות שבעלי השליטה בחברה עלולים לבצע קיימות גם בשיטות ההערכה האחרות, ובוודאי שגם בשיטת ה-DCF יש פתח להתנהלות אסטרטגית מצד בעלי השליטה. יתרה מכך, כשיטת חישוב הצופה פני עתיד, שיטת ה-DCF חשופה ליותר מניפולציות מצד הצדדים המתדיינים. יתרונה של שיטת השוק בכך שהיא מספקת קנה מידה "אובייקטיבי" להערכת שווי המניה, ככול שקיים קנה מידה כזה. היא נסמכת על מציאות קיימת להבדיל מהערכות שאינן חד-משמעיות באשר לעתיד החברה, ומקום בו השוק מספיק גדול – גדולה "חכמת השוק" מתבוננת אלה החוזים את העתיד.

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. אולם מבקש אני להדגיש שבמקום בו עשוי שווי השוק לשמש אינדיקציה רלוונטית – יש להיעזר בו. נראה לי כי זהו המקרה כאן. החברה נשוא הערעור, נסחרת, במסגרת קבוצת המניות הנמנות על מדד "תל-אביב 100". המדד האמור מעיד, ככלל, על נפח המסחר במניה. משכך, במקרה שלפנינו צריך שווי השוק לשמש כאינדיקציה מרכזית (אף כי לא בהכרח יחידה) לקביעת שווי המניה.

מכל מקום, הקביעה בנוגע לשיטת הערכת המניות נוגעת לעניין סעד ההערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות. השאלה כיצד יוערך שוויין של מניות בחברה בהקשרים אחרים, ככול שיתעוררו כאלה בעתיד, היא שאלה נפרדת שתוכרע בבוא העת.

המשנה לנשיאה

הוחלט כאמור בפסק דינו של השופט י' דנציגר.

ניתן היום, י"א בטבת תש"ע (28.12.2009).

שופט

שופט

המשנה לנשיאה