

להעריך מחדש את סעד ההערכה

איתמר נדל, * יצחק בומבך**

המאמר מציג ניתוח תאורטי חדש להסדר הקבוע בחוק החברות, התשנ"ט-1999, בעניין הצעת רכש מלאה. מן ההסדר עולה קושי דוקטרינרי המתבטא בסתירה בין דיני החברות לבין העקרונות של דיני החוזים. בפרט, מתעוררת השאלה מדוע המחוקק מעניק לבעלי מניות המיעוט שהסכימו להצעת הרכש המלאה, באופן רצוני ומודע, זכות לתבוע סעד הערכה, קרי, לבקש מבית המשפט להעריך מחדש את מחיר העסקה.

למאמר שני מהלכי טיעון. ברובד התיאורי, לשיטתנו, ניתוח ההסדר מבעד למשקפיים של גישות קלסיות – דוגמת תאוריות של "צדק מתקן", "ניתוח כלכלי של המשפט" ו"צדק חלוקתי" – מעלה קשיים משמעותיים בפרטי ההסדר. הצגתן של הגישות הקלסיות מדגישה לשיטתנו כשלים דוקטרינריים אשר אינם ניתנים ליישוב. עם זאת, ננסה להראות כי ניתוח ההסדר לאור התאוריה של "צדק ביחסים" פותר את הקשיים האמורים. נציע כי ניתן לראות בהסדר, ברוח העקרונות של תאוריית הצדק ביחסים, את מימושה של עקרון השוויון המהותי (בין בעלי המניות בחברה, לרבות בעל השליטה) ועקרון האוטונומיה. לאחר מכן, ברובד היישומי, המאמר מספק תובנות בנוגע להתאמתם של מרכיבי "השווי ההוגן" לתאוריה וכן ביחס להצעות שהועלו להקשחת המנגנון של הצעת הרכש המלאה.

בפרק א יוצג ההסדר בעניין הצעת רכש מלאה. בתוך כך יוצגו ההגנה הכפולה המוענקת לבעלי המניות, סעד ההערכה והקושי הדוקטרינרי העולה מן ההסדר. בפרק ב ייסקרו גישות קלסיות אחדות לניתוח סעדים במשפט הפרטי, ויוסבר מדוע הן אינן מתאימות לניתוח ההסדר. בפרק ג תוצג

* מתמחה בבית המשפט העליון. בוגר הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב.

** מתמחה בבית המשפט העליון. בוגר הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב.

אנחנו מודים לאביחי דורפמן, לחנוך דגן, לאסף חמדני, לשרון חנס, ליפעת נפתלי בן ציון, לברק ירקוני, ליחיאל אורן הרוש, למיכאל קגזנוב, לאלמה גלבוע שכטמן, לאלון מלאבר, למנחם חייקה ולדן בומבך על הערותיהם המעמיקות ומאירות העיניים. תודה גם למערכת כתב העת **משפט ועסקים**, ובפרט לקורא האנונימי, לחברי המערכת הדר טבול, ים רוז, טל שוורץ ועדי זהריה, וכן לעורך הלשוני גיא פרמינגר, על עבודת עריכה מעולה.

תאוריית הצדק ביחסים, ויוסבר כיצד היא פותרת את הקושי הדוקטרינרי שהוצג. בפרק ד יוצגו השלכות אופרטיביות ראשוניות הנובעות מניתוח ההסדר לאור תאוריית הצדק ביחסים. לבסוף נסכם.

פרק א: הצגת ההסדר

1. הצעת רכש מלאה
 2. ההגנה הכפולה: כלל קניין וכלל אחריות
 3. תולדות סעד ההערכה
 4. הקושי הדוקטרינרי העולה מן ההסדר
- פרק ב: בחינה של גישות קלסיות לניתוח סעדים במשפט הפרטי

1. צדק מתקן
 2. ניתוח כלכלי של המשפט
 3. צדק חלוקתי
- פרק ג: הגישה התאורטית המתאימה – צדק ביחסים
1. כללי
 2. סעדים מהותיים (substantive remedies)
 3. פתרון לבעיה הדוקטרינרית

פרק ד: משמעויות אופרטיביות

1. התאמת מרכיבי "השווי ההוגן" לתאוריה
2. ניתוח חלופות להקשחת המנגנון

סיכום

פרק א: הצגת ההסדר

1. הצעת רכש מלאה

שוק החברות הציבוריות הישראלי מתאפיין בבעלות ריכוזית של בעלי שליטה, שלצידם יש בעלי מניות מיעוט.¹ במקרים שבהם בעל השליטה רוצה לרכוש את מלוא החברה, עומדים לרשותו שלושה מסלולים עיקריים, הקבועים בחוק החברות, התשנ"ט-1999

1 ראו, למשל, אסף חמדני **ריכוזיות השליטה בישראל: היבטים משפטיים** 10 (מחקר מדיניות 78, המכון הישראלי לדמוקרטיה 2009); אייל יניב, בני לאוטרבך, מנחם (מני) עבודי ואורן קאפח "שינויים באחזקות בעלי השליטה – עוד דרך להשגת טובות הנאה פרטיות?" **הרבעון לכלכלה** 59 (2/1) 111, 118 (2012).

(להלן גם: החוק):² הראשון הוא מיזוג, שבו כלל נכסיה של חברת היעד וחיוביה עוברים לחברה הקולטת, ואילו חברת היעד מתחסלת;³ המסלול השני הוא הצעת רכש מלאה, שבה הרוכש מציע לבעלי המניות האחרים בחברה – הניצעים – הצעה לרכישת מניותיהם; והמסלול השלישי הוא הסדר בבית משפט, שרשאי לאשר שינוי מבנה, מיזוג או העברת נכסים בין חברות.⁴

בפסק הדין בעניין שני נקבע כי מסלולים אלו הם חלופיים זה לזה, כך שמתכנני עסקאות יכולים לבחור בנתיב הנוח להם בנסיבות העניין, כל עוד נשמרים האינטרסים של צדדים שלישיים וכן זכויותיהם של בעלי המניות.⁵ עם זאת, לפי מחקר אמפירי עדכני שנערך בישראל, בעלי שליטה בישראל מעדיפים בצורה ברורה את המסלול של הצעת רכש מלאה על החלופות האחרות.⁶

במסלול של הצעת רכש, כאשר מדובר בחברה ציבורית, החוק מבחין בין "הצעת רכש מיוחדת" ל"הצעת רכש מלאה". הצעת רכש מיוחדת מסדירה רכישה של "דבוקת שליטה" (25% או יותר מכלל זכויות ההצבעה) או של מניות ששוויין עולה על 45% מזכויות ההצבעה בחברה, כאשר אין לה בעל מניות אחר המחזיק בשיעור כזה.⁷ לעומת זאת, הדרך היחידה שבה ניתן לחצות את רף ההחזקה של 90% מסך המניות של חברה ציבורית היא הצעת רכש מלאה.⁸ המשמעות היא שאדם החפץ בחציית הרף נדרש להחזיק בחברה כולה (על פי רוב מדובר בבעל השליטה בחברה אשר מעוניין להשתלט על החברה כולה). מכללים אלו משתמע האיסור החל על מציע "לאסוף מניות", דהיינו, לחצות את רף ההחזקה האמור באמצעות צבר של עסקאות פרטיות עם בעלי מניות בחברה.⁹ ראוי לציין כי בשנים האחרונות נרשמה, בישראל ובעולם, עלייה משמעותית

2 עסקאות אלו מכונות "עסקות going private". להרחבה ראו ROBERT CHARLES CLARK, CORPORATE LAW 500 (1986). במאמר מוסגר יוער כי יש דרך אפשרית נוספת להשגת תוצאה מעשית זוהי, והיא רכישה מלוא נכסי החברה על ידי בעל השליטה. עם זאת, דרך זו דומה יותר באופייה להליכי פירוק, ועל כן מקובל לא להשוותה לשלוש הדרכים ה"קלסיות" של השתלטות על חברה.

3 ס' 323 לחוק החברות. לצורך זה יש להשיג הסכמה של יותר מ-50% מבעלי המניות בחברה.
4 הסדר זה קבוע בס' 350 ו-351 לחוק החברות. אספת בעלי המניות (או אספת סוג, במקרים מסוימים שבהם יש אינטרסים שונים בין בעלי המניות) נדרשת לאשר הסדר כזה ברוב מקרב בעלי המניות המשתתפים באספה המחזיקים לפחות 75% מהחזקותיהם של בעלי המניות המשתתפים באספה.

5 ה"פ (מחוזי ת"א) 786/07 שני נ' מלם מערכות בע"מ (אר"ש 21.10.2007); שרון חנס ועמרי ידלין "על מיזוג, מיזוג הופכי ורכישה בחוק החברות" הפרקליט 104 (2003); אסף חמדני "מיזוג והצעת רכש מלאה לאור תיקון מס' 3 לחוק החברות" תאגידים 110, 3/ (2005).

6 ברק ירקוני, בני לאוטרבך ויבגני מוגרמן "החלופות להפיכת חברה ציבורית לפרטית: ניתוח משפטי וממצאים אמפיריים" עיוני משפט 3 (צפוי להתפרסם ב-2024).

7 פרק שני לחלק השמיני לחוק החברות.

8 ס' 336 לחוק החברות.

9 הכללים המסדירים את הצעות הרכש קבועים בתקנות. כך, למשל, הצעת רכש תהא בלתי הדירה ובתנאים שווים, והמציע חייב לכלול נתונים שונים שיש בהם כדי לסייע לבעלי המניות בקביעת שווי החברה. ראו תק' 4-5 ו-8-18 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), התש"ס-2000.

במספר העסקאות שמטרתן להוביל להשתלטות מלאה של בעל השליטה על חברות ציבוריות.¹⁰

בסוגיות הנוגעות ברכישת מניות, תפיסתו של המחוקק היא שהמניות הן רכוש של המחזיק בהן, וכי לו נתונה ההחלטה בדבר המכירה. לכן אין להתערב בחופש של הצדדים לקיים עסקאות.¹¹ הנחת המוצא היא שאם בעלי מניות המיעוט יפעילו את שיקול דעתם המסחרי, ויישאו וייתנו באופן אפקטיבי עם המציע, יקודמו עסקאות יעילות בלבד.¹² עם זאת, למרות בררת המחזק אשר נמנעת מהתערבות, במקרים מסוימים שבהם השוק נכשל, והעסקה חוטאת לאחת מתכליות החוק,¹³ המחוקק מתערב ומסייע במניעת כשל השוק. מקרה בולט מן הסוג האמור מתממש כאשר בעל שליטה מנסה לרכוש את החברה במלואה. אומנם, ייתכנו מניעים לגיטימיים לביצוע מהלך כזה, אשר חוסך את עלויות התפעול והדיווח הכרוכות ברישום כחברה ציבורית, וכן מאפשר חופש פעולה רחב יותר בקבלת החלטות עסקיות.¹⁴ עם זאת, לבעל השליטה יש אינטרס מובהק לנצל את שליטתו ולהוריד את מחיר הרכישה מתחת לשווי ההוגן. במילים אחרות, הוא עלול לנסות להעביר ערך מכיסם של בעלי מניות המיעוט לכיסו הפרטי.¹⁵ בכשל שוק כזה המחוקק מתערב ומגן על בעלי מניות המיעוט.

התערבותו של המחוקק בהצעת רכש מלאה נובעת מכך שתוצר לוואי של החזקה במניות הוא היכולת להשפיע על החברה ולכוון את פעילותה.¹⁶ לכן במצבים מסוימים החוק מחייב את שני הצדדים לקיים עסקה – את בעל השליטה (להלן גם: המציע) הוא

10 בספרות המשפטית שסקרה את התופעה הוצעו כמה סיבות אפשריות לכך, ביניהן הגברת האסדרה החלה על חברות ציבוריות, בעיקר בארצות הברית; התפתחותם של אמצעי מימון חדשים המתאימים יותר לחברות קטנות; והעלייה בריכוזיותו של המשק האמריקני. ראו ירקוני, לאוטרבך ומוגרמן, לעיל ה"ש 6, בעמ' 4, ה"ש 8 וההפניות שם.

11 דברי ההסבר להצעת חוק החברות, התשנ"ו-1995, ה"ח 2, 104–105, 107.

12 אסף חמדני ושרון חנס "חופש העיצוב בעסקות של מיזוג ורכישה" **משפט ועסקים** ח 401, 404–405 (2008).

13 בין תכליות ההסדר ניתן למנות סיוע בקיומן של עסקאות יעילות, הבטחת הגינות המסחר וכן שמירה על זכויותיהם של בעלי המניות. ע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ**, פס' 30 לפסק הדין של השופט דנציגר (אר"ש 28.12.2009); ידידיה צ' שטרן **רכישת חברות** חלק ב (1996).

14 Zohar Goshen & Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 YALE L.J. 560 (2016).

15 ע"א 2773/04 **עטר נ' נצבא חברה להתנחלות בע"מ**, פ"ד סב(1) 456, פס' 2 לפסק הדין של הנשיא (בדימ') ברק (2006). הנשיא (בדימ') ברק – אשר חרף היותו דעת מיעוט בפסק הדין, לא היה במיעוט לעניין זה – התייחס באריכות לכשל השוק המתבטא בקיפוחם של בעלי מניות המיעוט, ואף התייחס לס' 191 לחוק החברות, העוסק בקיפוח מסוג זה. ראו גם הדס אהרונ'י-ברק ואסף חמדני "הצעת רכש מלאה: סעד ההערכה ויתרון המידע של בעל השליטה" **תאגידים** 3/1, 56 (2009); מורן אופיר "פרמיית השליטה בעסקות מיזוג מסוג going private" **משפט ועסקים** כ 541, 542–541 (2017). אופיר מפנה שם, בעמ' 542, ה"ש 1, למאמרים תאורטיים ואמפיריים התומכים בקיומה של תופעה זו.

16 החלטה 102-3 של רשות ניירות ערך "ספירת החזקות לעניין סעיף 336 לחוק החברות" (מרץ 2005).

מחייב לרכוש מניות, ואת בעלי מניות המיעוט (להלן גם: הניצעים) הוא מחייב למכור לו אותן. זאת, מכיוון שאם בעל מניות יחזיק באחוזים מזעריים, אזי בפועל הוא יאבד את היכולת לסחור במניות ולממשן.¹⁷ כמו כן, כאשר יש כמות קטנה של בעלי מניות מיעוט בחברה, כוחם הכופה היחסי של כל אחד מהם גבוה, שכן הוא מצוי ביחס הפוך למספרם, ובהינתן הצורך בהצבעת רוב מקרב המיעוט לשם ביצוע עסקאות שונות עם בעלי עניין בחברה.¹⁸

לעיתים אופייה של חברה ציבורית עלול לגרום אף לעיוותים בהחלטת הניצעים אם להיענות להצעת הרכש, מכיוון שבהעדר ההסדר, הניצעים עלולים להסכים להצעה משיקולים אסטרטגיים, גם במקרים שבהם המחיר המוצע אינו הוגן בעיניהם.¹⁹ ניטול לדוגמה מקרה שבו המציע מחזיק ב-60% ממניותיה של חברה, ואילו שאר המניות מוחזקות על ידי 10 מחזיקים אחרים, שכל אחד מהם מחזיק ב-4%. במצב זה בעלי מניות המיעוט עשויים להתאגד, ובכך להשפיע על פעילות החברה. לעומת זאת, אם תשעה מהם ימכרו את מניותיהם, העשירי יוותר דה פקטו נטול כוח בחברה, ובשל כך שווי מניותיו יצנח באופן משמעותי ויכולת המסחר שלו בהן תיפגע. מכיוון שככלל משקיעים אינם מעוניינים להישאר כמיעוט שולי בחברה, כל אחד מהם ייענה להצעה, אף במחיר נמוך משווי החזקותיו.²⁰

נדמה כי שאיפתו של המחוקק הייתה לערוך איזון – מחד גיסא, להבטיח שלא יישארו בעלי מניות מיעוט שמחזיקים בשברירי אחוזים מהחברה, בצורה שתשלול מהם את יכולתם להשפיע על פעילות החברה או לסחור במניותיהם, ומאידך גיסא, להבטיח שבעלי המניות לא יוכלו "לסחוט" את המציע באמצעות כוחם הכופה, וכן שהחלטותיהם יתקבלו ממניעים עסקיים טהורים. באופן זה ההסדר מכונן להבטחת קיומן של עסקאות יעילות ולשמירה על הגינות המסחר, על שוויון בין בעלי המניות וכן על זכויות המיעוט.²¹

17 הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש **דין וחשבון** 223–224 (משרד המשפטים 1994) (להלן: **דוח הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש**); אוריאל פרוקצ'יה "מאחורי הקלעים" **משפטים** לב 303, 323 (2002); עניין **עצמון**, לעיל ה"ש 13, בפס' 32–33 לפסק הדין של השופט דנציגר.

18 בהתאם לס' 270–275 לחוק החברות, עסקה של החברה עם בעל מניות מהותי, עם דירקטור או עם נושא משרה אחרים בחברה מחייבת אישור של אורגנים שונים בחברה, ביניהם האספה הכללית, שבה דרוש רוב מקרב בעלי מניות המיעוט. עניין **עצמון**, לעיל ה"ש 13, בפס' 37–38 לפסק הדין של השופט דנציגר.

19 זוהר גושן "הצבעה אסטרטגית בדיני-חברות: מדיקטטורה לדמוקרטיה" **משפטים** כג 109 (1994).
20 אוריאל פרוקצ'יה **דיני חברות חדשים לישראל** 588 (1989); דברי ההסבר לס' 119 ו-393 להצעת חוק החברות, בעמ' 45 ו-113; עניין **שני**, לעיל ה"ש 5, בעמ' 13; **דוח הוועדה לחקיקת חוק חברות חדש**, לעיל ה"ש 17, בעמ' 223.

21 עניין **עצמון**, לעיל ה"ש 13, בפס' 30 לפסק הדין של השופט דנציגר. ראו גם מוטי ימין ואמיר וסרמן **תאגידים וניירות ערך** (2006), שמסבירים כי הפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית היא מהלך לגיטימי, אשר מאפשר ניהול טוב יותר, מגן על החברה מפני חשיפה של סודות מסחריים וכן מונע ניגודי עניינים בין החברה לבין בעל השליטה בה.

כתוצאה מהשאירה האמורה נוצר המנגנון של הצעת הרכש המלאה. לשם קבלת הצעה מסוג זה נקבעו שני תנאים מצטברים: ראשית, ההצעה חייבת להתקבל ברוב מינימלי של 95% מהמניות; ושנית, מבין אלה שנענו להצעה נדרש רוב של בעלי מניות שאין להם עניין אישי בהצעה.²² הרוב הדרוש לשם קבלת ההצעה לפי הסעיף הוא רוב יחסי, אשר משתנה בהתאם למספר המניות הכלולות בהצעת הרכישה. מקום שהתקבלה הצעת רכש כאמור והחזקותיו של המציע חצו את הרף, הוא מחויב לרכוש את כלל מניותיה הנותרות של החברה – המהוות 5% או פחות ממניותיה – במחיר זהה. משמע, מניותיהם של הניצעים שסירבו להצעה יירכשו מהם בכפייה.

אם כן, החוק מבטיח שהניצעים לא יאלצו להסכים להצעת רכש שאינה הוגנת בעיניהם, ושהחלטתם אם למכור את מניותיהם תהא רצונית וחופשית מלחצים, ואי לכך גם יעילה. ראשית, האיסור החל על בעל השליטה לחצות את הרף באמצעות איסוף מניות חושף את כוונתו לפני בעלי המניות. לכן הם ייענו להצעת הרכישה רק כאשר התמורה המוצעת תגלם גם את הרווח למציע מפירות ההשתלטות המלאה (או חלק ממנו, לפי כוחות הצדדים במשא ומתן).²³ כמו כן, איסור איסוף המניות מונע ניסיון של כל ניצע להיות האחרון שמוכר, ובכך ליהנות מ"סחיטה" של מחיר גבוה יותר ביחס לאלה שהקדימו למכור.²⁴ שנית, הניצעים הם שיכריעו בשאלה אם החברה תירכש במלואה, באמצעות כלל הכרעת הרוב. דרישת הרוב מבטיחה כי השינוי המהותי שעתיד להתחולל עם רכישת החברה ולהשפיע על קניינם של הניצעים יתאפשר רק בתנאים מחמירים, וכאשר אין בחברה ניצעים בעלי שיעור החזקה משמעותי שמתנגדים לרכישה. שלישית, חיוב המציע לרכוש את מלוא המניות מבטיח כי שום ניצע לא ימצא את עצמו כמיעוט זניח בחברה, נטול השפעה על פעילותה ונעדר יכולת לסחור במניותיו. מסיבות אלו אפשר לומר, בזהירות המתבקשת, כי ניצע שהסכים למכור את מניותיו בהצעת רכש מלאה הסכים לכך מפני שהוא חושב שהמכירה תניב לו רווח או לכל הפחות שמחיר העסקה הוגן.²⁵

22 ס' 336–337 לחוק החברות. לגבי התנאי השני קיים ויכוח בספרות בנוגע ל"מכנה", קרי, מתוך איזו קבוצה של בעלי מניות יש לחשב את שיעור המסכימים שאין להם עניין אישי. אפשרות אחת היא שהתנאי קובע כי הרוב אשר נדרש לא להיות "נגוע" בעניין אישי הוא מתוך מי שנענה והסכים להצעה. אפשרות אחרת היא שלפי התנאי יש להראות כי חצי מתוך כל אלה שאין להם עניין אישי הסכימו להצעת הרכש. האפשרות השנייה אומנם קרובה יותר ללשון הסעיף, אך היא אינה מעשית, וזאת משום שבפרקטיקה בעלי מניות רבים ללא עניין אישי פשוט לא יגיבו על הצעת הרכש המלאה. כך, אילו היה צריך להוכיח כי חצי מתוך כל אלה שאין להם עניין אישי הסכימו להצעה, לא היו מתבצעות הצעות רכש מלאות. לכן, לעניין מאמר זה נפרש את התנאי השני לפי האפשרות הראשונה. ראו, למשל, ת"צ (כלכלית ת"א) 26809-01-11 **כהנא ג' מכחשים-אגן תעשיות בע"מ** (אר"ש 15.5.2011).

24 ידידיה צ' שטרן "רכישת שליטה בדרך של איסוף מניות" **משפטים** כא 409, 452–455 (1992).

25 להרחבה נוספת ראו ירקוני, לאוטרבך ומוגרמן, לעיל ה"ש 6.

2. ההגנה הכפולה: כלל קניין וכלל אחריות

הכללים שהובאו לעיל מספקים לניצעים הגנה מסוג כלל קניין – כדי לרכוש את המניות מידי בעליהן, יש צורך בעסקה רצונית.²⁶ עם זאת, במקרים מסוימים זכויותיהם הקנייניות של בעלי מניות המיעוט עלולות להילקח מהם בכפייה, כך שכלל הקניין אינו מוחלט. הדרישה לרוב של 95% אומנם מחלישה את הפגיעה (בכך שהיא מקשה את היווצרותה), אך אינה מעלימה אותה לחלוטין.

לצד זאת, כדי להבטיח שמוענקת לבעלי מניות המיעוט תמורה הוגנת, המחוקק מעניק לבעלי מניות המיעוט הגנה מסוג כלל אחריות – האפשרות לבקש מבית המשפט להעניק סעד הערכה. במסגרת סעד זה יבחן בית המשפט, לבקשתו של כל ניצע בהצעת רכש מלאה שהתקבלה, אם התמורה שהניצע קיבל בעבור המניות הייתה פחותה משוויין ההוגן. במקרה שיתברר כי השווי לא היה הוגן, יידרש המציע להשלים את ההפרש ולשלמו לכלל הניצעים.²⁷

אולם מתברר כי ניתן להתנות על הזכות לדרוש סעד הערכה באופן שעשוי לשנות את התמריצים והאינטרסים של הצדדים לעסקה. בשנת 2011, במסגרת תיקון מס' 16 לחוק, נחקק סעיף 338(ג), המאפשר למציע להתנות כי ניצע שיסכים להצעה לא יהא זכאי לסעד הערכה. דהיינו, הסעיף מאפשר למציע לגדר את הסיכון שלו כך שלכל היותר יצטרך לשלם תשלום נוסף בעד 5% מהמניות. אולם יש לשים לב שבהפעלת הסעיף טמון חיסרון משמעותי מבחינת המציע, מכיוון שהדבר ישמש תמריץ שלילי להסכים לעסקה לכתחילה. ניצעים שיסכימו לא יהיו זכאים לסעד הערכה, ולכן תהיה להם אסטרטגיה דומיננטית חזקה לא להסכים להצעת הרכש כאשר הסעיף מופעל.²⁸ עקב כך, ועל רקע הדרישה לרוב של 95% מהמניות, העסקה עלולה לא לצאת מן הכוח אל הפועל.

אם כן, במקרה שהמציע בחר לא להפעיל את הוראות סעיף 338(ג) לחוק, יש שני "סוגים" של ניצעים: ניצעים שהסכימו להצעה (להלן: הניצעים המסכימים או המסכימים) וכאלה שלא הסכימו (להלן: הנכפים). נדגיש כי המחוקק בחר להעניק את הזכות לסעד הערכה לכלל הניצעים, ולא רק לנכפים. זאת, כאמור, על רקע ההבנה ששלילת הזכות מהמסכימים עלולה לטרפד את העסקה כולה.

אם כן, נוסחו הסופי של ההסדר הקבוע בחוק כולל הגנה משני סוגים על כלל הניצעים – הגנה מסוג כלל קניין והגנה מסוג כלל אחריות. בפסק הדין בעניין קיטאל, שניתן בהרכב מורחב של בית המשפט העליון ואשר במסגרתו פותחו הכללים הנוגעים

26 להרחבה על ההבחנה בין כלל קניין לכלל אחריות ראו, Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972).

27 ס' 338(א) לחוק החברות.

28 אם יסכימו, אזי במקרה שהצעת הרכש תתקבל, יימכרו מניותיהם והם לא יהיו זכאים לסעד הערכה; אם לא יסכימו והצעת הרכש תתקבל, יימכרו מניותיהם בכפייה אך הם יהיו זכאים לסעד הערכה.

בסעד ההערכה, כתב המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין, במסגרת דעת המיעוט, כי ההגנה הכפולה "מעוררת על פני הדברים תמיהה"²⁹, שכן אף אם נקבע כי תכליתו הבלעדית של סעד ההערכה היא להגן על קניינם של הנכפים, לא ברור מדוע בית המשפט נדרש לשוב ולבחון את הגינות התמורה שניתנה למסכימים.³⁰ מכל מקום, לא יהיה זה סביר לבסס את תכליתו של סעד ההערכה כולו על המיעוט הנכפה מקרב בעלי מניות המיעוט, שכן הצעת רכש מלאה מתקבלת רק ברוב מיוחד מקרב בעלי מניות המיעוט.³¹ לשיטתו, יש להגביל את הזכאות לסעד הערכה למקרים חריגים שבהם יש פגם ברצון: כפייה, עושק או התבססות על מידע חלקי או מוטעה. במקרים אלו יש מקום לחשד שהתקבלה הצעה מקפחת ובלתי יעילה למרות "הסכמת" הרוב הדרוש מקרב הניצעים.³² בכך תוגשם תכלית החוק להגן על הניצעים.

לעומת זאת, השופט דנציגר – שכתב את דעת הרוב, אשר התבססה כהלכה כיום – קבע כי אין להגביל את סעד ההערכה למקרים חריגים אלו. לדעתו, צמצום סעד הערכה לפגמים ברצון בלבד מנותק מלשון החוק, בהינתן שסעיף 338 לחוק אינו מזכיר עושק, כפייה או הטעיה כעילות להפעלת הסעד. יתרה מזו, במסגרת תיקון מס' 16 לחוק לא צמצם המחוקק את סעד ההערכה למקרים החריגים, חרף העובדה שהוא התייחס אליהם מפורשות בהקשר אחר.³³ מכך ניתן להסיק, לשיטתו, כי המחוקק קבע שסעד הערכה חולש על קשת רחבה יותר של מקרים מאלה שמתגלים בהם פגמים ברצון.³⁴ נציין כי בהקשר של הצעת רכש מלאה ההגנות הישירות שיש לבעל מניות מיעוט הן הגנת כלל הקניין והגנת כלל האחוריות שהוזכרו לעיל, והן בלבד. סעד הערכה מאפשר לניצע שהסכים להצעה להצטרף לתביעה נגדה, ולכן הוא נתפס כחריג לדיני החוזים. לנוכח חריגותו קבע המחוקק הסדר מסוג "ייחוד הסעד", כך שסעד ההערכה הוא הסעד היחיד שיש לבעל מניות מיעוט.³⁵ משהתקבלה הצעת רכש מלאה (והמציע "צלח" את ההגנה הראשונה של המיעוט – כלל הקניין), לא יוכל בעל מניות מיעוט לתבוע את

29 רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממך, פס' 16 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין (אר"ש 28.8.2012) (להלן: עניין קיטאל).

30 כזכור, בררת המחלוקת הקבועה בחוק היא שגם אלה שהסכימו להצעת הרכש וגם אלה שהתנגדו לה יהיו זכאים לסעד הערכה. נוסף על כך, למציע ההצעה יש תמריץ שלילי להשתמש בס' 338(ג) לחוק החברות, בשל הדרישה ל-95%.

31 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 29, בפס' 17 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין.

32 שם, בפס' 18 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין.

33 התיקון קבע, בין היתר, את ס' 338(ד) לחוק, שלפיו אם הסכמתו של ניצע הושגה עקב הטעיה או אי-גילוי, הוא יוכל לתבוע סעד הערכה, אף אם המציע הגביל בתנאי הצעת הרכש, מכוח סעיף 338(ג) לחוק, את זכותו של הניצע לסעד הערכה.

34 נציין כי השופט דנציגר אף קבע כי במקרים שכוללים פגמים ברצון מוצדק לפסוק סעד הערכה אף כאשר הניצע הסכים במפורש לתנאי מגביל שנכלל בהצעת הרכש שלפיו הוא אינו זכאי לתבוע סעד הערכה. עניין קיטאל, לעיל ה"ש 29, בפס' 100 לפסק הדין של השופט דנציגר.

35 ע"א 3136/14 כבירי שמיע נ' אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ, פס' 54–55 (אר"ש 28.1.2016).

ביטולה של הצעת הרכש (כלומר, תישאר לו רק ההגנה השנייה – כלל אחריות שעניינו סעד הערכה – ותו לא).³⁶

בהמשך המאמר נדון במשמעויותיו של ההסדר הקבוע בחוק, על שתי ההגנות המעוגנות בו, אך לפני כן נפנה לסקירה היסטורית של סעד ההערכה וכינונו במשפט הישראלי, על מנת לעמוד על תכליותיו.

3. תולדות סעד ההערכה

תולדותיו של סעד ההערכה מתוארות בהרחבה בפסק הדין בעניין **קיטאל**, ולהלן יסקרו היבטיו המשמעותיים בתמצית.³⁷ הסעד נוצר והתפתח בארצות הברית, והוא נפוץ כיום ברוב מדינותיה, ומופעל בהן בהקשרים שונים, ולא רק כחלק מהצעת רכש מלאה.³⁸ הסעד הופיע כתגובה על המעבר האמריקני מכללי הכרעה המבוססים על הסכמה פה אחד לכללי הכרעה המבוססים על הצבעת רוב. תחת הסוג הראשון, כל שינוי באופי פעילותה של החברה, לרבות מיזוג, רכישה, שינוי תקנון או מכירה של נכסי החברה, חייב הסכמה של כלל בעלי המניות בחברה. כמובן, במצב כזה הייתה לכל בעל מניות זכות וטו על החלטות החברה.

כלל כזה התאים אולי לחברות קטנות, שיש בהן מספר מצומצם של בעלי מניות. אולם ברבות השנים, עם התפתחות חיי המסחר ועל רקע המהפכה התעשייתית שהתרחשה בשלהי המאה התשע-עשרה, נהפך הכלל למיושן, והכביד אפילו על חברות כאלה. לנוכח גדילתן המואצת של החברות והתפתחות הבורסה, הוחלף הכלל הישן בכלל גמיש יותר, הדורש הסכמה של רוב מקרב בעלי המניות בהחלטות שונות. בעקבות זאת נשללה זכות הווטו שהייתה נתונה לכל בעל מניות. על רקע זה הגיע לעולם סעד ההערכה, שתכליתו המקורית הייתה להגביר את נזילותן של המניות,³⁹ דהיינו, לאפשר לבעלי מניות מיעוט הסבורים כי החברה שינתה את פעילותה באופן מהותי להתנתק ממנה.⁴⁰ אף שחברות אמריקניות רבות הטמיעו את כלל הכרעת הרוב כבר בתחילת

36 ת"צ (כלכלית ת"א) 6730-08-13 **היילברון נ' קבוצת עזריאלי בע"מ** 33 (אר"ש 19.2.2015). אולם לרשותם של ניצעים בהצעת רכש כפויה עומדות פעולות מהסדרים אחרים בחוק החברות. למשל, בעל מניות מיעוט יוכל "להרדים" את מניותיו או לפנות לתביעות בשל הפרת חובת האמונים וחובת הזהירות של נושאי משרה. במקרים נדירים יוכל בעל מניות מיעוט לפנות לרשות לניירות ערך ולבקש אכיפה פלילית והטלת סנקציות בגין אי-גילוי או הטעיה.

37 ראו גם Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N.Y.U. L. REV. 624 (1981).

38 עניין **קיטאל**, לעיל ה"ש 29, בפס' 46–47 לפסק הדין של השופט דנציגר.

39 Barry M. Wertheimer, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, 47 DUKE L.J. 613, 613–619 (1998).

40 כאמור, בשונה מישראל, בארצות הברית סעד ההערכה אינו מוגבל לסוג עסקה ספציפי, והוא רלוונטי לכלל העסקאות של מכירת מניות. כאשר האפשרות לסעד הערכה קיימת תמיד ברקע, יחתרו הצדדים למחיר הוגן, מה שיקדם נזילות ומסחר יעיל. סעד הערכה מתיימר להגן על בעלי מניות המיעוט

המאה העשרים, נקלט סעד ההערכה באיטיות, ורק לאחר כשלושים שנה נוספות נקלט בדיני החברות של רוב המדינות בארצות הברית.⁴¹ באמצע המאה העשרים התגלע ויכוח בנוגע לתכליתו של סעד ההערכה ותועלתו. תומכיו טענו כי הוא מגן על בעלי מניות המיעוט מהשרירותיות שבמכירה שוקית, וכן שהוא יעיל בכך שהוא מספק מנגנון שמבקר את ההחלטות של דירקטוריון החברה. לעומת זאת, מתנגדיו טענו כי מדובר בסעד מיושן, וכי ראייה לכך היא העובדה שלא נעשה בו שימוש בפועל במהלך עשרות השנים שחלפו מעת הכנסתו לספרי החוקים השונים. המתנגדים הסבירו כי הסעד אינו נחוץ מבחינה כלכלית, וכי הוא משיט על חברות עלויות מיותרות, לנוכח הסיכון שבהערכה שיפוטית גבוהה מדי אקס פוסט.⁴²

קיים תיעוד דל ביותר של מקרים שעסקו בסעד הערכה במסגרת פסיקותיהם של בתי המשפט האמריקניים בשנות השישים והשבעים של המאה העשרים. פסקי דין אלו עסקו בהגנה על יכולתם של בעלי מניות שנותרו במיעוט להתנתק מחברה ששינתה את פעילותה באופן מהותי (למשל, במסגרת מיזוג או מכירה של פעילות עיקרית). ברוב המקרים הסעד שנפסק לבעלי המניות שנותרו במיעוט היה מחיר המניה ביום שקדם ליום אישור העסקה ששינתה את אופי הפעילות. בחלק מהמדינות חוקקו חריגים לסעד, שלפיהם הוא אינו עומד למי שנותר מיעוט בחברה ציבורית או כאשר יש מספר גדול של בעלי מניות.⁴³

בתחילת שנות השמונים של המאה העשרים שגשג שוק המניות האמריקני, ומספר המיזוגים והרכישות בחברות ציבוריות (לרבות רכישות עוינות) גאה. בתקופה זו תוקנו חוקי המדינות בארצות הברית במטרה לאפשר מיזוגים ורכישות עוינות שכללו תמורה במזומן, ולא במניות (cash-out mergers).⁴⁴ אירוע מכונן נוסף שתורם לשילובו של סעד ההערכה בדיני החברות התרחש בשנת 1983, כאשר בית המשפט העליון של מדינת דלוור פסק בעניין Weinberger.⁴⁵ פסק דין זה זנח את השיטות הישנות להערכת מניות (דוגמת השימוש במחיר המניה ביום שקדם לאישור המיזוג) לטובת גישות ליברליות

מה"שרירותיות" שבמכירת מניותיהם בשוק, ומקנה להם את השווי ההוגן אקס אנטה (כאשר הצדדים מודעים לאפשרות שבית המשפט יעריך את שווי העסקה מחדש ו"מתיישרים" בהתאם) או אקס פוסט (כאשר בית המשפט מתערב בפועל ומעריך מחדש את מחיר המניה).

ראו Robert B. Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 GEO. L.J. 1, 14–15 (1995).

Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 8 AM. B. FOUND. RES. J. 875 (1983).

Thompson, לעיל ה"ש 41, בעמ' 20–22.

מיזוגים שיש בהם תמורה הניתנת במזומן, ולא במניות, היו אסורים לפני כן. בעסקאות מסוג cash out נרכשות המניות של בעלי המניות בחברת היעד. שם, בעמ' 21.

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 713 (Del. 1983).

יותר, ובראשן שיטת ה-DCF (discounted cash flow).⁴⁶ השינוי נועד להקל על בעלי מניות מיעוט בעת תביעת סעד הערכה, על רקע הגידול שחל בעסקות מיזוג בתמורה למזומן וב"רכישה החוצה".⁴⁷

בעשור שאחרי עניין Weinberger צמח מספר ההליכים האמריקניים שעסקו בסעד הערכה. ברוב המקרים הוגשו התביעות לסעד הערכה בגין עסקות going private שבהן בעל שליטה בחברה ציבורית ניסה לרכוש את חלקם של בעלי מניות המיעוט במטרה להפוך את החברה לפרטית. רק חלק קטן מהמקרים עסקו במטרה המקורית של הסעד – עסקאות שבהן רוב המחזיקים ערכו שינוי משמעותי בפעילות החברה ובעל מניות מיעוט ניסה להתנתק ממנה.⁴⁸ כפועל יוצא מהשינוי באופי המקרים שבגינם התבקשו סעדי ההערכה, עלתה הסברה כי כבר אי-אפשר לטעון שתכליתו העיקרית של הסעד היא נזילות. אי לכך התמקדה הספרות המשפטית בתכליתו החדשה של הסעד: הגנה על בעלי מניות מיעוט מפני החלטות שמנוגדות לרצונם המתקבלות על ידי בעלי השליטה במסגרת עסקות "רכישה החוצה", שכן בעסקאות אלו יש חשש אינהרנטי לניגוד עניינים ולחוסר הגינות מצד בעלי השליטה.⁴⁹

בשנת 2000, על רקע סעד ההערכה ה"אמריקני", עוגן בחוק החברות הישראלי הסדר מסוג דומה. המחוקק הישראלי למד מהניסיון האמריקני, וצמצם לכתחילה את סעד ההערכה למקרים של הצעת רכש מלאה.⁵⁰ כאמור, הצעת רכש כזו מעוררת חשש לניגוד עניינים ולניצול כוח מצד בעל השליטה על מנת להתעשר על חשבון בעלי מניות המיעוט. אם כן, לאחר בחינת הסעד מפרספקטיבה היסטורית נמצאנו למדים כי תכליתו של סעד ההערכה הישראלי היא להגן על בעלי מניות המיעוט מפני חוסר הוגנות וניצול לרעה של הכוח המצוי בידי בעל השליטה בעת רכישה כפויה.⁵¹

להשלמת התמונה נציין כי הסדרים הדומים לסעד הערכה מצויים גם בחלק ממדינות אירופה, שם הם מאפשרים לבעל מניות מיעוט בחברה ששינתה את פעילותה באופן מהותי (למשל, באמצעות מיזוג או רכישה) לבקש מבית המשפט להעריך את השווי ההוגן של מניותיו ולאפשר לו למכור אותן. עם זאת, לפי סקירתו של השופט דנציגר,

46 שיטה זו משמשת להערכת שווייה של חברה בהתבסס על תזרימי המזומנים העתידיים שלה. השיטה מתיימרת לדייק את שווי החברה ביום נתון בהתבסס על תחזיות בדבר כמות הכסף שהיא תניב בעתיד. ראו להלן את הדיון בתת-פרק ד1.

47 Wertheimer, לעיל ה"ש 39, בעמ' 616–617 ו-626–631.

48 Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, *The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law*, 31 J. CORP. L. 119, 121–130 (2005).

49 Angie Woo, *Appraisal Rights in Mergers of Publicly-Held Delaware Corporations: Something Old, Something New, Something Borrowed, and Something B.L.U.E.*, 68 S. CAL. L. REV. 719 (1995).

50 ס' 338 לחוק החברות.

51 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 29, בפס' 54 לפסק הדין של השופט דנציגר.

התכלית המרכזית שבבסיסה של זכות זו היא התכלית המקורית של נזילות, ולא הגנה על בעלי מניות המיעוט בעת "רכישה החוצה" על ידי בעל השליטה בחברה ציבורית.⁵²

4. הקושי הדוקטרינרי העולה מן ההסדר

כפי שצוין לעיל, לאחר הצעת רכש מלאה יש שתי קבוצות של בעלי מניות מיעוט: המסכימים והנכפים. ברור מדוע המחוקק מעניק זכות לסעד הערכה לאחרונים, שהרי המכירה נכפית עליהם מכוח הדין, והם נדרשים להיפרד בעל כורחם מקניינם. מכירה כפויה כזו דומה במהותה להפקעה יותר מאשר לעסקה, ותכליתה של הענקת הזכות לסעד הערכה היא לרפא במעט את הכפייה.

אולם החלטה של ההגנה גם על המסכימים מעלה קושי דוקטרינרי, שמוקדו בסתירה שבין דיני החברות לבין העקרונות של דיני החוזים.⁵³ מנקודת המבט של דיני החוזים, המסכימים אינם רשאים לטעון טענות נגד המחיר שעליו הסכימו באופן חופשי ומרצון.⁵⁴ עם זאת, ההסדר שנקבע בסעיף 338 לחוק מאפשר גם להם לתבוע סעד הערכה, ולהוכיח בדיעבד כי ההצעה שיקפה תמורה לא הוגנת או מקפחת. המקרים שנכללים בגדר "תמורה לא הוגנת" או "תמורה מקפחת" אינם מוגבלים לאותם מקרים חריגים שבהם נפל פגם ברצון (עושה, כפייה והטעיה), אלא כוללים גם חוסר הוגנות כלכלית גרידא.

חרף קושי דוקטרינרי זה העניקו המחוקק והפסיקה את הזכאות לסעד הערכה, כלומר הגנה כפולה, לשתי הקבוצות – המסכימים והנכפים. בצמד הפרקים הבאים נציג את ניתוחו של ההסדר לאורן של גישות תאורטיות מקובלות אחדות, בניסיון להתחקות אחר התאוריה שתעניק את הפתרון הטוב ביותר לקושי הדוקטרינרי האמור. נראה כי גישות קלסיות לניתוח סעדים במשפט הפרטי אינן מספקות לו מזו, ונפנה להציג את ניתוח ההסדר לפי תאוריית הצדק ביחסים, אשר מסייעת, לשיטתנו, בפיתוחו של קושי זה.

52 ראו שם, בפס' 55 לפסק הדין של השופט דנציגר וההפניות הרבות שהובאו שם.

53 להרחבה ראו את המחלוקת בין השופטים דנציגר וריבלין, שם, כפי שעולה מפס' 16–18 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין ומפס' 99–105 לפסק הדין של השופט דנציגר.

54 אפשר להמשיג הסכמה זו גם כ"טעות בכדאיות העסקה", אשר לפי ס' 14(ד) לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973, אינה מזכה בפיצוי מכוח דיני החוזים. ראו, למשל, דניאל פרידמן "הסיכון החוזי וטעות והטעיה בכדאיות" **עיוני משפט** יד 459 (1989); איל זמיר "טעות בכדאיות העסקה: שווי האובייקט, התרחשויות עתידיות, נטילת סיכון ורשלנות הטועה" **ספר גבריאלה שלו: עיונים בתורת החוזה** 381 (יהודה אדר, אהרן ברק ואפי צמח עורכים 2021).

פרק ב: בחינה של גישות קלסיות לניתוח סעדים במשפט הפרטי

1. צדק מתקן⁵⁵

לפי הגישה התאורטית של צדק מתקן, המטרה של הטלת אחריות היא לתקן אי-צדק שפלוגי גרם לאחר, ובכך להגשים ארבעה עקרונות יסוד. הראשון מביניהם הוא השבת המצב לקדמותו. הגישה מתייחסת למשפט הפרטי כאל מוסד משפטי בעל מבנה דו-צדדי, כלומר, כזה שכולל בהכרח שני צדדים, ושני צדדים בלבד, שמתקיים בהכרח קשר ביניהם. זאת, בניגוד למשפט הפלילי, שכן כאשר עברייין עובר עברה כלפי קורבן, המדינה משקפת את האינטרסים של החברה כתובעת, כך שבמקרה הטיפוסי יש לפחות שלושה צדדים לסכסוך. הקשר הדו-צדדי ייחודי למשפט הפרטי, והוא תוחם בהתאם את סוג הערכים והאינטרסים שהשופט האזרחי יכול להביאם בחשבון. בשל כך, הטעמים והנימוקים שיצדיקו החלטות של בית המשפט בסכסוכים פרטיים יהיו שונים מאלה המצדיקים החלטות של בית המשפט בסוגיות במשפט הציבורי.⁵⁶

עיקרון מרכזי נוסף שגישת הצדק המתקן דוגלת בו הוא השוויון הפורמלי. כל צד שווה לאחר, במובן זה שהוא אינו כפוף לבחירתו של הצד האחר (אי-תלות זה בזה, שוויון בעצמאות). השוויון הפורמלי מנותק מהנסיבות הקונקרטיות של המקרה הספציפי, והוא נובע מכך שלכל האנשים יש זכויות, שמנביעות חובות כלפי אנשים אחרים.⁵⁷ הזכויות והחובות הן א-פריוריות, ואינן נובעות מנסיבות. מכיוון שהזכויות אינן תלויות בזהות הצדדים, הן מנביעות בהתאם חובות שאינן תלויות בצדדים. תפקידם של הסעדים במשפט הפרטי הוא לבטא את השוויון הפורמלי.⁵⁸

עיקרון שלישי לפי תאוריית הצדק המתקן הוא עקרון ההתאמה (correlativity), שלפיו התוספת אצל צד אחד נדרשת להשתוות לחיסרון של הצד האחר (למשל, במקרה שבו ראובן פולש לביתו של שמעון ותופס בו חזקה, התוספת של ראובן שווה לחסרונו

55 קיימות גישות משנה שונות לתפיסת הצדק המתקן. במאמר זה המונח "צדק מתקן" מתייחס לגישתו של ארנסט ויינריב: Ernest J. Weinrib, *Corrective Justice in a Nutshell*, 52 U. TORONTO L.J. 349 (2002). לפסק הדין הבולט בישראל שבו גברו עקרונותיה של תאוריית הצדק המתקן על אלה של התאוריות האחרות ראו ע"א 44/76 **אתא חברה לטכסטיל בע"מ נ' שוורץ**, פ"ד (ל) 785 (1976). ראו גם את דעת המיעוט של השופט חשין בדנ"א 1333/02 **הוועדה המקומית לתכנון ולבנייה, רעננה נ' הורוויץ**, פ"ד נח(6) 289 (2004). בארצות הברית ניתן לראות יישום של התאוריה בעניין Sieglar v. McFarlane, 502 P.2d 1181 (1972); ובאנגליה ניתן לראות יישום שלה בעניין Tayside Health Board [1998] 44 BMLR 140 (HL) (appeal take from Scot.).

56 Weinrib, לעיל ה"ש 55, בעמ' 349–352.

57 זכויות וחובות במובן ההופלדיאני. להרחבה ראו Wesley Newcomb Hohfeld, *Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning*, 23 YALE L.J. 16 (1913).

58 Weinrib, לעיל ה"ש 55, בעמ' 352–353.

של שמעון – ביתו של שמעון). העיקרון נובע מהתפיסה של מערך הזכויות והחובות: ישות משפטית אינה רשאית לגזול זכויות של ישות משפטית אחרת, ואם היא עושה כן, הפגיעה היא מעין "נכס" שעובר לפוגע. קיימת מערכת יחסים סגורה בין שתי ישויות משפטיות, ויש דרישה לקשר סיבתי בין פעולה של ראובן (צד א) לבין שינוי במצבת הנכסים של שמעון (צד ב). אם ראובן פעל באופן פסול אך לא גרם שום נזק לשמעון, לא נוצרה מערכת יחסים קורלטיבית בין הצדדים: אף שראובן הפר חובה, שמעון לא סבל מפגיעה בזכות.⁵⁹

כאשר אנו נדרשים לשאלת החבות ולשאלת הסעד, המבנה הדו־צדדי של המשפט הפרטי מונע את השופט והצדדים מלבחון שיקולים מסוימים. למשל, טענה הקשורה ליעילות חברתית לא תהיה רלוונטית, משום שזו עלולה להיות לא יעילה מבחינת הצדדים עצמם. אין זה רלוונטי גם לדון ב"עומק הכיס" של הנדרש לפצות, משום שתכונה זו רלוונטית רק לצד אחד, ואין היא רלוונטית לשאלת הצדק בין שני הקטבים לסכסוך. לפי גישה זו, החלטה שיפוטית הנתמכת בטענה של יעילות חברתית או כיס עמוק מתעלמת מהמבנה הדו־צדדי של הסכסוך, ולכן חוטאת לאופיו של המשפט הפרטי.⁶⁰ עקרון ההתאמה כולל קשר דו־קוטבי בין שני צדדים ספציפיים, שמשמש תשתית להטלת החבות.

משכך, תאוריית הצדק המתקן דוגלת ב"תזת הרציפות", שהיא העיקרון הרביעי שלה: התאוריה רואה את הקשר שבין זכות מהותית לבין סעד מבית המשפט כקשר רציף, שמשיב את המצב לקדמותו. הסעד עוקב אחר הזכות המהותית.⁶¹ הדוגמה הפרדיגמטית לכך היא סעד מסוג סילוק יד: נניח שראובן פלש למקרקעין בבעלותו של לוי. סעד של סילוק יד יורה לראובן לפנות את המקרקעין המדובר. עובר לפלישה הייתה ללוי זכות בלעדית לשליטה בנכס, וראובן, בפלישתו, הפר את הזכות הזו. כאשר בית המשפט פוסק סילוק יד, הוא משיב את המצב לקדמותו. הזכות אינה מופרת עוד, וכך אפשר לראות רציפות ברורה בין הזכות המהותית לבין הסעד שהתקבל.⁶²

59 שם, בעמ' 350.

60 שם, בעמ' 351.

61 זוהי הגישה האידיאליסטית לקשר בין זכויות מהותיות לסעדים. במאמר מוסגר נציין כי קיימת גם תפיסה הפוכה מהתפיסה האידיאליסטית, היא הגישה הריאליסטית. גישה זו מסתכלת על הקשר בין זכויות מהותיות לסעדים בצורה הפוכה: במקום לבחון איזו זכות נפגעה ולפיה לפסוק סעד, היא מסתכלת על הסעד שנפסק וקובעת לפיו איזו זכות נפגעה ובאיזה היקף. למשל, כאשר נפגע בתאונת עבודה מקבל פיצוי כספי, הגישה הריאליסטית תטען כי מדובר בסעד על זכות מהותית לשווי כספי מסוים שמשקף את התועלת הכלכלית מהגוף של הניזוק, ולא סעד על הזכות לשלמות הגוף. להרחבה ראו Daniel Markovits & Alan Schwartz, Rights and Remedies in Private Law 10 (Nov. 2019) (unpublished manuscript, on file with authors).

62 לעיתים אי־אפשר להשיב את המצב לקדמותו באופן מלא. למשל, בתביעות של נזקי גוף, כאשר הסעד הוא כספי, המצב אינו חוזר לקדמותו. הנזק הגופני אינו נרפא על ידי הפיצוי, ולכן אי־אפשר להגיד שהמצב שב לקדמותו. כלומר, לעיתים יש "נתק" בין הזכות המהותית (במקרה זה – הזכות לשלמות הגוף) לבין הסעד. המחשבה הזו היא־היא הבסיס של "תזת הנתק", אשר מבקרת את

ארבעת העקרונות של תאוריית הצדק המתקן – השבת המצב לקדמותו, השוויון הפורמלי, עקרון ההתאמה ותזת הרציפות – משלימים זה את זה. כאשר השוויון הפורמלי בין שני צדדים לסכסוך נפגע, כלומר כאשר אי-התלות של צד באחר מופרת, על הסעדים במשפט הפרטי לרפא זאת על ידי התחקות אחר השבת המצב לקדמותו. המצב יחזור לקדמותו כאשר תהא התאמה ורציפות בין הזכות המהותית שנפגעה לבין הסעד שנפסק.

לאחר שעמדנו על המאפיינים הכלליים של הגישה, נבחן אם היא מתאימה לנתינת ההסדר הקבוע לעניין הצעת רכש מלאה, אשר כולל בתוכו את סעד ההערכה. נקדים ונאמר כי על אף הרטוריקה השיפוטית שמרמזת על מאפיינים מסוימים מגישה הצדק המתקן, לעניות דעתנו גישה זו אינה יכולה להסביר את ההסדר הקבוע בחוק. כפי שנראה להלן, סעד ההערכה אינו משקף אף אחד מארבעת העקרונות של הגישה בצורה שלמה וקוהרנטית.

- **השבת המצב לקדמותו** – הן בפסיקה שעסקה בנושא סעד ההערכה⁶³ הן בספרות המשפטית הרלוונטית⁶⁴ נפוצה הסברה כי סעד הערכה מיועד, בין היתר, למנוע הרעה במצבם של בעלי מניות המיעוט. בהתאמה, יש לפרש את הביטוי "שווי הוגן", המופיע בסעיף 338 לחוק, כמתייחס לשווי שבו היו בעלי מניות המיעוט זוכים אילו

תאוריית הצדק המתקן ואת תזת הרציפות. להרחבה ראו, Stephen A. Smith, *Duties, Liabilities, and Damages*, 125 HARV. L. REV. 1727 (2012), אשר מתקרב ברעיון למשפט פלילי, וטוען כי סעד שבית המשפט נותן לניזוק מביע את סלידתה של החברה כולה מהמעשה שנעשה לו, ולא דווקא משיב את המצב לקדמותו. הדרך להביע את שאט הנפש החברתית היא בעזרת חיוב בפיצוי. בית המשפט תובע אחריות מהמזיק, ועושה זאת בשירות הניזוק. ראו גם John C.P. Goldberg, *Two Conceptions of Tort Damages: Fair v. Full Compensation*, 55 DEPAUL L. REV. 435 (2006), המראה איך שיקולים שאינם רלוונטיים לפי תזת הרציפות זוכים דווקא בביטוי בפסיקה סעדים. לדוגמה, במישור אקס אנטה בית המשפט עשוי לנסות להכווין בעזרת הסעד התנהגויות של מזיקים וניזוקים פוטנציאליים, ובמישור אקס פוסט הוא יתחשב לא פעם בהשלכותיו של הסעד על החיים העתידיים של המזיק והניזוק. הסעדים, לפי גולדברג, הם אם כן כלי להעברת מסרים ולהבעת עמדה על התנהגויות בחברה, ולא דווקא להשבת המצב בין הצדדים לסכסוך לקדמותו.

63 ראו, למשל, עניין **עצמון**, לעיל ה"ש 13, בפס' 65 לפסק הדין של השופט דנציגר: "...סעד ההערכה בא למנוע הרעה במצבם של בעלי מניות המיעוט יחסית למצבם ערב ההצעה". ראו גם עניין **קיסאל**, לעיל ה"ש 29, בפס' 23 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין (שנותר בדעת מיעוט): "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..." (ההדגשות במקור).

64 ראו, למשל, אמיר ברנע "הערכות שווי בהצעות רכש" **משפט ועסקים** ח 393, 395 (2008); יחיאל בהט **חברות: החוק החדש והדין – העשור השני** כרך ג 111–117 (מהדורה 12, 2011).

נותרו מניותיהם בידם ולא כפו עליהם את מכירתן.⁶⁵ פרשנות זו מגינה על אינטרס ההסתמכות של בעלי מניות המיעוט, קרי, מעמידה אותם במקום שבו היו מצויים אלמלא הצעת הרכש. אם כן, הרטוריקה בפסקי הדין ובספרות מרמזת כי סעד ההערכה מקדם את עקרון השבת המצב לקדמותו.

אולם סעד ההערכה אינו מעמיד את בעלי מניות המיעוט במצב שבו היו לפני ביצוע העסקה. ראשית, אין כל כפייה ביחס לקבוצת בעלי המניות המסכימים. אנחנו יוצאים מנקודת הנחה שכאשר בעל מניות מיעוט הסכים להצעת הרכש, הוא עשה זאת מפני שהוא סבר כי היא הוגנת.⁶⁶ אי לכך הפיצוי לא "יחזיר" אותו למצב שבו הוא מקבל תמורה הוגנת על מניותיו, אלא יציב אותו במצב שבו הוא מקבל תמורה עודפת, לפחות מנקודת מבטו.

ביחס לקבוצת בעלי המניות הנכפים הניתוח לכאורה שונה. לגביהם ניתן לכאורה לטעון כי תשלום ההפרש שבין הסכום ששולם בפועל לבין הסכום שמשקף את השווי ההוגן משיב את המצב לקדמותו. זאת, מכיוון שהוא מרפא את יסוד הכפייה (או למצער נותן פיצוי הולם בגינו) על ידי הבטחת תמורה הוגנת. אולם בחינה מעמיקה תאגיר עמדה זו: בעלי מניות המיעוט היו מודעים (או היו צריכים להיות מודעים) – בזמן שרכשו את מניותיהם – להסדר הקבוע בחוק החברות, שמאפשר כפייה. על כן יסוד הכפייה גולם במחיר שהם היו מוכנים לשלם על המניות.⁶⁷ לכן פיצוי שנפסק במסגרת סעד הערכה ואשר כולל בתוכו גם רכיב שמפצה על יסוד הכפייה עצמו ייחשב פיצוי מוגבר.⁶⁸

• **שוויון פורמלי בין בעלי הדין לסכסוך** – השוויון הפורמלי בגישת הצדק המתקן, כשמו כן הוא, פורמלי. כאשר מגיע לפתחו של בית המשפט סכסוך בין שתי ישויות משפטיות פרטיות, הוא אינו רשאי לבחון מאפיינים חיצוניים לסכסוך. האופי, המעמד הכלכלי או המצב החברתי של הצדדים לסכסוך אינם רלוונטיים, ובית

65 דעת הרוב ודעת המיעוט בעניין **קיטאל**, לעיל ה"ש 29, מתפלמסות בשאלה כיצד יש להעריך את מחיר המניה כך שישקף בצורה המדויקת ביותר את שווי המניות אילו לא נכפתה מכירתן: דעת הרוב סבורה כי שיטת ה-DCF תהא המהימנה ביותר, ואילו דעת המיעוט סבורה כי מחיר השוק עובר להצעה יהיה אמין יותר. אולם יש תמימות דעים לגבי הסברה כי יש לחתור לשווי שבו היו בעלי מניות המיעוט זוכים אילו נותרו מניותיהם בידם ולא כפו עליהם את מכירתן. הוויכוח הוא על ה"איך", ולא על ה"מה".

66 ראו את הדין בנושא לעיל בתת-פרק 1א.

67 לכאורה ניתן לבקר את הטענה האמורה ולטעון כי ייתכנו מצבים שבהם רוכשי המניות רכשו אותן כאשר לא היה בעל שליטה עם פוטנציאל ממשי להשתלטות מלאה ולכן הם לא גילמו את יסוד הכפייה במחיר המניות. אולם, באופן תאורטי, בכל קניית מניות על הרוכש לדעת כי יש פוטנציאל כזה, גם אם קטן. משקיעים נוטים להיות שחקנים רציונליים, ולכן ניתן לומר, בזהירות המתבקשת, כי הם גילמו את יסוד הכפייה במחיר, גם אם ה"איום" בהשתלטות היה קטן.

68 יובהר: איננו נוקטים עמדה מוסרית בנוגע לשאלה אם הפיצוי המוגבר במסגרת סעד הערכה הוא ראוי אם לאו. מטרתנו בנקודה זו היא להציג את הניתוח שלנו לסעד הערכה בהקשר של עקרון השבת המצב לקדמותו באופן תיאורי בלבד.

המשפט נדרש לבחון את הסכסוך במנותק מהם. אילו נועד סעד ההערכה המעוגן במסגרת ההסדר לעניין הצעת רכש מלאה לקדם צדק מתקן, היינו מצפים שהשופטים יפסקו בהתאם לצדדים הקונקרטיים תוך תפיסה שוויונית-פורמלית שלהם. אולם ניתן להבחין בנקל שלא זה המצב. השופט דנציגר קבע בעניין **קיטאל** כי תכליתו של סעד ההערכה היא "שמירה על זכויות בעלי מניות המיעוט".⁶⁹ כפועל יוצא מכך הוא קובע כי השווי ההוגן של מניה בהצעת רכש מלאה לא ייקבע על בסיס מחיר השוק, אלא על בסיס שיטת ה-DCF. זאת, משום שבעל השליטה עלול לעשות מניפולציות על מחיר המניה בשוק ולבחור את העיתוי של הצעת הרכש. כוחו לעשות מניפולציות נובע מפערי מידע ומיכולתו של בעל השליטה לגרום לירידה זמנית בשווי השוק.⁷⁰ אם כן, השופט נדרש להתייחס לכך שהצדדים אינם שווים, ולכך שבחתך הכללי יש למציע יתרונות מסוימים על הניצעים. מכיוון שהחוק ובית המשפט אינם תופסים את הצדדים כשווים במובן הפורמלי, אין הם יכולים לקדם צדק מתקן.⁷¹

• **עקרון ההתאמה ותזת הרציפות** – עקרון ההתאמה קובע כי יש לפצות את שמעון בהתאם לחיסרון שגרם לו ראובן. עקרון ההתאמה יוגשם באמצעות החלת קשר רציף בין זכות מהותית לבין הסעד שנפסק. ניתן לטעון כי כאשר בית המשפט פוסק סעד הערכה, הוא "מפצה" את בעל מניות המיעוט על החיסרון שגרם לו בעל השליטה, על ידי חיובו של האחרון בתשלום ההפרש שבין המחיר ששולם לבין המחיר ההוגן. כאמור לעיל, עקרון ההתאמה נובע גם מתוך מערך הזכויות והחובות של הצדדים לסכסוך. יש לפצות את שמעון רק אם ראובן פגע בזכות ששמעון זכאי לה בדין. לראובן, בעל מניות מיעוט, יש זכות לקבל תמורה הוגנת על מניותיו, וכאשר זו נפגעת על ידי בעל השליטה, מגיע לו פיצוי, השווה לסכום הפגיעה. דברים אלו אינם מעוררים כל קושי כאשר מדובר בבעל מניות מיעוט נכפה: אין ספק שנפגעה זכותו לקבל את השווי ההוגן, ופגיעה זו מקימה חובה לבעל השליטה לפצותו. אולם קשה לומר שהפגיעה בזכות לקבל את השווי ההוגן נגרמה גם לבעל מניות מסכים, למצער לדעתו.⁷² משלא נפגעה זכותו זו של בעל מניות המיעוט המסכים, הפיצוי הניתן לו במסגרת סעד ההערכה אינו מתיישב עם עקרון ההתאמה.⁷³

69 עניין **קיטאל**, לעיל ה"ש 29, בפס' 44 לפסק הדין של השופט דנציגר.

70 שם, בפס' 60.

71 גם מדברי ההסבר להצעת חוק החברות (בעמ' 6) ניכר שאחת מתכליות החוק היא להגן על בעלי מניות המיעוט, שכוחם נחות באופן מובנה מזה של בעל השליטה.

72 אנחנו מודעים לכך שאין חובה להניח הנחת רציונליות תחת תאוריית הצדק המתקן. לכאורה ניתן לטעון כי מדובר בזכות מהותית אובייקטיבית של הניצע, גם כאשר הוא העריך את שווי מניותיו בצורה שגויה. עם זאת, בשל אופיים של מחזיקי המניות הסוחרים בשוק, אנחנו יוצאים מנקודת הנחה שבחתך המקרים הכללי מדובר באנשים רציונליים, אשר מבצעים עסקאות יעילות.

73 למעלה מן הצורך נוסף כי **אין** לבעל מניות מיעוט באשר הוא זכות (המטילה חובה) שבעל השליטה לא יציע את הצעת הרכש המלאה. האפשרות להציע הצעת רכש מלאה ולכפות את מכירת המניות

אם כן, סעד ההערכה אינו מקדם את עקרונותיה של תאוריית הצדק המתקן: הוא אינו חותר להשיב את המצב לקדמותו – לא בקבוצת המסכימים ולא בקבוצת הנכפים; נוסף על כך, השופט אינו מתייחס לבעלי הדין כאל צדדים שווים, אלא כאל שחקנים שאינם שווים כוחות; ולבסוף, סעד ההערכה אינו מייצג את עקרון ההתאמה, ואינו מקדם קשר ישיר בין זכות מהותית לסעד בקבוצת הניצעים שהסכימו להצעה, שכן לתפיסתם זכותם למחיר הוגן לא נפגעה.

2. ניתוח כלכלי של המשפט

הניתוח הכלכלי של המשפט הוא גישה תאורטית שמזוהה בדרך כלל עם אמת המידה של יעילות, כאשר מצב "יעיל" מוגדר כמצב שבו הרווחה המצרפית ממוקרת.⁷⁴ מטרתה של גישה זו היא להוביל את המדינה או החברה למצב יעיל. היא מאפשרת לבדוק מה המרחק בין המצב הנוכחי לבין מצב יעיל, וכיצד יש לשנות את הכללים המשפטיים כדי להגיע ליעילות מרבית.⁷⁵ לפי גישה זו, תפקידם של נורמות משפטיות ושל סעדים שניתנים במשפט הפרטי הוא להקצות משאבים בחברה בצורה מיטבית, באמצעות תמריצים. הכללים צריכים לעודד את הפרטים בחברה ליטול סיכונים יעילים ולהימנע מסיכונים שאינם יעילים.⁷⁶ לכן בעת פסיקת סעד על השופט לשקול בראש ובראשונה את שאלת ההרתעה שהוא ייצור.

בשונה מגישת הצדק המתקן, הניתוח הכלכלי אינו שואף להחזיר את המצב לקדמותו ולאכוף את זכותו של הניזוק. הוא מבקש ליצור באמצעות הסעד הרתעה מיטבית, והצדדים לסכסוך הם רק כלי שרת להשגת מטרה זו. בהתאם, חשוב יותר שהפיצוי יצא מכיסו של המזיק מאשר שהוא יגיע לכיסו של הניזוק. אם כן, בשונה מגישת הצדק המתקן, שמדגישה את הצדדים לסכסוך, הגישה הכלכלית מעלה על נס את החברה כולה ואת הצדדים העתידיים לסכסוך פוטנציאלי.

לשם המחשה נציג את הדוגמה הקלסית לכללים משפטיים שמטרתם ליצור הרתעה מיטבית, היא נוסחת הנד.⁷⁷ נוסחה זו קובעת סטנדרט סבירות לבחינת התרשלותו של

מעוגנת בחוק, ולכן מימושה אינו מהווה פגיעה (לפחות לא פגיעה בלתי חוקית) בזכויות הקניין או בזכויות אחרות של בעלי מניות המיעוט.

74 במאמר זה המונח "יעילות" מתייחס ליעילות "קלדור-היקס". לפי אמת מידה זו, מצב נחשב יעיל כאשר הוא מקרב את הרווחה המצרפית. אמת מידה אחרת ליעילות היא יעילות "קֶרְטוּ". לפי אמת מידה זו, מצב נחשב יעיל כאשר אי-אפשר לשנות את הקצאת המשאבים מבלי לפגוע במצבו של פרט אחד לפחות. להרחבה ראו J.R. Hicks, *The Foundations of Welfare Economics*, 49 ECON. J. 696 (1939).

75 עלי זלצברגר "על הפן הנורמטיבי של הגישה הכלכלית למשפט" **משפטים** כב 261 (1993).

76 Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law* 3–4 (5th ed. 1998).

77 להרחבה ראו United States v. Carroll Towing Co., 159 F.2d 169 (2d Cir. 1947). נציין כי השופט הנד (Hand) הציע את הנוסחה כהצגה פורמלית של הדין המצוי, ואין בהצגה זו משום נקיטת

מזיק (כיסוד בעוולת הרשלנות): אם תוחלת הנזק גבוהה מהעלות של מניעת הנזק, אזי מדובר בהתרשלות, ולהפך. הכלל יוצר לכאורה הרתעה מיטבית: אם מזיק פלוני יכול למנוע את הנזק בעלות פחותה מתוחלת הנזק, עליו לנקוט אמצעי זהירות ולמנוע אותו או להימנע מפעילות. אם המזיק יפעל ויגרום נזק, הוא יהיה חייב בפיצוי. אולם, אם העלות של אמצעי הזהירות גבוהה מתוחלת הנזק, המזיק אינו חייב להימנע מהפעילות, וגם אם ייגרם נזק, הוא יהיה פטור מתשלום בגינו. לפיכך, כאשר הפרטים בחברה יודעים ששופטים פוסקים לפי נוסחת הנד, הדבר יכולין לכתחילה את התנהגותם, והם יפעלו באופן שימָרֵב את הרווחה המצרפית.⁷⁸

לאחר שעמדנו על המאפיינים הכלליים של הגישה, נבחן אם היא מתאימה לניתוח ההסדר הקבוע לעניין הצעת רכש מלאה, שכולל בתוכו את סעד ההערכה. נקדים ונאמר כי אף שהרטוריקה השיפוטית מכריזה ברחל בתך הקטנה כי אחת מתכליות ההסדר היא לקדם עסקאות רכש יעילות, לעניות דעתנו גישה זו אינה יכולה להסביר את ההסדר הקבוע בחוק. בהתאם לאמור לעיל, הניתוח הכלכלי דוגל במירוב הרווחה המצרפית ובהרתעה מיטבית. בפסקאות הבאות נראה כי שום עיקרון של הגישה הכלכלית למשפט אינו משתקף בצורה משכנעת בהסדר.

• **מירוב הרווחה המצרפית** – בשני פסקי הדין המכוננים ביחס לסעד ההערכה בישראל, עניין **עצמון** ועניין **קיטאל**, קובע השופט דנציגר כי אחת המטרות העיקריות של סעד ההערכה היא "לסייע בעריכתן של עסקאות רכש יעילות".⁷⁹ גם לשיטתו של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין בעניין **קיטאל**, מטרת הסעד היא "לתמרץ צדדים להציע ולהסכים להצעות רכש יעילות".⁸⁰ ניתן לראות אם כן, שחור על גבי לבן, כי השופטים סבורים שאחת מתכליותיו של ההסדר הקבוע בחוק היא להוביל לעסקאות יעילות, שימָרֵבו את הרווחה המצרפית.

אכן, ההסדר מתיימר להבטיח שהעסקאות שיצאו לפועל הן העסקאות היעילות. כאמור, ההסדר אמור למנוע מצב שבו אדישותם של בעלי המניות תוביל להסכמתם להצעה שאינה הוגנת בעיניהם, ולהבטיח שהחלטתם תהא רצונית – ולכן יעילה. עם זאת, ייתכן שלעניין הנכפים העסקה אינה יעילה, שכן היא אינה משקפת את רצונם,

עמדה נורמטיבית שיש להכריע בסוגיה לפי שיקולי יעילות דווקא. הנוסחה עשויה להתאים גם לעקרונות של תאוריית הצדק ביחסים, לדוגמה, שיובאו להלן.

78 לביקורת על נוסחת הנד ראו Robert Cooter & Ariel Porat, *Disgorgement Damages for Accidents*, 44 J. LEGAL STUD. 249 (2015). לדידם של קוטר ופורת, נוסחת הנד לא תוביל תמיד להרתעה מיטבית ושלמה, משום שהיא אינה משקללת את התנהגותו של הניזוק – למשל, במקרים של רשלנות רפואית שבהם הייתה למטופל יכולת לבחור אם לעבור את הטיפול אם לאו. ההחלטה של הניזוק אם לגשת לטיפול אם לאו אינה משקללת בנוסחת הנד, וזאת אף שלפעמים נרצה להרתיעו מלגשת לטיפול.

79 עניין **עצמון**, לעיל ה"ש 13, בפס' 30 לפסק הדין של השופט דנציגר; עניין **קיטאל**, לעיל ה"ש 29, בפס' 44 לפסק הדין של השופט דנציגר.

80 שם, בפס' 18 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין.

ולכן הם זכאים לסעד הערכה. הסעד יוביל למצב מיטבי שבו הרווחה המצרפית מהעסקה היא הגבוהה ביותר.

קיימת חזקה כלכלית שלפיה עסקה מרצון בין צדדים מיועדים ממרבת את הרווחה המצרפית.⁸¹ אולם פתיחת ההסכם ושינוי מחיר המניה בדיעבד הם התעלמות מכוונת מרצון הצדדים לעסקה, ביניהם קבוצת המסכימים. הענקת הזכות לסעד הערכה לכל הניצעים בהצעת רכש מלאה, ולא רק לנכפים, היא סטייה מוצהרת מהמטרה של מירוב הרווחה המצרפית. הלא ניצעים שהסכימו למכור את מניותיהם לבעל השליטה סבורים מן הסתם כי המכירה במחיר הנקוב משתלמת להם, ואילו בעל השליטה הציע מחיר שבו משתלם לו לקנות את מניות המיעוט.⁸² לצד זאת, עלות נוספת נובעת כמובן מעצם פתיחתו של ההליך המשפטי וההתדיינות הכרוכה בו. עלות זו בעייתית במיוחד בהינתן שאין סיבה להניח ששופטים יודעים טוב יותר ממציע העסקה ומבעלי המניות עצמם (הניצעים) מה הוגן, ראוי או יעיל.⁸³

אילו הלא ההסדר של הצעת רכש מלאה את הגישה הכלכלית למשפט, הוא היה מספק לניצעים רק הגנה מסוג כלל קניין. כלל זה, שמתבטא בצורך להגיע ל-95% מהמניות, מבטיח שלא יופעל לחץ על בעלי מניות המיעוט להיענות להצעה. אולם, כזכור, ההסדר כולל בתוכו גם הגנה מסוג כלל אחריות (סעד הערכה), וההנחה היא שהמחוקק אינו משחית את מילותיו לשווא, ואינו יוצר מנגנון הגנה כפול בהיסח

81 Richard Abel Musgrave, *The Voluntary Exchange Theory of Public Economy*, 53 Q.J. ECON. 213 (1939). להרחבה על הדעה כי הסכמת רוב הניצעים להצעת הרכש (באופן שמביא לידי קבלתה) מקימה חזקה בדבר הוגנות התמורה המוצעת, ראו ת"א (מחוזי ת"א) 1209/03 **שקולניק נ' קניאל אריזות משקה בע"מ**, פס' 7-10 (נבו 8.5.2007).

82 לפי לשונו של ס' 338(א) לחוק החברות, במסגרת סעד הערכה השופט יכול רק להעלות את מחיר המניה, ולא להורידו: "בית המשפט רשאי... לקבוע, כי התמורה בעבור המניות היתה **פחות** משווין ההוגן, וכי יש לשלם את השווי ההוגן, כפי שיקבע בית המשפט" (ההדגשה הוספה). העובדה שהשופט יכול רק להעלות את מחיר המניה מאיינת כל פגיעה ברווחה של בעל מניות מיעוט במסגרת סעד הערכה. אולם בתמונת מראה, סעד הערכה יכול רק לפגוע במציע ההצעה. יתר על כן, הפגיעה במציע ההצעה עלולה להיות חמורה עד כדי כך שבמבט לאחור לא היה שווה לו לרכוש את החברה מלכתחילה. כאשר בעל השליטה קונה חברה במחיר שאינו משתלם לו, יש פגיעה ביעילות וברווחה המצרפית. פגיעה זו לא הייתה מתרחשת אילו לא היה אפשר לפסוק סעד הערכה גם כלפי אלה שהסכימו להצעת הרכש.

83 זאת, תחת ההנחה שבעלי המניות של החברה מיועדים יותר מהשופטים על אודות החברה. בהקשר זה ראו עידו באום וכוכב גילר "חזקת הניציע המתוחכם" **משפטים** מז 637 (2018). הנחה דומה אינה תקפה בהכרח לגבי חוזים מסוג אחר. השוו. Eyal Zamir, *The Efficiency of Paternalism*, 84 VA. L. REV. 229, 237-254 (1998); Eyal Zamir & Barak Medina, *Law, Economics, and Morality* 313-347 (2010). למשל, על הניצול של הטיות קוגניטיביות של צרכנים על ידי ספקים ראו, באופן כללי, Oren Bar-Gill, *Seduction by Contract: Law, Economics, and Psychology in Consumer Markets* 6-50 (2012).

הדעת.⁸⁴ מכאן שתכליתו של המחוקק לא הייתה מירוב הרווחה המצרפית, כתורתה של הגישה הכלכלית למשפט.

• **הרתעה מיטבית** – הגישה הכלכלית מנתחת את ההשפעה שתהיה לפסיקה אקס אנטה. היא שואפת להכווין את התנהגות הפרטים בחברה באמצעות תמריצים שמגובים בכללים. אי לכך, אילו התכוונו המחוקק או השופטים ליצור הרתעה מיטבית בעזרת סעד ההערכה, היינו מצפים למצוא בדברי ההסבר לתיקון מס' 16 לחוק או בפסקי הדין נימוקים שעניינם הרתעה מיטבית והכוונת התנהגות. אולם לא איתרנו ולו רמז לכך שתכליתו של סעד ההערכה היא להרתיע את מציע הצעת הרכש מלהציע מחיר שאינו הוגן. פסקי הדין אף אינם מזכירים נימוקים של טובעים שעניינם הצדקת סעד ההערכה בהרתעת מציעים עתיריים.

תומכי הניתוח הכלכלי של המשפט יטענו כי יש להתמקד באנליזה של מערך התמריצים שנוצר, ולא בפסיכואנליזה של המחוקק או של הצדדים לסכסוך. לדידם, העובדה שכל הניצעים, לרבות המסכימים, מקבלים זכות מהמחוקק לתבוע סעד הערכה היא תמריץ חיובי להגשת תביעה על ידי הניצעים. כתוצר לוואי היא משמשת תמריץ שלילי למציע, פן יציע מחיר לא הוגן אקס אנטה. זאת, מכיוון שהדבר יוביל לפסיקת סעד הערכה שיחייב את המציע בהיקף עסקה (בהיבט של מחיר) אשר לא בטוח שהוא היה רוצה בו אילו ידע מראש את עלותו. בעלי מניות המיעוט הם רק "המען שאליו שולחים את הצ'ק", אך תפקידם האמיתי הוא הרתעת מציעים פוטנציאליים בצורה הזולה והיעילה ביותר. נזכיר כי תיקון מס' 16 לחוק מאפשר למציע הצעת הרכש לא להתיר לבעלי מניות מיעוט שהסכימו להצעה לבקש מבית המשפט לפסוק להם סעד הערכה. עם זאת, יש לזכור כי ברירת המחדל היא שכל הניצעים זכאים לסעד הערכה, וכי בהפעלת סעיף 338(ג) טמון חיסרון משמעותי מבחינת המציע, מכיוון שהדבר ישמש תמריץ שלילי להסכים לעסקה לכתחילה.⁸⁵ ברם, הגישה הכלכלית למשפט חותרת להרתעה מיטבית, ולא קרפית. נזכיר כי לא רק הנכפים זכאים לסעד הערכה, אלא כל ניצע באשר הוא, ולכן נוצרת למציע הפוטנציאלי הרתעת יתר: הוא יודע שגם אם יציע מחיר שרוב הניצעים יסכימו לו, הם יוכלו להתחרט בדיעבד ולטעון כי המחיר נמוך משווי המניות ההוגן.⁸⁶ אם כן, בהעדר נימוקים העוסקים בהכוונת התנהגות וביצירת הרתעה מיטבית, בעקבות כפל ההגנה שיוצר לעיתים הרתעת יתר, ומכיוון שאיננו משתכנעים מטיעון התודעה

84 אהרן ברק פרשנות במשפט כרך שני: פרשנות החקיקה 595–599 (1993).

85 ראו את הדין לעיל בתת-פרק 2.

86 פרוקציה, לעיל ה"ש 17, בעמ' 323–325. פרוקציה סבור כי פרשנות של סעד ההערכה באופן שמאפשר גם לבעלי מניות המיעוט שהסכימו להצעת הרכש לתבוע סעד הערכה מבית המשפט (או סתם להיות זכאים לפיצוי גם אם לא תבעו בעצמם) מהווה הרתעת יתר ומפירה את האיוונים העדינים שנמצאים בדיני הצעת הרכש המלאה. ניתן אם כן לראות כי לא בהרתעה מיטבית עסקין, כי אם בהרתעת יתר.

הכוזבת של מעני המשפט ונמעניו, ניתן לראות שסעד ההערכה אינו מקדם הרתעה מיטבית.

לסיכום חלק זה, ניתן לראות שסעד ההערכה אינו הולם את עקרונות הגישה הכלכלית למשפט. הוא אינו מוכוון למירוב הרווחה המצרפית, משום שהוא מאפשר לשופטים להתעלם במכוון מרצון הצדדים; והוא אינו מוכוון לקידום הרתעה מיטבית. נראה שהרתעה אינה אחת מתכליותיו, ושההרתעה שהוא יוצר כתוצר לוואי היא הרתעת יתר.

3. צדק חלוקתי

לפי הגישה התאורטית של צדק חלוקתי, יש לחלק את העושר בחברה על פי אמות מידה מסוימות, שהערך המנחה אותן הוא חלוקה הוגנת של העושר בחברה. כדי שחלוקה תיחשב הוגנת, עליה להתבסס על אמות מידה של שוויון. ההגדרה הקלסית לשוויון נטבעה על ידי אריסטו, שאמר ששוויון הוא נקיטת יחס שווה כלפי שווים ויחס שונה כלפי שונים, בהתאם למידת שונותם.⁸⁷ ברם, ההגדרה טאוטולוגית. הגדרת השוויון דורשת יחס שונה כאשר השונות היא רלוונטית, אך היא אינה כוללת אמות מידה לקביעת הרלוונטיות.⁸⁸

מלומדים רבים, לאו דווקא כאלה שדגלו בצדק חלוקתי, ניסו ליצוק תוכן להגדרת השוויון האריסטוטלית. ג'ון רולס, למשל, טען כי חלוקת משאבים בחברה צריכה להיטיב את מצבה של החוליה החלשה ביותר בחברה.⁸⁹ רוברט נוזיק, לעומת זאת, תמך במדינת "שומר הלילה",⁹⁰ וטען כי חלוקה הוגנת של העושר היא פועל יוצא של סחר בהסכמה, גם כאשר חלוקת העושר מובילה לגידול באי-השוויון.⁹¹ לפי תומכי הניתוח הכלכלי, חלוקה הוגנת היא החלוקה שתמך את הרווחה המצרפית, ואילו אחרים טוענים כי חלוקה הוגנת היא חלוקה שמאפשרת לכל אדם לממש את אנושיותו ולחיות בכבוד.⁹²

לפי תאוריית הצדק החלוקתי, סעדים במשפט הפרטי צריכים לקדם חלוקה הוגנת של העושר בחברה. בבואו לפסוק סעד, על השופט לשקול שיקולים שאינם קשורים בהכרח לסכסוך הקונקרטי. לדוגמה, מזיק עני שהזיק בשוגג יפצה פחות ממזיק עשיר שהזיק בכוונה תחילה, גם אם הנזק זהה. זאת, על מנת להוביל את החברה למצב שבו המשאבים

87 אריסטו **אתיקה** ספר ה, פרק ג (מהדורת ניקומאכוס, יוסף ג' ליבס מתרגם 1985).

88 בג"ץ 4541/94 **מילר נ' שר הביטחון**, פ"ד מט(4) 94, פס' 6 לפסק הדין של השופטת דורנר (1995).

89 John Rawls, A Theory of Justice (1971).

90 לפי תפיסה זו, המדינה צריכה להתעסק בהגנה מפני אלימות, הונאה וגנבה וכן באכיפת חוזים, ולא בחלוקת העושר על פי אמות מידה סובייקטיביות, שאם לא כן היא תפר את הזכויות הטבעיות של אזרחיה.

91 Robert Nozick, Anarchy, State, and Utopia (1974).

92 בהקשר הישראלי נהוג להזכיר במסגרת זאת את זאב ז'בוטינסקי ואת חמשת המ"מים שלו (מזון, מרפא, מלבוש, מעון ומורה).

מחולקים באופן הוגן יותר. ברם, כאמור, הסטנדרט לחלוקה "הוגנת" של העושר בחברה הוא מעורפל.

אנחנו מפרשים את עקרונותיה של תאוריית הצדק החלוקתי ככאלה המתאימים ל"תזת הנתק"⁹³, ההפוכה מתזת הרציפות.⁹⁴ בבסיסה של תזת הנתק ניצבת הטענה כי במציאות יש מצבים שבהם אין רציפות בין הזכות שנפגעה לבין הסעד שנפסק, קרי, אין יכולת להשיב את המצב לקדמותו באמצעות סעד שישקף את הזכות שנפגעה (למשל, במקרה של פיצוי כספי בגין נזק גוף). ג'ון גולדברג פוסע בשביליה של תזה זו – הוא מציג שיקולים שנראים זרים לסכסוך הספציפי, כגון תכונותיו של המזיק והתנהגותו, ומראה כיצד אלה משתקללים בהיקף הסעד באופן שמנתק את הקשר הישיר בין הזכות שנפגעה לבין הסעד. דהיינו, לעיתים שיקולים שאינם רלוונטיים לסכסוך הקונקרטי מובילים לפסיקת סעד שניב חלוקה הוגנת יותר של העושר, על חשבון הרציפות בין הזכות לבין הסעד. לדידו של גולדברג, הסטנדרט לפיצוי הוגן מתבטא בשיקולים שנשקלים אקס אנטה, כגון כיצד התנהגות הצדדים החריפה או הפחיתה את הנזק, וכן בשיקולי אקס פוסט – מה יהיו ההשלכות של הסעד בעתיד. השופטים מייחסים ערך להתנהגויות של המזיק והניזוק ולהשלכות של הסעד עליהם, ומתחשבים בכך בפסיקת הפיצויים. כך, אם פלוני שבר בכוונה את האגרטל של אלמוני, הפיצוי ההוגן יהיה גבוה מהשווי השוקי של האגרטל.⁹⁵ חלוקת העושר תהא "הוגנת" יותר משום שהסעד מגלם גם את רכיב הכוונה של פלוני, ולא רק את הזכות המהותית של אלמוני שנפגעה. לאחר שעמדנו על המאפיינים הכלליים של הגישה, נבחן אם היא מתאימה לניתוח ההסדר הקבוע לעניין הצעת רכש מלאה, שכולל בתוכו את סעד ההערכה. באופן כללי, המאפיינים של תאוריית הצדק החלוקתי הם פיזור העושר בצורה ההוגנת ביותר וכן נתק בין זכות מהותית לסעד. בפסקאות הבאות נראה כי שניהם אינם משתקפים בצורה משכנעת בהסדר.

השופט דנציגר קבע כי מטרתו של סעד ההערכה היא לסייע בעריכתן של עסקות רכש יעילות, תוך הבטחת הגינות המסחר ושמירה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט.⁹⁶ כלומר, השופט אינו צריך להתחשב במידת העושר של מבקשי הסעד, במוסריות התנהגותם, במצב בריאותם וכולי. כמו כן, הוא אינו צריך לשקול את מעמדו החברתי-הכלכלי של המציע, את מוסריותו ואת מצבו הרפואי. אילו נדרש השופט לבחון שאלות כאלה, היינו מצפים לראותו שוקל שיקולים מסוימים בעת דיון בסעד ההערכה. להלן רשימה לא ממצה של שיקולים כאלה:⁹⁷

93 Goldberg, לעיל ה"ש 62, בעמ' 436–437.

94 באשר לתזת הרציפות ראו את הדיון לעיל בתת-פרק ב1.

95 Goldberg, לעיל ה"ש 62, בעמ' 447–462.

96 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 29, בפס' 44 לפסק הדין של השופט דנציגר.

97 ודוק: השיקולים המוצגים (יחסי הכוחות מחוץ לחברה, פיזור הנזק וכיס עמוק) משקפים אמות מידה שלדעתנו חלק נכבד מתומכיה של תאוריית הצדק החלוקתי יסכימו כי הן יקדמו "חלוקה הוגנת יותר". אולם אנחנו ערים ומודעים לכך שההוגנות היא סטנדרט עמום, ולכן לא מן הנמנע שניתן להעלות אמות מידה אחרות שעשויות גם הן לשקף צדק חלוקתי.

- יחסי הכוחות בין הצדדים במנותק מהחברה שבה הוצעה הצעת הרכש – האם בעל מניות המיעוט הוא בעל שליטה בחברה אחרת, כך שסביר להניח שמצבו החברתי- הכלכלי גבוה ושהוא אינו זקוק בהכרח להגנת בית המשפט?
- פיזור הנזק – האם נכון לחייב גם את בעלי מניות המיעוט שהסכימו, ובכך גרמו בעקיפין למכירה הכפויה, להשתתף בפיצוי ובכך לפזר את הנזק על פני כמה מפצים?
- כיס עמוק – האם נכון להפעיל מנגנון ביטוחי חיצוני שיפצה את בעלי מניות המיעוט?

נוסף על כך, גם תזת הנתק – קרי, העדר קשר רציף בין זכות מהותית לסעד – אינה מתאימה לסעד ההערכה.⁹⁸ אומנם, הסעד לקבוצת המסכימים מתאים לתזה, שכן אין קשר רציף בין הזכות המהותית לבין הסעד, שהרי אף על פי שלא נפגעה זכותם לקבל מחיר הוגן (שכן הם הסכימו לו), הם עשויים לקבל פיצוי. אולם לקבוצת הנכפים התזה אינה מתאימה, שכן יש קשר ישיר בין זכותם המהותית לקבל מחיר הוגן לבין הסעד המבוקש.

ובכן, סעד ההערכה אינו הולם את עקרונותיה של תאוריית הצדק החלוקתי. הוא אינו מוכוון לפיזור העושר ולחלוקה הוגנת שלו בחברה, והשופטים אינם שוקלים עקרונות אלו כלל בבואם לדון בסעד ההערכה. נוסף על כך, הוא אינו מסתדר עם תזת הנתק, לפחות כלפי בעלי המניות הנכפים.

אם כן, בפרק זה הראינו כי הגישות הקלסיות לניתוח סעדים במשפט הפרטי אינן הולמות את ההסדר הקבוע בחוק לעניין הצעת רכש מלאה. בפרק הבא נדון בגישת הצדק ביחסים, שאנו סבורים כי היא הגישה שמסבירה בצורה הטובה ביותר את ההסדר, ונראה כיצד היא פותרת את הקושי הדוקטרינרי שהוא מעלה.

פרק ג: הגישה התאורטית המתאימה – צדק ביחסים

1. כללי

צדק ביחסים (relational justice) היא תאוריה כוללת למשפט הפרטי אשר מעצבת מערכות יחסים בין-אישיות של פרטים בעלי הגדרה עצמית שמכבדים איש את רעהו בהתאם למאפייניהם. הגישה מסדירה את היחסים שבין אדם לאדם, כשהמחויבות העיקרית שלה היא לאוטונומיה של הפרט ולהגדרתו העצמית, לזכותו לכתוב את סיפור

98 לשיטתנו, תזת הנתק משלימה את תזת הרציפות בהקשר של סעד ההערכה. בעוד תזת הרציפות (עקרון ההתאמה) מסבירה את הפיצוי של בעלי מניות המיעוט שלא הסכימו להצעת הרכש, תזת הנתק מסבירה את הפיצוי של בעלי מניות המיעוט שהסכימו להצעה. לפיכך לא זאת ולא זאת מסבירות במלואן את סעד ההערכה.

חיי וכן לשוויון המהותי בין בני אדם.⁹⁹ התשתית המשפטית שמאפשרת קשר בין אנשים צריכה לקיים ערכים אלו, מבלי להתעלם מהתלות ההדדית שלנו כבני אדם ומן ההבדלים האישיים הקיימים בינינו, ומבלי להדיר חובות חיוביות ושוויון מהותי ממערכת היחסים.¹⁰⁰ לכן אסור לשופט שמכריע בסכסוך בין שני צדדים להתעלם מן ההבדלים ביניהם, ועליו להתייחס לשונות כאל שיקול מרכזי.

ההתייחסות לערכים אלו נפוצה ככל שהם מעוגנים בכללי המשפט הציבורי, אולם גישת הצדק ביחסים מדגישה את המחויבות הליברלית ומציבה אותם גם בליבת המשפט הפרטי.¹⁰¹ חשוב לציין כי הגישה אינה מתכחשת לשוני בהשלכות שיש להבדלים בין המשפט הפרטי למשפט הציבורי, כך שהחובות הציבוריות עשויות להיות תובעניות יותר מהחובות הפרטיות. עם זאת, הגישה גורסת כי החובה השלילית שעניינה אי-התערבות והאיסור הפורמלי של הפליה (שוויון פורמלי בין הצדדים) אינן ממצות את החובות במשפט הפרטי, והוא עשוי להקים גם חובה חיובית (חובת "עשה") בין-אישית. חובה זו מביאה בחשבון גם נסיבות, בחירות אישיות ואיכויות שונות של הצדדים אשר רלוונטיות למערכת היחסים ביניהם.¹⁰²

לצדק ביחסים יש מחויבות לשוויון "יחסני" – מחויבות נורמטיבית ליחסים בין הצדדים כך שיהיו בהם כבוד והכרה הדדיים. השוויון היחסני אינו מוחלט, והוא עשוי להטיל מגבלות על תפיסות הטוב הפרטיות ועל השלכותיהן, שכן יש בחירות מסוימות שאינן יכולות להיות מושא של כבוד בין פרטים חופשיים ושווים.¹⁰³

לעניין דרישת השוויון היחסני יש לשקול בעיקר תכונות שקשורות לנסיבות החיים וכן לבחירה האישית של הפרט, תוך התחשבות במידת התרומה שלהם להגדרה העצמית שלו. המונח "נסיבות החיים" כולל בתוכו תכונות "קבועות", כגון גזע, מין או מוגבלות. לעומת זאת, המונח "בחירות אישיות" מתחלק לשני סוגים של בחירות. הסוג הראשון כולל בחירות יסודיות-מהותיות, שמאפשרות הגשמה של "פרויקטים בסיסיים". דוגמאות לפרויקטים כאלה הם בחירת מקצוע או החלטות הנוגעות בהקמת משפחה. הסוג השני כולל בחירות שמאפשרות מטרות חולפות ושטחיות. למעשה, שני הסוגים

99 חנוך דגן ואביחי דורפמן "צדק ביחסים" **עיוני משפט** מא 307 (2019).

100 שם, בעמ' 326–327.

101 שם, בעמ' 327. ההשקפה המסורתית, המשותפת לליברטריאנים, לקנטיאנים, להגליאנים מודרניים וכן לאגליטריאנים ליברלים, מתייחסת למשפט הפרטי כאל מרחב של התייחסויות גומלין קדם-פוליטיות או א-פוליטיות. הקבוצות התאורטיות שצינו חלוקות בנוגע לשאלה אם ראוי שהמשפט הציבורי יונחה על ידי המחויבות לאוטונומיה של הפרטים בחברה ולשוויונם המהותי, אך כולן שותפות לעמדה שמחויבות זו אינה צריכה להשפיע על המשפט הפרטי ואינה חלק ממנו. ראו, למשל, Nozick, לעיל ה"ש 91, בעמ' 160. ליישום אחר של התאוריה במשפט הפרטי ראו יצחק בומבך ודן בומבך "שימוש ללא רשות בדמות האחר: האם קמה זכות תביעה משפטית? מקרה המבחן של התחזות ברשת החברתית טוויטר" **פורום עיוני משפט** מו, 44–52 (התשפ"ג).

102 דגן ודורפמן, לעיל ה"ש 99, בעמ' 327–328.

103 שם, בעמ' 331. הרוצח או הגזען, השוללים את המעמד השווה של קורבנם, אינם יכולים לתבוע התאמה ביחסים שביניהם לבין הקורבן, משום שהם שוללים את השוויון ממנו.

יוצרים מקשת של בחירות, ואין מדובר בחלוקה בינרית ביניהם. במרכזה של המקשת ניתן למצוא בחירות שמצד אחד יש בהן ערך לא מבוטל אך מצד אחר הן אינן מעצבות את המשמעות הכוללת של חיי הפרט.¹⁰⁴

2. סעדים מהותיים (substantive remedies)

בשונה מהגישות שתוארו בפרק הקודם, לפי תאוריית הצדק ביחסים יש שני עקרונות מארגנים לעולם הסעדים, ולא אחד. ראשית, יש לרפא את הפגיעה בצדדים, ושנית, יש לעשות זאת תוך התחשבות בשיקולים מהותיים. הגישה מכירה בזכות המהותית באופן מלא, ועם זאת הסעד שיינתן בגין הפגיעה בה אינו חייב לשקף את הזכות באופן מלא. כך, הגישה שמה לעצמה למטרה לשמר את היחסים בין הצדדים במישור האקס אנטה, קרי, עובר לסכסוך. יחסים אלו יוצרים זכות מהותית של האחד, אשר מולידה חובה אצל האחר. אולם בין הצדדים נוצרים יחסי גומלין מסוימים גם אקס פוסט, שגם בהם נרצה להגן על האוטונומיה של הצדדים ועל השוויון המהותי ביניהם. יש לשקול את מישור האקס אנטה ואת מישור האקס פוסט במקביל.

לשם המחשה נתמקד בעניין *Boomer*, שעסק בעוולת מטרד ליחיד.¹⁰⁵ עובדות פסק הדין התייחסו למפעל מלט בניו יורק שהאבק שנוצר בשל פעילותו פוגע בשבעה משכניו. הפגיעה לא הייתה גופנית (אי-אפשר "לראות אותה בעין"), אלא מדובר בפגיעה באיכות חייהם של השכנים. סכום התביעה הועמד על כחצי מיליון דולר. בית המשפט העליון של ניו יורק קבע כי אכן התקיימו יסודותיה של עוולת המטרד, ונעשה שימוש בלתי סביר במקרקעין. עם זאת, בבואו להחליט על הסעד ציין בית המשפט כי אם יחליט ליתן צו עשה לסגירת המפעל, עובדים רבים יפוטרו, כך שכתוצר לוואי תיווצר פגיעה לא פרופורציונלית בהם. עוד הוסיף בית המשפט כי תפקידו הוא לחתור לצדק, ולא להסדיר את הרווחה המצרפית, לפתור בעיות כלליות או לשקול שיקולים של איכות הסביבה.¹⁰⁶ לדידו, הוא גם אינו מוכשר מבחינה מוסדית לפתור בעיות כאלה, וזה אף אינו תפקידו המוסדי. לפיכך קבע בית המשפט כי יש להסתכל על המקרה בהסתכלות אקס פוסט, ולבחון את ההשפעה של הסעד על הצדדים המושפעים מהסכסוך. לצורך כך יש לשקול מתן סעד אחר – פיצויים. במישור האקס אנטה יש לשכנים זכות מהותית להגנה על איכות חייהם. זכות זו הקימה למפעל חובה להימנע מפגיעה בה, והוא הפר אותה. אולם יש להסתכל גם על מישור האקס פוסט, ולבחון את השלכות הסעד שיינתן, תוך שמירה על השוויון המהותי והאוטונומיה של הצדדים.

104 שם, בעמ' 331–332.

105 עניין *Boomer v. Atlantic Cement Co.*, 26 N.Y.2d 219 (N.Y. 1970) משמש לנו דוגמה משום שהוא מוצג אצל Hanoch Dagan & Avihay Dorfman, *Substantive Remedies*, 96 NOTRE DAME L. REV. 513 (2020).

106 עניין *Boomer*, לעיל ה"ש 105, בעמ' 222–223 ו-226.

- עולה השאלה מהן הסיבות שבעטיין יש להעניק משקל רב יותר לניתוח האקס פוסט, לפי תאוריית הצדק ביחסים, ובכך לסטות משיקוף הפגיעה בזכות המהותית לטובת שמירה על עקרונות מהותיים. יש ארבעה שיקולים מרכזיים שיש לשקול בהקשר זה:¹⁰⁷
- העדר וולונטריות – על הצדדים להיקלע לסכסוך ללא שליטתם. דהיינו, אם הצדדים נכנסו לסכסוך מבחירה או תוך נטילת סיכון מחושב שייווצר סכסוך, בית המשפט יתמקד במישור האקס אנטה בלבד, ולא יקדם סעד מהותי שיתחשב במצבו הפרסונלי של הפרט אקס פוסט. למשל, על בית המשפט להימנע מהתערבות בפצויות מוסכמים בחוזה,¹⁰⁸ וזאת אף אם המזיק בחר במודע לפגוע בניזוק.¹⁰⁹ העדר וולונטריות הוא תנאי סף, כלומר, רק אם הוא מתקיים, נמשך לבחינה של שאר השיקולים.
 - חסרונן של התובע (סוג הפגיעה) – פגיעה ברכוש קלה יותר מפגיעה בגוף. בית המשפט ייטה להתחשב יותר במזיק לרכוש מאשר במזיק לגוף.
 - מצוקתו של הנתבע – בחינה של השפעת הסעד על הנתבע ועל יכולתו לתפקד כאדם אוטונומי ושווה מבחינה מהותית. למשל, אם הייתה לנתבע אפשרות סבירה לרכוש ביטוח שיכסה את כספי הפיצויים, לא יהא זה נכון לוותר לו על הפיצויים בשל מצבו הכלכלי העגום.
 - השפעה על צדדים שלישיים – סעדים מסוימים עשויים להשפיע על צדדים שלישיים באופן חיובי או באופן שלילי. לשיקול זה יש משקל נמוך מזה של שלושת הקודמים, שכן הגישה מחויבת בראש ובראשונה ליחסים שבין אדם לאדם בספרה הפרטית. ההשפעה על צדדים שלישיים תישקל רק כאשר עלולה להיגרם הפרה של ממד אחר של צדק (לדוגמה, כאשר פסיקה של סעד מהותי תוך עשיית צדק ביחסים תגרום לאי-צדק חלוקתי).

3. פתרון לבעיה הדוקטרינרית

נזכיר בקצרה: כדי להגיע להחזקה ביותר מ-90% ממניותיה של חברה יש ללכת במסלול של הצעת רכש מלאה. ההצעה יכולה להתבצע רק כאשר מתקיימים שני תנאים מסוג כלל קניין: הגעה ל-95% מהמניות וכן רוב מקרב בעלי מניות המיעוט שאין להם עניין אישי. לצד זאת, כל ניצע זכאי לסעד מסוג כלל אחריות: סעד הערכה מבית המשפט, אשר יקבע אם המחיר היה הוגן. הפסיקה פירשה את הזכאות לסעד הערכה באופן רחב, כאשר קבעה כי גם בעלי המניות המסכימים זכאים ליהנות מסעד ההערכה. לכאורה, באספקלריה של דיני החוזים, המסכימים אינם רשאים לטעון טענות נגד המחיר שהם הסכימו לו אלא במקרים של פגמים ברצון. אולם החוק מרחיב את הגנתם כך שלא

107 Dagan & Dorfman, לעיל ה"ש 105, בעמ' 542–545.

108 בכפוף לכך שהפיצויים המוסכמים אינם תולדה של עושה, כפייה, טעות או הטעיה.

109 Dagan & Dorfman, לעיל ה"ש 105, בעמ' 542.

יאלצו להוכיח פגם כזה. בפרק זה נטען כי המחוקק מעניק הגנה כפולה לכלל הניצעים, לרבות המסכמים, מתוך מחויבות לגישת הצדק ביחסים.

המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין כתב בדעת המיעוט בעניין **קיטאל** כי "פרשנות ראויה של דינים אלו תשאף לפיכך לשמר את האיזון העדין שבין האינטרסים הנוגדים של בעלי השליטה ובעלי מניות המיעוט, וחימנע ממתן הגנת יתר לאחד הצדדים".¹¹⁰ אך דעתנו, התואמת את דעת הרוב בעניין **קיטאל** ואת לשון החוק, היא שהמחוקק התכוון להעניק הגנת יתר לבעלי מניות המיעוט, גם אלה שהסכימו להצעה, בצורה שעולה בקנה אחד עם עקרונותיה של תאוריית הצדק ביחסים.

המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין כתב גם כי מכיוון שהחוק מניח שהסכמת רוב הניצעים בהצעת רכש מלאה היא חזקה ליעילותה, לא נדרשת התערבות נוספת של בית המשפט.¹¹¹ אכן, המנגנון של הצעת רכש מלאה מבטיח בסבירות גבוהה שהיענות להצעה תיעשה ממניעים עסקיים גרידא, ולכן הוא גם מבטיח בסבירות גבוהה שהצעות רכש מלאות יתקבלו רק כאשר הן יעילות. אולם אנו סבורים כי שיקול היעילות אינו השיקול היחיד בהקשר של הצעות רכש מלאות, ויש לבחון אותו לצד שיקולים מהותיים נוספים.

בדרך כלל הצעות רכש מלאות מתקיימות בעסקאות going private. בחברות המתאפיינות בבעלות מרוכזת (concentrated ownership) יש חשש מובנה לעריצות הרוב, שכן בעל השליטה מכתיב את המדיניות, נגיש יותר למידע ובעל יכולת לרתום את החברה למטרותיו הפרטיות.¹¹² ניטול לדוגמה מקרה שבו בעל שליטה בחברה ציבורית מחזיק ב-85% מזכויות ההצבעה, מזכויות הדיוידנד ומזכות המינוי בחברה. הוא מגיע למסקנה שהוא יוכל להפיק רווחים גבוהים בהרבה אם ישתלט על החברה וירתום אותה לצרכיו. אולם במחירה הנוכחי הוא לא בטוח שהוא יוכל להחזיר את ההשקעה בעתיד הנראה לעין. לכן הוא עשוי לנסות לפגוע מעט בפעילות החברה, למשך תקופה קצובה, על מנת להקטין את מחיר החברה בטווח הקצר. או אז יוכל בעל השליטה להציע הצעת רכש מלאה במחיר שיהיה גבוה ממחיר השוק הנוכחי אך נמוך מהשווי האמיתי של החברה.¹¹³

110 עניין **קיטאל**, לעיל ה"ש 29, בפס' 15 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין (ההדגשה הוספה).

111 את קביעתו זו תמך המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין בהיקש מהמנגנון של הצעת רכש מיוחדת, שאין בו סעד הערכה (שם, בפס' 16–18 לפסק דינו). אולם, כפי שיובהר להלן בה"ש 115, איננו מסכימים עימו לגבי ההשוואה של הצעת רכש מלאה להצעת רכש מיוחדת.

112 כידוע, לבעל השליטה יש יתרונות רבים הנובעים ממעמדו. ראו זוהר גושן "בעיית הנציג" כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים" **ספר זיכרון לגואלטיאור פרוקציה: חיבורי משפט** 239, 245–239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקציה ומרדכי א' ראבילו עורכים 1996). ראו גם את המקורות המוזכרים לעיל בה"ש 15.

113 התרחיש המוצג הוא פרי דמיונו בלבד, אולם הוא אינו תלוש מהמציאות. אומנם מסחר במניות על מנת להשפיע על מחירן מהווה עברה פלילית לפי ס' 54 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. ברם,

אם כן, יש פערי כוחות מוכנים בין הניצעים לבין המציע (בעל השליטה). אנו סבורים כי המחוקק מודע היטב לפערי הכוחות הללו,¹¹⁴ בפרט בהקשר של דיני הצעת הרכש המלאה,¹¹⁵ ולכן הוא בחר להעניק כפל הגנה לבעלי מניות המיעוט, גם במחיר של פגיעה מסוימת ביעילות. בשל כך הוא מבקש מבית המשפט לשקול שיקולים מהותיים לבקשת הניצעים. אם כן, אנו סבורים כי הפרשנות של דעת הרוב בעניין קיטאל, אשר מעניקה את הזכות לסעד הערכה לכלל הניצעים, מקדמת שוויון מהותי, שכן פערי הכוחות לטובת המציע מתקיימים הן ביחס למסכימים הן ביחס לנכפים. אכן, מדובר בהגנה מוגברת, אך כזו שמוצדק להעניק, במטרה לכונן צדק ביחסים בין הצדדים. להלן נראה כיצד מאפייניה של תאוריית הצדק ביחסים משתקפים בהסדר הקבוע בסעיפים 336–340 לחוק.

- **שוויון מהותי** – כפל ההגנה על הניצעים מצביע על קידום של שוויון מהותי. כאמור, יחסי הכוחות בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט מקנים יתרונות רבים לבעל השליטה ביחס לכלל הניצעים. הנכפים זכאים לסעד הערכה מסיבה אינטואיטיבית – יש לפצות אותם במקרה שהמכירה הכפויה אינה הוגנת. אך גם בעלי המניות המסכימים זכאים לסעד הערכה, חרף תנאי הסף של תזת הסעדים המהותיים שעניינו העדר וולונטריות. זאת, כפי שיבואר להלן, מתוקף זכותם לשוויון מהותי בינם לבין בעלי מניות המיעוט הנכפים (היקף ההסכמה מול בעל השליטה ותנאים שווים מולו) וכן בינם לבין בעל השליטה (התגברות על פערי המידע והיכולת להכווין את החברה). הם זכאים לסעד הערכה מכוח המחויבות של המחוקק ובית המשפט לקדם שוויון בין בני אדם בהתאם למאפייניהם המלאים, ובהקשר הספציפי – בהתאם להיותם בעלי מניות מיעוט בחברה.
- **התחשבות בנסיבות החיים ובבחירות האישיות** – ראשית, יש להגדיר את אופי הפעילות המכונה "החזקה במניות". על פי רוב אין מדובר בנסיבות החיים, שכן רוב האנשים אינם נולדים כבעלי שליטה או כבעלי מניות מיעוט בחברה (ובכל מקרה, ביכולתם למכור את מניותיהם כרצונם). אם כן, מדובר בבחירה אישית, ולכן

עסקינן במקרה שבו בעל השליטה משפיע על מחיר המניה לא בדרך של מסחר במניות, כי אם בדרך של שינוי זמני וקטן יחסית של פעילות החברה באופן שיוריד את ערכה.

114 באופן כללי יותר, ס' 191(א) לחוק החברות קובע כי "התנהל ענין מענייניה של חברה בדרך שיש בה משום קיפוח של בעלי המניות שלה, כולם או חלקם, או שיש חשש מהותי שיתנהל בדרך זו, רשאי בית המשפט, לפי בקשת בעל מניה, לתת הוראות הנראות לו לשם הסרתו של הקיפוח או מניעתו". הסעיף מדבר על מצבים שבהם בעלי מניות המיעוט קופחו אך נשארו בחברה. הצעת רכש מלאה, ברגע שהתקבלה, דוחקת את בעלי מניות המיעוט החוצה מהחברה, ולכן זהו מקרה שונה, אך סעיף זה ממחיש כיצד הסטנדרט של הגנה על בעלי מניות המיעוט עובר כחוט השני בכל חוק החברות.

115 בהצעת רכש מלאה יחסי הכוחות מוטים באופן מובהק לטובת בעל השליטה אל מול בעלי מניות המיעוט, וזאת בשונה מהצעת רכש מיוחדת, שם מתוקף תנאיה (רצון של גורם כלשהו לרכוש שליטה בשיעור של 25% או 45% כאשר שום גורם אחר אינו מחזיק בנתח גדול יותר) אין יחסי הכוחות מוטים באופן כה מובהק. לכן בהצעת רכש מיוחדת, בשונה מהצעת רכש מלאה, המגרש "ישר" יחסית.

ההתחשבות באופי הפעילות תהיה בהתאם לתרומתה היחסית להגדרה העצמית של הפרט. לדעתנו, ניתן לאפיין שליטה משמעותית בחברה כ"פרויקט בסיסי" של אדם. הזכות החוקתית לחופש העיסוק מעידה כאלף עדים על חשיבות הקריירה לאדם. המשמעות של החזקת מניות שליטה בחברה היא רחבה בהרבה מהפן הכספי – יש לה גם פן אקספרסיבי ופן מהותי.¹¹⁶ במידה פחותה ניתן לטעון שגם לבחירה להחזיק במניות מיעוט בחברה עשוי להיות ערך משמעותי, אך ככל הנראה אין היא מעצבת את המשמעות הכוללת של חיי הפרט.

דעתנו מתחזקת לנוכח מנגנון "ייחוד הסעד" הקבוע בהסדר, שלפיו מרגע קבלת הצעת הרכש המלאה הניצעים רשאים לתבוע סעד כספי בלבד. בשונה מפעולות אחרות שמקפחות את המיעוט, שבהן המיעוט יכול לפעול למען השבת המצב לקדמותו בצורה מדויקת, מרגע שהמניות נמכרו אין דרך חזרה, ובעל השליטה מחזיק בכלל החברה.

אנו סבורים כי עיקרון זה מאזן באופן ראוי בין משקל הבחירות של בעל השליטה לבין משקל הבחירות של בעלי מניות המיעוט – המסכימים והנכפים. מחד גיסא, העיקרון מאפשר ביטוי של הבחירה של בעל השליטה ליצור "פרויקט בסיסי": מרגע שהצליח להפוך את החברה שהוא שולט בה לפרטית, אין דרך למנוע זאת ממנו. מאידך גיסא, העיקרון מפצה את הניצעים על הפגיעה בבחירתם להיות בעלי מניות מיעוט, והם זוכים בסעד הולם על שינוי המצב. מכיוון שגם המסכימים לא ישובו להיות בעלי מניות מיעוט בחברה זו, קידום של שוויון מהותי בין הקבוצות מחייב להעניק להם זכות לתמורה שקיבלו עמיתיהם הנכפים במסגרת סעד ההערכה.¹¹⁷

• **אוטונומיה** – המנגנון של הצעת הרכש המלאה, הכולל את מנגנון "ייחוד הסעד", מאפשר לבעל השליטה לכתוב את סיפור חייו כפי שהוא מעוניין לכתבו, שכן אי-אפשר עוד ליטול ממנו את הבעלות המלאה בחברה, כאמור, אלא אם כן ירצה בכך. כזכור, יש להתחשב במאפיינים של בחירה אישית בהתאם לתרומתם היחסית להגדרה העצמית של הפרט. ההסדר מבטא עמדה נורמטיבית שלפיה הבחירה להיות בעלים של חברה פרטית גוברת על הבחירה להישאר בה בעל מניות מיעוט. עם זאת, אף שהראשונה גוברת, בעלי מניות המיעוט לא הוזנחו כליל – הם זכו בהגנה כפולה

¹¹⁶ גם אם ההחזקה בחברה היא כלכלית גרידא, ההיקף הכלכלי הוא נרחב ביותר (כזכור, מדובר בבעל שליטה מסיבית בחברה ציבורית), ולכן אנחנו דבקים בהנחתנו כי שליטה מסיבית בחברה ציבורית עולה כדי "פרויקט בסיסי" של אדם בחייו.

¹¹⁷ יובהר: אנו ערים לחוסר השוויון המובנה שבין שתי הקבוצות של בעלי מניות המיעוט – הנכפים והמסכימים. כך, ניתן לטעון כי מרגע שחברי קבוצת המסכימים בחרו לוותר על מניות המיעוט שלהם, אי-אפשר עוד לפגוע בבחירתם להיות בעלי מניות מיעוט ולכן אין הצדקה להעניק להם פיצוי במסגרת תביעתם לסעד הערכה. עם זאת, אנו מציעים לבחון את מצב הדברים עובר להצעת הרכש, במועד שבו בעל מניות מיעוט פלוני אינו יודע אם תתקבל בכלל הצעת רכש מלאה, ואם תתקבל, אם הוא יימנה עם קבוצת המסכימים או עם קבוצת הנכפים. אם כן, השוויון המהותי בין קבוצת המסכימים לקבוצת הנכפים מתגבש עוד בטרם מציע הצעת רכש מלאה מציע את הצעתו, ולפיכך, לשיטתנו, אין הצדקה להבחין ביניהן.

מהמחוקק. קניינם נשאר שלהם אלא אם מתגבשים התנאים להצעת הרכש המלאה, וכאשר זה קורה, כל הניצעים זכאים לשווי האובייקטיבי של חלקם. בכך יש איזון בין קידום האוטונומיה של בעל השליטה לבין האוטונומיה של בעלי מניות המיעוט.

• **סעדים מהותיים – קשר בין זכות מהותית לסעד והנסיבות הקונקרטיות** – כאשר בית המשפט מעניק סעד הערכה, הוא מביע חוסר שביעות רצון מהמחיר. לדעתנו, מדובר בסעד מהותי, שכן נפגעה זכותם של הניצעים לקבל את המחיר ההוגן על מניותיהם. כפי שצינו לעיל, בהקשר של הנכפים יש רציפות בין זכותם המהותית לקבל מחיר הוגן לבין הסעד – ההפרש שבין המחירים. אולם בנוגע למסכימים חל נתק בין הזכות לבין הסעד, שכן לא נפגעה זכותם לקבלת המחיר ההוגן בעיניהם.¹¹⁸ כלומר, בנוגע למסכימים סבר המחוקק כי מתקיימות הסיבות שבעטיין יש להחיל את תזת הסעדים המהותיים ולסטות מסעד שמשקף בצורה מדויקת את הפגיעה, וזאת כדי לשמר אוטונומיה ושוויון מהותי בין הצדדים. נבחן זאת בהתאם לארבעת השיקולים המרכזיים:

* **העדר וולונטריות** – כזכור, מדובר בתנאי סף: אם צד נכנס לסכסוך באופן וולונטרי, הדוקטרינה דורשת הימנעות מבחינה של מישור האקס פוסט. מובן מדוע הנכפים צולחים את המבחן – הסיטואציה נפתה עליהם. הבעיה מתעוררת באשר למסכימים. אולם אנו סבורים כי בחינה מעמיקה יותר של הוולונטריות שלהם תבהיר מדוע יש להידרש למישור האקס פוסט גם במקרה שלהם, ולהעניק להם זכאות לסעד הערכה.

כדי להבין את טיב ההסכמה של בעלי מניות המיעוט המסכימים והיקפה, יש להידרש להיענות להצעת רכש כאשר בעל השליטה מפעיל את סעיף 338(ג) לחוק. כזכור, הסעיף מאפשר למציע לבטל מראש את הזכאות של המסכימים לסעד הערכה במקרה שייפסק סעד כזה. מכאן שאם ניצע מסכים להצעת הרכש כאשר סעיף קטן (ג) מופעל, הוא מסכים למחיר ההצעה, שמשקלל את העובדה שהוא לא יהיה זכאי לסעד הערכה, אם ייפסק. מכלל ההן יוסק גם הלאה – כאשר המציע לא הפעיל את הסעיף, ניתן להסיק שההסכמה צרה יותר. כאשר ניצע מסכים להצעת הרכש המלאה בידיעה שסעיף קטן (ג) אינו מופעל, הוא מסכים למחיר שמשקלל את האפשרות שהוא יהיה זכאי לסעד הערכה, אם ייפסק.¹¹⁹

118 ההסדר הישראלי להצעת רכש מלאה מונע מצבים שבהם בעלי מניות המיעוט יסכימו להצעה כזו אף שאין הם מעוניינים בה. לכן אנחנו יוצאים מנקודת הנחה שכאשר בעל מניות מיעוט הסכים להצעת הרכש, הוא עשה זאת מפני שהוא סבור כי ההצעה הוגנת וכי זכותו לא נפגעה.

119 ההנחה שניצע בהצעת רכש מלאה משקלל את העובדה שהוא יהיה זכאי לסעד הערכה כאשר ס"ק (ג) אינו מופעל מגלמת לכאורה הנחה שאין פערי כוחות משמעותיים בין המציע לניצעים, וכי מחיר העסקה משקף תחשיב עלות-תועלת שמיטיב עם שני צדדי העסקה (דהיינו, המציע והניצעים). ניתן לטעון כי הנחה מקדמית זו סותרת במידת מה את תאוריית הצדק ביחסים, אשר מדגישה כאמור את פערי הכוחות. עם זאת, אנו סבורים כי ניתן ליישב סתירה לכאורית זו בשתי דרכים חלופיות. ראשית, ההסדר מכיר בכך שמחיר עסקה מוסכם אינו יכול – לכל הפחות אקס אנטה – לשקף הסכמה אשר משוחררת באופן מלא מפערי הכוחות. לכן מוצדק להעניק לבעלי מניות המיעוט הגנה כפולה של

לכן הוולונטריות של המסכימים במקרה הזה אינה כוללת מצבים שבהם נפסק סעד הערכה. אם כן, כאשר סעיף קטן (ג) אינו מופעל ונפסק סעד הערכה, כלל הניצעים – המסכימים והנכפים – צולחים את מבחן העדר הוולונטריות.

* חסרונו של התובע ומצוקתו של הנתבע – חסרונו של התובע הוא ההפרש שבין מחיר המניה ההוגן לבין המחיר ששולם בפועל. לעומת זאת, אנחנו מניחים שלנתבע אין מצוקה כלכלית משמעותית שיש לשקול.¹²⁰ מצוקתו של הנתבע מקבלת פתרון אקס אנטה, בבחינת "הקדמת התרופה למכה". זאת, באמצעות "ייחוד הסעד", שמבטיח כי כאשר מתקבלת הצעת רכש מלאה, אי-אפשר להחזיר את הגלגל לאחור. בהקשר זה יוער כי אנו סבורים כי התועלת שיקבל בעל שליטה מרכישה של שליטה מלאה גבוהה מהנזק שייגרם לו אם ייפסק נגדו סעד הערכה שיטיל עליו עלויות חדשות ובלתי צפויות, וזאת, בין היתר, משום שמעבר לרווחים הכלכליים הצפויים לו, הוא מקדם פרויקט חיים בסיסי. המחוקק מאפשר לבעל השליטה לכתוב את סיפור חייו בעזרת פרויקט בסיסי – להיות הבעלים הבלעדיים של חברה מסחרית. עם זאת, המחוקק מאזן את הזכות של בעל השליטה עם הזכות המקבילה של בעלי מניות המיעוט. נוסף על כך, המחוקק הורה לבית המשפט לשקול גם את חסרונו של התובעים באמצעות סעד ההערכה אקס פוסט, בשים לב ליחסי הכוחות בין בעל השליטה לבעלי מניות המיעוט. כלומר, יש לקדם את האוטונומיה של הצדדים וכן שוויון מהותי ביניהם בהתאם למי שהם באמת; לא רק ייחוד הסעד, כי אם גם ייחוס הסעד.

* השפעה על צדדים שלישיים – מחד גיסא, הענקת זכאות לסעד הערכה גם למסכימים מייקרת את עלויות העסקה למציע פוטנציאלי (בכל עסקה אחרת), אשר יודע שגם המסכימים יהיו זכאים לסעד הערכה. הרוכשים יחששו שתהליך הרכישה לא יסתיים בהעברת התמורה, ושהניצעים עלולים לתבוע תמורה גבוהה יותר. מאידך גיסא, הענקת הזכות לסעד הערכה לכל הניצעים מחזקת את הניצעים העתידיים, ומאפשרת להם להסכים להצעה ולתבוע בדיעבד. לשיטתנו, המחוקק ובית המשפט מעניקים עדיפות לסכסוך הספציפי, בהתאם לעקרונותיה של תאוריית הצדק ביחסים. איננו סבורים כי ההשפעה על צדדים שלישיים, עתידיים, תפגע בעקרונותיהן של גישות אחרות לצדק במשפט הפרטי, להוציא אלה של גישת היעילות: זכאות לסעד הערכה לכל הניצעים מעלה חשש לאופורטוניזם מצד בעלי מניות המיעוט שיסכימו להצעה; אלה עלולים לפעול

כלל קניין וכלל אחריות. לחלופין, ניתן לטעון כי שני צדדי העסקה מיודעים מספיק (גם אם לא באופן שווה) על מנת להותיר את הניצע עם אפשרות לתבוע מבית המשפט סעד הערכה, כחלק ממחיר העסקה הכולל. גם כאן מוצדק להעניק לבעלי מניות המיעוט הגנה כפולה. יוער כי שתי פרשנויות אלו מקובלות עלינו, והצד השווה שבהן הוא ששתיהן מצדיקות את מתן ההגנה הכפולה.

¹²⁰ כמובן, רכישת שליטה מלאה בחברה עשויה לדרוש משאבים כלכליים משמעותיים – היא עשויה להיות כרוכה בנטילת הלוואות, במימוש נכסים וכיוצא בזה. עם זאת, לנוכח מודעותו של בעל השליטה לאפשרות שייפסק סעד הערכה, אנחנו יוצאים מנקודת הנחה שכמעט כל בעלי השליטה יוכלו להוסיף את ההפרש כאמור מבלי להיקלע לקשיים כלכליים.

ב"שיטת מצליח" ולבקש כסף נוסף אף שיחשבו שהמחיר הוגן. אולם נראה שהחשש מאופורטוניזם ומפגיעה ביעילות בהצעות עתידיות בטל בשישים כאשר בצד האחר של המאזניים מונחים עקרונות דוגמת שוויון מהותי ואוטונומיה של הצדדים בהצעת רכש קיימת. ראשית, עסקינן במשפט פרטי, שבו לפי תאוריית הצדק ביחסים יש להתחשב בראש ובראשונה בצדדים לסכסוך. השיקול של פגיעה בצדדים שלישיים ממוקם נמוך מהאחרים. נוסף על כך, כאשר נפסק סעד הערכה ובית המשפט קובע כי המחיר היה לא הוגן, עדיף שכל בעלי המניות יקבלו את המחיר ההוגן מאשר שרק קבוצת בעלי מניות המיעוט הנכפים יזכו בו, שכן תחושת הקיפוח והפגיעה בשוויון המהותי של המסכימים אל מול הנכפים תהיה חזקה בהרבה מהפגיעה בבעל השליטה העתידי, שיצטרך להוסיף כסף לרכישת החברה. לכן, לשם עשיית צדק ביחסים, קרי קידום שוויון מהותי ואוטונומיה באמצעות סעד מהותי, המחוקק ובית המשפט מאפשרים הסתברות קטנה לפגיעה ביעילות.

ניתן לראות, אם כן, שסעד הערכה מכיל בתוכו את כלל המאפיינים של תאוריית הצדק ביחסים, ונחשב "סעד מהותי", כהגדרתו בתאוריה. מכיוון שכלל הניצעים – המסכימים והנכפים – צולחים את מבחן העדר הוולונטריות, בחן המחוקק את מישור האקס פוסט, על ידי שקלול חסרונם של התובע אל מול מצוקתו של הנתבע והשפעה על צדדים שלישיים, ובעקבות זאת בחר (באשרורו של בית המשפט) להעניק כפל הגנה לכלל הניצעים. הנה כי כן, הריק שנוצר לכאורה בין דיני החוזים לבין דיני החברות מתמלא באמצעות תאוריית הצדק ביחסים.

פרק ד: משמעויות אופרטיביות

1. התאמת מרכיבי "השווי ההוגן" לתאוריה

כאמור, הפסיקה קבעה כי הערכת השווי של המניות לשם מתן סעד הערכה תבצע בשיטת ה-DCF. לפי שיטה זו, יש להעריך את שווי החברה על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים ושל הזדמנויות ההשקעה העתידיות שלה. על כן השיטה פועלת לפי שלושה עקרונות מנחים: הראשון, הערכת החברה תיעשה לפי שווייה הפנימי (intrinsic value), שמתחשב בכלל מקורות השווי הנובעים ישירות ממנה, ולא לפי מדד חיצוני לה (דוגמת שווי השוק שלה או שווייה התחליפי בעסקה עם צד שלישי); השני, הערכת החברה תיעשה בהתאם לשווייה כ"עסק חי" (going concern), מתוך הנחה שיש להעניק לבעלי המניות הניצעים תמורה כספית השווה לרווחים שהיו עשויים להיות מנת חלקם אילו לא נכפתה עליהם המכירה; והשלישי, שווי המניות יחושב לפי מועד הגשתה של הצעת הרכש, ולא לפי מועד מאוחר יותר. יודגש: נקבע כי יש להביא בחשבון גם את הרווחים הצפויים מההשקעות העתידיות של החברה הידועות לבעל השליטה עובר

למועד הרכישה.¹²¹ כך יהיה אפשר לאיין את יתרון המידע שלו אל מול בעלי מניות המיעוט, ולשתפם ברווחים שהם היו נהנים מהם אלמלא הרכישה.¹²² בעניין קיטאל הציג השופט דנציגר (בבחינת למעלה מן הצורך) מחלוקת שקיימת בקרב המלומדים האמריקנים בשאלה אם יש לתמחר את שוויין של מניות המיעוט ומניות הרוב באותה דרך או שמא יש להחשיב פרמיית שליטה כלשהי. וכך כתב:

"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 שווייה 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... 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..."¹²³

כידוע, שליטה מלאה בחברה מקנה לבעל השליטה יתרונות בלעדיים אשר בעלי מניות המיעוט לא היו נהנים מהם. למשל, השופט ג'ובראן מפרט בעניין קיטאל כי בעל שליטה מלאה נהנה מיכולת שליטה מוגברת, מהקטנת עלויות הפיקוח של החברה ומיכולת לנהל את החברה באופן שימַרְב את תשואתו כפי הבנתו. כמו כן, הוא אינו נדרש עוד לעמוד בסטנדרטים של גילוי ודיווח שחברה ציבורית מחויבת בהם.¹²⁴

121 עניין עצמון, לעיל ה"ש 13, בפס' 59 ו-65 לפסק הדין של השופט דנציגר.

122 כפי שהוסבר שם, בפס' 58-59 לפסק הדין של השופט דנציגר, ונשנה שוב בעניין קיטאל, לעיל ה"ש 29, בפס' 60-65 לפסק הדין של השופט דנציגר.

123 שם, בפס' 84 לפסק הדין של השופט דנציגר. לעניין העמדה שיש להתייחס לשני סוגי המניות באופן דומה, מפנה השופט דנציגר למאמר John C. Coates, IV, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, 147 U. PA. L. REV. 1251, (1999) 1262-1287, וכן ל-Wertheimer, לעיל ה"ש 39, בעמ' 641-654; ולעניין העמדה ההפוכה הוא מפנה למאמרו של Wertheimer, שם; Richard T. Hossfeld, Short-Form Mergers After Glassman v. Unocal Exploration Corp.: Time to Reform Appraisal, 53 DUKE L.J. 1337, 1355 (2004); Robert A. Rabbat, 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).

124 עניין קיטאל, לעיל ה"ש 29, בפס' 30-31 לפסק הדין של השופט ג'ובראן. ראו גם אופיר, לעיל ה"ש 15. כמו כן, בעל השליטה עשוי, במקרים מסוימים, ליהנות מפרמיה נוספת שמשקפת את יכולתו לנצל באופנים שונים את משאבי החברה (למשל, באמצעות שימוש במתקני החברה, מינוי בעלי תפקידים במשכורת, חלוקת דיווידנד במועדים הנוחים לו, קיום עסקאות לא יעילות בין החברה לבין ועוד). פעולות אלו מצויות באזור האפור של החוק, ועשויות להיות לא חוקיות. על כל פנים,

אנחנו סבורים כי הפרשנות הנפוצה אצל המלומדים האמריקנים, שלפיה יש לתמחר את שוויין של כל המניות באופן זהה, ללא הבחנה בין מניות מיעוט למניות רוב, אינה עולה בקנה אחד עם תאוריית הצדק ביחסים. כפי שהראינו, התאוריה מכירה בהבדל הנורמטיבי בין בחירה להיות בעלים של חברה פרטית לבין בחירה להישאר בה בעל מניות מיעוט (וזהו הרציונל שבבסיסו של עקרון "ייחוד הסעד"). זאת, לנוכח ההבדל בין התרומה היחסית של הפעולות האלה להגדרה העצמית של הפרט אשר מחזיק באותן מניות. אם כן, בהתאם לעקרונות התאוריה, אנו סבורים כי יש לבצע ניכיון בגין מניות המיעוט, ולהשמיט מתמחור המניות את הרכיב שבעלי מניות המיעוט אינם אמורים ליהנות ממנו ואשר בכל מקרה הנהנה ממנו הוא בעל השליטה. זאת, להבדיל ממאפיינים אחרים שיש להביא בחשבון במסגרת ההערכה של השווי ההוגן, דוגמת אי-סחירות המניות והשקעות עתידיות של החברה, שמהם היו בעלי מניות המיעוט נהנים אילו לא נכפו למכור את מניותיהם. יוזכר כי השמטה כזו נעשית גם בסעדים נוספים שניתנים על ידי בית המשפט, דוגמת הסרת קיפוח, אשר בהערכת היקפם אין התחשבות בפרמיית השליטה.¹²⁵

אם כן, צעידה קוהרנטית בשביל שתאוריית הצדק ביחסים מתווה תדרוש שהערכת שווי לפי שיטת ה-DCF, המחשבת את שווייה של חברה כעסק חי, תגלם, בין היתר, הזדמנויות עסקיות כפי שאלה ידועות לחברה במועד הצעת הרכש; אפשרויות השקעה של החברה והשקעות פוטנציאליות בחברה, לרבות משקיעים מתוחכמים שהיו עשויים לתרום לניהול החברה ולשגשוגה אלמלא הצעת הרכש המלאה; אסדרות שייטיבו עם החברה ועוד. לעומת זאת, לפי תאוריה זו אין לגלם בחישוב זה את הרווח שצפוי לבעל השליטה משליטה מלאה בחברה – לא רווח כלכלי ולא רווח אישי (קידום סיפור החיים האישי בהתאם לתאוריית הצדק ביחסים).

2. ניתוח חלופות להקשחת המנגנון

במאמר שפורסם לאחרונה מנתחים ירקוני, לאוטרבך ומוגרמן דרכים אחדות לרכישה של חברות ציבוריות.¹²⁶ במסגרת מחקר אמפירי מצאו המחברים כי המסלול המועדף על ידי בעלי השליטה בישראל הוא הצעת הרכש המלאה (83%), בעוד שני המסלולים האחרים

פעולות כאלה רלוונטיות יותר לבעל שליטה בחברה שיש בה מניות מיעוט, והתועלת מהן בחברה בבעלות מלאה נמוכה מאוד. על כן לא נתייחס אליהן במסגרת ניתוחנו. בהקשר זה ראו גם עניין קיטאל, שם, בפס' 52 לפסק הדין של המשנה לנשיא (בדימ') ריבלין.

125 ראו, למשל, עניין כהנא, לעיל ה"ש 23. כמובן, איננו מתיימרים להגדיר את רכיביה של פרמיית השליטה בחברה פלוניית. פרמיית השליטה משתנה מחברה לחברה, ותלויה בביצועי החברה, בדרך ניהולה, במבנה הארגוני שלה ואף בבעל השליטה עצמו. על כן איננו מנסים לקבוע דבר לעניין גובהו של רכיב פרמיית השליטה שיש לקזז בקביעת סעד הערכה. מטרתו של פרק זה היא רק להראות כי תאוריית הצדק ביחסים מעלה דרישות לשינויים באופן שבו מעריכים בפועל את הפיצוי שיש לפסוק לבעלי מניות המיעוט במסגרת סעד הערכה, וזאת על ידי קיזוז רכיב השליטה.

126 ירקוני, לאוטרבך ומוגרמן, לעיל ה"ש 6.

(מיוזג והסדר בבית משפט לפי סעיף 350 לחוק) מועדפים על ידי אחוזים נמוכים בהרבה (שניהם יחדיו – 17%). עם זאת, נמצא כי כ-40% מהצעות הרכש המלאות נכשלות. כמו כן העלה המחקר כי שיעור הפרמיה המוצעת לבעלי מניות המיעוט בעסקות מיוזג גבוה משיעור הפרמיה בהצעות הרכש המלאות, וזאת חרף ההגנה הכפולה (כלל הקניין וכלל האחריות) שניתנת לבעלי מניות המיעוט במסגרת הצעות הרכש המלאות. מכיוון שבהצעות רכש מלאות הפרמיה שמשולמת לבעלי מניות המיעוט נמוכה יותר ושיעור העסקאות הנדחות גבוה יותר ביחס לפרוצדורה המקבילה בארצות הברית, הסיקו המחקרים כי בעלי השליטה בישראל משתמשים לעיתים במסלול של הצעת רכש מלאה באופן אופורטוניסטי, כדי לקנות את מניות המיעוט במחיר נמוך מהמחיר שהיה מתקבל במסגרת משא ומתן בין הצדדים, דוגמת מיוזג.

על רקע זה הציעו החוקרים שלוש חלופות לתיקון המנגנון של הצעת הרכש המלאה בישראל:¹²⁷ (1) חיוב ועדת הביקורת של הדירקטוריון במינוי מומחה מקצועי ובלתי תלוי אשר יכין חוות דעת בלתי מחייבת בנוגע להוגנות של הצעת הרכש המלאה;¹²⁸ (2) העמדת כל הצעת רכש מלאה לדיון מוגבל בזמן בוועדה מיוחדת ובלתי תלויה מטעם הדירקטוריון, שתוצאותיו יפורסמו לציבור;¹²⁹ (3) הגדלת היקפה של הביקורת השיפוטית באמצעות ביטול סעיף קטן (ג).¹³⁰ לצד האמור, החוקרים מציעים גם להפחית את הרוב הדרוש לשם אישור הצעת רכש מלאה ל-90% (חלף 95%).¹³¹ אין זה המקום לדון לעומק בכל אחת מן ההצעות. עם זאת, אנו סבורים כי שלוש החלופות להקשחת המנגנון של הצעת הרכש המלאה עולות בקנה אחד עם ערכיה של תאוריית הצדק ביחסים. באשר לשתי החלופות הראשונות – אנו סבורים כי שתיהן

127 יוער כי בשונה מהמגמה בדלוור, שם בתי המשפט והמחוקק פועלים בשנים האחרונות להאחדת הדינים של הצעות רכש ומיוזגים לחילוט מניות מיעוט, שלושת החוקרים סבורים כי בסביבה העסקית בישראל, שהיא סביבה רווית חברות ציבוריות עם בעלי שליטה, יש צורך במנגנון משפטי שיאפשר הפיכת חברה ציבורית לפרטית בהליך פשוט, מהיר וזול.

128 החוקרים סבורים כי הצעה זו תשמש "אפקט מצנן" להגשת תביעות לסעד הערכה: מחד גיסא, היא תרתיע את בעל השליטה מפני הצעת מחיר נמוך מדי, ומאידך גיסא, היא תקשה על תובעים לטעון כי המחיר נמוך מדי. עם זאת, חלופה זו תגדיל את עלויות העסקה ותאריך את הזמן להשלמת הצעת רכש מלאה.

129 לדידם של החוקרים, חלופה זו מורכבת יותר מהחלופה הראשונה שהוצגה לעיל, אולם היא מצמצמת את הפער שבין מנגנון המיוזג לזה של הצעת רכש המלאה, ברוח הפסיקה בדלוור. עם זאת, גם חלופה זו מגדילה במידה משמעותית את הוצאות העסקה ומאריכה את משך הזמן הנחוץ להשלמת הצעת רכש מלאה.

130 החוקרים סבורים כי מתן היתר לכלל הניצעים – ולא רק למתנגדים – לתבוע סעד הערכה ירתיע בעלי שליטה מהגשת הצעות רכש אופורטוניסטיות ונמוכות מדי. מאידך גיסא, ביטול ס"ק (ג) יעלה את ההוצאות המשפטיות ויערער את הוודאות העסקית, מכיוון שהמחיר הסופי בעסקה עלול להיכבד רק בדיעבד.

131 לשיטתם של החוקרים, הפחתה כאמור בשיעור הרוב הנדרש רצויה משום שהיא תעודד את השימוש במנגנון הזול והמהיר של הצעת רכש מלאה במקרים נוספים. ראוי לציין כי החוקרים מציעים להותיר בהסדר את הדרישה לרוב מקרב המיעוט שקיימת בס' 337(א) לחוק החברות.

מקדמות את השוויון המהותי בין בעלי המניות ומחזקות את האוטונומיה של הניצעים, שיוכלו לקבל החלטה מודעת ורצונית יותר. לדעתנו, חלופות אלו מקרבות את ההגנות שניתנות למיעוט להגנות שהמיעוט מקבל במסגרת מיזוג, ויש בהן כדי להעלות את הסיכוי שהמחיר שיוצע למיעוט יהא הוגן. באשר לחלופה השלישית – כזכור, אנו מבססים את הניתוח הדוקטרינרי שלנו על ההנחה שסעיף קטן (ג) אינו מופעל. לדעתנו, וכפי שהובהר בפרקים הקודמים, צדק ביחסים מקודם בצורה הטובה ביותר מקום שבעל השליטה אינו מתנה את הזכאות לסעד הערכה בהסכמת הניצעים, ואין לנו אלא להצטרף לקריאה של שלושת המלומדים לביטולו של סעיף קטן (ג).

עם זאת, לשיטתנו, הצעת המלומדים להפחית את שיעור הרוב הנדרש לאישור ההצעה אינה הולמת את תאוריית הצדק ביחסים. הפחתה כאמור תפגע באופן בלתי מידתי בהגנה מסוג כלל הקניין שבה זוכים בעלי מניות המיעוט במצוות המחוקק. כזכור, עקרון "ייחוד הסעד" חולש על ההסדר, וברגע שמתקבלת הצעת רכש מלאה, סעד ההערכה הוא התרופה היחידה שנתונה לבעלי מניות המיעוט בגין הפגיעה בקניינם. על מנת להבטיח שהפגיעה בקניין תיעשה במשורה, ורק מקום שהפגיעה עולה בקנה אחד עם ערכים של צדק ביחסים, יש להותיר את הרוב הנדרש לאישור הצעת הרכש המלאה על כנו. נוסף על כך, לנוכח ממצאיהם של החוקרים בדבר העדפתם המובהקת של בעלי השליטה בישראל למסלול של הצעת רכש מלאה, אנו מסופקים באשר לצורך בתמריץ לשימוש במנגנון זה, המוצג על ידי החוקרים כסיבה נוספת להצעתם להפחית את שיעור הרוב.

סיכום

חוק החברות הישראלי קובע שלושה מסלולים מרכזיים שמאפשרים רכישה מלאה של חברה. המסלול שמאמר זה מתמקד בו – הצעת רכש מלאה – קובע כי בעל מניות הרוצה להחזיק יותר מ-90% ממניותיה של חברה מחויב לפרסם הצעת רכש מלאה ולרכוש את כלל המניות בה. תכלית ההסדר היא להבטיח שלא יישארו בעלי מניות מיעוט מוחלשים מדי, וזאת לצורך קידום יעילות, הבטחת הגינות המסחר, שמירה על שוויון בין בעלי המניות ושמירה על זכויותיהם של בעלי מניות המיעוט. ההסדר מעניק לניצעים הגנה כפולה מפני רכישת מניותיהם בכפייה – הגנה מסוג כלל קניין והגנה מסוג כלל אחריות. ההסדר החל על רכישה מלאה של חברה אינו מגן באופן הרמטי על קניינם של בעלי מניות המיעוט, אולם הוא מאפשר להם לבקש מבית המשפט הערכה מחודשת של המחיר למניה.

לאחר הצעת רכש מלאה שהתקבלה ברוב הדרוש של 95% מהמניות, יש שני סוגים של בעלי מניות: המסכימים – אלה שהסכימו להצעה; והנכפים – אלה שסירבו להצעה אך מכירת מניותיהם נכפתה עליהם. אף שהדבר אינו אינטואיטיבי, המחוקק, ובית המשפט בעקבותיו, העניקו את הזכאות להערכה מחדש של מחיר המניות שנמכרו גם

למסכמים, ולא רק לנכפים. אולם גם דעת הרוב בעניין קיטאל, אשר פירשה את הזכאות לסעד הערכה כמגיעה גם למסכמים, מציינת שיש בכך קושי דוקטרינרי: סתירה בין דיני החברות לבין העקרונות של דיני החוזים.

לטענתנו, מסגרת הניתוח הנכונה ביותר להבנת ההסדר היא תאוריית הצדק ביחסים, שמיושמת באמצעות תזת הסעדים המהותיים. זאת, ראשית, מכיוון שהסתכלות מבעד למשקפיהן של גישות קלסיות יותר (צדק מתקן, צדק חלוקתי והגישה הכלכלית למשפט) מעלה קשיים משמעותיים בנוגע להסדר; ושנית, לאור ההבנה כי ההסדר מקדם שוויון מהותי מתוך מחויבות עמוקה לאוטונומיה של הפרטים, וכי סעד ההערכה הוא סעד מהותי עבור בעלי מניות המיעוט ובעל השליטה בתוך מערכת יחסי הגומלין ביניהם. הסתכלות על סעד ההערכה כמייצג צדק ביחסים פותרת את הקושי הדוקטרינרי.

לאור תובנה זו הדגמנו תובנות מספר הנובעות מניתוח ההסדר לפי עקרונות התאוריה. למשל, בהתאם לעקרונות התאוריה, ובשונה מן הדרך שבה פוסעים חלק מהמלומדים האמריקנים, יש להתייחס באופן שונה לשוויון של מניות המיעוט ומניות הרוב בעת חישוב השווי ההוגן של מניות המיעוט. זאת, לנוכח ההבדל הנורמטיבי בין תרומתן היחסית להגדרה העצמית של הפרט המחזיק בהן. כמו כן, בסיום המאמר התייחסנו למחקר אמפירי שפורסם לאחרונה ולהצעותיו האופרטיביות, תוך ניתוחן לאור עקרונותיה של תאוריית הצדק ביחסים. ניתוח זה העלה כי בעוד שלוש החלופות שהציעו החוקרים תואמות את דרך הילוכה של התאוריה, הצעה נוספת שלהם אינה הולמת אותה, ויש להביא זאת בחשבון בעת שקילת הדרכים להקשחת המנגנון של הצעת הרכש המלאה.

כמובן, אלה דוגמאות ראשוניות בלבד, ותקוותנו היא שמסגור ההסדר באופן חדש מבחינה תאורטית יספק למשתתפים בדיונים המתייחסים לסעד ההערכה כלים תאורטיים חדשים, שיסייעו בפיתוח ההסדר הקיים.