המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ ואח'
תנ"ג 28887-07-12 זקן חמו נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

בפני **כב' השופט חאלד כבוב**

מבקשים

1. אילן ורדניקוב
באמצעות ב"כ עו"ד א' ללקין

2. פרץ זקן חמו
באמצעות ב"כ עו"ד א' נאור, ועו"ד ר' גרשט

נגד

משיבים

1.שאול אלוביץ
2.אור אלוביץ
3. אורנה פלד
באמצעות ב"כ עו"ד נ' כהן, עו"ד א' בן ארצי, עו"ד ת' ברנשטיין, ועו"ד מ' וינר

4.אפ.סב.אר החזקות בע"מ
5.רן גוטפריד
6.דוד גלבוע
7.מייקל גרבינר (נמחק)
8.סטיבן גרבינר (נמחק)
9.זהבית שוחט כהן
10.מנחם ענבר
11.אלון שליו
12.יואב דור רובינשטיין
13.אדם צ'זנוף (נמחק)
14.קיהרה ר. קיארי (נמחק)
באמצעות ב"כ עו"ד א' רוזובסקי, ועו"ד מ' פינגרר

15.אריה סבן
16.יצחק אידלמן
17.רמי נומקין
18.יהודה פורת
19.מרדכי קרת
20.שלמה רודב
21.אלדד בן משה
22.אליהו הולצמן
23.פליקס כהן
24.עמיקם שמואל שורר
25. יהושוע רוזנצויג
באמצעות ב"כ עו"ד נ' כהן, עו"ד א' בן ארצי, עו"ד ת' ברנשטיין, ועו"ד מ' וינר

26.**בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (פורמלי)**
באמצעות עו"ד פ' רובין, עו"ד ל' פורת, עו"ד א' אבטובי, עו"ד א' כצנלסון

תנ"ג 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ ואח'
תנ"ג 28887-07-12 זקן חמו נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

פסק דין

1. פתח דבר

הסמכות לנהל את "מבנה ההון" של כל חברה מסורה למנהליה ולחברי הדירקטוריון שלה.

ככלל, החלטות הנוגעות לביצוע שינויים במבנה ההון של החברה (דוגמת הפחתת הון, הנפקת הון, חלוקה, רכישה עצמית של מניות או אג"ח, גיוס חוב או הון בהיקפים משמעותיים וכיוצא באלו) הינן עניין לשיקול הדעת העסקי של נושאי המשרה. אשר על כן, על פי "כלל שיקול הדעת העסקי" (ה-Business Judgment Rule) בית המשפט ימאן להתערב בהחלטות מעין אלו שהתקבלו באופן מיודע, בתום לב ובהיעדר ניגוד עניינים.

הוא הדין גם באשר לשינוי במבנה ההון של החברה הנלווה לרכישת השליטה בה בדרך של "רכישה ממונפת" (LBO - Leveraged Buy Out). זוהי זכותה של כל חברה לבחור אם לנהל את עסקיה ולהשיא את רווחיה לטווח הזמן הקצר או לטווח הזמן הארוך, בהתאם לשיקוליה העסקיים - לרבות באמצעות חלוקת דיבידנדים והעלאת רמת המינוף.

יחד עם זאת, נוכח ייחודו של שוק ההון הישראלי, המאופיין בריכוזיות רבה של השליטה בחברות הציבוריות, מתעורר לעיתים חשש לניגוד עניינים בהחלטה המשנה את מבנה ההון של החברה. כך, למשל, כאשר לבעל השליטה "הממונף" קיימים צרכי נזילות דוחקים, אשר עשויים להעיב על שיקול דעתו וכתוצאה מכך גם על שיקול דעתם העצמאי של נושאי המשרה. עמדתי היא כי באותם מקרים, מן הראוי שבית המשפט יחיל ביקורת שיפוטית מוגברת על החלטות החברה, על פי סטנדרט "מחמיר יותר" המכונה בהחלטתי זו כ"שיקול דעת עסקי מוגבר".

בפניי ניצבות כעת שתי בקשות מאוחדות לאישור הגשת תביעות נגזרות בשם "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן: "**בזק**" או "**החברה**"), אשר השליטה בה נרכשה במינוף גבוה בשנת 2010. למן העברת השליטה בחברה, בוצע שינוי דרמטי במבנה ההון שלה על ידי חלוקת דיבידנדים והפחתת הון בהיקפים של מיליארדי ש"ח, המהווים למעלה מ-100% מהרווחי הנקי המצטבר שלה באותה תקופה, לצד גיוסי חוב בהיקפים דומים.

לטענת המבקשים, נושאי המשרה בבזק החליטו על חלוקת הדיבידנדים ונטילת ההלוואות שביצעה החברה במהלך התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור בניגוד עניינים ותוך פגיעה בטובת החברה. לטענתם, נושאי המשרה פעלו במעשיהם אלו לקידום טובתו של בעל השליטה "החדש" של החברה על חשבון בעלי מניות המיעוט בבזק, המשקיעים מן הציבור הרחב.

תנ"ג 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ ואח'
תנ"ג 28887-07-12 זקן חמו נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

לאחר שבחנתי היטב את מכלול העדויות והראיות שהובאו בפני בית המשפט החלטתי לדחות את שתי בקשות האישור. כפי שיפורט להלן, מצאתי כי לא הוכח שהמשיבים קיבלו את החלטותיהם בחוסר תום לב, או כי חרגו ממסגרת גבולות הפררוגטיבה המסורה להם, או כי פגעו בטובתה של החברה. משקל נכבד ניתן בהחלטתי זו לכך שכל חלוקות הדיבידנדים דנן אושרו ברוב גורף של בעלי המניות של בזק.

* ההדגשות בציטוטים שלהלן אינן במקור, אלא מקום בו נאמר אחרת.

תוכן עניינים

1. פתח דבר 2

2. הרקע להליך 4

2.1 הצדדים 4
2.2 עיקרי האירועים הרלוונטיים 6
2.3 תמצית הטענות בבקשת אישור זקן חמו 11
2.4 תמצית הטענות בבקשת אישור ורדניקוב 12
2.5 תמצית תגובת המשיבים לשתי בקשות האישור 14

3. המסגרת המשפטית 16

3.1 רכישת שליטה ממונפת 16
3.2 ניהול מבנה ההון של החברה 20
3.3 ניהול מבנה ההון של החברה בעקבות רכישת שליטה ממונפת - הגדרת הסוגיה המשפטית 23
3.4 "טובת החברה" ו"טובת בעלי מניותיה" 24
3.5 Long-Termism Vs. Short-Termism 28
3.6 מבט אל הדין המשווה: הביקורת השיפוטית המוחלת על ניהול מבנה ההון של החברה בעבור Short-Termism ו/או בעקבות רכישת שליטה ממונפת 32
3.7 בעל השליטה בחברה ובעלי מניות המיעוט 36
3.8 ניהול מבנה ההון של החברה בעקבות רכישת שליטה ממונפת – מבחני הביקורת השיפוטית 39

4. חוות דעת המומחים שהוגשו במסגרת ההליך 49

4.1 המחלוקת בין המומחים במישור המשפטי 50
4.2 המחלוקת בין המומחים בתחום המימון 57
4.3 המחלוקת בין המומחים בתחום המיסוי 62

5. ממצאים עובדתיים 64

תנ"ג 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ ואח'
תנ"ג 28887-07-12 זקן חמו נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

5.1 רכישת השליטה הממונפת בבזק והשינויים במבנה ההון של החברה לאחר העסקה............. 64
5.2 רמת המינוף של בי-קום ועניינו האישי של אלוביץ' בחלוקת הדיבידנדים 70
5.3 השפעתו של אלוביץ' על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק 79
5.4 מצבה הפיננסי של בזק במהלך התקופה הרלוונטית.. 85
6. מן הכלל אל הפרט.. 86
6.1 החלטות דירקטוריון בזק להמליץ לאסיפה הכללית לחלק 100% מהרווח הנקי של החברה.... 86
6.2 החלטת דירקטוריון בזק על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס 90
6.3 החלטת דירקטוריון בזק על ביצוע הפחתת ההון 93
7. טענות הסף שהעלו המשיבים 101
8. סוף דבר......... 106

2. הרקע להליך

2.1 הצדדים

1. בזק, המשיבה הפורמאלית שבמרכז ההליך דנן, נוסדה בשנת 1980 כחברה ממשלתית, והחל משנת 1990 מהווה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב.
2. בעבר הוחזק גרעין השליטה בבזק בידי המדינה וביום 11.10.2005 הוא נמכר לחברה הפרטית אפ.סב.אר החזקות בע"מ (להלן: "**אפ.סב.אר**" או "**בעלת השליטה הקודמת**"), אשר נשלטה בידי מר חיים סבן.
3. ביום 14.4.2010 מכרה אפ. סב. אר את גרעין השליטה בבזק (כ-30% ממניות החברה) לידי חברה פרטית המוחזקת בשרשור ובבעלות מלאה בידי חברת בי קומוניקיישנס בע"מ (להלן: "**בִּי-קום**" או "**בעלת השליטה**"). במאמר מוסגר יוער כי באותה עת שמה של בי-קום היה "012 סמייל תקשורת בע"מ".
4. בי-קום הנה חברה ציבורית דואלית, המהווה "שכבה" בפירמידה של חברות ציבוריות שבראשן ניצבת חברה פרטית בשם יורוקום אחזקות (1979) בע"מ, אשר נשלטת בידי מר שאול אלוביץ' (להלן: "**אלוביץ'**" או "**בעל השליטה**").
בהמשך יובא, למען הנוחות, תרשים המתאר את המבנה הפירמידיאלי של קבוצת החברות האמורה, אשר בשליטת אלוביץ'.
5. מצד המבקשים, המבקש בתנ"ג 28887-07-12 הנו מר פרץ זקן חמו (להלן: "**זקן חמו**" ו"**בקשת אישור זקן חמו**", בהתאמה), והמבקש בתנ"ג 43335-11-12 הנו מר אילן ורדניקוב (להלן:

"**ורדניקוב**" ו"**בקשת אישור ורדניקוב**", בהתאמה) - שניהם משקיעים פרטיים מן הציבור, המחזיקים במניותיה של בזק.

6. את המשיבים בשתי בקשות האישור ניתן לחלק בהכללה לכמה קבוצות בהתאם לטענות המועלות כלפיהם בכל אחת מבקשות האישור, ובהתאם למעמדם ותפקידם בבזק, כפי שעוד יפורט בהמשך.

המשיבים בבקשת אישור זקן חמו הנם חברי דירקטוריון בזק, מנהלה הכללי וסמנכ"ל הכספים שלה בחודשים מאי עד יולי 2011.

המשיבים בבקשת אישור ורדניקוב הנם: (א) המשיב 1 הנו אלוביץ' (הן בכובעו כבעל השליטה בבזק והן בכובעו כדירקטור וכיו"ר הדירקטוריון של החברה במהלך התקופה בין החודשים אפריל 2010 ואוקטובר 2012); (ב) חברי דירקטוריון בזק במהלך אותה תקופה (המשיבים 2-3 ו-15 - 25); (ג) בעלת השליטה הקודמת (המשיבה 4); ו-(ד) חברי "הדירקטוריון הקודם" של בזק, שכיהנו בתפקיד בעת שהשליטה בחברה הועברה מידי בעלת השליטה הקודמת לידי בי-קום (המשיבים 5-14).

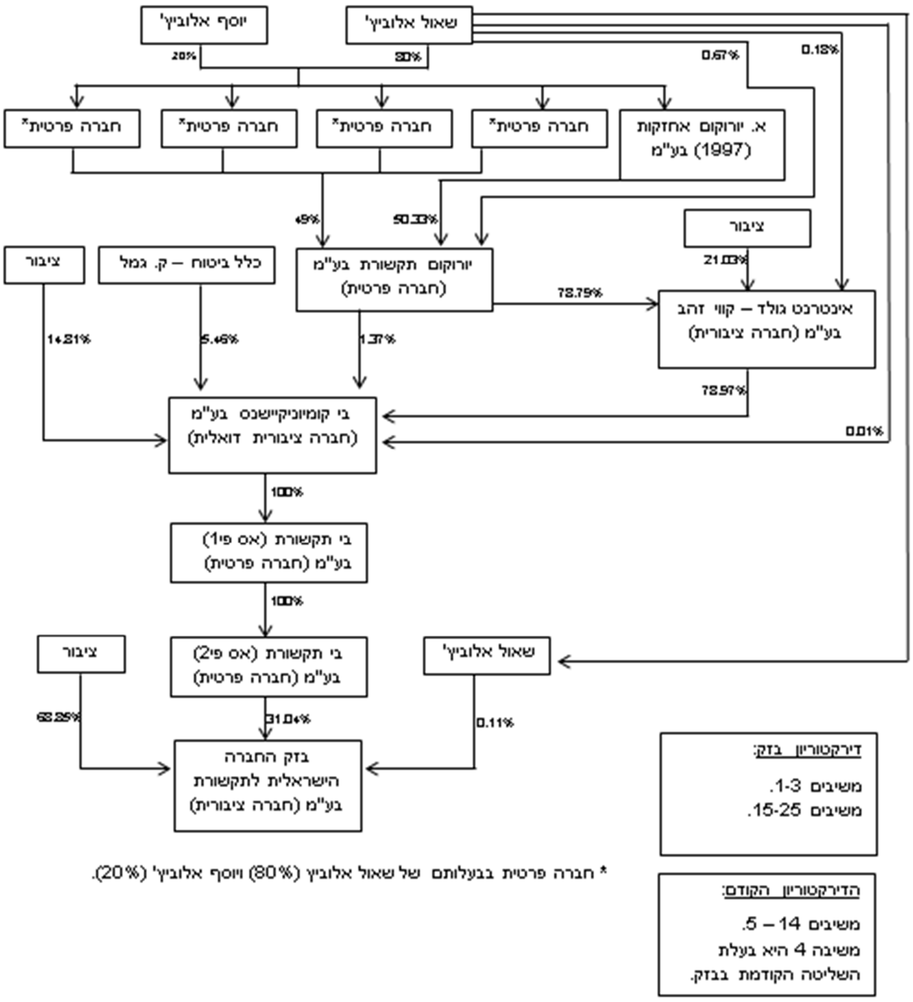
7. בדיון שהתקיים בבית המשפט ביום 20.5.2013 המשיבים 7, 8, 13 ו-14 לבקשת אישור ורדניקוב נמחקו מההליך, בהסכמת בא-כוחו של ורדניקוב, לאחר שנטען כי לא בוצעה להם המצאה מחוץ לתחום כנדרש על פי דין (פ/20.5.2013, 21, 15-16).

כמו כן, המשיבה 4 בבקשת אישור ורדניקוב - בעלת השליטה הקודמת - נמחקה גם היא בהסכמה מההליך, לאחר שנכנסה להליכי פירוק וחוסלה (פ/20.5.2013, 23, 12-13).

תנ"ג 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ ואח'
תנ"ג 28887-07-12 זקן חמו נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

8. **ואלו הם הצדדים לשתי בקשות האישור:**



* חברה פרטית בבעלותם של שאול אלוביץ' (80%) ויוסף אלוביץ' (20%).

2.2 <u>עיקרי האירועים הרלוונטיים</u>

9. כאמור לעיל, גרעין השליטה בבזק נמכר לבי-קום בחודש אפריל 2010.

10. בי-קום רכשה את השליטה בחברה בדרך של "רכישה ממונפת", בסכום כולל של כ-6.5 מיליארד ש"ח, מתוכם לוותה כ-5.1 מיליארד ש"ח.

11. לאחר העברת השליטה בחברה, בין החודשים מאי 2010 ואוקטובר 2012, בזק ביצעה מספר גיוסי חוב בסך מצטבר של כ-7.412 מיליארד ש"ח. במהלך אותה תקופה בזק חילקה דיבידנדים בסך כולל של כ-9.959 מיליארד ש"ח (מתוכם 2 מיליארד ש"ח כהפחתת הון באישור בית המשפט).

12. על רגל אחת, **טענתם של שני המבקשים** הנה כי חלוקות הדיבידנדים וגיוסי החוב שבוצעו במהלך תקופה זו הובלו בידי דירקטוריון בזק אך ורק על מנת לאפשר לבעלת השליטה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי הגורמים שסייעו לה במימון רכישת השליטה הממונפת, וזאת בניגוד לטובתה של החברה.

לעומת זאת, לטענת המשיבים, השינויים שנערכו במבנה ההון של בזק - גיוסי החוב וחלוקות הדיבידנדים הנ"ל - מהווים פעילות עסקית שוטפת מקובלת ולגיטימית, אשר הובלה בידי הדירקטוריון בשיקול דעת, לטובתה של החברה ולטובת כלל בעלי מניותיה.

13. כפי שיפורט להלן, לפחות על פניו, בקשת אישור זקן חמו הנה "מצומצמת" בהיקפה ביחס לבקשת אישור ורדניקוב ועניינה רק בשני גיוסי חוב שבזק ביצעה בחודשים מאי-יולי 2011, בסך כולל של כ-4.7 מיליארד ש"ח. בהתאם, המשיבים בבקשת אישור זקן חמו הנם נושאי המשרה בבזק באותה תקופה.

14. בקשת אישור ורדניקוב, לעומת זאת, הנה רחבה יותר ובמסגרתה מלין המבקש על כל החלוקות והגיוסים שביצעה בזק למן העברת השליטה בחברה לידי בי-קום, ועד לחודש אוקטובר 2012. בהתאם, המשיבים בבקשת אישור ורדניקוב הנם כל הדירקטורים בבזק במשך תקופה זו, ולצדם גם כל חברי "הדירקטוריון הקודם" של החברה, אשר לטענת ורדניקוב, נתנו ידם למהלך הכולל של מכירת השליטה במינוף גבוה, תוך פגיעה בטובת החברה.

<u>ולתיאור האירועים על ציר הזמן, כל העובדות דלהלן אינן שנויות במחלוקת בין הצדדים:</u>

15. בעבר, במשך שנים רבות בזק פעלה ברמת מינוף נמוכה, ועד לשנת 2005 מיעטה לגייס חוב ולחלק דיבידנדים.

16. לאחר מכירת השליטה לידי בעלת השליטה הקודמת, בשנים 2006 עד 2008 בזק חילקה מדי שנה דיבידנד בגובה 100% מהרווח הנקי השנתי שלה. זאת על אף שלא הגדירה "מדיניות חלוקה" מפורשת. בשנת 2007 בזק ביצעה גם הפחתת הון בסך של כ-1.8 מיליארד ש"ח.

17. כל חלוקות הדיבידנדים בבזק אושרו בידי האסיפה הכללית של החברה, לאחר שהובאה בפניה המלצת הדירקטוריון, בהתאם לתקנון בזק ולסעיף 307(1) לחוק החברות, תשנ"ט- 1999 (להלן: "**חוק החברות**") הקובע כדלקמן:

> **"307. החלטת החברה על חלוקת דיבידנד תתקבל בדירקטוריון החברה, ואולם חברה רשאית לקבוע בתקנונה כי ההחלטה תתקבל באחת מהדרכים האלה:**
>
> **(1) באסיפה הכללית, לאחר שתובא בפניה המלצת הדירקטוריון; האסיפה רשאית לקבל את ההמלצה או להקטין את הסכום אך לא להגדילו;".**

18. ביום 4.8.2009 "הדירקטוריון הקודם" של בזק אימץ מדיניות מוגדרת של חלוקת דיבידנדים בגובה 100% מהרווח הנקי של החברה, מדי חצי שנה. יישום מדיניות זו נמשך לאורך כל התקופה הרלוונטית להליך דנן (קרי, עד לחודש אוקטובר 2012) וגם לאחריה.

כפי שיפורט בהמשך, יישומה המתמשך של מדיניות חלוקה זו מהווה את אחד משלושת מוקדי המחלוקת בין הצדדים במסגרת ההליך דנן.

19. כל חלוקות הדיבידנדים בתקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור אושרו בידי האסיפה הכללית של בזק ברוב של למעלה מ-99% מקרב המשתתפים בהצבעה, כאשר שיעור ההשתתפות עמד בכל המקרים על למעלה מ-70% מבעלי המניות.

20. ביום 23.8.2009 בזק דיווחה כי בעקבות פסיקתו של בית המשפט העליון (בתחום ההגבלים העסקיים), יבוצע שינוי ברישום החשבונאי של המניות שהחזיקה בחברת הלוויין יס. ליתר דיוק, בזק הודיעה כי מאחר ונמנע ממנה להחזיק למעלה מ-49% ממניות יס, היא תפסיק לאחד בדוחותיה הכספיים את דוחותיה של זו האחרונה. לפיכך, דיווחה בזק כי היא צפויה לרשום רווח חשבונאי חד פעמי של כ-1.2 - 1.4 מיליארד ש"ח (להלן: "**רווחי הפסקת איחוד יס**").

21. ביום 25.10.2009 דיווחה בזק כי בעלת השליטה הקודמת חתמה על הסכם מותנה למכירת השליטה בחברה לידי בי-קום. ליתר דיוק, דווח כי בין שני הצדדים נחתם הסכם למכירה מחוץ לבורסה של כ- 814 מיליון מניות בזק, המהוות כ-30.6% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה, תמורת סך של כ-6.513 מיליארד ש"ח. כמו כן, באותו דיווח נמסר כי השלמת העסקה מותנית בהתקיימות מספר תנאים מתלים שעיקרם בהשגת כל האישורים הרגולטוריים הדרושים לצורך השלמת העסקה לא יאוחר מיום 25.4.2010.

22. ביום 2.3.2010 החליט דירקטוריון בזק להמליץ לאסיפה הכללית של החברה לבצע חלוקת דיבידנד "שוטפת" בסך של כ-2.453 מיליארד ש"ח, אשר היוו 100% מהרווח הנקי החצי שנתי של החברה, כאשר מתוכם כ-1.538 מיליארד ש"ח הינם רווחי הפסקת איחוד יס ("ההחלטה לכלול" בחלוקה זו את אותם 1.538 מיליארד ש"ח תכונה להלן: "**חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס**").

חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס מהווה את מוקד המחלוקת השני בין הצדדים במסגרת ההליך דנן.

23. ביום 8.4.2010 האסיפה הכללית של בזק אישרה את חלוקת הדיבידנד האמור, בסך 2.453 מיליארד ש"ח.

24. כשבוע לאחר מכן, ביום 14.4.2010, דיווחה בזק כי העסקה למכירת השליטה בחברה הושלמה. באותו יום התפטרו 10 מתוך 16 חברי דירקטוריון בזק, ותחתם מונו שבעה דירקטורים חדשים -ה"ה שאול אלוביץ', אור אלוביץ', אורנה אלוביץ', אלדד בן משה, אליהו הולצמן, עמיקם שורר ופליקס כהן - כולם מטעמה של בי-קום.

25. רכישת השליטה בידי בי-קום מומנה באמצעות כ-5.1 מיליארד ש"ח חוב שגייסה, בעיקר מקונסורציום בנקאי בראשות בנק הפועלים, בצירוף כ-1.4 מיליארד ש"ח מהונה העצמי של בי-קום (שמקורו בעיקר במכירת פעילות התקשורת הקודמת שלה).

26. עוד באותו היום בו הועברה השליטה בבזק, ה-14.4.2010, החליט דירקטוריון החברה בהרכבו החדש על גיוס חוב בנקאי בסך של כ-1.5 מיליארד ש"ח. לטענת המבקשים, גיוס החוב נועד

למממן את חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס (אותה אישרה האסיפה הכללית כשלושה שבועות קודם לכן ואשר בוצעה בפועל כשבועיים לאחר מכן).

27. ביום 1.9.2010 בזק גייסה חוב נוסף בסך של כ-700 מיליון ש"ח.

28. ביום 30.12.2010 דירקטוריון בזק החליט להמליץ לאסיפה הכללית של החברה לבצע הפחתת הון בסך כולל של 3 מיליארד ש"ח. כמו כן, החליט הדירקטוריון להמליץ כי הפחתת ההון תתבצע בחלוקה ל-6 מנות חצי שנתיות של 500 מיליון ש"ח, אשר "יוצמדו" לחלוקת הדיבידנד החצי שנתית של 100% מהרווח הנקי (להלן: "**הפחתת ההון**").

הפחתת ההון הנה מוקד המחלוקת השלישי, וניתן לומר המרכזי, במסגרת ההליך דנן.

29. בין ה-12.5.2011 ל-18.5.2011, בזק ביצעה - בהחלטת הדירקטוריון - גיוס חוב בהיקף של כ-2 מיליארד ש"ח.

30. ב-16.6.2011 החליט דירקטוריון בזק על הנפקת אגרות חוב של החברה בסך כולל של 1.5 מיליארד ש"ח. במהלך תהליך הגיוס, לאור הביקוש, הורחבה ההנפקה עד להיקף מקסימאלי של 3 מיליארד ש"ח. וביום 3.7.2011 הונפקו אגרות החוב ובזק גייסה 2.712 מיליארד ש"ח.

סך כל ה-4.7 מיליארד ש"ח שגייסה בזק, כאמור לעיל, יכונו להלן: "**גיוסי מאי-יולי 2011**". לטענת המבקשים, כ-3 מיליארד ש"ח מתוך גיוסי מאי-יולי 2011, גויסו אך ורק במטרה לשרת את הפחתת ההון. כאמור לעיל, לפחות לכאורה ולטענתו של זקן חמו, עניינה של בקשת אישור זקן חמו הנו "**בנושא אחד ובודד**" - אישור גיוסי מאי-יולי 2011 - "**פעולה המנוגדת לטובת החברה**" (ראו: **סיכומי זקן חמו**, פסקה 3).

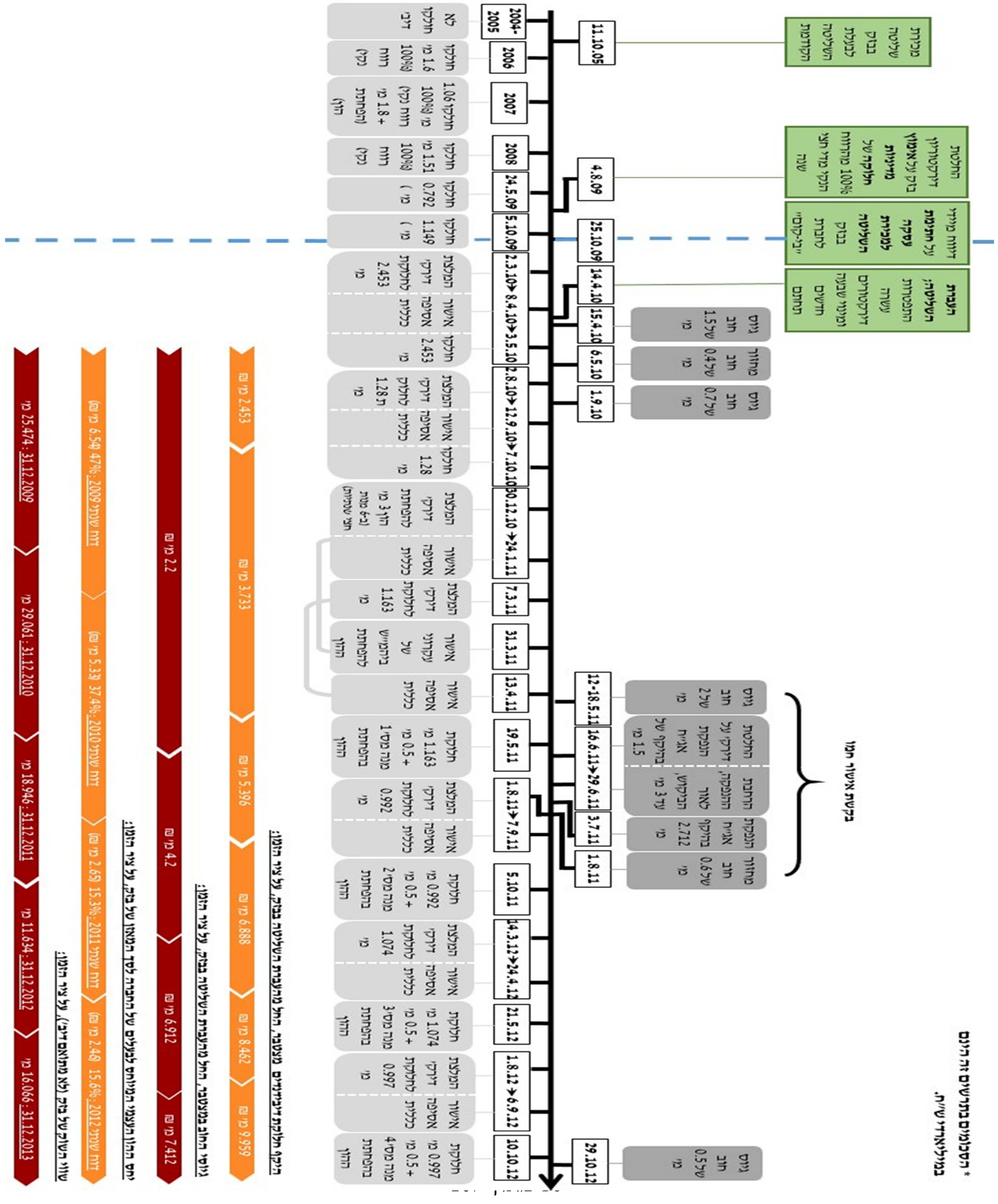
31. בחישוב מצטבר, במהלך התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור בזק גייסה חוב בסך כולל של כ-7.412 מיליארד ש"ח. באותה תקופה בזק חילקה כ-9.959 מיליארד ש"ח לבעלי מניותיה. בדוח השנתי של החברה לשנת 2009 (בסמוך למכירת השליטה בחברה) עמד ההון העצמי של בזק על סך של כ-6.54 מיליארד ש"ח והיווה כ-47% מכלל המאזן של החברה; בסמוך לאחר התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור, בדוח השנתי של החברה לשנת 2012, עמד ההון העצמי של בזק על סך של כ- 2.46 מיליארד ש"ח והיווה כ-15.6% מכלל המאזן של החברה.

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

תנ"ג 43335-11-12 ורדניקוב נ' אלוביץ ואח'
תנ"ג 28887-07-12 זקן חמו נ' בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

32. **ובכדי להביא את מכלול הדברים בקצרה ובנוחות, זוהי השתלשלות עיקרי האירועים הרלוונטיים בבזק על ציר הזמן:**



2.3 <u>תמצית הטענות בבקשת אישור זקן חמו</u>

33. בקשת אישור זקן חמו, כאמור, מצומצמת בהיקפה באופן יחסי ועוסקת לכאורה "רק" בגיוסי מאי-יולי 2011, בסך של כ-4.7 מיליארד ש"ח. לטענתו של זקן חמו, המדובר בהלוואות שניטלו על מנת לחלקן כדיבידנד (ובפרט לצורך מימון הפחתת ההון), רק בכדי לשרת את צרכי את הנזילות של בי-קום וחרף הפגיעה בטובתה של החברה.

34. במישור המשפטי, לטענת זקן חמו, בהחלטה על ביצוע גיוסי מאי-יולי 2011 הפרו המשיבים - חברי דירקטוריון בזק, מנהלה הכללי וסמנכ"ל הכספים שלה - את חובות האמונים והזהירות החלות עליהם כנושאי משרה בתאגיד; ואלוביץ', כך נטען, הפר גם את חובת ההגינות החלה עליו כבעל השליטה בחברה.

35. במישור הנזק, על פי הנטען בבקשת אישור זקן חמו, כתוצאה ממעשי המשיבים נגרם לחברה אחד משני נזקים חלופיים, כדלהלן:

א. משנטלה החברה הלוואות שלא לטובתה ומבלי שהכספים שימשו לפעילותה העסקית, הרי שנגרם לה נזק בדמות הוצאות המימון ששילמה, אותן העריך זקן חמו בהיקף של כ-2 מיליארד ש"ח (בהתבסס על חוו"ד מומחה שהגיש מטעמו). יחד עם זאת, יש לציין כי בבקשתו זקן חמו בחר "**מטעמים שונים ובעיקרם הערכת סיכויי הגבייה מהמשיבים**", להעמיד את התביעה לפי ראש נזק זה על סך של 900 מיליון ש"ח.

ב. לחילופין, לטענת זקן חמו, על פי דיני המס החלים בישראל בעוד שככלל חברה רשאית לנכות את הוצאות המימון ששילמה כנגד הכנסותיה החייבות במס ובכך ליהנות מ"מגן מס" בגובה אותן הוצאות, כאשר מדובר בהוצאות מימון בגין הלוואות שניטלו לצורך חלוקת דיבידנדים ולא לצורך יצירת הכנסה - הדין איננו מאפשר לחברה לנכות הוצאות אלו והחברה למעשה "מאבדת" את מגן המס המצוי בידה.

להשלמת התמונה חשוב להוסיף לעניין זה כי הנוהג המקובל בישראל הינו שרשות המיסים עורכת את שומת המס של חברות רק בחלוף מספר שנים ובדיעבד, בין היתר, בכדי שתוכל לבחון את הדברים על פני תקופה של יותר משנה אחת ובראיה של התמונה הכוללת והמלאה.

לפיכך, זקן חמו טען כי קיים "חשש גבוה" כי בעתיד, לכשתיערך השומה, רשות המיסים לא תכיר בהוצאות המימון בגין ההלוואות הנ"ל שנטלה בזק כהוצאות המותרת לניכוי. אשר על כן, על פי התחשיב שערך זקן חמו יחד עם רו"ח מטעמו, הנזק החלופי שנגרם לבזק כתוצאה מאובדן מגן המס עומד על כ-430 מיליון ש"ח. לצד זאת, המומחה מטעם זקן חמו (פרופ' זליכה) חישב את נזק המס "רק" ביחס ל-3 מיליארד ש"ח מתוך 4.7 מיליארד ש"ח הלוואות שניטלו, כגובה הפחתת ההון שביצעה בזק סביב אותה תקופה, ולפיכך העריך את גובהו של נזק זה בכ-339.825 מיליון ש"ח.

36. כפי שציינתי לעיל, בקשת אישור זקן חמו עוסקת בגיוסי "מאי-יולי 2011 בלבד" רק על פניו ולכאורה. כפי שעלה לאורכו של כל ההליך דנן, הן מכתבי הטענות שהגיש זקן חמו והן מדבריו ומדברי בא-כוחו והמומחה מטעמו בדיונים שנערכו בבית המשפט, בקשת אישור זקן חמו תוקפת בפועל את הפחתת ההון עליה החליטה בזק זמן קצר לפני גיוסי מאי-יולי 2011.זקן חמו חזר על הטענה כי גיוסי החוב הנ"ל נועדו אך ורק לצורך ביצוע הפחתת ההון ועשה מאמצים רבים בכדי לקשור בין אותן הלוואות ובין חלוקה זו. מדבריו עולה בפירוש כי גישתו הנה שהפחתת ההון היא "לב הבעיה" באופן שבו המשיבים ניהלו את בזק ורק בגינה הוא הגיש את בקשת האישור לבית המשפט. נדמה כי ההתמקדות רק בהלוואות שניטלו, תוך התעלמות מהפחתת ההון, מהווה "טקטיקה משפטית" שאיננה מתיישבת עם טענותיו של זקן חמו עצמו.

אשר על כן, במסגרת ההליך דנן, אבחן את בקשת אישור זקן חמו תוך התייחסות לטענות שהועלו בה כלפי גיוסי מאי-יולי2011 וכן כלפי הפחתת ההון עליה החליטה בזק בתחילת שנת 2011.

2.4 <u>תמצית הטענות בבקשת אישור ורדניקוב</u>

37. בקשת אישור ורדניקוב, כאמור, תוקפת את מכלול ניהולה הפיננסי של בזק בידי המשיבים - נושאי המשרה ובעל השליטה בבזק - בתקופה שלמן העברת השליטה בחברה לידי בי-קום ועד לסוף שנת 2012. וליתר דיוק, ורדניקוב מלין על כל גיוסי החוב וחלוקות הדיבידנדים שביצעה החברה תחת ידי המשיבים במהלך תקופה זו, לטענתו, בניגוד לטובת החברה.

לטענת ורדניקוב, עסקינן במקרה קיצוני של רכישת שליטה ממונפת, כאשר נושאי המשרה בחברה פעלו במסגרת תפקידם רק בכדי לשרת את ה"מהלך הכוללי" של בעל השליטה, בהתאם לצרכיו המימוניים. מהלך אותו כינה ורדניקוב "האסטרטגיה המזיקה" לבזק.

38. כמו כן וכפי שצוין לעיל, לטענת ורדניקוב גם חברי "הדירקטוריון הקודם" (שכיהנו בתפקידם עובר להעברת השליטה) נתנו ידם למהלך וקיבלו החלטות על חלוקות וגיוסי חוב בבזק, בכדי לסייע לרכישה הממונפת של אלוביץ', בניגוד לטובת החברה ורק לצורך התמיכה בהסכם למכירת גרעין השליטה.

39. במישור המשפטי, ורדניקוב העלה שורה ארוכה של טענות כלפי המשיבים. ראשית, בדומה לזקן חמו, ורדניקוב טען כי מעשי המשיבים עולים כדי הפרת חובות האמונים והזהירות החלות עליהם מתוקף תפקידם בחברה (לצד הפרה גם של חובת ההגינות מצד אלוביץ', כבעל השליטה בחברה). שנית, ורדניקוב טען כי לבי-קום ולאלוביץ' היה עניין אישי בחלוקות ובגיוסי החוב שביצעה בזק, ומשכך ההחלטות עליהם נדרשו "אישור משולש"- של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית של החברה - לפי סעיף 275 לחוק החברות; ומכאן כי הלכה למעשה, לגישת ורדניקוב, ההחלטות על גיוסי החוב והחלוקות הרלוונטיים התקבלו שלא כדין

ובניגוד להוראותיו של חוק החברות. שלישית, ורדניקוב טען כי המעשים המתוארים לעיל עולים כדי קיפוח המיעוט בבזק, לפי סעיף 191 לחוק החברות.

40. במישור הנזק, על פי הנטען בבקשת אישור ודניקוב, כתוצאה ממעשי המשיבים נגרמו לחברה ארבעה נזקים מצטברים, כדלהלן:

א. הכספים שלוותה בזק בתקופה הרלוונטית שימשו לצורך חלוקה, כאשר על פי התחשיב שערך המומחה מטעמו, בזק חילקה דיבידנדים ב"שיעור חריג" של כ-4.1 מיליארד ש"ח יותר מאשר הייתה מחלקת אילו הייתה נשלטת בידי "בעל שליטה סביר". אשר על כן, ורדניקוב טען כי נגרם לחברה נזק בדמות הוצאות המימון ששילמה, כנגד חלק מההלוואות שנטלה, בגובה אותו סכום של 4.1 מיליארד ש"ח. לטענתו, זהו היקף ההלוואות שניתן לייחס באופן ישיר לחלוקת הדיבידנדים העודפת, אשר ביצעה חברה. כמו כן, להערכתו בזק תיאלץ למחזר את חובותיה אלו לפחות עד שנת 2021, ובהתאם תידרש לשלם את הוצאות הריבית בגינן עד לשנה זו.

על פי התחשיב שערך המומחה מטעם ורדניקוב, המדובר בהוצאות מימון "עודפות" - קרי, בנזק - בסך של כ-1.83 מיליארד ש"ח (בערכים מהוונים לשנת 2012).

ב. בדומה לזקן חמו, ורדניקוב טען כי מעשי המשיבים גרמו לחברה נזק בגין "אובדן מגן המס", אשר אותו העריך המומחה מטעמו בסך של כ-460 מיליון ש"ח (בערכים מהוונים לשנת 2012). זאת בהתייחס "רק" להלוואות אותן ניתן לייחס ישירות, לשיטתו, לחלוקת הדיבידנדים העודפת בחברה (בסך של כ-4.1 מיליארד ש"ח).

ג. בנוסף, לטענת ורדניקוב, לאור עליית יחס המינוף של בזק בשל "האסטרטגיה המזיקה", הרי שנגרם לה "נזק עקיף" המתבטא ב"גידול הצפוי במחירי גיוס ההון של החברה". על פי חוו"ד המומחה מטעמו של ורדניקוב, מדובר בנזק בסך של כ-76 מיליון ש"ח (בערכים מהוונים לשנת 2012).

ד. כמו כן, לטענת ורדניקוב, האסטרטגיה המזיקה הביאה לירידה בשוויה הכלכלי של בזק. זאת בעיקר בשל הפחתת הונה העצמי והגדלה מצבת ההתחייבויות שלה. לטענתו, הדבר יביא לירידה בהיקף ההשקעות ההוניות של החברה כבר בטווח הזמן "הבינוני" ובעתיד לירידה ברווחיותה. על פי חוו"ד המומחה מטעמו של ורדניקוב, המדובר בנזק הנאמד על סך של כמיליארד ש"ח.

על פי האמור בבקשת אישור ורדניקוב, הסכום המצטבר של ארבעת הנזקים שנגרמו לכאורה לחברה עומד על כ-3.4 מיליארד ש"ח (בערכים מהוונים לשנת 2012).

41. בנוסף לכך, כאמור, בבקשת אישור ורדניקוב נטען כי כאשר בזק חילקה את "הדיבידנדים העודפים" (כאשר הכוונה היא לחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס ולהפחתת ההון), הרי שהיא ביצעה עסקה עם בעל שליטה ללא אישורה ב"אישור משולש", כנדרש על פי חוק החברות.

אשר על כן, ורדניקוב ביקש מבית המשפט כי יצהיר על בטלות אותן חלוקות לפי סעיף 280 לחוק החברות, וכי יורה לבי-קום להשיב לחברה את חלקה באותם דיבידנדים, בסך של כ-1.1 מיליארד ש"ח.

2.5 <u>תמצית תגובת המשיבים לשתי בקשות האישור</u>

42. המשיבים - בזק, הדירקטורים בה וחברי "הדירקטוריון הקודם" - העלו שורה ארוכה של טעמים לדחיית שתי בקשות האישור, כבר על הסף ולגופו של עניין. חלק ניכר מטענות המשיבים חפפו במידה רבה ועל כן בחרתי למען הנוחות והיעילות שלא לחזור להלן על טענות אשר נטענו על ידי יותר מקבוצת משיבים אחת.

<u>תמצית טענות חברי הדירקטוריון הקודם</u>

43. לטענתם של חברי הדירקטוריון הקודם, כל הדיבידנדים וההלוואות דנן (ובפרט, חלוקת הדיבידנד החצי שנתי שכלל את רווחי הפסקת איחוד יס, אשר עליו הומלץ לאסיפה הכללית בידיהם ועוד בתקופת כהונתם) מהווים חלוקה מותרת לפי חוק החברות. לגישתם, די בכך שהחוק אינו קובע סנקציה נגד דירקטור שהיה מעורב בחלוקה מותרת– לפי סעיפים 302 ו-303 לחוק החברות - בכדי לדחות את בקשת אישור ורדניקוב.
עוד לטענתם של חברי הדירקטוריון הקודם, לא ניתן לייחס להם "מכירה חובלת" של השליטה בחברה מאחר וכלל לא לקחו חלק בעסקה למכירת גרעין השליטה שנחתמה בין בעלת השליטה הקודמת ובין בי-קום, ללא השתתפותם ומבלי שנדרשו לאשרה. למעשה, לטענתם, מתוך 22 החלטות שאותן תוקף ורדניקוב הם השתתפו רק בתהליכי אישורה של החלטה אחת והיא ההמלצה לבצע את חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס. לטענתם, מטרתו היחידה של ורדניקוב בעת צירופם לתביעה הייתה לייחד ולהבדיל את תביעתו מבקשת אישור זקן חמו, שהוגשה מספר חודשים קודם לכן(ובהתאם, במכתב הדרישה שורדניקוב שלח לבזק בטרם פתיחת ההליך לא נכללו כלל הטענות המועלות כלפיהם כעת או כל טענה אחרת נגדם).
כמו כן, חברי הדירקטוריון הקודם שללו כל קשר בין ההמלצה על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס ובין מכירת השליטה בחברה זמן מה לאחר מכן. לטענתם, בזמן ההחלטה להמליץ על חלוקת אותו הדיבידנד כלל לא היה ברור אם עסקת מכירת השליטה תצא לפועל, אם לאו. זאת ועוד; לטענתם, המלצתם חוסה תחת חזקת שיקול הדעת העסקי ועל כן, אין זה מתפקידו של בית המשפט להתערב בה. זאת מקל וחומר לאחר שההמלצה אומצה בידי רוב מוחץ של כמעט 100% מבעלי המניות באסיפה הכללית של החברה. לגישתם די בעצם אישורה הגורף של האסיפה הכללית בכדי למנוע מהמבקשים את האפשרות להגיש נגדם בקשה לאישור הגשת תביעה נגזרת.
לגופו של עניין, חברי הדירקטוריון הקודם הוסיפו כי בזק פעלה בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנדים אותה הגדירה מול משקיעיה מראש, ולא הייתה להם כל סיבה מוצדקת לסטות

ממנה ולפגוע באמונם של ציבור המשקיעים בחברה. לטענתם, לא ניתן לקבל את גישתו של ורדניקוב לפיה הוצאות המימון שהחברה שילמה מהוות נזק, שכן משמעות הדבר הינה שכל חברה בעלת חוב תהיה מנועה מחלוקת דיבידנדים - תוצאה הנוגדת את החוק ואת הפרקטיקה המקובלת והרצויה.

<u>תמצית טענות בזק</u>

44. בזק עתרה לסילוקן של שתי בקשות האישור על הסף מכמה טעמים, כדלהלן: (א) מחמת אישוריה העקביים של האסיפה הכללית את כל החלוקות דנן ברוב גדול מאוד; (ב) בשל העובדה שהמבקשים, לטענת בזק, רכשו את מניותיהם לאחר קרות האירועים עליהם הם מלינים; (ג) בשל העובדה שהמבקשים שלשלו לכיסם את כספי הדיבידנדים שעליהם הם מלינים, כך שלמעשה בבקשתם הם מנסים גם ליהנות מכספי הדיבידנד וגם לדרוש פיצוי בגין אותו דיבידנד ממש; (ד) בשל היותו של זקן חמו, לטענתה, "מגיש קש" שאינו משמש אלא כסות לבקשה מטעם בנו אסף, שהגיש בעבר בקשה דומה שנדחתה על ידי בית המשפט; ו-(ה) מחמת אי התאמתו של זקן חמו לשמש תובע ייצוגי נוכח אי החוקיות שדבקה, לכאורה, באופן החזקת המניות על ידו (ללא דיווח כנדרש כלפי הרשויות המוסמכות).

לגופם של דברים, לטענת בזק ההחלטות נושא בקשות האישור הן תולדה של הליכי עבודה סדורים, מיודעים, ענייניים ומעמיקים של ההנהלה והדירקטוריון, שכללו קבלת מידע מקיף, מצגות וחוות דעת רבות (לרבות בסוגיית המיסוי). לטענתה, מזה כעשור ובוודאי לפני רכישת השליטה בחברה, נוהגת בבזק מדיניות חלוקה בשיעור מלוא רווחיה ולעתים אף מעבר לכך. חלוקת דיבידנד בשיעור ניכר מהרווח הנקי מקובלת בקרב חברות עסקיות גדולות בעולם, ובפרט בקרב חברות תקשורת כבזק. ויתרה מכך, לטענת בזק, מדיניות זו יצרה בקרב בעלי המניות של החברה ציפייה להמשך חלוקה אשר עולה לכדי 'חזקת חלוקה'. לטענתה, ורדניקוב עצמו הודה בעבר כי מה שמשך אותו להשקיע בחברה היה, בין היתר, מדיניות הדיבידנדים שהנהיגה.

לטענת בזק, מתכונת מימון אשר כוללת מקורות מימון פנימיים וחיצוניים גם יחד היא פרקטיקה עסקית מקובלת וסטנדרטית, שאינה יכולה להוות התרשלות, ואף טומנת בחובה יתרונות משמעותיים ביותר לחברה.

כן בזק הצביעה על כך שהאסיפה הכללית בחברה אישרה פעם אחר פעם את החלוקות שביצעה, ברוב של למעלה מ-99% מתוך כלל בעלי המניות שהשתתפו באספות, ולא פחות מ-98.5% מהנוכחים באספות שאינם מבין בעלי השליטה. בהקשר זה טענה בזק כי רוב משתתפי אותן אספות לא נמנו על בעלי השליטה וככלל היו ברובם גופים מוסדיים עצמאיים ומתוחכמים. כמו כן, לטענת בזק, אף אם היו פגמים כלשהם בהחלטות הדירקטוריון, הרי שאישור האסיפה הכללית מכשיר פגמים אלו.

עוד לטענתה של בזק, לא ניתן לחלוק על איתנותה הפיננסית הניכרת והמוכחת - גם לאחר ביצוע החלוקות והגיוסים עליהם מלינים המבקשים.

ומלבד זאת, בזק דחתה מכל וכל את הטענות ל"עניין אישי" בחלוקות ובגיוסי החוב בהם עסקינן, הן מצד בעל השליטה והן מצדו של מי מנושאי המשרה בחברה.

<u>תמצית טענות חברי דירקטוריון בזק</u>

45. לטענת חברי דירקטוריון בזק כל ההחלטות בהן עסקינן התקבלו בידיהם בתום לב ובהתבסס על הפעלת שיקול דעת מקצועי ומעמיק.

לטענתם, הפחתת ההון והגדלת המינוף של החברה היו המדיניות שהחברה הנהיגה בפועל עוד משנת 2006 , וזאת בכדי לטפל במינוף הנמוך בו פעלה, על רקע דרישות שעלו מקרב משקיעיה ברחבי העולם. לטענתם, בי-קום לא יזמה את הפחתת ההון ולא היה לה כל חלק בהחלטה על ביצוע המהלך. וראיה לכך, לעמדתם, נמצאת בכך שדי היה חלוקת הדיבידנד השוטף - ואף לא בכולו -בכדי שבי-קום הייתה יכולה לשרת את התחייבויותיה.

כמו כן, לטענתם, חלוקת הדיבידנד השוטף שכלל את רווחי הפסקת איחוד יס הייתה פועל יוצא של יישום כללי חשבונאות מקובלים ש"נכפו" על החברה, בין שרצתה בכך ובין שלא, ובוודאי שאין מדובר בתולדה של הסכמה בין בעלת השליטה הקודמת ובי-קום.

עוד הדירקטוריון "החדש" טען כי האסיפה הכללית אישרה את החלוקות בהן עסקינן על בסיס מידע מלא ולאחר שמצבה הפיננסי של החברה - לרבות הגידול במינוף שלה - היה גלוי לכל, ואפילו לאחר שטענות המבקשים הובאו, בשלב מסוים, במישרין בפני בעלי המניות.

בנוסף לכך, הדירקטוריון החדש טען כי חלוקות הדיבידנדים והפחתת ההון לא מנעו מהחברה להמשיך להשקיע סכומים ניכרים בתשתיות ולא גרעו מיכולתה של החברה לגייס חוב נוסף לצרכיה בתנאים מעולים - כנדרש לפעילות העסקית. וכן ציין הדירקטוריון החדש כי אף הנושים והעובדים של החברה נתנו את הסכמתם להפחתת ההון, שאושרה גם על ידי בית המשפט.

3. <u>המסגרת המשפטית</u>

3.1 <u>רכישת שליטה ממונפת</u>

46. "רכישה ממונפת" (LBO - Leveraged Buyout) הנה טכניקה מימונית, אשר במסגרתה נרכש נכס מסוים (לדוגמא מניות) באמצעות שילוב של הון עצמי של הרוכש, בתוספת "מינוף" של הון זר, היינו כספים שהרוכש לווה מידי אחר. הרעיון הבסיסי של טכניקת הרכישה הממונפת מבוסס על כך שתזרים המזומנים שעתיד לייצר הנכס ישמש לפירעון ההלוואות שנטל הרוכש;

ובמרבית המקרים, אותו הנכס שנרכש משועבד לטובת הגורם שמימן את הרכישה, כבטוחה להבטחת פירעון הלוואתו.

47. מזה שנים רבות טכניקת הרכישה הממונפת מהווה פרקטיקה מקובלת ונפוצה, בישראל ובעולם כולו, לרכישת שליטה - מלאה או חלקית - בחברות. בדרך זו פלוני המעוניין לרכוש את השליטה בחברה מסוימת נוטל הלוואה מידי גורם מממן, לצורך רכישת מניות החברה; המניות משועבדות לטובת הגורם המממן; ופלוני שהפך לבעל השליטה בחברה יכול להוביל את ניהול עסקיה באופן שיאפשר לו, בין היתר, לפרוע את חובותיו.

48. ככלל, ניתן לומר שעסקת LBO מביאה עמה שינוים משמעותיים אל החברה הנרכשת. לרוב, רכישת שליטה ממונפת גוררת אחריה שינוי במבנה ההון של החברה. כלומר, כחלק ממהלך ה-LBO, בעל השליטה החדש יפעל לניתוב החברה לגיוס חוב (בדרך של נטילת הלוואות או הנפקת אג"ח), לצד חלוקת דיבידנדים (בין היתר, במטרה לפרוע את חובותיו כלפי הגורם המממן). באמצעות חלוקת הדיבידנדים, יכול בעל השליטה החדש לפרוע את חובותיו כלפי הגורם המממן. במאמר מוסגר יוער כי מהלך זה לא תמיד הכרחי, שכן לא אחת רוכש השליטה הממונף יכול להשלים את מהלך ה- LBO (לחילופין או בנוסף) גם בדרכים אחרות, דוגמת הובלת מהלכי התייעלות בחברה או מימוש של חלק מנכסיה. גם בדרכים אלו יכול בעל השליטה החדש בחברה להביא להשאת רווחיה, ובהמשך לפירעון חובותיו. מכל מקום, גיוס חוב לצד חלוקת דיבידנדים הנה פרקטיקה בה השימוש שכיח למדי, שכן היא מאפשרת לבעל השליטה החדש, למעשה, "לגלגל את החובות שנטל כלפי מטה" אל החברה שבשליטתו, ולהחליף את חובותיו האישיים כלפי הגורם שמימן את עסקת ה-LBO בחוב של החברה (כלפי צדדים שלישיים, ובמקרים מסוימים אף כלפי אותו הגורם המממן); כחלק ממהלך זה, נכסיה של החברה ישועבדו לטובת נטילת החובות החדשים וזאת, למעשה, חלף השיעבוד הקיים על מניותיו של בעל השליטה בחברה.

49. באמרת אגב יצוין כי לא אחת נהוג לעשות שימוש "במינוף כפול" (את המונח "מינוף כפול" טווה דוח הביניים של הועדה להגברת התחרותיות במשק (להלן: "**ועדת הריכוזיות**"). (http://mof.gov.il/Pages/CompetitivenessCommittee.aspx), דהיינו, ברכישת שליטה ממונפת בחברה, הרוכשת בתורה גם כן - בדרך של רכישה ממונפת - את השליטה בחברה נוספת תחתיה. גם במבנה זה מתרחש התהליך האמור, בו כספי החברות "עולים כדיבידנדים למעלה" אל בעל השליטה, בעוד היקף החוב ומידת המינוף טופחים ומתרחבים כלפי מטה, לכיוון תחתית הפירמידה.

50. כאמור, רכישת שליטה ממונפת הנה פרקטיקה מקובלת ונפוצה מאוד בישראל ובעולם כולו. כבר בשנות ה-80' של המאה הקודמת גל גדול מאוד של עסקאות LBO שטף את שוק ההון האמריקאי והביא עימו שינויים משמעותיים ביותר לכלכלה האמריקאית ולעולם המשפט התאגידי (ראו, למשל: Richard M. Cieri, **An Introduction to Legal and Practical Considerations in the Restructuring of Troubled Leveraged Buyouts**, 45 Bus.

Law. 333 (1989)). לאחר דעיכתו של גל זה, עליה משמעותית נוספת בהיקף עסקאות ה-LBO נרשמה בסמוך לפני המשבר הכלכלי העולמי האחרון, בשנים 2005-2007. גם בימים אלו נערכות מדי שנה מאות עסקאות LBO בהיקף מצטבר של עשרות מיליארדי דולרים, בכל השווקים המפותחים ברחבי העולם, ובכלל זאת גם בישראל.

51. לאור היקפה הרחב וחשיבותה הרבה, סוגיית עסקאות ה-LBO היוותה ועודנה מהווה מוקד לשיח נרחב בקרב מרבית השחקנים בשוקי ההון בעולם - גופי המימון (ובעיקרם הבנקים), הרגולטורים, בתי המשפט, אנשי האקדמיה, בתי המחוקקים, קרנות ההשקעות והתאגידים הפועלים בשוק עצמם. רבים מבקרים, מטעמים שונים, את השימוש הנעשה בעסקאות ה-LBO ומבקשים להצביע על השלכותיהן השליליות בהקשרים שונים. רבים אחרים, מצדדים בשימוש בעסקאות ה-LBO ומבקשים להצביע על היתרונות הגלומים בשימוש בטכניקת מימון זו, ההכרחית להתפתחותה של הכלכלה. עד כה מספר לא מבוטל של מחקרים אמפיריים נערכו בתחום, אך לא ניתן לגזור מהם מסקנה ברורה כזו או אחרת (ראו, למשל: J.F. Cotter & S.W.Peck, **The Structure of Debt and Active Equity Investors: The Case of the Buyout Specialist**, 59 Journal of Financial Economics 101 (2001); Quentin Boucly, David Sraer and David Thesmar, **Growth LBOs**, Journal of Financial Economics 102 (2011)). בהכללה ניתן לומר כי התפיסה המקובלת בעולם ובישראל הנה שהשימוש ברכישה ממונפת הינו לגיטימי לחלוטין ואף רצוי, ובלבד שייעשה באחריות הראויה.

52. ברמה המאקרו כלכלית, יתרונה העיקרי של עסקת ה-LBO טמון בכך שהיא מאפשרת את הגשמתן של יוזמות עסקיות יעילות ואת רכישת השליטה בחברות גדולות גם בידי מי שאינו בעל הון עצמי יוצא דופן בהיקפו. כלומר, עסקת ה-LBO מקדמת את יעילות השוק בכך שהיא מאפשרת למי שמחזיק בכישורים המתאימים לכך להסתייע בגורם מממן, כדי לרכוש שליטה בחברה גדולה או להגשים יוזמה עסקית רצויה - פעולות שייוחדו בעבר, במידה רבה, רק לקבוצה מצומצמת של בעלי הון. השימוש ב-LBO יצר למעשה שוק משוכלל יותר של בעלי שליטה בחברות, המתחרים זה בזה על בסיס אמת המידה של יעילות כלכלית. צעד אחד קדימה, התחרות בין בעלי השליטה הגבירה גם את התחרות והיעילות הכלכלית בשווקים השונים, הנשלטים בידיהם. ככל שיותר שחקנים - "מוכשרים" ומכווני יעילות - נכנסים לשוק, בין כבעלי שליטה בחברות קיימות ובין בדרך של הקמת חברות חדשות, כך גוברת התחרות בין התאגידים לבין עצמם, וההנחה היא שהדבר מביא להתייעלות של כל אחד מהם ולהתייעלות השוק בכללותו. המלומדת א. חביב-סגל ז"ל היטיבה לבטא יתרונות אלו, כאשר ציינה כי "**האפשרות של מימון בעזרת מנוף פיננסי מגשימה את חלומם של שוקי ההון - לספק את מקורות ההון הנדרשים לכל יזמה עסקית כדאית**" (חביב סגל, **דיני חברות - כרך ב'** (2004), פרק ט"ז - הרכישה הממונפת (להלן: "**חביב-סגל**"); וראו גם: מאיה אלשיך קפלן "עניין אישי וניגוד עניינים ברכישה ממונפת על ידי ההנהלה - האמנם" **תאגידים ד/4** 42, 46-47 (2007)).

53. מנגד, המבקרים טוענים כי בעסקאות ה-LBO טמון סיכון רב, העלול להביא - ומביא הלכה למעשה - לתוצאות מאקרו כלכליות שליליות. כאמור, בחלק לא מבוטל מן המקרים עסקת ה-LBO מביאה עמה שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה הנרכשת - עליה ביחס המינוף וירידה ביציבות הפיננסית. במילים אחרות, חברה הנרכשת ב-LBO מגדילה במקרים רבים את היקף התחייבויותיה, ביחס להון העצמי שבידה. כפי שיפורט להלן, בנסיבות המתאימות לכך, עלייה ביחס המינוף והגדלת מצבת החובות של החברה אינן בהכרח פעולות שליליות שלעצמן והן עשויות להביא תועלת לחברה, ברם החשש הוא כי במסגרת ה- LBO בעל השליטה החדש יביא לשינוי חד ובלתי יעיל במבנה ההון, רק על מנת לשרת את התחייבויותיו הקשיחות כלפי הגורם שמימן עבורו את עסקת רכישת השליטה. לפיכך, יש הטוענים כי חברות הנרכשות באמצעות LBO נוטות להתנהל בצורה לא יעילה, בראייה קצרת טווח ותוך "ויתור" על השקעות יעילות, רק כדי לחלק דיבידנדים "בחיפזון", בניגוד לטובתן ולאורך זמן. באופן דומה, דוח הביניים של ועדת הריכוזיות קושר בין "מינוף יתר" (בדו"ח ועדת הריכוזיות נעשה השימוש במונח "מינוף יתר". אולם, חשוב לציין כי מידת המינוף האופטימאלית עשויה להשתנות באופן דרמטי מחברה לחברה ומענף פעילות אחד למשנהו. על כן, הגדרת המונח "מינוף יתר" אינה פשוטה כלל ועיקר). ובין הקצאה לא יעילה של מקורות וחשיפת יתר לסיכונים. יש הרואים בהשלכה המצרפית של הדבר כפגיעה ממשית ביעילות המאקרו כלכלית.

מלבד זאת, לא אחת עסקת ה-LBO עשויה להביא ל"העמסה" עודפת של התחייבויות על גבה של החברה הנרכשת, ממניעים "אופורטוניסטיים" של בעל השליטה הממונף, ובסופו של דבר לחדלות פירעון ולפגיעה ממשית בנשייה של אותה חברה. אשר על כן, יש הרואים בשימוש העודף בטכניקת הרכישה הממונפת כאחד הגורמים שהביאו למשברים הכלכליים האחרונים. כך גם בישראל ניתן להצביע על הדו"ח השנתי של בנק ישראל לשנת 2011, אשר בו צוין כי "**אחד הגורמים המרכזיים להתרחבות תופעת הסדרי החוב הוא, כאמור, רמות המינוף הגבוהות, בפרט של הלווים הגדולים, המגבירות את החשיפה של החברות לזעזועים... הדפוס המשותף לחברות הגדולות שנכנסו להסדר חוב הוא שילוב של רמות מינוף גבוהות ושחיקת יתרת המזומנים והרווחים שלהן באמצעות משיכת דיבידנדים גבוהים במהלך התקופה שלפני הכניסה להסדר**" (דו"ח בנק ישראל לשנת 2011, בעמ' 177 (פורסם ביום 28.3.2012).

54. ברמת המיקרו, בכל חברה, לעסקת ה-LBO עשויות להיות השלכות משמעותיות על כל אחת מכמה קבוצות של שחקנים רלבנטיים: החברה עצמה, נושיה, עובדיה, בעל השליטה החדש בה, הגורם המממן את העסקה, ויתר בעלי המניות (היכן שבעסקת ה-LBO מניות החברה אינן נרכשות במלואן).

55. כפי שכבר ניתן להבין, עניינן של שתי בקשות האישור שבפניי בשאלה האם השליטה בבזק נרכשה בדרך של רכישה ממונפת; וככל שהתשובה חיובית, מהי משמעותו המשפטית של האופן בו נוהלה בזק לאחר העסקה או על פי הנטען, בעקבותיה -במישור היחסים שבין החברה, בעל

השליטה בה ובעלי מניות המיעוט. סוגיה זו, הניצבת בבסיס ההחלטה דנן שונה ונבדלת, כמובן, מסוגיות אחרות העשויות להתעורר על רקע עסקת ה-LBO, כמו למשל ההשלכות שיש לעסקה זו על נושי החברה, עובדיה ו/או הגורם המממן.

אשר על כן, להלן אדרש לבחינת נפקותה המשפטית של עסקת ה-LBO והשלכותיה על פעילות החברה רק במישור היחסים של החברה ובעלי המניות. הדגש יינתן לעסקאות LBO המביאות עמן שינוי משמעותי במבנה ההון של החברה, ובפרט בדרך של גיוס חוב וחלוקת דיבידנדים. בחינה זאת תעשה לאור הנחת המוצא לפיה הרכישה הממונפת הנה טכניקה עסקית לגיטימית ומקובלת, הטומנת בחובה גם יתרונות וגם חסרונות משמעותיים. כמו כן, הבחינה תעשה בהתחשב בכך שבית המשפט מהווה רק את אחד הגורמים בעיצוב "עולמן של עסקאות ה-LBO בישראל", לצד המחוקק והגופים הרגולטוריים, העוסקים רבות בסוגיות דנן, כמו גם לצד גופי המימון והשחקנים הפועלים עצמם בשוק.

כמו בהקשרים נוספים בעולם המשפט התאגידי, לצורך הדיון וההכרעה בהליך שבפניי ניתן ללמוד רבות מדרכו של המשפט האמריקאי ובפרט מפסיקתם של בתי המשפט במדינת דלאוור, אשר התמודדו עם הסוגיות הניצבות בממרכז ההליך דנן כבר לפני שניים או שלושה עשורים. כמובן שלשוק ההון ולדיני התאגידים בישראל קיימים מאפיינים ייחודיים ושונים מאלו של מקביליהם האמריקאים. עם זאת, הניסיון הרב שנצבר שם, לאור היקפו הגדול של השוק ולאורך שנים רבות, עשוי לסייע בליבון אותן סוגיות תאגידיות המתעוררות גם בישראל.

ואתחיל עם סוגיית הניהול הפיננסי.

3.2 <u>ניהול מבנה ההון של החברה</u>

56. כפי שהיטיב לתאר בחוות דעתו רו"ח ברגר, המומחה מטעם בזק בהליך דנן, "**מקורות המימון האפשריים לפעילותה של כל חברה נחלקים לשני סוגים עיקריים - הון עצמי וחוב. בכל שלב בחייהן חברות נדרשות לבחור כיצד לממן את פעילותן ומה יהיה המשקל היחסי של ההון העצמי בהשוואה לחוב. בחירה זו אינה עניין של מה בכך ואינה נעשית באופן שרירותי או אקראי. מנהלי כספים מתוחכמים מנהלים את מבנה ההון שלהם כך שיתקרב ככל הניתן למבנה ההון האופטימאלי של החברה. בחירה במשקל נמוך מדי של חוב בהשוואה להון העצמי, עשויה לפגוע בשווי החברה, ומשקל מוגזם של חוב המוביל לכושר פירעון לקוי, עלול לפגוע בשווי החברה**".

57. סוגיה לא פתורה בעולם המימון היא כיצד ניתן לזהות ולבחור את מבנה ההון האופטימאלי של חברה במצב דברים נתון. מדובר בשאלה מורכבת המושפעת משורה ארוכה של גורמים המשתנים על פני הזמן. כחלק מגורמים אלו ניתן למנות, בין היתר, את השיקולים הבאים: (א) העלות הכרוכה בגיוס חוב; (ב) אופי הפעילות של החברה. ובכלל זאת, ניתנת הדעת לשאלות רבות ומגוונות כגון מהו היקף ההשקעות ההונית הדרוש לפעילות זו, האם מדובר בחברה יציבה

וותיקה או למשל בחברה "סטארט-אפ" בראשית דרכה העסקית, מהי מידת התלות של החברה בלקוח, ספק או רישיון ספציפי יחיד, וכן הלאה; (ג) שיקולי מיסוי, כאשר ככלל אחד היתרונות המרכזיים של שימוש בחוב למימון פעילותה של חברה טמון בכך שהוצאות המימון מוכרות (בדרך כלל) לצורך ניכוין מול הכנסותיה של החברה ובכך, למעשה, נוצר לחברה רווח ("מגן מס") בגובה הוצאות המימון ששילמה; ו-(ד) שיקולים ענפיים וכלל-משקיים, בכל הנוגע לסיכונים והסיכויים הצפויים לחברה בהמשך הדרך.

58. כפי שניתן להיווכח, ניהול מבנה ההון של חברה הינו חלק מרכזי ביותר בפעילותה העסקית-מקצועית. זהו חלק אינטגרלי מליבת תפקידם של קברניטיה של כל חברה, הנדרשים לפעול כמיטב יכולתם גם במישור זה, לטובת החברה ולשם השאת רווחיה. ודוק, פעולות רבות בחברה נוגעת "ממילא" לשינוי במבנה ההון שלה. הדגש בענייננו הנו לפעולות הנוגעות במישרין לניהול הפיננסי של מבנה ההון הרצוי, כמו גיוס חוב, גיוס הון, מחזור חובות, חלוקת דיבידנדים, הפחתת הון, רכישה עצמית של מניות או אג"ח של החברה וכיוצא באלה.

59. בדומה לכל החלטה עסקית, ככלל, גם החלטות נושאי המשרה בחברה בדבר ניהול מבנה ההון שלה חוסות תחת כלל "שיקול הדעת העסקי" (BJR - Business Judgment Rule), לפיו כל **"פעולה או החלטה של דירקטור אשר נעשתה בהעדר ניגוד עניינים, בתום-לב ובאופן מיודע (In Good Faith And Informed) נהנית מחזקת תקינות, ואינה חשופה להתערבותו של בית-המשפט"** (ש' חנס "**כלל שיקול-הדעת העסקי**" עיוני משפט לא 313, 315 (2009)).

60. במסגרת החלטתי בתנ"ג (מחוזי ת"א) 48081-11-11 **ראובן רוזנפלד נ' אילן בן דב** (17.3.2013) (להלן: "**עניין בן דב**"), הדומה לענייננו ואשר אליה אתייחס בהמשך, נזכר כלל שיקול הדעת העסקי בהקשר זה- ביחס להחלטה על חלוקת דיבידנדים, לצד גיוס חוב. באותו מקרה בעלי מניות המיעוט בחברה ביקשו לתקוף את החלטת הדירקטוריון לחלק "דיבידנד חריג" בסך של כ-1.4 מיליארד ש"ח, בדרך של הפחתת הון ולאחר גיוס חוב. בין היתר, קבעתי שם כי מאחר והחלוקה התבצעה באופן שוויוני (Pro-rata) לכל בעלי המניות - כל אחד לפי שיעור החזקותיו במניות החברה -הרי שאין לייחס את החלוקה לבעל השליטה בלבד ולכן אין לראות בה כ"עסקה" שביצעה החברה מולו, הנגועה בניגוד עניינים.

61. גם בדין התאגידי במדינת דלאוור אומצה גישה דומה זה מכבר, בפסק הדין *Sinclair Oil Corp v. Levien (Del. Sup. 1971)*. באותו מקרה ביקש בעל מניות בחברה ציבורית ששמה Sinven לתבוע את בעלת השליטה בה, תאגיד הנפט *Sinclair*, היות שהביאה את החברה לחלוקה "מופרזת" של דיבידנדים מטעמים "אישיים ופסולים". בית המשפט העליון של דלאוור פסק כי מאחר והחלוקה בוצעה באופן שוויוני, הרי שיש להחיל על ההחלטה לבצעה את "כלל שיקול הדעת העסקי" ובית המשפט ימאן להתערב, כל עוד דירקטוריון החברה הצביע על רציונל עסקי כלשהו להחלטתו ופעל בתום לב, באופן מיודע ובהיעדר ניגוד עניינים. בהחלטה זו הפך בית המשפט העליון, במפורש, את פסיקת הערכאה שתחתיו - בבית משפט הצ'נסרי - אשר ביקשה

להחיל על חלוקת הדיבידנדים ב-Sinven כלל ביקורת שיפוטית מחמיר יותר של מבחן ה"הגינות מלאה" (הידוע ככלל ה-"Entire Fairness" ובאותו מקרה כונה "Intrinsic Fairness").

בעקבות פסה"ד בעניין Sinclair, בתי המשפט בדלאוור אימצו את הלכתו של בית המשפט העליון שם, הרואה בהחלטות בדבר ניהול מבנה ההון של החברה - ובפרט בעניין גיוס וחלוקה - כהחלטות החוסות, ככלל, תחת חזקת שיקול הדעת העסקי.

לדוגמא, החלטה מעניינת נוספת הראויה לציון בענייננו ניתנה בידי בית ממשפט הצ'נסרי בפסק הדין *Kenneth Weiss V. Samsonite Corporation, 742 A.2.d 366 (Del. Ch. 1999)* (ואושררה בידי בית המשפט העליון של דלאוור ב- *Kenneth Weiss V. Samsonite Corporation, 746 A.2d 277 (Del. Sup. 2000)*). באותו מקרה דירקטוריון החברה הציבורית Samsonite החליט לבחון דרכים שונות למקסום ערך החברה עבור בעלי המניות. במסגרת זו שקל הדירקטוריון מספר מהלכים אפשריים, לרבות ביצוע שינוים קיצוניים במבנה ההון; הכנסת משקיעים נוספים לחברה לאחר חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות הקיימים; ואת מכירת החברה לצד שלישי או מיזוגה עם חברה אחרת. לבסוף הוחלט בדירקטוריון על ביצוע תכנית לשינוי מבנה ההון של החברה בדרך של העלאת המינוף (" Leveraged Recapitalization Plan"). על פי תכנית ה- Recapitalization, הוחלט על ביצוע הצעת רכש עצמית ל-51% ממניות החברה במחיר של 40 דולר למניה (פרמיה של כ-33% מעל מחיר השוק של המניה באותה עת); ההצעה הופנתה לכלל בעלי המניות של החברה באופן שוויוני (פרו-רטה); וכמו כן נקבע שלצורך ביצוע התשלום לבעלי המניות אשר יענו להצעת הרכש העצמית, החברה תגייס חוב. במאמר מוסגר יצוין כי תכנית ה- Recapitalization לא בוצעה לשם השתלטות על החברה והפיכתה לפרטית (Going-Private) ולא כמהלך התנגדות ל"השתלטות עוינת". במסגרת מפרט הצעת הרכש העצמית החברה דיווחה, בין היתר, כי המחיר המוצע משקף פרמיה על שווי המניות ומטרת המהלך הנה להוציא כסף מזומן מ"קופת החברה" אל בעלי המניות של Samsonite. כמו כן, החברה דיווחה כי היא צופה קיטון בעסקיה לפחות בטווח הזמן הקרוב, כי היא ממליצה להיענות להצעה וכי סביר להניח ששווי ההחברה והמניות שיוותרו לאחר השלמת המהלך צפוי לצנוח בעקבותיו (גם מעבר לעצם הפחתת ההון). 97.4% מבעלי מניות Samsonite נענו להצעת הרכש והמהלך הוצא אל הפועל (כאמור, בחלוקה פרו-רטה). אחד מבעלי מניות בחברה פנה אל בית המשפט וטען כי חברי הדירקטוריון הפרו את חובת האמונים שלהם כלפי החברה כאשר כפו את המהלך גם על בעלי מניות שלא היו מעוניינים בו. בית המשפט דחה על הסף את טענות בעל המניות ופסק כדלקמן:

"The transactional choices the Board made here -<u>to assume debt and conduct a cash self-tender offer - were classic business judgment decisions of the kind that are normally protected by the business judgment rule</u>... whether the board's decision to structure the transaction in a chosen manner was proper... is not for this

court to decide because <u>questions concerning the structure of a transaction, or what the resulting debt to equity ratio of the firm should be, reserved to the board</u>".

ובהמשך:

"...The Plan was identical to an extraordinary dividend, and the Board's decision to approve it was <u>manifestly a business judgment matter</u>".

בית המשפט הדגיש באותו מקרה כי דירקטוריון Samsonite עמל מספר חודשים על השלמת התכנית, באופן מיודע, בהיעדר ניגוד עניינים ובתום לב. הדירקטוריון אף נעזר ביועצים מקצועיים חיצוניים ובלתי תלויים, אליהם פנה עוד מלכתחילה כדי שיבחנו ויעריכו את האפשרויות השונות הניצבות בפניה של החברה. כמו כן, בדומה להחלטה בעניין **בן דב** בבית משפט זה, בית המשפט שם הדגיש כי ההצעה נתנה הזדמנות שוויונית לכל אחד מבעלי בעלי המניות ועל כן אין לראות בה כהטבה לבעל מניות ספציפי. אשר על כן, בית המשפט קבע כי לא הוכח שיש לסטות מחזקת שיקול הדעת העסקי החלה על תכנית ה-Recapitalization.

62. לפיכך, ניתן לסכם נקודה זו ולומר כי הן בישראל והן בפסיקת בתי המשפט בדלאוור החלטות בדבר הניהול הפיננסי של מבנה ההון של החברה חוסות, ככלל, תחת חזקת "שיקול הדעת העסקי". בית המשפט ימנע מלהתערב בהחלטות הדירקטוריון במישור זה, ויימנע מלהחליף את שיקול דעת הדירקטוריון בשיקול דעתו שלו, בכל הנוגע למבנה ההון הרצוי של החברה. זאת, כמובן, כאשר הדירקטוריון פועל לטובת החברה באופן מיודע, בתום לב ובהיעדר ניגוד עניינים. כפי שפירטתי בעניין **בן דב**, "**כלל שיקול הדעת העסקי אינו חזות הכל... [ו]ישנם מצבים בהם ייושם כלל אחר, 'שיקול דעת עסקי מוגבר' או כלל 'ההגינות המוחלטת'**" (**שם**, בפסקה 141). כלומר, במקרים מסוימים, בהם קיים חשש "גבוה יותר" לניגוד עניינים, בית המשפט ייטה להחיל ביקורת שיפוטית מוגברת על החלטת הדירקטוריון, מעבר סטנדרט הביקורת השיפוטית "המקלי" של כלל ה-BJR (ראו: בת"א (מחוזי ת"א) 48851-02-12 **מטרת מיזוג חברות בע"מ נ' אולטרה שייפ מדיקל בע"מ** (16.7.2012), בפסקאות 225-228; ת"צ (מחוזי ת"א) 7477-10-11 **דב גולדשטיין נ' פינרוס החזקות בע"מ** (29.4.2013) בפסקאות 62-67 (להלן: "**עניין פינרוס**")).

3.3 <u>ניהול מבנה ההון של החברה בעקבות רכישת שליטה ממונפת - הגדרת הסוגיה המשפטית</u>

63. שאלה לא פשוטה המתעוררת בהליך הניצב בפניי כעת הנה מהי בדיוק אותה "טובת החברה", אשר נושאי המשרה נדרשים לקדם - בנאמנות ובזהירות - במסגרת ניהולה הפיננסי, בפרט בתקופה שלאחר ביצוע עסקת רכישת שליטה ממונפת. כפי שצוין לעיל, עסקת LBO מביאה עמה לרוב שינויים משמעותיים מאוד בניהול מבנה ההון של החברה הנרכשת. או אז עשויה להתעורר השאלה מהן "גבולות הגזרה" הלגיטימיים של "שיקול הדעת העסקי", אשר בהם

ראשים נושאי המשרה לנהל את מבנה ההון של החברה, כאשר ברקע ניצבת ההבנה (ויש שאמרו החשש) שהיסוד המניע את החלטותיהם הינו הרצון להביא להשלמת מהלך ה-LBO של בעל השליטה הממונף, ולאו דווקא מקסום "טובת החברה" לטווח הזמן הארוך גרידא.

במילים אחרות, שתי בקשות האישור שבפניי מעוררות את השאלה מהו היקף הביקורת השיפוטית הראוי והרצוי על החלטותיהם העסקיות של נושאי המשרה בחברה בדבר ניהולה הפיננסי, לאחר רכישת השליטה בה בדרך של רכישה ממונפת; האם הדירקטוריון רשאי לנקוט בצעדים שמטרתם תמיכה במהלך ה-LBO ולאו דווקא השאת רווחי החברה אי-שם בעתיד; מהי משמעות העובדה שאותם צעדים נתמכים בידי רוב בעלי המניות; והאם קיימות נסיבות מסוימות בהן יידרש בית המשפט להחיל ביקורת שיפוטית מחמירה מכלל ה-BJR על החלטות הדירקטוריון, בשל החשש מניגוד עניינים המתעורר עקב עסקת ה-LBO שבוצעה?

64. כאמור לעיל, שתי בקשות האישור שבפניי נוגעות למישור היחסים שבין החברה, בעלי השליטה בה ובעלי מניות המיעוט. על מנת להביא את הדברים באופן סדור, ראשית יערך הדיון להלן בסוגיות האמורות תוך שימת הדגש על מישור היחסים שבין החברה ובין כלל בעלי מניותיה (או רובם המכריע). כלומר, סביב השאלה האם הדירקטוריון רשאי לנקוט בצעדים להשלמת מהלך ה-LBO, הנתמכים בידי בעלי המניות רובם ככולם, חרף העובדה כי הדבר עשוי לפגוע ב"טובת החברה" בטווח הזמן הארוך. לאחר מכן, יינתן הדגש למישור היחסים שבין בעלי השליטה בחברה ובעלי מניות המיעוט. פערי הכוחות, פערי מידע ופערי האינטרסים המתעוררים במישור יחסים זה, עשויים לעורר קשיים נוספים ושונים. כפי שיפורט להלן, עמדתי היא שיש בקשיים אלו כדי להשפיע במידה לא מבוטלת על איזון האינטרסים בנדון.

3.4 <u>"טובת החברה" ו"טובת בעלי מניותיה"</u>

65. נתחיל בסוגיה הראשונה והיא האם רשאים נושאי המשרה בחברה לקבל החלטות במישור הניהול הפיננסי, אשר משרתות את רצונם של בעלי המניות (כולם או רובם המכריע), חרף העובדה שקיים יסוד סביר להניח - או שקיים מיעוט קטן של בעלי מניות הסבור - כי הדבר צפוי לפגוע בטובתה של "החברה" בהמשך הדרך?

66. כאשר יורדים לשורש העניין, ניתן לומר כי מדובר בסוגיה יסודית ועקרונית עוד יותר בדיני התאגידים, אשר מעסיקה מזה שנים רבות את הכותבים בעולם המשפט והאקדמיה, והיא עד כמה קיימת הבחנה במסגרת ניהול עסקי החברה, בין טובתה של החברה כישות משפטית העומדת בפני עצמה לאורך זמן ובין טובתם של בעלי מניותיה "הנוכחיים". על פניו מדובר בדיון אקדמי מעולם הפילוסופיה של המשפט. ברם, מקרים כגון ההליך הניצב בפניי כעת מעידים על כך ששאלה זו מעוררת קשיים ממשיים ודילמות עקרוניות - גם בחיי המעשה. לא בכדי בתי המשפט בדלאוור נאלצו להתמודד במישרין עם סוגיה זו בשורה של פסקי דין והחלטות במשך השנים, מבלי שאימצו עמדה חד-משמעית לכאן או לכאן. כפי שיפורט להלן, נדמה כי המדובר

בסוגיה אשר בכלל לא ניתן למצוא עבורה תשובה אחת, כי אם בתפיסות עולם שונות, אשר לעיתים אינן מתיישבות זו עם זו.

67. בדין הישראלי, סעיף 11(א) לחוק החברות קובע כדלקמן:

> **"11.(א) תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושייה, עובדיה ואת ענינו של הציבור; כמו כן רשאית חברה לתרום סכום סביר למטרה ראויה, אף אם התרומה אינה במסגרת שיקולים עסקיים כאמור, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון".**

שורה ארוכה של מלומדים ניסתה להתחקות אחר פרשנותה של הגדרה "רחבה" זו לתכלית החברה, וקיימות מספר דעות ופרשנויות שונות לאופן בו יש לפרשה. מספר מאמרים וספרים נכתבו בנדון בישראל ובעולם, בכמה הקשרים שונים, כאשר בכל אחד מהם ניתן הדגש לאספקט אחר של הסוגיה (ראו, למשל: ידידיה שטרן, **תכלית החברה העסקית** (2009) (להלן: "**י' שטרן**"); עמיר ליכט, **תכליות החברה**, משפט ועסקים א 173 (2004); זוהר גושן, **מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעת רכש והתובענה הייצוגית**, משפטים לב2 381 (תשס"ב); עלי בוקשפן, **על תכליתה של החברה העסקית מבעד למשקפיהם של דיני העבודה**, עבודה, חברה ומשפט י' 163 (תשס"ד) ;David G.Yosfon, **The Law of Corporate Purpose**, 10 Berkeley Bus. L.J 181 (2013)).

מכל מקום, התפיסה המקובלת בעולם המשפט האנגלו-אמריקאי והישראלי מזה שנים רבות הנה כי תכלית החברה הנה בראש ובראשונה לפעול להשאת רווחיה, בעיקר בעבור בעלי המניות (ראו: **י' שטרן**, בעמ' 24-35; עמיר ליכט, **דיני אמונאות - חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי** (2013) בעמ' 192- 198). גישה זו אומצה במשפט האמריקני כבר בשנת 1919 בפסק הדין המפורסם בעניין חברת המכונית FORD (*Dodge v. Ford Motor, 170 N.W 668 (Mich.) (1919)*) שם נפסק כדלקמן:

> **"A business corporation is organized and carried on <u>primarily the profit of the stockholders</u>... It is not within the lawful powers of a board of directors to shape and conduct the affairs of a corporation for the merely incidental benefit of shareholders and for the primary purpose of benefiting others".**

בהמשך לכך, השתרשה התפיסה המסורתית לפיה נושאי המשרה בחברה מחויבים לפעול "לטובת החברה", אשר מתבטאת בעיקר בטובתם של בעלי המניות (וזאת, כמובן, מבלי לגרוע מן הגבולות שמכתיבים יתר הדינים הרלוונטיים, כגון דיני חדלות הפירעון ודיני החוזים ביחס לנושים, דיני החוזים ודיני עבודה מול העובדים, דיני הנזיקין ודיני הגנת הצרכן כלפי לקוחות החברה וכן הלאה).

ואולם, תפיסה מסורתית זו איננה מתמודדת עם הקושי בו עסקינן, המתעורר באותם מקרים שבהם נראה כי טובת החברה וטובת בעלי מניותיה אינן עולות בקנה אחד.

68. בפסיקת בתי המשפט בישראל ניתן לזהות ביטוי לכל אחת משתי תפיסות העולם - זו המאפשרת "פגיעה" בטובת החברה עבור בעלי המניות וזו הרואה בחברה כישות העומדת בפני עצמה ונבדלת מבעלי מניותיה - במקרים שונים, בהתאם לנסיבותיו של כל מקרה.

מחד, בע"א 995/90 **אדורם מהנדסים בע"מ נ' גב' חנה גת** (14.7.1992) עסק בית המשפט העליון בעניינה של חברה פרטית בה היו שני בעלי מניות בלבד, אשר עסקו בעצמם בניהול עסקיה. לאחר שכל מניות החברה נמכרו לצד שלישי, בעקבות הסדר נושים שעברה, ביקש אותו צד שלישי לתבוע בשם חברת אדורם את אחד משני בעלי המניות המקוריים. זאת, בין היתר, בטענה כי אותו בעל מניות ונושא משרה לשעבר הפר בעבר את חובת האמונים בה היה חב כלפי חברת אדורם כאשר ביצע עסקה בניגוד עניינים ומכר חלקת מקרקעין שהייתה בבעלות החברה לאשתו. בית המשפט העליון דחה טענה זו ופסק כי מאחר ונמצא שכלל בעלי המניות באדורם (שניהם) ידעו על העסקה ואישרו את ביצועה, הרי שלא ניתן לראות בה משום הפרה של חובת האמונים כלפי החברה. וכך נפסק:

> **"כאשר לא מעורב בעל אינטרס חיצוני לחברה, דוגמת האינטרס של נושים, הרי <u>ראשים כלל בעלי המניות לעשות ברכוש החברה כרצונם, ובכלל זה אף לתתו במתנה</u>. בכך אין בעלי המניות פוגעים באיש זולתם, ופעולה הנעשית על ידם פה אחד אינה יכולה להוות הפרת חובת אמון כלפי מי מהם או עושק של מאן דהוא...**
>
> **<u>חובת האמון של המנהל כלפי החברה נועדה לקדם בסופו של דבר את ענייניהם של בעלי המניות</u>... משלא נסתרה העובדה כי שני הבעלים המשותפים של החברה פעלו בעצה אחת, לא היה בנמצא מי שייעשק מהעסקה, לא הופרה כל חובה של נחום גת** [בעל המניות ונושא המשרה לשעבר הנ"ל - ח' כ'] **כלפי החברה, וממילא אין צורך כי נבדוק את סבירותה של העסקה מבחינת אדורם".**

בית המשפט העליון חזר על פסיקתו זו בעניין **אדורם** גם בעניינה של חברה פרטית אחרת, בע"א 10568/02 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ שחר הררי מפרק החברה ברג יעקב ובניו (רהיטים) בע"מ (בפירוק)** (23.5.2004), ולאחר מכן בדנ"א 5286/04 **שחר הררי מפרק החברה נ בנק לאומי לישראל בע"מ** (24.1.2006).

מאידך, בע"א 3379/06 **ברנוביץ' נגד נתנזון** (4.3.2008) פסק בית המשפט העליון כדלקמן [ההדגשות במקור - ח' כ']:

> **"לבעלי תפקידים מחויבות משפטית לפעול לטובת החברה ('ולהעדיף את האינטרס המצרפי של קידום הרווחים של החברה** עצמה' **- חביב-סגל, 72; ההדגשה הוספה - א"ר), '**להשאת רווחיה**', ולמימוש האינטרסים והרצונות שלה;** שלה**, כקביעת המחוקק, גם אם הקרבה בין החברה לבין בעלי התפקידים אמורה, בעולם הגון, לקרב את האינטרסים והרצונות. התפיסה**

> **המשפטית של החברה כנפרדת מבעלי מניותיה היא שביסוד סעיף 11** [לחוק החברות - ח' כ']".

כך גם בהחלטתי בעניין **אולטרה שייפ** הנ"ל, בהתאם לנסיבות אותו המקרה שם, ניתן הדגש להבחנה בין חובת האמונים של דירקטור כלפי החברה עצמה ובין מחויבותו כלפי בעל המניות שמינה אותו לתפקידו. וכך נפסק [ההדגשות במקור - ח' כ']:

> **"כידוע, דירקטוריון החברה נחלק לשני סוגים של דירקטורים. האחד הוא דירקטורים רגילים, הממונים על-ידי בעלי המניות, שמצפים מהם לדאוג לאינטרסים שלהם. כפועל יוצא, מוּנְחִים דירקטורים אלה באופן מובנה על-ידי אינטרסים דואליים:** מחד גיסא, אינטרס החברה שעליו הם אמונים מתוך **ישיבתם בדירקטוריון החברה (אינטרס הבא לידי ביטוי, בין היתר, בחובת האמונים שהם חבים לחברה); מאידך גיסא,** אינטרס בעל המניות שמינה **אותם, שרשאי בכל עת להחליפם, ולכן ירצה הדירקטור הסביר להגשים את רצונו כדי לשמור על כסאו. יובהר עם זאת, כי נקבע לא אחת בפסיקה כי ישנו 'אינטרס אחד בלבד הראוי להגנה והוא אינטרס החברה' (ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז (4) 289, 322 (1995)). במילים אחרות, על-אף ההכרה בקיומם של אינטרסים נוגדים, חובת הנאמנות לחברה גוברת על כל אינטרס אישי".**

69. על הספקטרום שבין שתי תפיסות העולם האמורות, פסה"ד בעניין **אדום** מבטא קצה אחד של קשת המקרים. דובר בו על חברה פרטית המורכבת משני בעלי מניות ומנהלים בלבד, אשר פעלו ברכוש החברה - לפי הנטען, בניגוד ל"טובתה" - בעצה אחת ובהסכמה. לעומת זאת, פסה"ד בעניין **אולטרה שייפ** מבטא את הקצה השני של הקשת, שכן דובר בו על מאבק שליטה סביב חברה ציבורית (למעשה, "שלד בורסאי"), כאשר דירקטוריון החברה החליט על התקשרות בעסקה שנמצאה כ"**עסקה מצוינת מבחינה כלכלית <u>עבור החברה</u>, והטובה ביותר שהונחה על שולחן החברה**", חרף התנגדותם של המחזיקים בכ-19% ממניות אולטרה-שייפ ומבלי שהעסקה הועלתה להצבעה באסיפה הכללית. בהתאם לדין ולהלכה הפסוקה הרלוונטיים לאותו מקרה, ניתן הדגש בעניין **אולטרה שייפ** על טובתה של החברה, במובחן מטובתם של בעלי מניותיה שהתנגדו למהלך.

70. אותו הדיון המשפטי נערך בישראל גם סביב סעיפים 252 ו-254 לחוק החברות, הקובעים כדלקמן:

> **"252. (א) נושא משרה חב <u>כלפי החברה</u> חובת זהירות כאמור בסעיפים 35 ו-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש].**
>
> **(ב) אין בהוראת סעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת זהירות של נושא משרה <u>כלפי אדם אחר</u>.**
>
> **254. (א) נושא משרה חב חובת אמונים <u>לחברה</u>, ינהג בתום לב <u>ויפעל לטובתה</u>...**

(ב) אין בהוראת סעיף קטן (א) כדי למנוע קיומה של חובת אמונים של נושא משרה <u>כלפי אדם אחר</u>".

מבחינה פרוצדוראלית נקבע בפסיקה כי, ככלל, חובות האמונים והזהירות של נושאי המשרה מופנות כלפי "החברה" ולא במישרין כלפי בעלי מניותיה, ועל כן הפרתן מהווה לרוב עילה להגשת תביעה נגזרת ולא תביעה ישירה (אישית או ייצוגית). יחד עם זאת, עוד נקבע כי טרם הובהר עד תום מהו הדין באותם מקרים בהם מתעורר המתח שבין חובות נושאי המשרה כלפי החברה ובין החובות החלות עליהם כלפי בעלי המניות או חלקם (ראו: ע"א 2718/09 **"גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ** (28.5.2012) בפסקה 49). במספר פסקי דין והחלטות, בהם התעוררו נסיבות מאוד קונקרטיות, בית המשפט אף פסק כי על הנושאי המשרה באותן חברות רלוונטיות חלה החובה לפעול לטובת חלק מסוים מבעלי המניות, חרף הטענות שהועלו בדבר "טובת החברה" הנוגדת (ראו, למשל: עניין **פינרוס**, בפסקאות 38-40).

71. במאמר מוסגר, אציין כי דגש החשוב בענייננו הנו כי מבחינת דיני התאגידים חלוקת דיבידנדים (לרבות בדרך של הפחתת הון) הנה פעולה עסקית לגיטימית בה מועברים כספים מידי החברה לידי בעלי מניותיה. בהגדרה, בכל חלוקה מוחסר הדיבידנד מקופת החברה (לכאורה, גריעה ב"טובת החברה") כנגד הוספתו לכיסם של בעלי המניות (לכאורה, השאת "טובת בעלי המניות"). הנחת היסוד של חוק החברות, אשר אינה שנויה במחלוקת, הנה כי ככל שהתקבלה כראוי החלטה על ביצוע חלוקה - אין לראות בעצם העברת הדיבידנד שלעצמה כפגיעה בטובת החברה.

כפי שיפורט בהמשך, בחלקם של המקרים לאורך ההליך דנן לא נעשתה ההבחנה בין הדברים. יחד עם זאת, מובן כי עיקרן של שתי בקשות האישור שבפניי בטענה לפגיעה בטובתה של בזק מעבר לגריעת סכום הדיבידנד והעברתו לידיהם של בעלי המניות גרידא (לרבות, על פי הנטען, בדרך של הטלת הוצאות מימון על גבה שלבזק, פגיעה ביציבותה הפיננסית ופגיעה בשוויה הכלכלי).

3.5 <u>Long Termism Vs. Short-Termism</u>

72. בעולם המשפט התאגידי בארה"ב ובאנגליה קיים שיח ציבורי ער ונרחב ביותר סביב מתח זה, שבין טובת בעלי המניות (או רובם) ובין טובתה של החברה, בפרט בכל הנוגע לניהול מבנה ההון של החברה. זאת, בין היתר, על רקע קיומן על עסקאות ה-LBO הרבות בשוק.

73. באופן כללי, שווקי ההון בארה"ב ובאנגליה שונים מאוד משוק ההון הישראלי בכך שאינם מאופיינים בריכוזיות רבה של השליטה בחברות הציבורית (בישראל, על פי נתוני ועדת הריכוזיות, כ-88% מהחברות הציבוריות נשלטות בידי בעל שליטה אחד לפחות; בקרב למעלה משליש מהחברות בעל השליטה מחזיק יותר מ-50% מהון המניות המונפק והנפרע; ולמעלה מ-68% משווי השוק הכולל מוחזקים בידי "קבוצות עסקיות" (ראו: דו"ח הביניים, בעמ' 80

ובנספחים ב' ו-ג'; וכן חוו"ד המומחה שניתנה לפרק 2 לדו"ח הסופי. לעומת זאת, שווקי ההון באנגליה ובארה"ב ידועים כשווקים בהם השליטה בחברות הציבוריות הנה מהמבוזרות בעולם. (ראו: OECD - Corporate Governance Factbook (February 2014) , בעמ' 9-11).

74. כידוע, בשנים האחרונות מתקיים בישראל שיח ציבורי נרחב סביב המתרחש במישור יחסי בעלי השליטה בחברה, אל מול בעלי מניות המיעוט (שיח שכידוע הביא עמו שורה ארוכה של תיקוני חקיקה ושינויים בהלכה הפסוקה). בשוק ההון בארה"ב ובאנגליה, לעומת זאת, "בהיעדרם" של בעלי שליטה, קיימת מחלוקת ארוכת שנים סביב המתרחש במישור היחסים שבין בעלי המניות בחברה ובין נושאי המשרה בה, קרי, הדירקטוריון וההנהלה (ראו: Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners (1994); ד"ר הדס אהרוני-ברק, עסקאות עם בעלי שליטה – אכיפה ציבורית, ריכוזיות שליטה והגנת המיעוט (2014) בעמ' 10-12). היות שבמרבית החברות הציבוריות שם הדירקטוריון איננו קשור בבעל שליטה כזה או אחר, לא אחת מתעוררת השאלה בה עסקינן – האם הדירקטוריון רשאי לפעול "לטובת החברה", כאשר בעלי המניות (או חלקם) מבקשים להתנגד לכך. באופן כללי, הן בארה"ב ובאנגליה והן בישראל, החוק יוצר מערכת לאיזון וחלוקת הסמכויות בין האסיפה הכללית ודירקטוריון החברה. כמוכן, קיימת חשיבות ניכרת בהקשר זה להוראותיו של התקנון שלכל חברה. ואולם, לעולם מתעוררות מחלוקות שלא ניתן להן – וכנראה לא יכול היה להינתן להן – פתרון א-פריורי, חד משמעי וברור בחוק.
מזה שנים מובאים המקרים הדרושים הכרעה בפני בתי המשפט שם והדין התאגידי התעצב במידה רבה סביב מחלוקות ומתחים אלו - בחקיקה, ברגולציה, בפסיקה, בשיח האקדמי וכיוצא באלה.

75. בעשורים האחרונים, עם התפתחות הכלכלה והטכנולוגיה, שוק ההון האמריקאי עבר מספר שינויים מאוד משמעותיים. בין היתר, הוקמה בו כמות גדולה מאוד של גופי השקעות מתוחכמים הסוחרים במניות בתדירות גבוהה ומחזיקים בכל מניה לפרק זמן קצר יחסית. בעוד שבעבר מרביתם של בעלי המניות בבורסות בארה"ב היו משקיעים פרטיים, כיום ההערכות הן שכ-70% מהמניות בשוק מוחזקות בידי גופים מוסדיים מתוחכמים (באופן דומה, באנגליה ההערכה הנה כי רק כ-11.5% מהמניות מוחזקות במישרין בידי משקיעים פרטיים). מלבד זאת, בארה"ב התפתח שוק גדול של קרנות השקעה מכמה סוגים (כגון קרנות Private Equity), שנכנסו לשוק ורכשו את השליטה בחברות רבות, תוך שימוש משמעותי בטכניקות מימון כגון הרכישה הממונפת. למעשה, במהלך תקופה זו עולמן של טכניקות המימון ועסקאות ה-LBO צמח והתפתח בצורה חסרת תקדים. הרבה יותר רכישות שליטה ממונפות החלו להיערך בשוק. יותר חברות החלו לפעול ברמת מינוף גבוהה. ויותר חברות החלו לבצע תהליכי Leveraged Recapitalization. מדי שנה, וגם בימים אלו, חברות רבות בארה"ב ובאירופה מגייסות חוב בהיקף מצטבר של עשרות מיליארדי דולרים רק במטרה לחלק את הכספים כדיבידנד לבעלי המניות (לא אחת תוך הצהרה מפורשת שזו מטרת הגיוס)– מהלך המכונה " Dividend Recapitalization". המדובר גם בחברות ענק הבוחרות לבצע שינוי במבנה ההון של החברה

לטובת בעלי המניות – בדרך של גיוס חוב לצד חלוקה או רכישה עצמית, בעת ובעונה אחת - בהיקף של מיליארדי דולרים. לאור שיעורי הריבית הנמוכים בשוק גיוסי החוב לאחר המשבר הפיננסי העולמי האחרון, ניתן להצביע על עלייה משמעותית בפעילות זו בשווקי ההון השונים, הן באירופה והן בארה"ב (ראו, למשל: Ryan Dezember And Matt Wirz, Debt Fuels a Dividend Boom, The wall Street Journal (Oct. 2012); Vivianne Rodrigues, Bondholders pay price of share buyback, Financial Times (Feb. 2014); בשנת 2013 פרסם ארגון ה-OECD דו"ח מיוחד בנדון: Adrian Blundell-Wignall and Caroline Roulet, Long-term investment, the cost of capitaland the dividend and buyback puzzle, OECD Journal: Financial Market Trends, Issue 1 (Volume 2013)).

רבים טוענים כי התפתחויות אלו הביאו עמן "קושי" לא מבוטל לשוק ההון, אשר נובע מכך שבמקרים רבים האינטרסים של אותם המשקיעים המתוחכמים שנכנסו לשוק בהמוניהם אינם עולים בקנה אחד עם "טובת החברה" שבמניותיה הם מחזיקים, לטווח הזמן הארוך. גופים מוסדיים, לרוב, מציגים ללקוחותיהם את ההישגים שרשמו בשנה או בשנתיים האחרונות. במקרים רבים העובדים והמנהלים באותם גופים מוסדיים מתוגמלים בהתאם להישגיהם באותו טווח זמן, של שנה עד שלוש שנים. אשר על כן, אותם משקיעים מתוחכמים מתומרצים למקסם את שווי המניות שבידיהם בטווח הזמן הקצר. באותו האופן, כפי שפורט לעיל, גם רוכשי השליטה הממונפת פועלים במקרים רבים להפקת רווחים בטווח הזמן הקצר, היות והם מחויבים לעמוד בלוח סילוקין קשיח, כלפי הגורם הממנן. זאת על אף העובדה שבמקרים רבים "טובתה של החברה" מחייבת השקעה ארוכת טווח, במשך כמה וכמה שנים. לעיתים טובת החברה מצריכה, למשל, דווקא ביצוע השקעות הוניות לצרכי מחקר ופיתוח או טיפוח תכניות ממושכות להכשרתם של עובדים (ראו: Jack B. Jacobs, **Patient Capital: Can Delaware Corporate Law Help Revive It?**, 68 WASH. & LEE L. REV. 1645 (2011) (להלן: **"ג'ייקובס"**); Leo E. Strine, **One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?**, The Business Lawyer, Vol. 66, (November 2010) (להלן: **"ל. סטריין"**)).

בעולם המשפטי בארה"ב התפתחה ההגדרה "בעלי מניות אקטיביסטיים" ("Activist Shareholders"). הכוונה היא למשקיעים מתוחכמים, המחזיקים בכמות גדולה יחסית של מניות ופועלים על מנת לנתב את החברה והדירקטוריון לפעול בהתאם לעמדתם (למשל, באמצעות יכולתם להשפיע על עיצוב תקנון החברה או על בחירת זהות הדירקטורים). התפיסה שהשתרשה הנה שחלק ניכר מאותם "אקטיביסטיים" פועל להשאת ערך מניות החברה בטווח הזמן הקצר בלבד, גם כאשר הדבר כרוך בפגיעה ב"טובתה" בטווח הזמן הארוך. נהוג לכנות תופעה זו "Short-Termism". זאת לעומת הגישה של ניהול לטווח ארוך, המכונה "Long-Termism". לרוב, נהוג לסבור כי נושאי המשרה בחברה אמורים לייצג את הגישה ארוכת

הטווח, ואילו ה"לחץ" מצד המשקיעים (בעיקר האקטיביסטיים) המבקשים "לראות תוצאות" בסוף כל שנה או רבעון, מביאה את נושאי המשרה לוותר על תפיסתם ולנהל את החברה לטווח הזמן הקצר (Mark J. Roe, **Corporate Short-Termism In the Boardroom and In the Courtroom**, The Business Lawyer, Vol. 68, No. 4 (2013) (להלן: "**Corporate Short-Termism**"); Iman Anabtawi, **Some Skepticism About Increasing Shareholder Power**, 53 UCLA. L. Rev. 561, 573-574, 579-583 (2006)).
ככלל, נהוג לאפיין אסטרטגיות המקדמות Short-Termism בצעדים כגון העלאה של יחס המינוף, חלוקה מוגברת של דיבידנדים, ביצוע תכניות Recapitalization משמעותיות, מכירת נכסים ותחומי פעילות של החברה - כאשר המשותף לכולם הינו יצירת תזרים מזומנים בטווח הזמן הקצר, עבור בעלי המניות (ראו, למשל: **ל. סטריין**, בהערת שוליים מס' 20). כפי שניתן לראות, המדובר באותן אסטרטגיות המאפיינות, בדרך כלל, עסקת רכישת שליטה ממונפת.
להשלמת התמונה, יש לציין כי יש אחרים הסבורים כי הטענות בדבר "חסרונות" ה--Short-Termism אינן נתמכות במחקרים אמפיריים (Lucian A. Bebchuk, **The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value**, 113 Columbia Law Rev. (2012) 1637(להלן: "**Lucian A. Bebchuk**"), בעמ' 993-996). ויש הטוענים כי השינויים וההתפתחויות האמורים, אשר התרחשו בעשורים האחרונים, דווקא היטיבו את מצבו של שוק ההון (Ronald W Masulis& Randall S. Thomas, **Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance** 76 U. Chi. L. Rev. 219 (2009) ;Elisabeth de Fontenay, **Private Equity Firms As Gatekeepers**, 33 Rev. Banking & Fin. L. 115 (2013)).
כך או אחרת, הדיון המתמשך בארה"ב ובאנגליה סביב סוגיית ה-Short-Termism רלוונטי מאוד לענייננו, היות שכאמור, חלק משמעותי מסוגיה זו נובע מהתפתחותן של עסקאות ה-LBO. כמו כן, אותן הסוגיות שרלוונטיות לענייננו, כגון מידת התערבותו של בית המשפט באופן ניהולה הפיננסי של החברה נידונות שם מזה שנים רבות ובהרחבה.

76. בהמשך לדיון דלעיל בדבר טובת החברה וטובת בעלי המניות, יש להבהיר כי אומנם על פניו החלטות הדירקטוריון בכל הנוגע לחלוקת דיבידנדים ו/או ביצוע שינוי במבנה ההון לכיוון של העלאת רמת המינוף - מקדמות Short-Termism ולכאורה, בכלל זאת גם את "טובת בעלי המניות"; ואילו החלטות הדירקטוריון בדבר הפחתת חלוקת הדיבידנדים ו/או ביצוע שינוי במבנה ההון לכיוון של הורדת רמת המינוף - מקדמות Long-Termism ולכאורה, בכלל זאת גם את "טובת החברה" במובחן מבעלי מניותיה. **ואולם**, כמובן שהליכה בדרך ה-Short-Term יכולה לקדם גם את טובת בעלי המניות וגם את טובת החברה (למשל, כאשר החברה תהנה מיתרונות מיסויים עקב העלאת המינוף) וכך גם הליכה בדרך ה-Long-term עשויה להיטיב גם עם החברה וגם עם בעלי המניות, אשר בכוונתם להמשיך ולהחזיק במניותיהם דווקא לזמן

ארוך (למשל, כשמדובר בבעלי מניות המשקיעים את כספי ציבור החוסכים לפנסיה). מצדו השני של אותו המטבע, כמובן שפעולות מסוימות - הן לכיוון ה-Long-Term והן לכיוון ה--Short-Term - עשויות לפגוע בטובת החברה ובטובת בעלי המניות גם יחד.

הקושי העיקרי בנדון טמון בכך שהבחירה בין Long-Termism ו-Short-Termism כרוכה בהעדפות, המבוססות במידה רבה גם על הערכות ותחזיות צופות פני העתיד.

3.6 <u>מבט אל הדין המשווה: הביקורת השיפוטית המוחלת על ניהול מבנה ההון של החברה בעבור Short-Termism ו/או בעקבות רכישת שליטה ממונפת</u>

77. כפי שיפורט להלן, עד כה התערבותם של בתי המשפט בדלאוור בכל הנוגע לתופעת ה--Short-Termism הנה מוגבלת למדי. יחד עם זאת, במישור השיח הציבורי תופעה זו עוררה הדים רבים. רק לאחרונה שניים משופטי בית המשפט העליון בדלאוור - השופט Jack A. Jacobs והנשיא Leo e. Strine - פרסמו שני מאמרים (כל אחד לחוד) בהם הביעו את העמדה הרואה ב-Short-Termism בתור "קושי" ואפילו, ניתן לומר, "חולה רעה" של שוק ההון האמריקאי (**ג'. ג'ייקובסו-ל. סטריין**, לעיל). גורמים רבים נוספים בעולם המשפט האמריקאי הביעו דאגתם מתופעה זו (לרבות, אנשי אקדמיה, עורכי דין מובילים, יו"ר רשות ניירות הערך האמריקאית ה-SEC וכן הלאה).וגם בקונגרס האמריקאי ייוחדו דיונים ספציפיים לניתוח הסוגיה (**Corporate Short-Termism**, 978-984**Lucian A. Bebchuk**;, תחת ה"ש 1-7, ו-10-11).

78. באותו האופן, ניתן לציין כי גם באנגליה תופעת ה-Short-Termism עוררה שיח ציבורי נרחב ביותר. בחודש יולי 2012 פורסם הדו"ח הסופי של ועדה מיוחדת שמונתה בידי המשרד הממשלתי האנגלי, ה- Secretary of State for Business, Innovation and Skills, במטרה לבחון את היקף התופעה בשוק ההון האנגלי ומשמעותה, ולהציע פתרונות אפשריים להתמודדות עמה (The key review of UK equity markets and long-term decision making - Final Report (July 2012);). חלק נכבד מדו"ח הועדה הוקדש לשאלת יחסי בעלי המניות והדירקטורים בחברה, בכל הנוגע לאופק ההשקעה האמור לשקף את "טובת החברה". בין היתר, ניתן לציין כי אחת מהמלצות הועדה במישור הממשל התאגידי הנה כדלקמן:

> **"Directors are stewards of the assets and operations of their business. The duties of company directors are to the company, not its share price, and companies should aim to develop relationships with investors, rather than with 'the market'".**

הועדה המשיכה בעבודתה, בהוראת הממשלה האנגלית, ממשיכה לפרסם דוחות מעדכנים בנדון ולפעול לאימוץ המלצותיה בחקיקה וברגולציה (ראו: The key review of UK equity markets and long-term decision making - Third Report of Session (2013-2014);). בשנת

2011 גם ארגון ה-OECD פרסם מזכר א-פורמאלי המצדד בעידוד השקעות לטווח הזמן הארוך (http://www.oecd.org/finance/financial-markets/48616290.pdf).

מבחינת ההלכה הפסוקה, לעומת זאת, ניתן לומר כי עד כה בתי המשפט בדלאוור לא הלכו בדרכו של השיח הציבורי בכל הנוגע לניהול מבנה ההון של החברה. ככלל, מסקירת הפסיקה עולה כי בתי המשפט נוטים שלא להתערב בשיקול הדעת העסקי של הדירקטוריון - בין שעמדו ביסודו שיקולי Short-Termism ובין שעמדו ביסודו שיקולי Long-Termism - כל עוד הדירקטוריון הצביע על רציונל עסקי כלשהו לפעולתו, וביצע את תפקידו באופן מיודע, בהיעדר ניגוד עניינים ובתום לב.

79. ברמה העקרונית, בית המשפט העליון בדלאוור הביע עמדתו זו כבר בשנת 1990, בפסק הדין המפורסם *Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1153 (Del. Sup. 1990)*, כדלקמן:

> **"While we affirm the result reached by the Chancellor, we think it unwise to place undue emphasis upon long-term versus short-term corporate strategy… Delaware law imposes on a board of directors the duty to manage the business and affairs of the corporation. 8 Del. C. § 141(a).<u>This broad mandate includes a conferred authority to set a corporate course of action, including time frame, designed to enhance corporate profitability</u>. <u>Thus, the question of 'long-term' versus 'short-term' values is largely irrelevant because directors, generally, are obliged to charter a course for a corporation which is in its best interest without regard to a fixed investment horizon</u>".**

80. בהמשך לדברים אלו, באותו מקרה בעניין **Paramount** בית המשפט העליון בדלאוור ביטא צד אחד של קשת המקרים, כאשר פסק כי על דרך הכלל (למעט בנסיבות קונקרטיות הקשורות לקבוצת מקרים ספציפית של השתלטות עוינת וסיום דרכם של בעלי המניות הנוכחיים בחברה (להרחבה, ראו שם)), הדירקטוריון אינו מחויב כלפי בעלי המניות בהשאת ערך המנייה בטווח הזמן הקצר ובאפשרותו לנקוט במדיניות של קידום טובת החברה בטווח הזמן הארוך, חרף התנגדותו של מי מבעלי המניות. וכלשונו של בית המשפט שם:

> **"…absent a limited set of circumstances as defined under Revlon, a <u>board of directors, while always required to act in an informed manner, is not under any per se duty to maximize shareholder value in the short term</u>, even in the context of a takeover".**

באותו מקרה, דירקטוריון חברת התקשורת Time סירב להעביר את סכמות ההכרעה שניתנה בידיו הלאה, ולאפשר לאסיפה הכללית להצביע בעניין הצעת רכש שהוגשה לכל מניות החברה. על אף שהצעת הרכש עמדה על מחיר של 200 דולר למניית Time, כאשר באותה עת המניה נסחרה במחיר של 170 דולר בלבד (וזאת כשבועיים לאחר שהוגשה הצעה קודמת על סך 175

דולר למניה, כשמחיר השוק היה 126 ובעקבות ההצעה הוא זינק תוך יום ל-170 דולר), בית המשפט נמנע מלהתערב בהחלטת הדירקטוריון, אשר נימק את פעולתו ברצון להמשיך ולקדם את התכנית האסטרטגית וארוכת הטווח שנרקמה עבור החברה עובר להגשת ההצעה (אותה גישה ננקטה, למשל, גם בהחלטה בעניין *TW Servs., Inc. v. SWT Acquisition Corp. , 1989 WL 20290 (Del. Ch. 1989).* החל מפסקה III; וכן יושמה לאחרונה, בהחלטת בית המשפט בעניין *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas Inc. 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)*).

81. מן העבר השני, במספר מקרים אחרים בתי המשפט בדלאוור נמנעו מלהתערב גם בהחלטה של הדירקטוריון לבצע פעולות שנועדו לקדם דווקא את האינטרסים קצרי הטווח של בעלי המניות, חרף הטענות בדבר פגיעה ב"טובת החברה" ובעסקיה בטווח הזמן הארוך.

כך, למשל, בהחלטה בעניין **Samsonite** הנ"ל, כאשר דירקטוריון החברה החליט על ביצוע Leveraged Recapitalization Plan, על אף שדווח כי הדבר צפוי לפגוע בעתיד עסקיה של החברה וחרף התנגדות של מיעוט קטן מקרב מבעלי המניות - בית משפט הצ'נסרי קבע כי מדובר בסוגיה "קלאסית" לחזקת שיקול הדעת העסקי; מאחר ונמצא כי חברי הדירקטוריון הצביעו על היגיון עסקי כלשהו לפעולתם ופעלו באופן מיודע, בתום לב ובהיעדר ניגוד עניינם, בית המשפט נמנע מלהתערב בהחלטה על המהלך.

82. החלטה נוספת בה הביע בית המשפט בדלאוור את אותה העמדה, לפיה דירקטוריון החברה רשאי לפעול במסגרת "חזקת שיקול הדעת העסקי" גם לקידום אינטרסים "קצרי-טווח", ניתנה בשנת 1991 בבקשה לאישור תביעה נגזרת בעניינה של חברת Rexene (*In re Rexene Corp. Shareholders Litigation, 1991 WL 77529 (Del. Ch. 1991);* החלטה זו אושררה גם בידי בית המשפט העליון בדלאוור, שקיבל את החלטתו והנמקותיו של בית משפט הצ'נסרי, במסגרת *Eichorn v. Rexene Corporation, 604 A.2d 416 (Del. Sup. 1991)*).

המדובר בבקשה לאישור תביעה נגזרת דומה ומאד רלוונטית לשתי בקשות האישור המונחות בפניי כעת ועל כן אתייחס אליה בהרחבה:

באותו מקרה, קבוצה של שלוש שותפויות החליטה לשתף פעולה, על-מנת לרכוש יחד את כל מניותיה של חברת Rexene בדרך של רכישה ממונפת. מחיר הרכישה עמד על סך כולל של 456 מיליון דולר, כאשר מתוכם 450 מיליון דולר מומנו באמצעות חוב, ו-6 מיליון דולר בלבד הושקעו מההון העצמי של שלושת הרוכשות הממונפות. פחות משבוע לאחר השלמת עסקת ה-LBO ביצעה Rexene הנפקת אגרות חוב בסך כולל של כ-200 מיליון דולר, אשר חולקו כדיבידנד. ארבעה חודשים לאחר מכן ביצעה החברה הנפקת מניות, בשיעור של כ-20% מהונה המונפק והנפרע ובסך כולל של כ-156 מיליון דולר - ובכך הפכה לחברה ציבורית. כעשרה חודשים מאוחר יותר, לאחר שהחברה פרעה את התחייבויותיה כלפי מחזיקי אגרות החוב הנ"ל, הוסרה מעליה המניעה שנקבעה בשטר הנאמנות על חלוקת דיבידנדים. הנהלת החברה החליטה על ביצוע Recapitalization Plan, על פי המתווה הבא: (א) הנפקת אג"ח פרטית בסך של כ-500 מיליון דולר; (ב) תשלום "דיבידנד מיוחד" בסך של 7 דולרים למניה; (ג) העלאת שיעור

הדיבידנד הרבעוני, שכבר היה קבוע בחברה, מ-0.15 סנט למניה ל-0.25 סנט למניה; ו-(ד) מכירת מספר נכסים של החברה. בסך הכול, במהלך אותו החודש חברת Rexene חילקה דיבידנדים בסך כולל של כ-224 מיליון דולר (כ-80% מתוכם הועברו, למעשה, לידי בעלות השליטה).

בהמשך לכך, אחד מבעלי מניות המיעוט ב-Rexene הגיש בקשה לאישור תביעה נגזרת בשם החברה נגד שלושת בעלות השליטה בה. טענתו המרכזית הייתה כי תכנית ה-Recapitalization שביצעה החברה, ובייחוד "הדיבידנד המיוחד" שחילקה, נועדו להטיב עם בעלות השליטה ולסייע להן בהשלמת מהלך ה-LBO על חשבון בעלי מניות המיעוט. כמו כן, בדומה לשתי בקשות האישור שבפניי, טען המבקש כי בקידום תכנית ה-Recapitalization בעלות השליטה הביאו להפרת חובת האמונים בידי נושאי המשרה והדירקטורים בחברה.

בדומה להחלטתי בעניין **בן דב** ובהתבסס על פסק הדין הנ"ל בעניין **Sinclair**, גם בעניין **Rexene** בית משפט הצ'נסרי קבע כי דיבידנד המחולק באופן שוויוני, פרו-רטה, לכלל בעלי המניות אינו מהווה עסקה שניתן ליחסה רק לבעל השליטה בחברה, וזאת חרף העובדה שאותו בעל שליטה החזיק בכמות גדולה של מניות ועל אף שקיבל לידיו נתח משמעותי מן הכספים שחולקו.

בית המשפט לא קיבל את טענת המבקש כי בשל עסקת ה-LBO קיים חשש שהדירקטורים פעלו בחוסר תום-לב, ודחה את בקשת האישור על הסף. כל עוד הדירקטוריון סיפק הסבר סביר כלשהו להחלטותיו, כך נפסק, לא מתעורר כל חשש בדבר תום ליבם של חבריו. משמצא בית המשפט כי הדיבידנד המיוחד, גם עמד במבחני החלוקה על פי חוק (המקבילים למבחני יכולת הפירעון והרווח הקבועים בחוק החברות הישראלי) וגם לא הביא את החברה לכדי חדלות פירעון, הוחלט שלא להתערב בשיקול הדעת העסקי של הדירקטוריון ושלא לבחון בשיקול דעת עצמאי האם הדיבידנד היה גדול מדי. ובלשון ההחלטה:

> **"The recapitalization plan under attack is readily explainable. Defendant directors told the stockholders that they were attempting to maximize shareholder values. A large cash dividend is sometimes used to accomplish that result. <u>Whether the Special Dividend was too large, as plaintiffs contend, is open to debate. It did not, apparently, violate</u> 8 Del. C. § 170<u>, nor did it force</u> Rexene <u>into bankruptcy. Thus, I do not find that the Complaint creates a reasonable doubt as to defendant directors' good faith</u>".**

83. ניתן, אפוא, לסכם ולומר כי ניהול מבנה ההון של החברה נתון לשיקול דעתם של נושאי המשרה בה. ככלל, על פי הפסיקה בדלאוור, בית המשפט יימנע מלהתערב בשיקול דעת הדירקטוריון בהקשר זה ויחיל ביקורת שיפוטית מצומצמת (על פי חזקת ה-Business Judgment Rule ובכפוף לתנאיה) - בין שהדירקטוריון פעל לקידום אינטרסים קצרי טווח, תוך "פגיעה בטובת החברה לזמן הארוך" ובין שהדירקטוריון בחר לקדם אסטרטגיה "ארוכת טווח", חרף מחאתו של מי מבעלי המניות (בכפוף לחריג הנזכר לעיל). על פי ההחלטה בעניין Rexene, ניתן לומר כי

בתי המשפט בדלאוור נוקטים בגישה זו גם כאשר שינוי מבנה ההון בחברה מתבצע - בדרך כזו או אחרת - לאחר ובעקבות עסקת רכישת שליטה במינוף גבוה.

84. להשלמת התמונה יצוין כי הדין האמריקאי, למעשה, נוטה שלא להתערב כלל בעסקאות ה-LBO המתבצעות בשוק החופשי, או בניהולן השוטף של חברות שנרכשו ברכישה ממונפת לאחר השלמת העסקה, כל עוד החברה הנרכשת איננה חדלת פירעון. עיקר הביקורת השיפוטית על עסקאות ה-LBO בארה"ב מתבצעת רק במידה והחברה הנרכשת מגיעה להסדר נושים או לפירוק, במסגרת דיני חדלות הפירעון. באופן קונקרטי, נהוג בארה"ב להגדיר מבחינה משפטית עסקאות שנערכו במינוף קיצוני ותוך חלוקה מוגברת של דיבידנדים כסיטואציה של "העדפת מרמה" ולהעניק סעד לנושי החברה מידי בעלי מניותיה ומידי הגורם שמימן את העסקה (ראו: Angelo Guisado, **Revisiting The Leveraged Buyout: Is Constructive Fraud Going Too Far?**, 46 J. Marshall L. Rev. 429 (2013); Laura Femino, **Ex-Ante Review of Leveraged Buyout**, 123 Yale L.J. 1830 (2014)). מכל מקום, כאמור, עניינה של החלטה זו איננו בהשפעתה של עסקת ה-LBO על נושיה של החברה.

3.7 <u>בעל השליטה בחברה ובעלי מניות המיעוט</u>

85. בחלק זה של הדיון אתמקד במישור היחסים שבין בעלי השליטה בחברה ובין בעלי מניות המיעוט בה. כאמור לעיל, המתח במישור יחסים זה מאפיין את שוק ההון הישראלי ובהתאם גם את הדין התאגידי בישראל, על התפתחויותיו בשנים האחרונות.

86. כידוע, הנחת יסוד בחוק ובפסיקה התאגידיים הנה כי אין די בעל השליטה בחברה כדין יתר בעלי המניות. מחד, בידי בעל השליטה ניתן כוח השפעה רב ומאידך, מוטלת עליו אחריות מוגברת ביחס לבעלי המניות האחרים. כפי שציינתי בקצרה בעניין **בן דב**:

> **"מעמדם של בעלי מניות המיעוט אינו כמעמד בעל השליטה בחברה. לא בכדי מצא המחוקק להציב את העסקאות שבהן לבעל השליטה צפוי להיות עניין אישי תחת זכוכית מגדלת. הנחת המוצא היא, כי לבעל השליטה יכולה להיות השפעה על קבלת ההחלטות בחברה".**

חשוב להדגיש כי עקרונית אין כל פסול ביתרון היחסי המוקנה לבעל השליטה, כל עוד השימוש נעשה בו בהגינות ועל פי דין. בסופו של דבר המדובר, לרוב, בבעל ההשקעה ההונית הגדולה ביותר בתאגיד. במרבית הפעילות העסקית קיימת חפיפת אינטרסים בין החברה ובין בעל השליטה בה. חוק החברות אף קובע הסדרים קוגנטיים לאופן בו יש לרכוש ולתמחר את השליטה בחברה. לאחרונה, בת"צ (מחוזי ת"א) 2484-09-12 **הצלחה התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת ואח' נגד כהן ואח'** (22.4.2014) התייחסתי לנקודה זו כדלקמן:

> **"מטבעה, השליטה בתאגיד מעניק למחזיק בה זכויות וכוח השפעה 'עודפים' על אלה של יתר בעלי המניות ועל כן, להיווצרותה של שליטה בחברה קיים ערך**

> **כלכלי ממשי. בהתאם, על דרך הכלל לרכישת 'מניות שליטה' בחברה נלווה תשלום נוסף על 'מחיר השוק' של המניות המכונה 'פרמיית שליטה'... בסעיפים 328-335 לחוק החברות ביקש המחוקק לקבוע הסדר קוגנטי, המסדיר את האופן בו ניתן לרכוש 'לראשונה' שליטה בחברה ציבורית, הוא מנגנון 'הצעת הרכש המיוחדת'".**

יחד עם זאת, קשה להתמודד עם העובדה שפרמיית השליטה בחברות הציבוריות בישראל הנה מן הגבוהות ביותר בקרב מדינות ה-OECD (ראו: דו"ח הביניים של ועדת הריכוזיות, בעמ' 89-88). על כן, נקבעו בחוק ובפסיקה בישראל שורה ארוכה של הסדרים שנועדו לפקח על יחסיו של בעל השליטה עם החברה ועם בעלי מניות המיעוט בה.

87. בכל הנוגע לסוגיית ניהול מבנה ההון ועסקאות ה-LBO, הקונפליקט שבין בעל השליטה בחברה ובעלי מניות המיעוט, למעשה, מכניס ממד נוסף לדיון בדבר Long-Termism מול Short-Termism. כמובן, שבמקרים רבים דווקא בעל השליטה שהנו בעל ההשקעה ההונית הגבוהה ביותר בחברה הוא שיבקש לקדם את טובתה לטווח הזמן הארוך. אולם, במקרים של רכישה ממונפת אגרסיבית עלול להתעורר החשש כי ההתחייבויות הקשיחות של בעל השליטה כלפי הגורם הממנן יעיבו על שיקול דעתו, וכתוצאה מכך גם על שיקול דעתם העצמאי של נושאי המשרה. מה גם שבחלק מהמקרים השקעתו ההונית של בעל השליטה תהיה קטנה יחסית, בשל המינוף הגבוה, ובהתאם תפחת חפיפת האינטרסים בינו ובין החברה. באותם מקרים עשוי הדירקטוריון לקבל החלטות - בין היתר, במישור הניהול הפיננסי - שאינן לטובת החברה, גם לא בטווח הקצר וגם לא בטווח הארוך. הוא הדין, למשל, במקרה בו חברה ציבורית מוכרת לצד ג' (בלתי קשור) נכס מניב ב"מכירה חפוזה" ובמחיר הפסד, מבלי שלחברה יש כל צורך עסקי בכך, אלא רק על מנת לחלק בסמוך את התמורה כדיבידנד ולאפשר לבעל השליטה לפרוע את חובותיו האישיים. בנסיבות אלו מדובר בניצול פסול של השליטה בחברה למטרות אישיות, הנוגד את חובות האמונים והזהירות החלות על חברי הדירקטוריון.

88. בעניין **בן דב** עמדתי על דברים אלו, כדלקמן [ההדגשות במקור - ח' כ']:

> **"מציאות הדברים היא, שבנסיבות מסוימות, הצורך של בעל מניות בכספי דיבידנד עלול ליצור חשש מהותי להטיית שיקול דעתו להעדפת טובתו האישית על פני טובת החברה.** לא ניתן להגדיר מראש רשימה סגורה של מקרים כאלו. **כל מקרה צריך להיבחן לפי נסיבותיו. בחינה זו ראוי שתתבצע רק אם ידוע על צורך קונקרטי של בעל המניות בכספי הדיבידנד (למשל, חוב קונקרטי מהותי ומשמעותי בעל מועד פרעון ידוע מראש). כמו כן ראוי להתחשב:**
>
> > **בגובה הסכום הדרוש לבעל המניות; בדחיפות שבה הוא צריך לגייס סכום זה; באפשרויות האחרות העומדות בפניו מלבד חלוקת הדיבידנד; בהון העצמי של בעל המניות המושקע בחברה; בשאלה האם בעל השליטה ערב אישית לחובות; וכן בכל נסיבה רלוונטית אחרת.**
>
> **ייחוס עניין אישי לבעל מניות כתוצאה מצורך בכספי דיבידנד צריך להיעשות** בזהירות רבה ובמשורה. **יש להימנע מהכללות, דוגמת הנחה מראש שכל רכישה ממונפת של שליטה בחברה בהכרח מקימה לאותו בעל שליטה 'עניין אישי' בדיבידנדים שיחולקו באותה חברה עד לכיסוי חובותיו...**

> **הדגש הוא על רמת המינוף ועל ההשפעה שיש למינוף זה - אם בכלל - על שיקול הדעת שמפעיל הרוכש בעת מימוש זכויותיו בחברה. שהרי, יש להניח שכל בעל שליטה שרכש את שליטתו ברכישה ממונפת מתכוון לעשות שימוש לפחות בחלק מכספי הדיבידנדים שיחולקו להשבת הלוואות שנטל, אולם אין בכך בהכרח כדי להקים לו 'עניין אישי' בחלוקות אלה".**

89. גם בהלכה הפסוקה בדלאוור, במקרים מסוימים ובהקשרים אחרים, בתי המשפט הכירו בכך שצרכי הנזילות הדוחקים של בעל השליטה עשויים להקים לו "עניין אישי" בהחלטה או בעסקה של החברה; וכאשר צרכי נזילות אלו של בעל השליטה היו הגורם שעמד ביסוד החלטת הדירקטוריון, הדבר עלול לעמוד בניגוד לכללי חזקת "שיקול הדעת העסקי" (*New Jersey Carpenters Pension Fund v. InfoGroup Inc. C.A. No. 5334-VCN (Del. Ch. (2011); McMullin v. Beran, 765 A.2d 910 (Del. Sup. 2000)*.

בעניין **InfoGroup** דובר על מקרה בו בעל השליטה (ודירקטור) בחברה הפעיל לחץ רב על יתר נושאי המשרה בה בכדי שיאשרו את התקשרותה בהסכם מיזוג עם חברה אחרת. אחד מבעלי מניות המיעוט פנה לבית המשפט בטענה כי מדובר בעסקה בלתי-כדאית, הפוגעת בהכרח בטובת החברה, ושנועדה אך ורק לספק את צרכי הנזילות יוצאי הדופן של אותו בעל שליטה. בית המשפט דחה את בקשת בעל השליטה וחברי הדירקטוריון המשיבים לסילוק על הסף של התובענה הייצוגית שהוגשה נגדם, תוך שהדגיש כי בעל השליטה קיבל בעסקה שבוצעה שם את אותה תמורה כספית שקיבל כל אחד מבעלי המניות (פרו-רטה). אילו "ההטבה העודפת המהותית" שניתנה לו ויצרה לו את העניין האישי באותה עסקת מיזוג הייתה אך ורק הנזילות, לה היה זקוק. כלשון בית המשפט שם:

> **"In order to be considered interested, a director need not merely receive a benefit, but must receive a material benefit…**
>
> **Accepting the Plaintiff's well-pleaded factual allegations as true, the Court cannot find as a matter of law that receipt of $100 million in cash by a man purportedly in desperate need of liquidity is immaterial...**
>
> **There are no allegations that Gupta** [בעל השליטה והדירקטור הנ"ל- ח' כ'] **received any additional compensation as a result of the Merger from, for example, side deals, a golden parachute, or compensation as an executive under Infogroup. As explained above, the Plaintiff alleges that Gupta received a benefit in the form of liquidity for his large and, allegedly, illiquid stake in the Company.**
>
> **While all of the shareholders received cash in the Merger, liquidity was a benefit unique to Gupta".**

פירושו של דבר כי גם בתי המשפט בדלאוור, לפחות במקרים מסוימים, נכונים לתת דעתם להשפעה העשויה להיות לצרכי הנזילות של בעל השליטה על החלטותיהם של נושאי המשרה.

בשנת 2013 בעניין InfoGroup הגיעו להסכם פשרה לפני שבית המשפט החל בדיון בבקשת האישור לגופה.

יחד עם זאת, יש לציין כי מדובר רק בהחלטות בודדות שניתנו בהקשר שונה, ובעיקר סביב ההחלטה להתקשר בעסקה למכירת כל מניות החברה, בדרך של מיזוג או הצעת רכש. כמו כן, בעניין **InfoGroup** דובר בנסיבות עובדתיות ייחודיות מאוד, בכל הנוגע לצרכי הנזילות הדוחקים של בעל השליטה בחברה.

מנגד, נדמה כי הגישה המקובלת הינה זו שביטא בית המשפט בהחלטה הנ"ל בעניין **Rexene**. בית משפט הצ'נסרי דחה שם את הטענה כי צרכי הנזילות של בעל השליטה הממונף הקימו לו עניין אישי בחלוקת הדיבידנדים, ופסק כדלקמן:

> **"Plaintiffs allege that a majority of defendant directors had a disabling interest in the recapitalization plan because they <u>were anxious to obtain a cash return</u> on their investment. Therefore, according to plaintiffs, the Special Dividend and the increased quarterly dividend were time and structured of benefit defendants at the expense of Rexene and the minority stockholders. Again, plaintiff would have this court ignore the fact that defendant directors received the same cash dividend in the same amount per share as all other Rexene stockholders. <u>The fact that defendants own a substantial number of shares does not make them interested</u>".**

90. השאלה הניצבת בפניי כעת היא עד כמה יש בחשש מפני אותו "עניין אישי" וצורך דוחק של בעל השליטה בנזילות, בכדי להשפיע על הביקורת השיפוטית שתחול על החלטות הדירקטוריון בדבר הניהול הפיננסי של מבנה ההון, בעקבות עסקת רכישת שליטה ממונפת. כאמור לעיל, נטייתו הברורה של הדין בדלאוור הנה שלא להתערב בעסקאות ה- LBO במהלך ביצוען ו/או בשיקול הדעת העסקי של הדירקטוריון לאחריהן (כאשר הדירקטורים פעלו בתום לב, באופן מיודע ובהיעדר ניגוד עניינים - לטווח הזמן הקצר או הארוך); זאת על אף נכונותם של בתי המשפט בדלאוור להכיר במקרים מסוימים ב"צרכי נזילות דוחקים" ככאלו המקימים "עניין אישי" לבעל השליטה, אשר עלול להוביל לליקויים בהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון.

השאלה הנה האם המודל האמריקאי, לפיו בתי המשפט החילו עד כה ביקורת שיפוטית על עסקאות ה-LBO רק במסגרת דיני חדלות הפירעון מתאימה גם לדיני התאגידים הישראליים.

3.8 <u>ניהול מבנה ההון של החברה בעקבות רכישת שליטה ממונפת - מבחני הביקורת השיפוטית</u>

91. כפי שפורט לעיל, שוק ההון הישראלי מתאפיין בריכוזיות רבה של השליטה בחברות הציבורית. עיקר הדיון המשפטי בישראל מתעורר לרוב סביב מישור היחסים שבין בעלי השליטה בחברה ובין בעלי מניות המיעוט. ובמישור יחסים זה קיימים פערי כוחות, מידע ואינטרסים העשויים

לעורר קשיים ודילמות שונים מאלו המתעוררים כאשר עסקינן במישור היחסים שבין הנהלת החברה ובין בעלי מניותיה, כפי שנעשה לרוב במשפט התאגידי האנגלו-אמריקאי.
לדידי, מן הראוי כי מבחני הביקורת השיפוטית בסוגיה דנן יוגדרו גם הם בהתחשב במאפיינים ייחודיים אלו.

92. בעניין **בן דב** קבעתי כי אין לבחון את ההחלטה על חלוקת דיבידנדים כ"עסקה" ועל כן גם לא כ"עסקה חריגה עם בעל שליטה או כעסקה חריגה שלבעל השליטה יש בה עניין אישי", המצריכה באופן א-פריורי "אישור משולש", לפי סעיף 275 לחוק החברות, מצדם של ועדת הביקורת של החברה, הדירקטוריון ורוב מקרב בעלי מניות המיעוט שאינו בעל עניין אישי באותה החלוקה. הדרך אותה התווה המחוקק לקבלת החלטות על חלוקת דיבידנד הנה על פי סעיף 307 לחוק החברות, הקבוע כדלקמן:

> **"307. החלטת החברה על חלוקת דיבידנד תתקבל בדירקטוריון החברה, ואולם חברה רשאית לקבוע בתקנונה כי ההחלטה תתקבל באחת מהדרכים האלה:**
>
> **(1) באסיפה הכללית, לאחר שתובא בפניה המלצת הדירקטוריון; האסיפה רשאית לקבל את ההמלצה או להקטין את הסכום אך לא להגדילו;**
>
> **(2) בדירקטוריון החברה, לאחר שהאסיפה קבעה את סכום החלוקה המרבי;**
>
> **(3) בדרך אחרת שנקבעה בתקנון, ובלבד שניתנה הזדמנות נאותה לדירקטוריון לקבוע, בטרם תבוצע החלוקה, כי החלוקה אינה חלוקה אסורה".**

והוא הדין, כך נקבע בעניין **בן דב**, גם לגבי חלוקה שאינה עומדת במבחן הרווח לפי סעיף 302 לחוק החברות וגם לגבי חלוקה הנופלת לגדר אותם מקרים חריגים שנזכרו לעיל, בהם לבעל השליטה בחברה קיים עניין אישי בחלוקה.
אשר על כן, קבעתי כדלהלן (**שם**, בפסקאות 120-130):

> **"חלוקת דיבידנד אינה מהווה 'עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה או עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה ענין אישי' ואינה כפופה לאישור המשולש הקבוע בסעיף 275 לחוק החברות.**
>
> **<u>מכאן עולה, כי אם בעל מניות סבור שחלוקת דיבידנד, שאושרה על ידי הדירקטוריון, פגעה בטובת החברה והוא מעוניין להגיש תביעה נגזרת בשמה, אזי הדרך לתקוף חלוקה זו אינה באמצעות דרישה לביטולה לפי סעיף 280 לחוק החברות. אלא, על אותו בעל מניות להראות כי באישור החלוקה, הפרו בעל השליטה או הדירקטוריון את חובותיהם כלפי החברה".</u>**

פירושו של דבר כי הדרך "לתקוף" חלוקת דיבידנדים שבוצעה בניגוד לטובת החברה הנה על פי הטענה - שהועלתה במקרה דנן - כי הדירקטורים הפרו את חובות האמונים והזהירות שלהם כלפי החברה בעת קבלת ההחלטה (לפי סעיפים 252-254 לחוק החברות).

כפי שכבר צוין לעיל, החלטות הדירקטוריון חוסות, על דרך הכלל, תחת חזקת "שיקול הדעת העסקי" ועל כן, בית המשפט לא יטיל אחריות על חברי דירקטוריון שפעלו בתום לב, באופן מיודע ובהיעדר ניגוד עניינים.

ואולם, לדידי, מקום בו צרכי הנזילות של בעל השליטה הממונף, כמו גם מידת השפעתו על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה, מעוררים את החשש כי קיים לו עניין אישי בשינוי מבנה ההון - מן הראוי כי בית המשפט יחיל ביקורת שיפוטית "מוגברת" ויבחן את ההחלטות נושאי המשרה מעבר לחזקת "שיקול הדעת העסקי" בלבד.

93. בדין הדלאוורי נקבע זה מכבר כי ישנן נסיבות בהן נושאי המשרה ידרשו לעמוד בסטנדרט ביקורת גבוה מכלל שיקול הדעת העסקי (ושאינו הסטנדרט המחמיר של "Entire Fairness", המוחל בעיקרון במקרים בהם מדובר ב"עסקאות בעל-שליטה" - Self-Dealing). כך, לדוגמא, בפסק הדין המפורסם *Unocal Corp. v. Mesa Petrolenm Co., 493 A.2d 946 (Del.Sup. 1985)* קבע בית המשפט העליון של דלאוור מבחן ביקורת שיפוטית "ייחודי" למקרים בהם מובאת לבחינת בית המשפט החלטה של נושאי המשרה בחברה, אשר נועדה למנוע "השתלטות עוינת". לעיתים נהוג לכנות מבחן זה בשם סטנדרט "שיקול דעת עסקי מוגבר" (" Enhanced Business Judgment Rule"). על פי המבחן שהתווה בית המשפט העליון של דלאוור באותו מקרה, כאשר מובאת לבחינה החלטה של החברה מהסוג הנ"ל, הנטל מועבר אל כתפי נושאי המשרה המשיבים להוכיח את התקיימותם של שני תנאים מצטברים, כדלקמן:

> **"This court had addressed the potential for conflict by placing upon the directors the burden of proving that they have not acted solely or primarily out of a desire to perpetuate themselves in office that[1]<u>the threatened takeover posed a danger to corporate policy and effectiveness</u>, and[2]<u>that the defensive measures adopted are reasonable in relation to the threat posed</u>"** *(Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp., 535 A.2d 1334 (Del. Supr. 1987)).*

במידה והמשיבים הצליחו להוכיח לבית המשפט כי אכן ניצב בפניהם חשש להשתלטות עוינת הצפויה לפגוע בטובת החברה, וכן כי נקטו באמצעים סבירים בכדי להתמודד עם חשש זה -בית המשפט יחיל על החלטותיהם את חזקת שיקול הדעת העסקי. במשך השנים הוחל סטנדרט ביקורת זה בעשרות מקרים דומים. ומעת לעת אף חלו בו תמורות והתפתחויות מסוימות, המבטאות את התפתחותם הקזואיסטית של המקרים השונים (להרחבה, ראו למשל את פסק הדין הנ"ל *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas Inc. 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011)*; וכן, ראו: Mary Siegel, **The Ilulsion of Enhanced Review of Board Actions**, 15 U. Pa. J. Bus. L. 599 (2012-2013)).

94. בחזרה לענייננו, מפסק הדין בעניין Unocal ניתן להקיש כי בסיטואציות מסוימות מן הראוי כי בית המשפט יחיל ביקורת שיפוטית מוגברת על החלטות נושאי המשרה, על פי סטנדרטים ומבחנים מוּבְנים, מעבר לכלל שיקול הדעת העסקי בלבד. להלן, אבקש לעמוד על העקרונות העולים מחוק החברות ומן הפסיקה, אשר על פיהם יותוו מבחני הביקורת השיפוטית בהקשר בו עסקינן. לאחר מכן, יוגדרו המבחנים הרלוונטיים לפיהם יש לעמדתי להחיל את הביקורת השיפוטית במקרים מסוג זה, גם בעניינה של בזק וגם בעתיד.

95. לאור הוראותיו של חוק החברות, עמדתי היא כי ניתן להגדיר את מבחני הביקורת השיפוטית הרצויים, בין היתר, על פי העקרונות שהתווה המחוקק בסעיף 255 לחוק. בסעיף זה קבע המחוקק את האופן בו רשאים בעלי המניות של החברה "להכשיר" פעולה של נושא משרה המהווה, על פניה, הפרה של חובת האמונים כלפי החברה-באופן פרוספקטיבי וייתכן שאף רטרואקטיבית (ראו: רע"א 5296/13 **אנטורג נ' שטבינסקי** (24.12.2013) (להלן: "**עניין אנטורג**") בו הותיר בית המשפט העליון את שאלת הרטרואקטיביות בצריך עיון). אומנם, ענייננו אינו במקרים בהם הוכח "קבל עם ועדה" כי הופרה חובת האמונים כלפי החברה, כי אם במקרים בהם "רק" מתעורר חשש לניגוד עניינים העשוי להעיב על תהליך קבלת ההחלטות בדבר שינוי מבנה ההון, בצל רכישת השליטה הממונפת. אולם, בשינויים המתחייבים ניתן להקיש מהוראותיו של סעיף חוק זה ותכליתו, בכדי לקבוע את מבחני הביקורת השיפוטית אשר יוחלו על הסוגיה דנן. כפי שיפורט בהמשך, סעיף זה מקפל בתוכו גם את המתח שבין בעלי המניות ובין החברה, וגם את המתח שבין בעל השליטה בחברה ובעלי מניות המיעוט - שניהם, זה לצד זה. המחוקק נגע בסעיף זה במכלול השיקולים הרבים, אשר נפרשו בהרחבה דלעיל. וכך קובע הסעיף:

> **255. (א) חברה רשאית לאשר פעולה מהפעולות המנויות בסעיף 254(א) <u>ובלבד שנתקיימו כל התנאים האלה</u>:**
>
> **(1) נושא המשרה פועל בתום לב והפעולה או אישורה אינן פוגעות בטובת החברה;**
>
> **(2) נושא המשרה גילה לחברה, זמן סביר לפני המועד לדיון באישור, את מהות ענינו האישי בפעולה, לרבות כל עובדה או מסמך מהותיים.**
>
> **(ב) אישור החברה לפעולות שאינן פעולות מהותיות יינתן לפי הוראות הפרק החמישי לענין אישור עסקאות, ואישור החברה לפעולות מהותיות יינתן לפי הוראות הפרק החמישי לענין אישור עסקאות חריגות; הוראות הפרק החמישי לגבי תוקפן של עסקאות, יחולו, בשינויים המחויבים, לגבי תוקפן של פעולות.**

כפי שניתן לראות סעיף 255 מציב ארבעה תנאים מצטברים המאפשרים לבעלי המניות של החברה להכשיר פעולה של נושא משרה המפרה, לכאורה, את חובת האמונים כלפי החברה: (א) נושא המשרה פעל בתום לב ("**דרישת תום הלב**"); (ב) הפעולה או אישורה אינן פוגעות בטובת החברה ("**דרישת טובת החברה**") ; (ג) נושא המשרה מסר גילוי מלא ונאות בדבר עניינו האישי

באישור הפעולה ("**דרישת הגילוי**"); ו-(ד) הפעולה אושרה, מבחינה פרוצדוראלית, בידי ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית של החברה, בהתאם לפרק החמישי בחלק השישי של חוק החברות העוסק באישור עסקאות עם בעלי שליטה ("**הדרישה הפרוצדוראלית**").

(ראו: תנ"ג 11266-07-08 **שטבינסקי נ' פסיפיקה אחזקות בע"מ ואח'** (8.4.2013) (להלן: "**עניין שטבינסקי**") בפסקה 47, שם פרט כב' השופט ע' גרוסקופף את סעיף 255 ל"דרישה הפרוצדוראלית", "דרישת טובת החברה" ו"דרישת הגילוי", כאשר האחרונה מקפלת בתוכה גם את "דרישת תום הלב"; וכך גם בערעור על החלטה זו - עניין **אנטורג**, הנ"ל).

עמדתי היא כי מארבעה תנאים אלו ניתן לגזור ארבעה עקרונות מנחים לעניין הביקורת השיפוטית על החלטות נושאי המשרה מהסוג בו עסקינן.

<u>תנאי ראשון – עקרון תום הלב</u>

96. **אשר לעקרון תום הלב** אין צורך להכביר במילים, שכן הוא מהווה את אחד מתנאי הסף לחזקת שיקול הדעת העסקי וברי לכל כי נושאי המשרה בחברה נדרשים לפעול בתום לב בעת מילוי תפקידם. זהו תנאי ראשון והכרחי בו מחויב לעמוד כל נושא משרה, גם כאשר הוא מקבל החלטה המביאה לשינוי משמעותי במבנה ההון של החברה.

<u>תנאי שני – עקרון טובת החברה</u>

97. על פניו, **עקרון טובת החברה**, נועד לקבוע כי על ההחלטה או הפעולה הנדונה לעלות בקנה אחד עם טובת החברה, במובחן מטובתו האישית של נושא המשרה אשר מבקש לבצעה (ראו: עניין **שטבינסקי**, בפסקה 68, שם נפסק כי בנסיבותיו של אותו מקרה "**לא ברור מה התועלת שצמחה לחברה (<u>להבדיל מהדירקטורים והמנכ"ל</u>)**"). דהיינו, במבט ראשוני דרישה זו נוגעת למישור היחסים שבין נושא המשרה המצוי בניגוד עניינים ובין החברה.

ואולם, בהחלטות מן הסוג בו עסקינן וכאשר מציבים את "דרישת טובת החברה" לצד "הדרישה הפרוצדוראלית" הקובעת כי בעלי המניות הם אלו המוסמכים להכשיר, בסופו של דבר, את הפעולה המדוברת, עולה כי סעיף 255 נוגע במישרין גם במישור היחסים שבין טובת החברה ובין טובת בעלי מניותיה. זאת מכיוון שהסעיף מצריך את אישורם של בעלי המניות לשם הכשרת הפרת חובת האמונים כלפי החברה, ובד בבד דורש גם כי הפעולה ואישורה יהיו "לטובתה". בהחלטות מהסוג בו עסקינן סעיף 255 מעורר, אפוא, את השאלות שנדונו בהרחבה לעיל - האם טובת החברה הינה טובת בעלי מניותיה הנוכחיים? האם אלו האחרונים רשאים להכשיר פעולה מסוימת (ברוב מכריע או פה-אחד) "לטובתם"? והאם מדובר בטובת החברה לטווח הזמן הקצר או שמא לטווח הזמן הארוך?

מלשון הסעיף עולה כי המחוקק לא נקט במסגרתו עמדה מפורשת בנדון. זאת, כאמור, כפי שנעשה בחלקים נוספים של חוק החברות וכן בפסיקתם של בתי המשפט בישראל ובחו"ל, המאמצת גישה שונה ממקרה למקרה, בהתאם לנסיבות העניין.

מכל מקום, בבואנו להקיש מדרישותיו של סעיף 255 אל **עקרונות הביקורת השיפוטית שיש להחיל על שינוי מבנה ההון של החברה בצל רכישה ממונפת, המסקנה המתבקשת היא כי יש לאמץ את התפיסה לפיה נדרש שההחלטה או הפעולה הנבחנת לא תעמוד בניגוד לטובת החברה וכן בניגוד לטובת מרבית בעלי מניותיה**. כפי שציינתי לעיל, בנסיבות מסוימות שינוי מבנה ההון של החברה עשוי לפגוע הן בטובת החברה והן בטובת בעלי המניות, הן בטווח הזמן הקצר והן בטווח הזמן הארוך. מרוחו של סעיף 255 אנו למדים כי על בית המשפט להחיל את ביקורתו, למצער, כאשר נושאי המשרה בחברה החליטו על ביצוע פעולה אשר לא ניתן לחלוק על כך שהיא איננה כדאית ואין בה כל היגיון עסקי. למעשה, ניתן להקביל דרישה זו לתנאי הסף של כלל שיקול הדעת העסקי, אותו מחילים בתי המשפט בדלאוור, לפיו די בכך שחברי הדירקטוריון הנתבעים יצביעו על רציונל עסקי סביר בפעולתם בכדי שיוכלו ליהנות מחזקת ה-BJR. מעבר לכך, מדובר גם בעניין של מידה, וככל שהפעולה אותה ביצעה החברה נראית פחות הגיונית על-פניה, הרי שבית המשפט ייטה להגביר את מידת התערבותו בבחינתה ואת היקף הביקורת שיחיל על החלטות הדירקטוריון, ולהפיך.

במאמר מוסגר, אוסיף בנקודה זו כי למותר לציין שבחירת אסטרטגיית Short-Termism איננה בלתי הגיונית מעיקרא - גם מקום בו הבחירה בה משמשת, בין היתר, לתמיכה בהשלמת מהלך של רכישת שליטה ממונפת. לאור כל האמור לעיל, אין צורך להאריך במילים בכדי לומר כי על פי דיני התאגידים הקיימים גם השקעה לטווח הקצר הנה אסטרטגיה עסקית לגיטימית. כאמור, גם ברמת המדיניות, לרכישה ממונפת ויצירת שוק שליטה עשויים להיות יתרונות לא מבוטלים. יש הטוענים כי הדבר אף עשוי לצמצם את בעיית הנציג בין בעל השליטה בחברה לבעלי מניות המיעוט (על פי דו"ח הביניים של ועדת הריכוזיות "**לשוק שליטה יש הפוטנציאל לפתור רבות מהבעיות אשר הוצגו לעיל - ככל שהפוטנציאל להשתלטות עוינת גדול יותר, כך תקטן פרמיית השליטה ותרוסן התנהגותו של בעל השליטה**". אשר על כן, בדו"ח הביניים (בלבד) מאת הועדה נכללה ההמלצה למשרד המשפטים, לבחון ולגבש הצעת חוק שתעודד את פיתוח שוק השליטה בחברות הציבוריות בישראל (**דו"ח הביניים של ועדת הריכוזיות**, המלצה מספר 10)).ועל כן, אין להניח באופן א-פריורי כי העלאת רמת המינוף ופעילות המאפיינת השקעה לטווח הקצר נוגדות בהכרח את "טובת החברה".

<u>תנאי שלישי – עקרון הגילוי</u>

98. "**עקרון הגילוי**" העולה גם הוא מסעיף 255 נועד לקדם שני יעדים מרכזיים:

ראשית, מלוא המידע הרלוונטי נחוץ למקבלי ההחלטות בחברה בכדי לקבל החלטה מקצועית ומיודעת. זאת, בין שמדובר בדירקטורים המחליטים או ממליצים על חלוקת דיבידנד, ובין שמדובר באסיפה הכללית המחליטה על חלוקה בעקבות המלצת הדירקטוריון. כפי שנטען בעניין **אנטורג**, בהקשר דומה, אכן ישנו מקום לטענה כי החלטה שהתקבלה על בסיס מידע חסר

איננה מספקת ו"**מה לי אם המידע המהותי הוסתר**". כאמור, גם לכלל שיקול הדעת העסקי קיים תנאי הסף לפיו נדרש להראות שנושאי המשרה קיבלו את החלטותיהם באופן מיודע.
הלכה למעשה, פרישת כל המידע הרלוונטי בפני מקבלי ההחלטות בחברה מהווה תנאי יסודי והכרחי בכדי שבית המשפט יימנע מהחלת ביקורת שיפוטית על פעולותיה. מעבר לכך, ככל שבפני מקבלי ההחלטות נפרשה יריעת מידע רחבה, מלאה ומדויקת יותר ייטה בית המשפט שלא להתערב בהחלטות החברה, ולהפך. מתפקידם של נושאי המשרה לשאול את השאלות המתבקשות ולעיין במסמכים הנדרשים בכדי שיוכלו למלא את תפקידם נאמנה.
שנית, עקרון הגילוי נועד לצמצם את "בעיית הנציג", הקיימת בין בעלי המניות ובין נושאי המשרה בחברה (ראו: לאה פסרמן-יוזפוב, **דיני ניירות ערך - חובת הגילוי** (2009) בעמ' 109-102). לרוב, ההחלטות הנוגעות לשינוי מבנה הון של החברה מתקבלות בידי נושאי המשרה בה בלבד. ההקפדה על הגילוי הנאות לבעלי המניות צפויה לתמרץ את נושאי המשרה למלא את תפקידם באופן מיטבי. ובכך יש בכדי לנטרל במידה מסוימת את החשש מפני ניגודי עניינים הנובעים מבעיית הנציג האמורה. בחברה בה קיים בעל שליטה המחזיק בהשפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בדירקטוריון, גילוי נאות מצמצם גם את פערי המידע שבינו ובין בעלי מניות המיעוט. גילוי המידע הרלוונטי נדרש על מנת לאפשר לכל בעלי המניות לכלכל צעדיהם בהתאם. למען הסר ספק, יובהר כי אין בדברי אלו בכדי ליצור חובות גילוי חדשות מעבר לאלו החלות על החברה על פי דין. וכמובן שהדירקטוריון איננו נדרש לערב את כלל בעלי המניות בכל פרט ופרט של מהלכי החברה. יחד עם זאת, מן הראוי כי בפני בעלי המניות ייפרש כל המידע המהותי הרלוונטי, על מנת לאפשר להם לשקול צעדיהם באופן מיודע (ראו: עניין Samsonite, בעמ' 376-374). בסופו של דבר, במקרה בו בעל השליטה הממונף בוחר לנסות לשנות בצורה חריגה את דרך פעולתה של החברה - למשל, באמצעות העלאת רמת המינוף וקידום מדיניות "Short-Termisem" קיצונית - מן הראוי כי בעלי המניות המצויים יחד עמו באותה סירה ידעו על כך ויוכלו למצוא את הכלים לקבלת החלטה מושכלת, האם ההשקעה בחברה זו תואמת את העדפותיהם וכתוצאה מכך, בין היתר, בעל השליטה יידרש לשאת באחריות לתוצאות החלטותיו. כפי שצוין לעיל, בתי המשפט נוטים שלא להתערב בבחירה בין long-Term ו-Short-Term בכל הנוגע לניהול מבנה ההון של חברות, גם בצילה של רכישת שליטה ממונפת. אשר על כן, לשוק ההון עצמו קיים תפקיד מרכזי ביותר, בהקשר זה, בעיצוב דרך פעולתו.
בחברות מסוימות, כמו בזק, ההחלטה הסופית על חלוקת דיבידנדים מאושרת באסיפה הכללית של בעלי המניות. או אז לגילוי הנאות קיימת חשיבות רבה עוד יותר, מלשון מקל וחומר. פירושו של דבר, כי ככל שהמלצת הדירקטוריון לחלק דיבידנדים הועברה לאסיפה הכללית בליווי גילוי מידע נאות ומלא יותר כך תפחת נכונותו של בית המשפט להחיל ביקורת שיפוטית על ההחלטה להעביר המלצה זו, ולהפך.

סיכומו של דבר, לעיקרון הגילוי קיים תפקיד מרכזי במבחני הביקורת השיפוטית על החלטות נושאי המשרה בהן עסקינן.

99. נקודה חשובה נוספת, הראויה לציון בהקשר זה, הנה כי לעיתים מצבת ההתחייבויות של בעל השליטה הממונף וכל המידע הנוגע לצרכי הנזילות הדוחקים שקיימים לו עשויים להוות מידע רלוונטי לצורך הפעלת שיקול דעת ובחינת ההחלטה המשנה את מבנה ההון של החברה. על כן, ככל שניתן, מוטב כי בפני נושאי המשרה בחברה שנרכשה ברכישת ממונפת יהיו גלויים גם המידע והמסמכים בדבר צרכי הנזילות של בעל השליטה. מקום בו בעלת השליטה בחברה הנה חברה ציבורית, מן הראוי שהדירקטורים יעיינו גם במצבת התחייבויותיה, כך שיוכלו באותם מקרים המסתמנים כחריגים ו"חשודים" לבחון את הצעת ההחלטה המונחת על שולחנם בפרספקטיבה המתאימה. מקום בו החברה נשלטת בידי אדם או חברה פרטיים, החוק איננו מחייב את האחרונים למסור את המידע הנ"ל לדירקטוריון החברה. כמו כן, אין זה מתפקידו של בית המשפט ליצור "יש מאין" חובה המורה לבעלי השליטה בחברות הציבוריות בישראל להתערטל ולחשוף את מצבם הפיננסי כלפי אחרים. אשר על כן, חשיפה וולונטרית עשויה לכל היותר להוות תמיכה נוספת במסקנה כי נושאי המשרה בחברה בחנו כל פרט מידע מהותי העשוי להיות רלוונטי לצורך החלטתם.

לאחרונה, בחודש אפריל 2014, פרסמה "הוועדה לבחינת הסדר החוב בישראל" מטעם משרד האוצר את דוח הביניים שלה. בין היתר, ועדה זו המליצה על הטלת חובת גילוי מוגברת על בעל השליטה בתאגיד, אשר רכש את מניותיו ברכישה ממונפת, לאור ההשלכות העשויות להיות למצבו הפיננסי על ניהולה של החברה. לאור הרלוונטיות הרבה של הדברים אביאם בהרחבה (**שם**, בעמ' 11):

> **"<u>הוועדה ממליצה לקבוע חובת גילוי ביחס לאשראי אשר נטל בעל שליטה למימון רכישת מניות השליטה בתאגיד, או ביחס לאשראי שכנגדו שועבדו מניות כאלה</u>. בהסכמי אשראי כאמור, יש שבעל השליטה התחייב כלפי הגורם הממומן התחייבויות הקשורות לתאגיד או לניירות הערך שלו. גם במצבים אלו תחול חובת הגילוי שלהלן. המשקיע הסביר בחברה, בין אם הוא בעל מניות ובין אם הוא בעל חוב, מושפע מפרטים הנוגעים לאשראי זה, כיוון שאשראי זה ותנאיו משפיעים על החברה, שכן תנאיה אשראי-**
>
> - **יכולים להביא להחלפת השליטה בחברה, אם בדרך של מימוש שעבודים על המניות בידי הנושה, ואם בידי בעל השליטה שיאלץ למכור את החזקותיו;**
> - **<u>אפשר שיביאו לפעולות של בעל שליטה בניהול החברה, שתכליתן לעמוד בהחזר החוב</u>;**
> - **<u>משפיעים על מכלול השיקולים שלבעל השליטה, ובפרט על הצורך שלו במשיכת דיבידנד מן החברה ועל מידת הסיכון שהוא ירצה לקחת בקשר עם החברה</u>;**
> - **מגלמים מידע לעניין החובה כולל שהתזרים השוטף של החברה צריך לשרת (הן ברמת החברה והן ברמת המחזיק של מניות השליטה בה).**

על רקע זה ממליצה הוועדה להטיל חובת גילוי על חוב שנלקח על ידי מי שמחזיק או רוכש מניות שליטה בתאגיד, ועל תנאים שנקבעו בהסכם הלוואה כאמור ונוגעים להתנהלות התאגיד, כמפורט להלן:

<u>פרטי הגילוי:</u>

1. **<u>חוב שנלקח על ידי מי שמחזיק או רוכש מניות שליטה בתאגיד, בקשר למניות השליטה בתאגיד</u>.**
2. **<u>שעבודים</u> – שיעבד בעל המניות את מניות השליטה, שיעבוד של 5% לפחות מהון המניות של התאגיד, לגורם ממנן, ייתן גילוי אודות עצם קיום השעבוד ולטובת מי הוא קיים.**
3. **<u>התחייבויות מול הממנן</u>- גילוי אודות תוכניות חלוקת דיבידנד, התחייבויות לשינויים עסקיים מהותיים או שינוי תחומי פעילות מהותיים של התאגיד.**
4. **<u>תניות כלפי הממנן</u> – גילוי אודות תניות הקשורות לנתונים מהדוחות הכספיים של התאגיד (לדוגמה, כאשר יחס חוב להון נמוך מוביל למצב שבו נדרשות פעולות מצד החברה לשיפור נתוני המאזן).**
5. **<u>תניות הקשורות לשווי ניירות הערך של התאגיד</u>- גילוי אודות תניות הקשורות לשווי ניירות הערך, אשר עשויות להצריך חיזוק של הבטוחות במצב שלירידה בערכו של נייר הערך.**
6. **מקום שבו נטל בעל השליטה הלוואה לצורך רכישה ממונפת יינתנו בנוסף גם <u>פרטים אודות היקף ההלוואה ומועד פירעונה הסופי</u>".**

מבלי לנקוט כל עמדה באשר למסקנות הועדה ולשאלה אם יש לאמצן בחקיקה - כולן או חלקן - אם לאו, די בהבאת דברים אלו בכדי ללמוד על חשיבות המידע הנוגע לצרכי הנזילות של בעל השליטה הממונף לתהליך קבלתן שלהחלטות המשנות באופן משמעותי את מבנה ההון של החברה. כאמור, אין זה מתפקידו של בית המשפט ליצור חובות גילוי שאינן קיימות בחוק "יש מאין", ועניין זה שמור לשיקול דעתם של המחוקק והגופים הרגולטוריים.

<u>שיקול רביעי – תמיכת בעלי מניות המיעוט</u>

100. "הדרישה הפרוצדוראלית" הקבועה בסעיף 255 מצביעה על עיקרון נוסף, החופף במידה מסוימת גם לעיקרון הגילוי, והוא החשיבות שניתנת לכך שההחלטה הנדונה נתקבלה **בתמיכת בעלי מניות המיעוט**. למען הסר כל ספק, כפי שהובהר בעניין **בן דב**, ההחלטה על ביצוע חלוקת דיבידנד צריכה להתקבל בהתאם לסעיף 307 לחוק החברות בלבד. והוא הדין גם כאשר עסקינן בהפחתת הון ואפילו כאשר נמצא כי קיים לבעל השליטה עניין אישי בחלוקה. לפיכך דרך הכלל ההחלטה על חלוקת דיבידנדים מצויה בסמכותו של הדירקטוריון בלבד, אלא מקום בו נקבע אחרת בתקנון החברה. יחד עם זאת, בהשראה מהוראות סעיף 255, ניתן לציין כי מקום בו ההחלטה אותה מבקשים לתקוף נתמכה ברוב של בעלי מניות המיעוט בחברה, הדבר מפחית במידה ניכרת את החשש מפני ניגודי עניינים. מקום בו הן הדירקטוריון והן מרבית בעלי המניות תומכים בהחלטה הנדונה (על בסיס מידע מלא), לדבר תינתן חשיבות לא מבוטלת בעת החלת

הביקורת השיפוטית (ראו: ע"א 2773/04 **נצבא חברה להתנחלות בע"מ נ' מאיר עטר ו-35 אחרים** (14.12.2006)).

<u>שיקול חמישי – מצבה הפיננסי של החברה</u>

101. בעניין **בן דב**, עמדתי על פרמטר נוסף (וחמישי) העשוי להשפיע על הביקורת השיפוטית המוחלטת על החלטות נושאי המשרה מהסוג הנדון והוא **מצבה הפיננסי של החברה** הרלוונטית. באותו מקרה ציינתי כי כאשר עסקינן בחברה אשר הוכח כי הנה יציבה ואיתנה מבחינה פיננסית לדבר עשויה להיות השפעה גם על הכרעתו של בית המשפט בטענה להפרת חובת אמונים מצד נושאי המשרה (**שם**, פסקאות 178-180). באופן עקרוני, בחינת יכולת הפירעון של החברה ואיתנותה הפיננסית שמורות להליך בו נדרש בית המשפט לאשר חלוקה שלא על פי מבחן הרווח, ולבחון את מישור היחסים בין החברה ובין נושיה. ואולם, כפי שציינתי בעניין **בן דב**, בין שני ההליכים עשויים להתקיים יחסי גומלין, במובן זה שככל שהחברה קרבה לחדלות פירעון עשויים לעלות בפני נושאי המשרה "דגלים אדומים" המצמצמים, במידה מסוימת, את "גבולות הגזרה" והפררוגטיבה המוקנים להם בביצוע שינוים דרמטיים במבנה ההון של החברה. ולהפך, ככל שעסקינן בחברה יציבה הרי שלנושאי מוקנה מתחם שיקול דעת רחב יותר, במידה מסוימת. ובעניין **בן דב**, הדגשתי את הדברים הבאים:

> ***<u>"לא נכון יהיה לקבוע אפריורית ובאופן גורף, כי לא יהיה באישור בית המשפט כדי להשליך על טענות הצדדים בתובענה נגזרת, כפי שלא נכון יהיה לקבוע באותה צורה את ההיפך, שלאחר אישור בית המשפט לא תישמע טענה כנגד החלוקה</u>.***
>
> **כך, החלטה מנומקת של בית המשפט לאשר חלוקה לפי סעיף 303 שנוגעת לעניינים אשר רלוונטיים גם לטענות שנשמעות במסגרת התובענה הנגזרת, תהיה לנגד עיני בית המשפט ותקבל את המשקל הראוי לה. זאת מבלי לשכוח את מושכלות היסוד לפיהן באחת בית המשפט מתרכז בעניינם של הנושים, ובשנייה הוא מפנה את מבטו אל החברה עצמה. במקרים רבים, יכול שתהא חפיפה בין בחינות אלו".**

102. בסיכומו של הפרק המשפטי בהחלטתי זו, עמדתי היא כי במקרים בהם נטען כי נושאי המשרה הפרו את חובותיהם כלפי החברה בעת שהחליטו לבצע שינוי משמעותי במבנה ההון, בעקבות רכישת שליטה ממונפת ונמצא שקיים חשש ממשי לניגוד עניינים ביסוד החלטה זו -מן הראוי שבית המשפט יחיל מבחן "שיקול דעת עסקי מוגבר" קונקרטי, אותו ניתן לייחד בשלב זה רק למקרים כגון דא. מבחן הבנוי בהתאם לחמשת העקרונות האמורים: תום הלב, טובת החברה, גילוי נאות, תמיכת המיעוט וסבירות ההחלטה על רקע מצבה הפיננסי של החברה.

על פי מבחן "שיקול דעת עסקי מוגבר" זה, על המבקש לתקוף את החלטותיו של דירקטוריון החברה מוטל הנטל להוכיח כי: (א) לבעל השליטה קיימת השפעה ניכרת על

תהליכי קבלת ההחלטות בחברה ו(ב) קיים לזה האחרון צורך משמעותי בשינוי במבנה ההון, בעקבות עסקת ה- LBO שביצע.

במקרה והמבקש יעמוד בנטל הוכחה זה, הנטל יועבר למשיבים להוכיח: (א) כי קיבלו את החלטותיהם מתוך היגיון עסקי סביר, אשר נועד לקדם את טובת החברה או את טובת בעלי מניותיה בכללותם; ו-(ב) כי פעלו בשקיפות ותוך גילוי מידע נאות ומלא.

בבחינת שלב זה יינתן, במקרים המתאימים, משקל גם למעורבות בעלי מניות המיעוט במהלך ולמצבה הפיננסי של החברה. כמו כן, במקרים החריגים ויוצאי הדופן בהם יימצא כי לבעל השליטה היו צרכי נזילות כה דוחקים, אשר הקימו לו "עניין אישי" במהלך, בית המשפט יבחן את עמדת המשיבים בזכוכית מגדלת ובזהירות יתרה.

ככל שיוכחו שני תנאים אלו, כך על פי אותו מבחן שיקול הדעת העסקי המוגבר, נטל ההוכחה ישוב אל כתפי המבקש להוכיח את טענותיו; ובית המשפט לא יתערב בהחלטת הדירקטוריון כל עוד התקבלה בתום לב, באופן מיודע ובהיעדר ניגוד עניינים, בהתאם לחזקת ה-BJR.

4. <u>חוות דעת המומחים שהוגשו במסגרת ההליך</u>

103. שני הצדדים לשתי בקשות האישור ביקשו לתמוך את טענותיהם במסגרת ההליך דנן בחוות דעת מומחים שהגישו לבית המשפט.

- בקשת אישור ורדניקוב נתמכה בחוות דעת כלכלית מטעמו של מר אבי אזולאי, שהגיש לבית המשפט חוות דעת מומחה ולאחר מכן חוות דעת משלימה (להלן: "**אזולאי**", "**חו"ד אזולאי**" ו"**חו"ד משלימה אזולאי**", בהתאמה);
- בקשת אישור זקן חמו נתמכה בחוות דעת כלכלית מטעמו של פרופ' ירון זליכה (להלן: "**זליכה**" ו"**חו"ד זליכה**", בהתאמה);
- תגובות המשיבים נתמכו בחוות דעת כלכלית מטעמו של משרד רו"ח קסלמן וקסלמן, מידי רו"ח אבי ברגר, שהגיש לבית המשפט חוות דעת בתגובה לבקשת אישור זקן חמו בחודש נובמבר 2012, ולאחר מכן חוות דעת נוספת לתמיכה בתגובה לבקשת אישור ורדניקוב בחודש פברואר 2013 (להלן: "**ברגר**", "**חו"ד ברגר הראשונה**" ו"**חו"ד ברגר השנייה**", בהתאמה).

104. לאורך ההליך כולו תפקידן של חוות דעת המומחים היה מרכזי ביותר, בייחוד מצדם של המבקשים. מרבית הטענות בשתי בקשות האישור התבססו על חוות דעת המומחים או שבאו לידי ביטוי במסגרת חוות דעת אלו. במהלך הדיונים בפני בית המשפט, גרסתם של המבקשים הוצגה בעיקר באמצעות עדויותיהם הממושכות של שני המומחים מטעמם.

אשר על כן, לדיון בעמדות המומחים קיימת חשיבות רבה במסגרת הדיון וההכרעה בשתי בקשות האישור. גרסאות המומחים הינן היסוד לגרסת המבקשים. טענותיהם הן עיקר טענות המבקשים. הדיון במחלוקות בין המומחים דלהלן אינו אלא דיון במחלוקות המרכזיות שבין עמדת המבקשים ובין עמדת המשיבים בכל אחת משתי בקשות האישור.

4.1 <u>המחלוקת בין המומחים במישור המשפטי</u>

105. במרכז ההליך דנן ניצבת מחלוקת משפטית בין הצדדים סביב אותן הסוגיות המשפטיות שפורטו בהרחבה לעיל, אף על פי שבחלק מהמקרים לא נאמר הדבר במפורש.

במסגרת כתבי הטענות והסיכומים בתיק, כמו גם במסגרת הדיון בהליך בפני בית המשפט, כל אחד מהצדדים ביטא את עמדתו ותפיסתו בדבר האופן שבו השינוי שנערך במבנה ההון של בזק לאחר רכישת השליטה בחברה נוגע למישור היחסים שבין טובת החברה אל מול טובת בעלי מניותיה;למישור היחסים שבין בעלי השליטה בחברה ובין בעלי מניות המיעוט; ולהעדפה בדבר טווח ההשקעה הרצוי עבור בזק, קרי Short-Termism אל מול Long-Termism. כפי שיפורט להלן, התפיסה השונה של כל אחד מהצדדים היא זו שהביאה, במידה לא מבוטלת, למסקנות השונות של כל אחד מהם.

<u>המחלוקת המשפטית סביב מישור היחסים שבין "טובת החברה" ו"טובת בעלי מניותיה"</u>

106. בהקשר זה עמדתם של המשיבים, באופן כללי, הנה כי הדירקטוריון אחראי לנהל את מבנה ההון של החברה, כאשר בסמכותו להחליט ללכת גם בכיוון של העלאת רמת המינוף של החברה ו- Short Termism (מבחינת טווח ההשקעה של בעלי המניות), ובלבד שיעשה זאת בהתחשב בטובתם של כלל בעלי המניות, בתום לב ותוך הפעלת שיקול דעת עסקי מקצועי. כפי שמסר סמנכ"ל הכספים של בזק בתקופה הרלוונטית, אלן גלמן (המשיב 15 לבקשת אישור זקן חמו) בעדותו (פ/3.10.2013, 640, 14-21):

> **"...אני חושב כמנהל הכספים של החברה חובתי היא לפעול <u>לטובת</u> כל בעלי המניות, בלי שום קשר לבעלי השליטה או לא בעלי שליטה, וגם כן <u>בהתחשב</u> גם לבעלי החוב ולבעלי אינטרסים אחרים. זאת אומרת התפקיד של המנהל הוא לקחת את החוב, אנחנו לא מנהלים את החברה בשביל בעלי השליטה".**

הלכה למעשה, לגישתם של המשיבים, השינוי במבנה ההון של בזק, בו עסקינן, היה רצוי ויעיל כלכלית הן לחברה והן לבעלי מניותיה, בטווח הקצר והארוך, וכונה על-ידם כ-" Win-Win Situation".

מעבר לכך, לטענתם של המשיבים, מרגע שבעלי המניות של בזק אישרו את חלוקות הדיבידנדים בהתבסס על מידע מלא, פעם אחר פעם, וברוב מוחלט (כ-99.8% בעד, כאשר למעלה מ-70%

מבעלי המניות השתתפו בכל הצבעה), הרי שכלל לא ניתן לערער על הלגיטימיות של השינוי במבנה ההון של החברה, שהרי מדובר בפעולה שאישרו בעלי המניות לבצע ברכושם.

107. לעומת זאת, המומחים מטעם המבקשים בשתי בקשות האישור החזיקו בעמדה שונה בהקשר זה.

המומחה מטעם זקן חמו - זליכה - ביקש לבצע הבחנה מוחלטת וחד-משמעית בין החברה לבין בעלי מניותיה, בניגוד לתפיסה המסורתית של דיני התאגידים בישראל ובעולם המשפט המקובל. לשיטתו, גם במקרה בו כל בעלי המניות החליטו פה אחד, מרצון ובהתבסס על מידע מלא, לבצע שינוי לא יעיל או לא כלכלי במבנה ההון של החברה, הרי שהם פגעו בטובתה. וכך מסר בדיון בפני בית המשפט (פ/30.9.2013, 357, 11 - 359, 17):

"ש: כשבעל מניה שכפו אותו לקבל דיבידנד, אנחנו רואים בכך כאילו שכפו אותו למכור את החלק האקוויוולנטי של המניות, נכון?
ת: נכון.
ש: זאת הפרופוזיציה שלך.
ת: בסיטואציה הזאת של דיבידנד, לא דיבידנד רגיל שגרתי.
ש: כן, כן, בסיטואציה של הדיבידנד שאתה מדבר עליו, אתה מכמת אותו בחוות דעתך, נכון?
ת: נכון, כן.
ש: אוקיי, עכשיו בסיטואציה הזאת אם אני פונה לבעל המניה לפני כן, חברה פרטית למשל, חברה ציבורית, איך שאתה רוצה ואני אומר לו: אדוני היקר, אני הולך לחלק דיבידנד ופרופסור זליכה אומר שחלוקת דיביבדנד משמעה כפייה כאילו בצורה הכלכלית מכירת מניות, אני רוצה לשאול לפני זה האם זה מקובל עליך או לא?
ת: אז הייתי אומר השאלה שלך מטעה אותו, היית צריך לשאול אותו האם אתה מוכן שהחברה תיקח 7 מיליארד ש"ח של הלוואות שהיא לא צריכה, תמשיך לשלם ריבית עליהן כדי לממן דיבידנד לכל בעלי המניות שבעל השליטה זקוק, אז, ואם הוא היה אומר לך כן, אז הייתי חוזר בי מסעיף ב' ב-63 ואומר לך: אתה יודע מה? כל הריבית היא הנזק, כל הריבית היא הנזק, אין צורך בכלל לקחת רק חלק ממנה.
ש: אז היית אומר לי שמרכיב גדיעת האופציה.
ת: <u>אבל הייתי אומר לך שבעלי המניות הפרטיים נקרא להם או המיעוט הסכימו לפגוע בחברה, אז יכול להיות שצריך לתבוע גם אותם אני לא יודע, אני לא משפטן. אבל בחברה הם פגעו אין ספק</u>.
ש: עכשיו אתה מודע לכך שכל האינפורמציה של ההלוואות, של ההתנגדויות של עורכי הדין בסוללה הזאת ובסוללות אחרות, במגנה, את העובדה שהחברה יש לה Leverage כפי שיש לה, הכל היה גלוי לעיני כל, אתה מודע לזה?
ת: <u>פגעו בה בגלוי</u>.
...
בית המשפט: אני הוספתי את הנתון בהנחה שכך מצב הדברים.
...
ת: אם זה מצב הדברים זה לא היה משנה את חוות דעתי, <u>הנזק היה נגרם לחברה רק בגלוי</u>".

זליכה הודה אומנם כי איננו משפטן וחוות דעתו מתמקדת רק במשמעות הכלכלית של הדברים. אולם, התפיסה המשפטית שביסוד חוות דעתו - אשר, כאמור, שונה מהתפיסה המקובלת בדיני

התאגידים - היא שמביאה גם לתוצאות ולמסקנות השונות (ראו גם: פ/30.9.2013, 303, 4-5; 441, 17 – 442, 23).

בהתאם לכך, זליכה הוסיף והביע את העמדה לפיה כאשר החברה מחלקת דיבידנד בעיתוי שאיננו רצוי לבעלי המניות, הרי שמדובר בכפיית בעלי המניות לממש חלק מהשקעתם בחברה בטרם ביקשו לממשו. לגישתו, הדבר השקול לפירעון מוקדם של הלוואה בנקאית, המחייב על דרך הכלל תשלום קנס (**חו"ד זליכה**, בסעיף 80;פ/30.9.2013, 342, 24- 343, 6;310, 21-25). אינני מקבל השוואה זו, שכן היא מתעלמת מההבדל בין הקשר החוזי שבין לווה ומלווה (שגם במסגרתו לא קיימת עמלת פירעון מוקדם אלמלא הוסכם על כך) ובין מערכת היחסים שבין שהחברה לבעלי מניותיה. בפרט, השוואה זו מתעלמת מתקנון בזק, בו הוסכם בין בעלי המניות כי האסיפה הכללית של החברה תאשר חלוקת דיבידנדים (לאחר המלצת הדירקטוריון) בהתקיים רוב רגיל (וללא פיצוי בגין "פירעון מוקדם" למתנגדים).

זאת ועוד;במהלך הדיון, בחלק מהמקרים נדמה כי עמדתו של זליכה איננה מבחינה בין "הפגיעה" לכאורה בחברה הכרוכה בחלוקת דיבידנד, מעצם העובדה שמדובר בהעברת משאבים מקופת החברה לכיסי בעלי המניות (אשר כאמור הנה לגיטימית לחלוטין), ובין הפגיעה בטובת החברה "מעבר לכך" בדרכים האחרות הנזכרות בחוות דעתו, כגון (כפי שנטען בבקשות האישור) הטלת הוצאות מימון, אובדן רווחים מהשקעות עתידיות וכיוצא באלה. כך, למשל, במהלך הדיון בבית המשפט על אף שזליכה הסכים כי להפחתת ההון שבוצעה בבזק עשויים היו להיות יתרונות מיסויים ברמת החברה, הוא טען כי הדבר רק מצמצם את הפגיעה שקיימת ממילא בטובתה הנובעת מעצם הוצאת הכספים מקופתה (פ/30.9.2013, 354, 8-15):

> **"ש: ... אם כך אני חסכתי לחברה בכך שחילקתי דיבידנדים מתוך, בלי לשלם מס בחברה, בלי לשלם 25%, חסכתי לחברה הרבה לעומת האפשרות שאני אחלק בעתיד דיבידנדים מתוך רווחים שיהיו ועליהם אני אצטרך לשלם מס הכנסה.**
> **ת: למה הדבר דומה? לקחתי מחברה נכס וחסכתי ממנה את זה שגנב לא יכנס בעוד שבוע וייקח ממנה, מה זה קשור?"**

יחד עם זאת יש לציין כי בשורת מקרים אחרים זליכה כן ביצע את ההבחנה בין עצם העברת המשאבים מהחברה לבעלי מניותיה ובין יתר ה"נזקים", אשר עלולים להיגרם לחברה כתוצאה מכך (פ/30.9.2013, 312, 1-27).

כך או אחרת, לאור כל האמור לעיל, אינני מקבל את עמדתו של זליכה היוצרת חיץ מוחלט בין החברה ובין כלל בעלי מניותיה, ובהתאם לכך אינני מקבל גם את המסקנות הנגזרות מעמדה זו.

108. המומחה מטעם ורדניקוב - אזולאי - הביע עמדה עקרונית דומה יותר לעמדת המשיבים ושונה מעמדתו של זליכה. ואולם, לדידו, במקרה הקונקרטי של בזק נפל פגם בדרך בה הדברים הוצאו מן הכוח אל הפועל. במהלך חקירתו בבית המשפט אזולאי הסכים לתפיסה המשפטית

לפיה בעלי המניות של בזק היו רשאים בהחלטת הרוב (אף שלא פה-אחד) לאשר את השינוי במבנה ההון של החברה כרצונם (פ/20.5.2013, 152, 1-7):

"ת: ...אם מבחינת בעלי המניות אין שום רצון להתפתח, הם רוצים את הכסף בכיס, הם מודעים לזה שהם לא יפתחו את החברה, הם מודעים לזה שזה לא טוב לחברה כי אם חברה אם המטרה שלה היא להשיג תשואה ורווחים, הרי זה ברור לגמרי שאם אני אמשוך את כל העודפים שלה אני לא אתן לה להתפתח. אם הם מודעים לזה וזה מה שהם רוצים, <u>זה בחירתם</u>".

וכן (פ/20.5.2013, 212, 15-22):

"ת: כי קודם כל פעלת בסדר, אם אתה רוצה לפעול ככה זו זכותך. <u>גם אם אתה רוצה להרוס את החברה שלך זו זכותך, אתה פועל בסדר</u>. אם אתה פועל לא הגיונית מבחינה כלכלית... זו הרי פעולה לא הגיונית בעליל".

לטענתו של אזולאי, הבעיה במקרה של בזק הייתה בגילוי החסר שנמסר לבעלי המניות ובפגמים שנפלו באחריות הדירקטוריון כלפי בעלי המניות בעת שהמליץ על חלוקת הדיבידנדים. לתפיסתו אילו היו בעלי המניות בבזק יודעים ו"מבינים" את השלכות המהלך מובן כי היו מתנגדים לו (פ/20.5.2013, 204, 18- 211, 3; 158, 15-20; 1,246 - 249, 8):

"ש: תאמר לי בבקשה, הייתה נקודה שעו"ד רובין חקר אותה שהוא אמר לך שבעלי המניות של בזק שבים ומאשרים פעם אחר פעם ברוב מוחץ, ב-99 אחוזים, את ההחלטות על חלוקת הדיבידנד לפני שהם יודעים על הטענות, אחרי שהם יודעים על הטענות, אחרי שהם מתפרסמים, לכל אורך הדרך כולל עד האסיפה האחרונה, אתה אמרת לו <u>שהתשובה שלך היא פשוטה הם פועלים נגד האינטרס של עצמם</u>, נכון?
ת: נכון.
ש: והם טועים.
ת: נכון.
ש: עכשיו אני רוצה להגיד לך שמות לדוגמא של בעלי מניות בבזק ובוא נראה אם זה סוג הגופים שלא יודעים מה טוב להם והם טועים או שזה גופים שאפשר לתת להם קצת קרדיט שהם יודעים מה טוב להם. למשל, ג'י. פי. מורגן.
ת: כן.
ש: זה גוף רציני?
ת: כן.
ש: אוקי. סיטי בנק.
ת: גם.
ש: גם. פסגות?
ת: גם.
ש: איי. בי. איי.
ת: כן, כולם. אני מאשר מראש.
...
ת: תרשה לי לענות. במקרה הספציפי אנחנו מדברים בהחלט על גופים מכובדים <u>שהם לא תמיד יודעים בזמן אמת</u> או בוחנים גם באמצעות האנליסטים שלהם בזמן אמת את מכלול העובדות והפרמטרים שקורים בחברה בזמן אמת...".

וכן (פ/20.5.2013, 136, 2-6):

"ת: למיטב זכרוני, עד כמה שאני זוכר את הפרטים, ואכן קראתי את הפרטים, לא הייתה אינפורמציה, לא היה מידע מלא מלבד כוונת בזק לחלק דיבידנדים על הלינקג' הברור שבין חלוקת הדיבידנדים לגיוס הלוואות מסיבי...."

עוד יש לציין, כי במהלך הדיון בבית המשפט אזולאי הביע מספר פעמים גם את גישתו של זליכה דלעיל, לפיה קיים לכאורה חיץ מוחלט בין החברה ובעלי מניותיה, ואשר לפיה גם אילו בחרו כל בעלי המניות פה אחד וביודעין בדרך פעולה מסוימת, התואמת את העדפותיהם הכלכליות, עשויה להיות בכך פגיעה בטובת החברה שכן "**יש אמת כלכלית**" (פ/20.5.2013, 204, 18- 214, 18). כפי שציינתי לעיל, אינני מקבל גישה זו, שאינה עולה בקנה אחד עם הנחות היסוד של דיני התאגידים. מה גם שעמדה זו איננה מתיישבת עם העמדה שאזולאי עצמו הביע ביתר חלקיו של ההליך, ולפיה לבעלי המניות קיימת הזכות להשפיע על פעילותה של החברה.

109. סיכומו של תת-פרק זה, במישור היחסים שבין החברה ובין בעלי מניותיה עיקר המחלוקת המשפטית בין הצדדים מצטמצמת למישור הגילוי. הווה אומר, המחלוקת הנה בשאלה האם האסיפה הכללית של בזק קיבלה את ההחלטות דנן בהתבסס על גילוי מידע נאות ושלם, בעיקר בכל הנוגע להפחתת ההון ולחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס (פ/20.5.2013, 122, 1-4).

כפי שיפורט בתת-הפרק הבא, במישור היחסים שבין בעל השליטה בחברה ובעלי מניות המיעוט המחלוקת המשפטית בין הצדדים נסובה סביב השאלה האם השינוי במבנה ההון של החברה נערך לטובת בעל השליטה בלבד או שמא הוא נערך באופן מקצועי ובתום לב לטובת החברה בכללותה.

<u>המחלוקת המשפטית סביב מישור היחסים שבין בעל השליטה ובעלי מניות המיעוט</u>

110. במישור זה המשיבים מחזיקים - ובצדק - בעמדה כי על הדירקטוריון לפעול בנאמנות כלפי החברה וכלפי כל בעלי המניות (כפי שציין גלמן, כנ"ל). לטענתם, הלכה למעשה, דירקטוריון בזק פעל לקידום טובתם של כלל בעלי המניות, בתום בלב ובהיעדר ניגוד עניינים. כפי שמסר במהלך הדיון, מנכ"ל בי-קום ואינטרנט זהב בתקופה הרלוונטית, דורון תורג'מן (פ/5.11.2013, 955, 22- 10):

"ת: אני לא חושב שזה משהו רלוונטי או ייחודי לחברות שלנו, בכל מצב שבו מתבצעת חלוקת דיבידנד, יכולים להיווצר ניגודי עניינים, לא רלוונטי רק אלינו, לבזק או לבי-קום.
בית המשפט: אבל הוא שואל האם זה לא מתעצם שעה שמדובר בחברת החזקות? זה בעצם מה שיש זו חברת הבת והיא תלויה בה בחלוקת הדיבידנד כדי לעמוד בהתחייבויותיה כלפי אותו חוב שהיא צריכה.
ת: <u>במקרה שלנו אני בטוח שכל ההחלטות שמתקבלות, מתקבלות בשקילות דעת תוך מתן כל אחריות הנדרשת כלפי החברה המחלקת</u>. כלומר כשחברה מחלקת דיבידנד, עושים מנהליה את הכול".

ברובד האסיפה הכללית המשיבים חזרו והדגישו כי ההחלטות על חלוקת הדיבידנדים ועל הפחתת ההון אושרו כולן ברוב של בעלי המניות, כאשר בקרב המצביעים שיעורם היחסי של בעלי מניות המיעוט עלה בכל המקרים על חלקה היחסי של בעלת השליטה.

111. המשיבים מצדם, מחזיקים גם הם - ובצדק - בעמדה כי דירקטוריון בזק נדרש לפעול בנאמנות לטובת החברה וכלל בעלי מניותיה, רק שלדידם לא כך נעשה בפועל. לגישתם, השינויים במבנה ההון של בזק נעשו אך ורק בעבור טובתה של בי-קום, בעלת השליטה בחברה. לאורך ההליך דנן, בחלק מהמקרים הביעו המבקשים את הדעה כי העלאת רמת המינוף פגעה בטובתם של כלל בעלי המניות ובטובת החברה (הן בטווח הארוך והן בטווח הקצר), ובחלק האחר של המקרים הביעו עמדה "מצומצמת" יותר וטענו כי הדבר פגע בעיקר בבעלי מניות המיעוט של בזק, אשר ביקשו כי החברה תנוהל לטווח הזמן הארוך.

112. במסגרת זאת, במידה רבה המומחים מטעם שני המבקשים - אזולאי וזליכה - יצאו מנקודת הנחה כי בעלי מניות המיעוט בחברה היו מעדיפים כי החברה תנוהל לטווח הזמן הארוך (Long-Termism) בניגוד להעדפתם של בי-קום ואלוביץ' ולאופן בו בזק נוהלה בפועל, קרי, לטווח הקצר (Short-Termism).

בנו של המבקש, אסף זקן חמו, חזר והדגיש כי בעת שרכש את מניות בזק בחשבון על שם אביו העדפתו הייתה להשקעה לטווח זמן ממושך, כדלקמן (פ/30.9.2013, 469, 1):

> **"ת:... הרגשתי בה** [בבזק - ח' כ'] **שהיא חברה סולידית שאני בא לריצה ארוכה..."**

ובהמשך (פ/30.9.2013, 469, 25):

> **"ת: תראה אני באתי ל- long run, אני לא באתי ל- short run, אני השקעתי במניה הזאת לטווח ארוך..."**

זאת, יש להעיר, על אף שמסר כי לא בחן לעומק את נתוני החברה או את דיווחיה, אלא קיבל עליה המלצה מבנקאי ורק בהסתמך על המלצה זו ועל מה שכינה "ידיעה כללית" הניח כי מדובר בהשקעה סולידית ולטווח הזמן הארוך (פ/30.9.2013, 498, 2 - 502, 26).

במסגרת ההליך דנן זליכה, המומחה מטעמו של זקן חמו, ביסס חלק נכבד מדבריו על ההנחה שכל בעלי מניות המיעוט בבזק מחזיקים באותה ההעדפה "ארוכת טווח" בה החזיק לכאורה זקן חמו (כאשר, כפי שפורט לעיל, לעמדתו גם אם בעלי המניות בחרו לפעול לטווח הקצר פה-אחד הרי שהם טעו ופגעו בחברה כיישות נפרדת לחלוטין). במהלך הדיון בבית המשפט הסביר זליכה את גישתו, כדלקמן (פ/30.9.2013, 293, 13 – 20):

> **"ת: ...יש בחברה שתי בעיות סוכן, בעיית סוכן אחת היא בין המנהלים לבין כלל בעלי המניות, את בעיית הסוכן הזו חוב באופן עקרוני מפחית מעוצמתה. הוא לא מעלים אותה אלא מפחית. בעיה אחרת, בעיית סוכן אחרת היא בין בעל**

> **השליטה לבין <u>החברה פלוס בעלי מניות המיעוט</u>, זו בעיה של סוכן אחרת, והיא פועל, היא בעצם זו <u>שבאה לידי ביטוי במקרה שלפנינו</u>".**

לפיכך זליכה העלה את הטענה כי בחלוקת הדיבידנד נכפה על בעלי המניות העיתוי בו יממשו חלק מהשקעתם, מבלי שהתעמק בשאלה אם בעלי מניות המיעוט בבזק, באופן קונקרטי, היו דווקא מעוניינים בעיתוי זה, אם לאו (פ/30.9.2013, 312, 1-27; 342, 4; 343, 6).
באותו אופן, גם אזולאי המומחה מטעם ורדניקוב התבסס על אותה הנחה בחוות דעתו. את העדפותיו של אלוביץ' הגדיר, כדלהלן (פ/20.5.2013, 271, 4-6):

> **"ת: אני חושב שהוא משקיע שכפוף לאילוצים. שהוא שבוי של האילוצים שלו לטווח הזמן הקצר. אלוביץ' מחויב, אלוביץ' הוא משקיע בעל שליטה שפועל בבזק בלית ברירה...".**

ואילו את העדפת בעלי מניות המיעוט הניח כי יש להגדיר כדלהלן (**חוו"ד אזולאי**, עמ' 20):

> **"מאידך, בעלי המניות האחרים בחברה (הציבור המחזיק בכ-68.5% מהון מניותיה), הינם בעלי אינטרס שונה בתכלית. <u>מבחינתם ההשקעה בבזק היוותה השקעה סולידית עד כה</u>. הם השקיעו בחברה רווחית, יציבה, שאיננה נזקקת כמעט לגיוס הון זר לצרכי פעילותה העסקית. ומשום כך הסולידיות והיעדר הסיכון שאפיינו את השקעתם עד כה".**

זאת כאשר לטענתם של המשיבים, העדפת המשקיעים בבזק הייתה דווקא הפוכה. כפי שטען, למשל, גלמן (פ/3.10.2013, 632, 1 - 634, 25):

> **"ת: תשמע, היוזמה זו יוזמה עתיקה, אני בעצם העליתי את זה לדיון כבר בשנת 2008, כי בגדול באותו זמן בזק הייתה עם מבנה הון מבחינת המשקיעים, בעלי הון, בעלי מניות של החברה עם מבנה הון לא יעיל...**
> **...**
> **... בגדול המטרה הייתה לעשות שינוי במבנה ההון של החברה, שיהיה יותר אטרקטיבי למשקיעים, כי המשקיעים בחברת בזק הם משקיעים שמחפשים דיבידנד. זאת אומרת בתחום הטלקום ו-utilities, המשקיעים שמשקיעים בבזק הם משקיעים שבעיקר המטרה שלהם היא לקבל דיבידנדים"** (דברים דומים נמסרו גם מאת תורג'מן: פ/5.11.2013, 994, 13-17).

במהלך הדיון בבית המשפט אזולאי חזר בו מההנחה האמורה ומסר מפורשות כי איננו יודע לומר האם ורדניקוב השקיע בבזק לטווח הארוך או לטווח הקצר; והגדיר את ורדניקוב כ"מחזיק מניות מהציבור"', אך לא ידע לומר האם טווח ההשקעה של מחזיק המניות הטיפוסי מהציבור הנו ארוך או קצר (פ/20.5.2013, 131, 27 - 134, 26). כמו כן, אזולאי מסר את הדברים הבאים (פ/20.5.2013, 138, 5-15):

> **"ש: וזה גם די טבעי שבאסיפה כללית ומציעים דיבידנד לחלוקה כשהם יודעים את התמונה, לא כשהם לא יודעים את התמונה, מצביעים בעד הדיבידנד. מה שטוב כסף בכיס.**
> **ש: אני לא חושב ככה.**

ת: ולמרות הכול, אתה יכול לחשוב אחרת, אבל עובדה שהם חשבו אחרת ממך והצביעו בעד הדיבידנד.
ת: מי שהצביע כנראה שחשב אחרת ממני.
ש: האם אתה בכלל מודע לכך שבאותן אסיפות רוב המשתתפים היו בכלל מן הציבור ולא מבעלי השליטה.
ת: לא.
ש: והם הצביעו בעד.
ת: אם אתה אומר".

מכל מקום, הנחת מוצא של המבקשים לפיה בעלי מניות המיעוט בבזק היו מעדיפים שלא לחלק דיבידנדים או לבצע הפחתת הון, אלא לנהל את החברה לטווח הזמן הארוך, לא בוססה ולא הוכחה ועל כן אינני מקבלה. זאת מבלי להיכנס כעת לשאלת אחריות הדירקטוריון בעת שהמליץ על חלוקת הדיבידנדים, לשאלת היקף הגילוי הנאות במקרה דנן ולשאלה האם המהלך פגע בטובת החברה לטווח הקצר והארוך גם יחד – אליהן עוד אתייחס בהמשך.

4.2 המחלוקת בין המומחים בתחום המימון

113. בהקשר המימוני המחלוקת בין המומחים נסובה בעיקרה סביב השאלה האם ואימתי העלאת יחס המינוף של חברה, בדרך של גיוס חוב וחלוקת דיבידנדים, עשויה להיות רצויה. המדובר בשאלה הנגזרת מסוגיה רחבה יותר, אשר לא קיים לה מענה חד משמעי בעולם המימון, והיא כיצד ניתן לבחור את מבנה ההון האופטימאלי של החברה. ובמילים אחרות, מהו החלק היחסי הרצוי של מימון באמצעות חוב ומהו חלקו היחסי הרצוי של ההון העצמי, לצורך הפעילות העסקית. כפי שיפורט להלן, באופן עקרוני, מדובר בשאלה שכלל לא ניתן למצוא לה פתרון פשוט אחד, היות שהיא מבוססת במידה רבה על תחזיות והערכות צופות פני עתיד, ביחס לכמה גורמים המשתנים על פני הזמן.

מכל מקום, במסגרת ההליך דנן חוות דעת המומחים משני הצדדים הציגו את התיאוריה המימונית, באופן "לא שווה", כאשר כל אחד מהצדדים "הדגיש" בעיקר את האספקטים התומכים במסקנתו. אשר על כן, לא מצאתי לנכון לאמץ את מסקנתו הגורפת של מי מהצדדים בעניין זה.

114. אתאר בקצרה את התיאוריה המימונית הבסיסית, אשר סביבה חלוקים המומחים, בכדי להסביר את הסיבה לדחיית מסקנותיהם.

על מנת לפשט את הדברים, ניתן להתחיל בהמחשתם (בדומה לנעשה בחוות הדעת של ברגר ואזולאי), באמצעות הדוגמא הבאה:

בעולם ללא מיסים, חברה א' בעלת הון עצמי של 1,000 ש"ח, רכשה נכס בשווי 1,000 ש"ח אשר מייצר רווח שנתי נקי של 100 ש"ח, כלומר "תשואה על ההון העצמי" של 10% בשנה. כעת החברה מחליטה ליטול הלוואה של 500 ש"ח ולחלק דיבידנד, בדרך של הפחתת הון, באותו

סכום של 500 ש"ח. במידה ושיעור הריבית על הלוואה הינו נמוך משיעור התשואה על ההון, למשל 5% (25 ש"ח ריבית בשנה), הדבר יביא להעלאת שיעור התשואה על ההון שמפיקה החברה, בדרך הבאה: החברה תמשיך להפיק מדי שנה רווח "לפני" הוצאות מימון של 100 ש"ח ולצד זאת לשלם ריבית של 25 ש"ח. עם הון עצמי של 500 ש"ח בלבד התשואה על ההון של החברה - שכעת הרווח הנקי שלה עומד על 75 ש"ח בשנה - עלתה לכדי 15%.

משמע, כפי שביקש ברגר להסביר בחוות דעתו, שככל ששיעור הריבית על ההלוואה נמוך משיעור התשואה על ההון, אזי שהגדלת יחס המינוף תגדיל את התשואה על ההון העצמי של החברה עבור בעלי מניותיה. זאת, כל עוד החברה "פועלת בתחום הסביר" ואיננה קרה לחדלות פירעון, שכן במצב כזה יוטלו עליה "עלויות מצוקה פיננסיות", אשר עשויות להביא לחיסרון בהמשך העלאת המינוף.

115. מנגד, בחוות דעתו המשלימה הצביע אזולאי על כך שהתרחיש הנ"ל אינו לוקח בחשבון גורמים רלוונטיים נוספים. כך, למשל, ככל ששיעור התשואה האלטרנטיבי שיפיקו בעלי המניות של חברה א' על אותם 500 ש"ח שקיבלו כדיבידנד הנה נמוכה משיעור הריבית שהחברה שילמה על ההלוואה (5%), כתוצאה מהשקעתם באפיקים אחרים - למשל, בעלי המניות ישקיעו את כספי הדיבידנד באג"ח בתשואה קבועה של 3% - אזי שהגדלת המינוף דווקא תגרום להפסד בעבור בעלי המניות ולירידת שיעור התשואה שיקבלו על השקעתם. זאת מאחר ויש לשקלל את התשואה השנתית שיפיקו מהחזקת מניות חברה א' (75 ש"ח) יחד עם התשואה השנתית שיפיקו כתוצאה מהחזקת האג"ח הנ"ל שרכשו בכספי הדיבידנדים (3% מ – 500, שהם 15 ש"ח) - ובסה"כ בעלי המניות יפיקו כעת תשואה שנתית של 90 ש"ח לעומת 100 ש"ח לפני העלאת רמת המינוף.

116. בחוו"ד ברגר ניתן הדגש למצב בו שיעור הריבית על החוב נמוך מהתשואה על ההון המושקע, ומנגד בחוו"ד משלימה אזולאי ניתן הדגש למצב בו שיעור התשואה האלטרנטיבי עבור בעלי המניות נמוך משיעור הריבית על החוב שהחברה שילמה. כלומר, כל אחת מחוות הדעת מסבירה את התיאוריה המימונית באמצעות הדגמה תיאורטית, המבוססות על נתונים התומכים במסקנתה.

כפי שהודה אזולאי בדיון בפני בית המשפט (פ/20.5.2013, 3-274,8):

> **"...חוות הדעת המשלימה שלי עונה לחוסר האובייקטיביות הקיצונית של המומחה מטעמכם... והדוגמאות שלי בסך הכל עונות אחד לאחד".**

117. בהתאם לאותו עיקרון, ברגר ואזולאי חלוקים סביב השאלה האם ואימתי הגדלת המינוף מגדילה את שוויה של החברה מנקודת ראותם של בעלי מניותיה.

118. כפי שציין ברגר במהלך עדותו בפני בית המשפט, ממושכלות ראשונים בעולם המימון היא כי כחלק מהערכת השווי של חברות, נהוג לעשות שימוש בנוסחה המכונה "Wacc" (Weighted Average Cost Of Capital). באמצעות נוסחה פשוטה זו ניתן לבחון מהי עלות המימון של

החברה, ומכאן גם מהי השפעתו של שינוי ברמת המינוף שלה, בהקשר של עלויות המימון (כמובן שבחיי המעשה שאלת התועלת שבהעלאת רמת המינוף מורכבת הרבה יותר, שכן היא מבוססת על מספר רב של גורמים (מעבר לאלו שבהסבר פשטני זה), שחלקם גם משתנים מעת לעת).

בהנחה שמבנה ההון של חברה מורכב רק מהון וחוב (בהיעדר רכיבים מורכבים יותר, כגון אגרות חוב להמרה), יש לחשב את הנוסחה כדלהלן:

- הוצאות הריבית שהחברה שילמה מכונות "מחיר החוב", שכן הן מייצגות את המחיר שהחברה נדרשת לשלם לנושיה כנגד מימון פעילותה באמצעות כספי החוב שהלוו לה;
- באופן דומה נהוג לחשב גם את "מחיר ההון", המשקף לכאורה את התשואה שהחברה נדרשת לספק לבעלי מניותיה כנגד ההון שהקצו לה לצורך מימון פעילותה ("שער ההיוון", המבטא שער ריבית חסר סיכון + פרמיית הסיכון העסקי של החברה).

בכדי לבחון את "עלות המימון היחסית הממוצעת" (ה-Wacc) יש לבחון מהו החלק היחסי של החוב במימון פעילותה של החברה ומהו החלק היחסי של ההון. ולאחר מכן יש לבחון את העלות של כל אחד משני הרכיבים- החוב וההון - בהתחשב בחלקו היחסי, כדלקמן (פרק זה מתעלם מסוגיית המיסוי):

$$\text{Wacc} = \frac{\text{חוב * עלות החוב + הון * עלות ההון}}{\text{סך כל מבנה ההון}}$$

כפי שניתן להבין בנקל, כאשר החברה מבצעת שינוי במינון של שני רכיביו של מבנה ההון (כלומר, מעלה או מורידה את רמת המינוף, על ידי הגדלת חלקו היחסי של אחד הרכיבים על חשבון חלקו היחסי של משנהו) - התוצאה הסופית (ה-Wacc) מושפעת מההפרשים שבין עלות החוב ועלות ההון. ככל שהחברה תגדיל את חלקו היחסי של הרכיב שעלותו נמוכה יותר הרי שעלות המימון הממוצעת היחסית שלה תפחת, ולהפך.

119. במסגרת חוות דעתו אזולאי מגיע למסקנה הגורפת לפיה, חלוקה של 100% מהרווח הנקי שלא ממקורותיה הנזילים של החברה פוגעת בחברה, בוודאי כאשר היא נעשית לאורך זמן; ומלשון קל וחומר, על פי גישתו של אזולאי, חלוקה של 100% מהרווח הנקי בצירוף הפחתת הון (לפי סעיף 303 לחוק החברות), כאשר לחברה אין הון נזיל לביצוע החלוקות, מהווה "**באופן ברור ומוחלט פעולה נגד טובת החברה, ומשכך גם נגד טובת כלל בעלי מניותיה**" (חו"ד משלימה אזולאי, בעמ' 9-10). ובהמשך חוות דעתו המשלימה אזולאי טען כי "**גיוס הון זר שניטל לצורך החלפת הון עצמי פוגע בשווי החברה! בהכרח!**" (**חו"ד משלימה אזולאי**, בעמ' 16).

אינני מקבל מסקנה גורפת זו.

במהלך הדיון בבית המשפט גם אזולאי חזר מעמדה חד-משמעית זו, ומסר כי "**כאשר הרווח מתקבל בקופות החברה אין לי בעיה לחלק אותו, גם אם זה אומר חלוקת הלוואות עד מקרה מסוים**", כאשר לגישתו כל עוד " **אין בעיה של כושר פירעון, אין בעיה תזרימית לטווח הזמן הקצר וזה יהיה המבחן, אין לי בעיה לשלם את מה שנתקבל בחברה**" (פ/20.5.2013, 189, 1-7). במאמר מוסגר ניתן לציין בהקשר זה כי במהלך התקופה הרלוונטית להליך דנן, תזרים המזומנים של בזק עלה מדי שנה על הרווח הנקי שרשמה.

120. מסקנתה של חוו"ד ברגר הנה כי "**גם בעולם ללא מיסים** [נקודה אליה אתייחס להלן - ח' כ'] **לכל הפחות - אין נזק בהגדלת המינוף**". כך שלגישתו, בהיעדר עלויות מצוקה פיננסית, שינוי מבנה ההון של החברה יכול להביא רק תועלת (כל עוד מחיר החוב נמוך ממחיר ההון). ואולם, במהלך הדיון בפני בית המשפט ברגר הביע גם דעה פחות מאוזנת, כאשר מסר את הדברים הבאים (פ/3.10.2013, 775, 1-17):

> **"ש: לא התייחסת למחיר שבזק משלמת עבור נטילת ההלוואות בחוות דעתך.**
> **...**
> **ת: <u>הריביות על ההלוואות</u> האלה במובן המימוני הן לא עלות, הן לא הוצאה, הן לא <u>משנות את ערך החברה</u>".** (וראו גם: פ/3.10.2013, 724 - 725, 13; והשוו: פ/3.10.2013, 733, 10-20 שם מסר ברגר כי לעלות החוב קיימת השפעה על הרווח הנקי של החברה).

אינני מקבל גם מסקנה גורפת זו.

121. בהקשר זה יש להתייחס גם עמדתו של זליכה שטען בתחילה כי כל הוצאת מימון שהחברה משלמת כנגד הלוואה ש"נועדה לטובת בעל השליטה" מהוות נזק לחברה, ללא כל קשר לעלות החוב, שיעור הריבית או סוגיות המיסוי הנלוות לכך (פ/30.9.2013, 333, 6-13):

> **"ש:.... כשאתה אומר 'עצם נטילת הלוואה בריבית ללא קשר לשיעור הריבית', האם זה אומר שלשיטתך גם ריבית אפסית של 0.1% לשנה גם היא ריבית כזאת שנמצאת פגומה לפי שיטתך?**
> **ת: התשובה היא כן, אם היא לוקחת הלוואות שהיא לא צריכה רק בשביל לממן את בעל השליטה שלה אז כן, אם הריבית היא 0.1 אז הנזק הוא 0.1, אם הריבית היא 4 אז הנזק הוא 4. אם הריבית היא 14 אז הנזק הוא 14".**

אינני מקבל גם מסקנה גורפת זו.

122. בנקודה מסוימת של ההליך כל אחד מהמומחים הסכים כי בסופו של דבר "הכול עניין של מידה" וחזר בו מהעמדה הגורפת שהביע (פ/30.9.2013, 334, 22-26; 398, 4-15; פ/20.5.2013, 189, 1-11; פ/3.10.2013, 727, 14-23; 758, 11-18).

ואולם, ברגר וזליכה אישרו במהלך עדותם כי חוות דעתם לא בחנה ולא יישמה את המודל המימוני התיאורטי הנ"ל על הנעשה בחברת בזק בתקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור, כחלק מבחינת טיבו של השינוי שנערך במבנה ההון של החברה. כלומר, <u>שני מומחים אלו לא בחנו את השפעת השינוי במבנה ההון של בזק על עלות המימון היחסית הממוצעת שלה</u> (ראו

בחוות דעתם וכן: פ/3.10.2013, 725, 22 - 726, 16 ;775, 6-17 ; פ/20.5.2013, 149, 2-10 ; פ/30.9.2011, 361, 6-8) ובהתאם, שני המומחים הללו גם לא דנו במסקנות שניתן לגזור מהשינוי בעלות המימון היחסית הממוצעת של החברה. כמו כן, ברגר וזליכה אישרו שניהם גם כי לא בחנו את צרכי המזומנים והפעילות של בזק כנדרש על מנת לבחון כיצד השפיע וצפוי להשפיע השינוי ברמת המינוף של החברה על מצבה הכלכלי דה-פקטו (פ/3.10.2013, 710, 21 - 714, 15 ;746, 8-15 ;פ/30.9.2013, 458, 8-13).

123. במאמר מוסגר, ניתן לציין כי במהלך הדיון בפני בית המשפט המומחים משני הצדדים הסכימו כי עלות החוב עבור בזק הייתה מאוד נמוכה, שכן היא גייסה את ההלוואות הרלוונטיות במחירים נמוכים. זליכה, המומחה מטעם זקן חמו, אישר במהלך עדותו כי בזק גייסה חוב במהלך התקופה הרלוונטית בעלות "נאותה" (פ/30.9.2013, 329, 16-19). וברגר טען בפני בית המשפט כדלקמן (פ/3.10.2013, 734, 15-17):

> **"ת:... תראו החברה הזאת הוכיחה במשך כל השנים שיש לה יכולת לגייס הון בסכומים גדולים מאוד ובתנאים שהם מהטובים ביותר במשק".**

124. מכל מקום, רק אזולאי טען כי ביצע חישוב של צרכי ההשקעות של בזק אל מול מצבה הפיננסי ועלויות המימון בהן נשאה. לפי חישובו של אזולאי "בעל שליטה סביר" בבזק היה מחלק לכל היותר 80% מהרווח הנקי של החברה כדיבידנד מבלי לבצע הפחתת הון או לגייס את החובות, אשר גויסו בפועל (**חוו"ד אזולאי**, בעמ' 27). כמו כן, אזולאי הניח כי עלות החוב של בזק עולה על עלות ההון שלה (**חוו"ד משלימה אזולאי**, בעמ' 14). וכן אזולאי הניח כי בזק נדרשה לכספים נוספים בכדי לבצע השקעות הוניות שהיו דרושות לה, דבר אשר נבצר ממנה בשל העלאת רמת המינוף שחוותה (חוו"ד אזולאי, בעמ' 34-36).

ואולם, במהלך הדיון הוכח בפני בית המשפט כי התחשיב שערך אזולאי לא בוסס ולא הוכח כנכון או מדויק. אזולאי אישר במהלך עדותו כי ההנחה שבעל שליטה סביר צריך לחלק 80% מהרווח הנקי איננה מבוססת על ממצאים אמפיריים או מחקרים כלשהם, אלא על הערכתו הסובייקטיבית (פ/20.5.2013, 269, 23 - 270, 13) ; אזולאי אישר כי אינו יודע רבות על ההשקעות שלטענתו בזק "החמיצה" בשל השינוי במבנה ההון אשר חוותה (פ/20.5.2013, 261, 14 - 267, 24) ; ואזולאי לא הוכיח לבית המשפט כי עלות החוב של בזק הייתה גבוהה במידה כזו שהעלאת רמת המינוף של החברה הייתה, באופן חד-משמעי בלתי כדאית.

125. במשך ההליך שני המבקשים ביקשו להצביע על עצם הגידול במצבת החובות של בזק ועל העלייה ברמת המינוף בה היא פעלה כאינדיקציה לפגיעה בטובתה. כמו כן, שני המבקשים הצביעו על ירידת שווי השוק של החברה כאינדיקציה שלילית נוספת, כאשר אזולאי הוסיף וטען כי ירידת השווי של מניית בזק אינה מפצה על הערך שהפיקו בעלי המניות מהדיבידנדים שחולקו להם במהלך אותה התקופה (חוו"ד אזולאי, בעמ' 20).

אולם, כפי שכבר צוין לעיל לא ניתן להסיק באופן אוטומטי כי עצם הגידול במצבת ההתחייבויות של החברה פגע בטובתה או בטובת בעלי מניותיה. כמו כן, אזולאי הודה במהלך הדיון בבית המשפט כי הוא איננו יודע לכמת ולומר עד כמה הירידה בשווי השוק של בזק במהלך התקופה הרלוונטית מיוחסת לשינוי במבנה ההון של החברה ועד כמה הדבר הנובע מגורמים חיצוניים שאינם קשורים לעניין זה (כגון השינויים הרגולטוריים מרחיקי הלכת שחלו בשוק התקשורת, והשפיעו על חברת "פלאפון" המצויה, כאמור, בבעלות מלאה של בזק) (פ/20.5.2013, 171, 25-26). למעשה, אין חולק על כך שבהשוואה לענף התקשורת, מניית בזק רשמה בתקופה הרלוונטית ביצועים עדיפים על הענף בכללותו. כמו כן, בסופו של דבר, הן בי-קום והן שני המבקשים, ורדניקוב וזקן חמו הרוויחו מהחזקתם במניות בזק, כאשר משקללים את התשואה במחיר המניה ואת כספי הדיבידנדים (פ/30.9.2013, 314, 3-27).

4.3 המחלוקת בין המומחים בתחום המיסוי

126. פקטור נוסף שיש להתחשב בו כאשר עסקינן בשאלה אם העלאת יחס המינוף של החברה רצויה, אם לאו, הוא עניין המיסוי (ברמת החברה). אחת התועלות המרכזיות שהגדלת המינוף עשויה להביא לחברה הנה השאת רווחיה, בדמותו של "מגן מס".

127. כפי שפורט לעיל, על פי דיני המס החלים בישראל, לרוב, הוצאות מימון הינן הוצאות מוכרות אשר יכולה החברה הממונפת לנכות כנגד הכנסותיה החייבות. אשר על כן, בעת גיוס החוב - ובהנחה שהוצאות המימון יוכרו לניכוי - נוצר לחברה רווח בגובה מכפלת הוצאות המימון ששילמה בשיעור המס החל על הכנסותיה.

למעשה, כחלק מנוסחת ה-Wacc לחישוב עלות המימון היחסית הממוצעת של החברה, נהוג להכפיל את עלות גיוס החוב ב- (1 מינוס שיעור המס של החברה). לדוגמא, חברה שמשלמת 20% מס על הכנסותיה ומגייסת חוב בריבית של 5%, הרי שלאור מגן המס עלות החוב שלה תוערך בפועל בכ-4% בלבד, השווים ל: (1-0.2) * 5.

128. לפיכך, נטען בחוו"ד ברגר כי בהינתן מגן המס הגדלת המינוף עשויה להביא תועלת משמעותית להחברה ולבעלי מניותיה. ובאופן קונקרטי, על פי חוו"ד ברגר, בזק צפויה ליהנות ממגן מס משמעותי בגין הוצאות המימון ששילמה בעבור גיוסי החוב שבמרכז ההליך דנן, והדבר תומך בהחלטת הדירקטוריון להעלות את רמת המינוף של החברה.

129. לעומת זאת, על פי חוו"ד זליכה וחוו"ד אזולאי, בזק אינה צפויה ליהנות ממגן מס בגין גיוסי החוב הנ"ל, ואובדן מגן זה אף מהווה נזק אשר נגרם לחברה כתוצאה מהעלאת רמת המינוף שלה. לטענתם, על פי פסיקת בתי המשפט בתחום דיני המיסים, סביר להניח כי הוצאות המימון הנ"ל ששילמה בזק לא יותרו בניכוי כנגד הכנסותיה החייבות.

130. דא עקא, כפי שפורט לעיל, הנוהג המקובל ביסים הינו כי רשויות המיסים עורכות את שומת המס רק מספר שנים לאחר ביצוע גיוסי החוב וחלוקות הדיבידנדים בפועל.

131. כך גם בענייננו, במסגרת ההחלטה דנן, אינני נדרש להיכנס לעובי הקורה בשאלה המשפטית-מסויית בה חלוקים הצדדים. וזאת מאחר וממילא טרם נערכה בידי רשויות המס השומה הנוגעת להוצאות המימון דנן, היא צפויה להיערך רק בעתיד (ובוודאי שלאחר התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור).

אי לכך, המדובר בעניין עובדתי שטרם התרחש ועל כן, כלל אין מקום לדון בו במסגרת החלטתי זו ולבחון האם הוא עשוי להוות נזק שאולי יגרם לחברה בעתיד(ראו: ת"א 1010/06 (מחוזי ת"א) **ארנס את כדורי חברה להשקעות נדל"ן בע"מ נ' דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ** (4.1.2011) בפסקה 52).

אינני מקבל את עמדת המשיבים לעניין זה, כפי שהועלתה בידי זליכה במהלך הדיון בבית המשפט, כדלקמן (פ/30.9.2013, 419, 21-27):

> **"ת: הפעולה כבר נעשתה, ההכרה של מס הכנסה בזה תהיה בדיעבד, אבל זה על משהו שכבר נעשה.... ואגב לקיחת סיכון זה גם נזק לחברה, גם אם הסיכון לא יתממש, עצם לקיחת הסיכון הוא נזק".**

וכן (פ/30.9.2013, 290, 2-15):

> **"בית המשפט: השאלה הבאה שאני שואל אותך האם מדובר בסיכון אופציונאלי שלא התממש?**
> **ת: לא, לא, הוא התממש בוודאות.**
> **בית המשפט: איך?**
> **ת: הם משלמים ריבית, לא? הם משלמים ריבית על ההלוואות האלה והם ימשיכו לשלם ריבית על ההלוואות האלה".**

יש לזכור כי עסקינן בדרישה לפיצוי כספי בגין נזק שטרם התרחש, ולא בבקשה לסעד ביניים אופרטיבי כזה או אחר, כגון בקשה למתן צו עשה או למתן צו מניעה זמני, אשר מטרתם עשויה להיות לעיתים צופה פני עתיד. אין זה מדרכו או מנהגו של בית המשפט להיכנס לחישובים היפותטיים ולהעריך מה הסבירות שציפייה כזו או אחרת של המבקש אכן תתממש, וכיצד יש לתמחר את הסיכויים ו/או הסיכונים הכרוכים בה.

132. במסגרת ההחלטה דנן, חשיבותם של היבטי המס טמונה אך ורק בכך שמדובר בשיקול משמעותי בתהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון בזק, בעת ההחלטה העלאת רמת המינוף של החברה. שיקול דעת עסקי מיודע ותם לב צריך להיעשות, אפוא, תוך מתן תשומת הלב גם לשיקולי המס הרלוונטיים. בהקשר זה ניתן לציין את דבריו של ברגר, אשר מסר במהלך עדותו כי "**הנושא של הכרת הוצאות מימון בהקשרים בתשלומי דיבידנד במקום שמשלמים דיבידנד... עשרות שנים, זה נושא שנוי במחלוקת, נושא מאוד מאוד מורכב, מאוד מסובך, יש בו גם הרבה מאוד היבטים...**" (פ/3.10.2013, 715, 5-14).

5. <u>ממצאים עובדתיים</u>

5.1 <u>רכישת השליטה הממונפת בבזק והשינויים במבנה ההון של החברה לאחר העסקה</u>

133. הצדדים לשתי בקשות האישור חלוקים בשאלה האם קיים קשר עובדתי בין גיוסי החוב של החברה במהלך התקופה הרלוונטית ובין חלוקות הדיבידנדים (ובעיקרן הפחתת ההון וחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס).

134. לגישתם של המשיבים, בהגדרה לא ניתן לקשור בין גיוסי החוב שביצעה בזק בתקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור ובין חלוקות הדיבידנדים הנ"ל. גישה זו מבוססת על הנחת היסוד בעולם המימון לפיה "לכסף אין צבע ואין ריח". כלומר, מרגע שנכנסו הכספים לקופת החברה לא ניתן לסווגם ככאלו שקיימת להם מטרה קונקרטית כזו או אחרת. המשיבים חזרו וטענו בפני בית המשפט כי גיוסי החוב שביצעה החברה בוצעו מעת לעת לפי צרכי המזומנים שלה ולמימון כלל פעילותה השוטפת (הכוללת, בין היתר, גם חלוקת דיבידנדים). כפי שמסר, למשל, רו"ח יצחק אידלמן (שמכהן כדירקטור בבזק וכיהן גם בדירקטוריון הקודם; המשיב 16 ו-13, בבקשות האישור ורדניקוב וזקן חמו, בהתאמה), במהלך הדיון בפני בית המשפט (פ/3.10.2013, 785, 27 - 786, 16):

> **"ת: אני לא חושב שזה היה עניין של מדיניות, הנושא של הלוואות או מימון בדרך כלל בא לענות על צרכי המזומנים של החברה. אני למיטב זכרוני ולמיטב ידיעתי המקצועית, נושא של מימון בניגוד לדיבידנד לדוגמה זה לא נושא של מדיניות. מזומנים, נניח להשקעות, למימון הון חוזר, לדיבידנד, לפעילויות אחרות, לרכישת של חברות ולפעילויות אחרות. <u>על פי צרכי המזומנים של החברה, החברה מגייסת הון זר</u>. זה יכול להיות באמצעות equity, זה יכול להיות באמצעות אג"ח, באמצעות מימון בנקאי וכולי....".**

ובהמשך (פ/3.10.2013, 810, 23 - 811, 22):

> **"ת: אני אומר שוב: הנושא, כשבאים לגייס כספים.... סמנכ"ל הכספים, מערכת הכספים מסתכלת על צרכי המזומנים של החברה, לא רק על הדיבידנד. אין נושא של גיוס ספציפי של הלוואה לצורך תשלום דיבידנד, מה שכל הזמן אתה מנסה לומר ואני בא ומסביר...**
> **...**
> **ת: ... <u>מסתכלים על צרכי המזומנים של החברה, לא מגייסים כסף לטובת מטרה כזאת או אחרת חוץ ממקרים מאוד מאוד נדירים</u>.**
> **...**
> **ת: ואני אתן לך דוגמה: חברה מגייסת כסף ואמר את זה פרופסור גרוס בזמנו, יותר כשהיא יכולה ולא בהכרח כשהיא צריכה. והנה הראיה, בזק יושבת היום עם עודף מזומנים של סדר גודל של 2 מיליארד ש"ח והיא לא צריכה את הכסף הזה. היא גייסה את הכסף הזה כי היה מצב בשוק של ריביות מאוד מאוד נמוכות ויכולת לגייס כספים, והחברה גייסה, עשתה פעולה פיננסית נכונה וגייסה כספים, בחלק מהכספים פרעה הלוואות עם ריביות גבוהות יותר וחלק**

מהכספים היא שומרת למצב שהיא, היא יודעת שהיא באופן קבוע משקיעה כספים, היא אומרת זו הייתה הזדמנות לגייס כסף בשוק".

135. מנגד, גישתם של המבקשים הנה כי גיוסי החוב שפורטו לעיל בוצעו בידי בזק, מלכתחילה, אך ורק לצורך חלוקת הכספים כדיבידנדים. המומחים מטעמם של שני המבקשים חזרו פעם אחר פעם על הטענה כי החברה נטלה הלוואות "שלא הייתה צריכה", ללא כל "תכלית עסקית" וללא כל צורך בהן לפעילותה או ליצירת הכנסותיה. כדוגמה ניתן להביא את דברי המומחה מטעם זקן חמו, זליכה, במהלך הדיון בפני בית המשפט (פ/30.9.2013, 294, 25 - 295, 5):

"ת: צריך להבין שלב חוות הדעת שלי הוא לא סוגיית הדיבידנדים על אף שהתשובה לשאלתך היא כן, יש קשר כמובן בין הדיבידנדים לבין ההלוואות, לב חוות דעת שלי הוא <u>שהחברה לקחה הלוואות שהיא לא צריכה למען מטרה של בעל השליטה שלה ולא למענה. וההלוואות האלה לא שירתו ליצירת מקורות הכנסה חדשים ולא שירתו ליצירת אילו שהן השקעות או הקטנת סיכונים או משהו שהוא תכלית עסקית של החברה</u>. זה לב חוות הדעת".

ובהמשך (פ/30.9.2013, 457, 3-11):

"ת: מוקד חוות הדעת שלי הוא ריבית שהחברה נשאה לטובת הלוואות שהיא לא צריכה, אני בדקתי בדוחות הכספיים האם יש עדות לצורך שלה בהלוואות האלה, והתשובה היא שאין שום עדות לצורך שלה ולכן <u>המסקנה שלי היא שהיא לקחה הלוואות שלא לצרכיה היא, אלא רק לשם הדיבידנד</u>. היה ובפרוטוקולים של הדירקטוריון יתברר שיש צורך כזה, אדרבה תציגו אותו ואני אשמח לבחון ולראות אם יש לזה השלכות על חוות דעתי.

...

ת: אבל מכך שאתם לא מציגים אני מניח שאין".

זליכה עמד על גישתו זו, חרף העובדה שבמהלך הדיון בפני בית המשפט הסכים כי הנחת היסוד בעולם המימון היא שלכסף אין צבע (פ/30.9.2013, 306, 23 - 307, 1; 395, 14-19) וחרף זאת שהסכים כי דיבידנד מהווה חלק מהפעילות השוטפת של החברה, ומשכך הלוואה לצורך חלוקה הנה הלוואה לצורך הפעילות השוטפת (פ/30.9.2013, 453, 1-18).

136. אידלמן העלה בפני בית המשפט טענה מעניינת בהקשר זה ולפיה גם אילו היה מקום "לצבוע" את כספי ההלוואות שבזק נטלה, הרי שהגיוני יותר היה "לצבוע" אותן דווקא בדרך אחרת (פ/3.10.2013, 787, 2 - 788, 3):

"ת: זה מאוד ממוקד זה ייתן לך הסבר. תראה, תזרים מפעילות שוטפת ב-2011 היה 3.2 מיליארד ש"ח. הטענה שלי שתזרים מפעילות שוטפת בא לממן מספר נושאים בגדול השקעות, פירעון הלוואות וריביות, וחלוקת דיבידנד. הדרך שבה אני רואה את הדברים וכבר נאמר לא מעט בבית המשפט ואני לא רוצה להלאות בעניין של האם לכסף יש צבע, ברור שאי אפשר לשייך <u>אבל בדרך שבה אני רואה את מה שקרה ב-2011 בתזרים המזומנים, שהתזרים מפעילות שוטפת היה 3.2 מיליארד ש"ח, הדיבידנד היה 3.2 מיליארד ש"ח והדיבידנד שולם</u>

<u>מהתזרים מפעילות שוטפת. מנגד החברה הנפיקה אגרות חוב לזמן ארוך בסכום של 2.1 מיליארד ש"ח</u>...

...

<u>ולקחה הלוואות בנקים בסכום של 2.2, יחד 4.3 מיליארד ש"ח, הכסף הזה החברה השקיעה ברכוש לזמן ארוך, במקביל לגיוס לזמן ארוך ופרעה אגרות חוב סכום של 3.4 מיליארד ש"ח</u>. זה הסיפור. אז אפשר לבוא ולהציג את זה, אני מבין שהאינטרס של התובעים לבוא ולומר חילקם 3 מיליארד ש"ח הלוואה... אני אומר שהלוואות לזמן ארוך באות לממן וזאת הגישה העסקית, באות לממן השקעות לזמן ארוך, וכסף מזומן שנוצר מפעילות שוטפת שבמקרה הזה של 2011 פחות או יותר דומה לדיבידנד, ממנו משלמים דיבידנד. כי יש רווח, הרווח יוצר מזומנים, ומזומנים מפעילות שוטפת באים לשלם את הדיבידנד. <u>מכאן אני חוזר לתשובה לשאלה שלך, שאתה שואל אותי האם זה נכון שלקחתם הלוואה לצורך מימון הדיבידנד בגין הפחתת ההון ואני אומר לא. וזאת הדוגמה</u>".

137. לאחר שבחנתי את טענות הצדדים וללא הצורך להידרש לשאלה האם ניתן ויש מקום "לצבוע" את כספי ההלוואות שנטלה בזק כך או אחרת (במאמר מוסגר אציין כי בעולם המשפט ניתן להצביע על הקשרים בהם נעשה ייחוס של כספים מסוימים למטרה מסוימות, כמו למשל בעולם דיני המיסים. מנגד, בהקשרים אחרים המשפט מאמץ את הגישה ההפוכה, לפיה לכסף אין צבע ואין ריח. כפי שצוין בתפ"ח (מחוזי ת"א) 1016/09 **מ.י. פרק פמתא נ' סבן (עציר) ואח'** (10.9.2012), בהקשר של חילוט כספי עבירה: "**גם אם נתערבב רכוש אסור עם רכוש אחר (קרי: אם נתערבבו שחור ולבן)- מכתים הרכוש האסור את הרכוש האחר והשנים היו לאחד: רכוש אסור. כל פעולה כלכלית שעשו אפוא הנאשמים נגועה היא וכל רכושם- אסור הוא (במובן החוק)**"), הוכח בפני בית המשפט כי קיים קשר למצער עובדתי עקיף בין גיוסי החוב וחלוקות הדיבידנדים הנ"ל בכך שגם המשיבים מסכימים, בסופו של דבר, כי ההחלטה על ביצוע הפחתת ההון, כמו גם ההחלטה על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס, הובילה לגידול בצרכי המזומנים של החברה ומכאן גם לגידול בהיקף גיוסי החוב שביצעה. כך הודה סמנכ"ל הכספים של בזק בתקופה הרלוונטית, אלן גלמן, כדלהלן (פ/3.10.2013, 578, 9 - 580, 10):

"ש: עכשיו יש לי שאלה, ואני מראש מבקש שתענה לשאלה ולא הסבר כללי, בסדר? בצורה מדויקת, האם זה נכון שאילולא ההחלטות של החברה בדבר חלוקות דיבידנד בשנים למשל 2010-2012, האם זה נכון לקבוע שלולא הצורך הזה בחלוקות דיבידנד החברה גם לא צריכה ליטול הלוואות לפחות לא בשיעור שהיא נטלה? זה נכון?
ת: החברה לוקחת הלוואות לכלל צרכי העסקים שלה, כולל תשלומי דיבידנד, כולל תשתיות, כולל מחזור הלוואות אחרות.
ש: משהו לא היה ברור בשאלה שלי מר גלמן? כי אתה לא עונה לשאלה שלי, והאמת שדי צפיתי את זה.
ת: אני חושב שאין תשובה לדבר הזה בוודאי, זאת אומרת החברה יש לה המון צרכים לחברה, ברור, אם אתה רוצה לענות לשאלה אז תענה לשאלה, החברה נטלה הלוואות ואם החברה לא שילמה את הדיבידנדים אני חושב שהחברה הייתה לוקחת פחות הלוואות. אבל אי אפשר לייחס את כל ההלוואות לתשלומי הדיבידנד.

ש: אוקי, מסכים איתך. החברה למשל לקחה הלוואות, רק בסדר גודל כדי להבין, למשל בשנת 2011 4.7 מיליארד ש"ח הלוואות, בוודאי שאי אפשר לייחס את הכול לדיבידנד משום שרק 3 מיליארד ש"ח חילקה דיבידנד באותה שנה. זה תואם את מה שאמרת?
...
ת: לא, לא, אני הבנתי את השאלה אבל אין תשובה לשאלה הזאת כי ההלוואה הזאת אתה לא מייחס כל שקל מההלוואה.
ש: אני לא ביקשתי לייחס.
ת: התשובה היא ככה: שההלוואות האלה בזק בכל שנה השקיעה מעל, בסביבות בממוצע 1.5 מיליארד ש"ח בתשתיות, בזק גם כן מחזירה הלוואות במהלך השנים, בזק גם כן שילמה דיבידנדים וגם כן השתמשה בהלוואות האלה לצרכי מה שנקרא העסקים השוטפים של בזק. אז לכן לשאלה הספציפית הזאת כמה אני יכול לייחס לדיבידנד אני לא יכול להגיד לך.

ובהמשך לאותם דברים (פ/3.10.2013, 584, 16- 585, 11):

"ש: לא, לא צריך את הוויכוח על מה היה, אתה יכול להתקדם. סדרי הגודל של החלק ששימש להלוואות, אני מניח שאתה יכול להעריך למשל ביחס ל-2011?
ת: <u>אני חושב שבוא נגיד כך, שרוב ה-Leveraging up של בזק בקשר לדיבידנדים היה קשור לדיבידנד המיוחד להפחתת ההון ולא לדיבידנד השוטף</u>. זאת אומרת הנושא של ה-timing differences, הפרשי עיתוי במאה אחוז, הדיבידנד policy הוא בגדול יכול להיות ששנה אחת יש איזה שהוא Leveraging up ובשנה אחרת יש Leveraging down,אני לא יכול להגיד לך על רגל אחת מה קורה שם. אבל הייתה מטרה והיה חלק ממדיניות החברה שחלק מה-Leveraging up היה לדיבידנד המיוחד. כמה אפשר לייחס לזה?
ש: אתה אומר Leverage זה הלוואות.
ת: <u>אנחנו שילמנו בשת 2011 שתי מנות לדיבידנד מיוחד שהיה בערך מיליארד ש"ח, פחות או יותר במיליארד ש"ח האלה אני הייתי מניח שהסכום הזה היה מיוחס פחות או יותר לדיבידנד</u>.
ש: עכשיו אם יש לנו מיליארד ש"ח בשנה נתונה ואנחנו יודעים שמדובר באופן מצטבר ב-3 מיליארד ש"ח, <u>עד כמה אנחנו נהיה שוגים אם נניח שאותו דפוס בסדרי גודל כלליים חל גם על יתר המנות המיוחדות</u>? הרי המספרים של בזק לא השתנו דרמטית בתקופה הזאת.
ת: <u>אני לא חושב שאתה טועה</u>".

(כן, ראו: פ/3.10.2013, 585, 14 - 589, 8;ראו גם את אותם הדברים מפיו של אידלמן: פ/3.10.2013, 818, 7 - 820, 25; וכן דברי תורג'מן: פ/5.11.2013, 921, 25 - 922, 15).

וכך מסר גם יואב רובינשטיין, שכיהן בדירקטוריון "הקודם" של בזק במהלך התקופה הרלוונטית (המשיב 12 בבקשת אישור ורדניקוב), ביחס לגיוס החוב שביצעה החברה כשבוע ימים בלבד לאחר שהאסיפה הכללית אישרה את חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס (וכשבועיים וחצי לפני ביצוע חלוקה זו בפועל) (פ/5.11.2013, 1045, 15-22):

"ש: עכשיו אתה יודע שבאותו יום ב-14.04 שהייתה את ההחלטה על ניטלת ההלוואה הוא היה בצמוד לחלוקת הדיבידנד, נכון? שמועד התשלום ב-03.05, נכון?
ת: כן.

ש: אני רוצה להראות לך רגע כתבה, אתה יודע שאותה הלוואה ניטלה לצורך חלוקת הדיבידנד? אתה יכול לעשות את ההקשר פה בטח?
ת: אנחנו נגענו בזה כבר כמה וכמה פעמים, לעובדה שבה לחברה היו צרכים תזרימיים ואנחנו לא מבחינים כרגע בין אם זה לחלק דיבידנד ובין אם זה לעשות השקעה ברשת ה-NGN המתקדמת של בזק.
ש: אוקי אבל אותה הלוואה ספציפית בצמוד לדיבידנד.
ת: עם כל הכבוד אני מתייחס לאינטרפרטציה של עיתונאי למצב.
ש: מבחינתך.
ת: החברה לא, זו אינטרפרטציה עיתונאית למצב.
ש: נכון, אבל המצב הוא שאנחנו יודעים שהחברה גייסה תמיד בסמוך למתי שהיא צריכה ולפתע יש רווח לא תזרימי של 1.5 מיליארד ש"ח ולפתע באותו יום, שמתחלף הדירקטוריון מחליטים לחלק אותו שבועיים לפני חלוקת הדיבידנד. זה לא קשור לדיבידנד?
ת: אנא פרק את השאלה אולי לכמה מרכיבים כי זה.
ש: אתה לא רואה קשר בין אותה הלוואה לדיבידנד?
ת: <u>זה היה אחד השימושים שהיו</u>".

שנית, הוכח בפני בית המשפט כי בעת שהוחלט בדירקטוריון בזק על ביצוע הפחתת ההון וכן בעת שהוחלט על חלוקת הדיבידנד החצי שנתי שכלל את רווחי הפסקת איחוד יס, היה ידוע לחבריו כי הדבר יגדיל את צרכי המזומנים של החברה וכן כי קיימת סבירות ממשית כי הדבר יבוא לידי ביטוי בדרך של גיוס חוב או הגדלת היקף גיוסי החוב של החברה. כך בוודאי בעת ההחלטה על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס וכן, למצער ככל שמדובר במנות הראשונות של הפחתת ההון.

ראשית, הדבר נלמד מעצם העובדה שהמשיבים מסרו כי בטרם ההחלטה על ביצוע חלוקות אלו - בדומה לכל החלטה על חלוקת דיבידנד בבזק - בחנו חברי הדירקטוריון את מצב הנזילות של החברה ואת המקורות הזמינים לביצוע החלוקה בפועל (פ/3.10.2013, 660, 24 - 661, 4;).
אומנם, באופן מתמשך תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של בזק עלה על הרווח הנקי שלה, וזאת מאחר שנדרשה לרשום הוצאות פחת גבוהות באופן יחסי (משמע שגם "לאחר" חלוקת 100% מהרווח הנקי נותרו לחברה מקורות נזילות זמינים). אולם, לכל מי שהיה מאורע במצבה הכספי של החברה באותה עת היה מובן כי חלוקות הכוללות רווחים לא תזרימיים בהיקפים כה גדולים (3 מיליארד ש"ח במצטבר של הפחתת ההון וכ-1.5 מיליארד ש"ח של חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס) היו כאלו שניתן היה לדעת כי יגדילו את צרכי המזומנים של החברה מעבר להיקף המזומנים שהיה מצוי בקופתה (כמו גם מעבר למזומנים שהיו צפויים להיכנס מפעילותה העסקית השוטפת לאורך התקופה בה חולקו שש מנות הפחתת ההון, בין היתר, בהתחשב בנתוני העבר).

שנית, ידיעת הדירקטורים כנ"ל נלמדת גם מן התזמון והדמיון בין הסכומים של ההלוואות ושל אותן חלוקות. כאמור, בשלושת השבועות שבין אישור האסיפה הכללית ובין החלוקה בפועל של רווחי הפסקת איחוד יס (שהיקפם כ-1.583 מיליארד ש"ח) הוחלט על גיוס חוב בהיקף של 1.5

מיליארד ש"ח. זאת כחודש וחצי לאחר החלטת הדירקטוריון להמליץ לאסיפה הכללית על ביצוע החלוקה.

כשבוע ימים בלבד לפני חלוקת המנה הראשונה של הפחתת ההון גייסה בזק 2 מיליארד ש"ח וכחודש לאחר מכן הוחלט לגייס חוב בהיקף של 1.5 מיליארד ש"ח נוספים (באמצעות הנפקת סדרת אגרות חוב שהורחבה לאחר מכן בשל הביקוש להיקף של 2.7 מיליארד ש"ח). גיוסים אלו החלו כחצי שנה לאחר שדירקטוריון בזק החליט להמליץ לאסיפה הכללית לבצע את הפחתת הון, כחודשיים לאחר שניתן אישור עקרוני של בית המשפט לביצוע החלוקה וכחודש ימים לאחר אישור האסיפה הכללית.

שלישית, ידיעת הדירקטוריון כנ"ל נלמדת מכך שכבר במסגרת חוות הדעת שניתנה לדירקטוריון בזמן אמת, המעריכה מטעם בזק - חברת הייעוץ גיזה, זינגר, אבן בע"מ (להלן: "**גיזה**") - ביצעה את התחשיב של יכולת הפירעון של בזק בהתבסס על ההנחה שהחברה תגייס חוב בהיקף של 3 מיליארד ש"ח, במשך 3 שנים (ראו: נספח 25 לבקשת אישור זקן חמו). הדבר צוין במפורש בחוות דעתה של גיזה ומובן כי מדובר בנתון משמעותי ביותר שלא נעלם מעיניהם של חברי הדירקטוריון.

אינני מקבל, אפוא, את גרסתו של המשיב יצחק אידלמן בהקשר זה, כאשר טען כי מאחר ולא ניתן לצבוע את הכסף: "**אני לא מסכים שהוא** [הדירקטוריון - ח' כ'] **ידע שהוא צריך לגייס הון לטובת הנושא של הפחתת ההון ובעקבותיה חלוקת דיבידנד**"; וכן אינני מקבל את העולה מתשובתו - בכל הנוגע לידיעת המשיבים כנ"ל - כאשר עומת עם העובדה שהדירקטוריון (עליו הוא נמנה) התבסס על חוות דעתה של גיזה, אשר בחנה את יכולת הפירעון של החברה בהתבסס על הנחה של גיוס חוב בסך 3 מיליארד ש"ח, ומסר את הדברים הבאים(פ/03.10.2013, 785, 27 - 789, 1):

> **"אני כדירקטור בחברה, כמי שמכיר את החברה היטב ואת השוק, וגם בעברי כסמנכ"ל כספים שהגיש לדירקטוריון תזרימי מזומן וגיוסים וכולי, לא הייתי זקוק לגיזה, לחוות הדעת של גיזה בכדי לדעת שמצבה של בזק, מצבה הכספי הפיננסי ויכולת המזומנים של בזק היא איתנה, לכן כשאתה אומר התבססת נכון הייתה חוות דעת של גיזה שהוצגה, אבל <u>מבחינתי זה אולי הייתה תוספת</u>"**

כך, אינני מקבל את העולה מאותם דברים, כפי שנאמרו מפיו של גלמן (פ/3.10.2013, 593, 26 – 594, 6):

> **"ש: נכון, יש החזר חובות מר גלמן, זאת אומרת היא** [גיזה - ח' כ'] **מעריכה שתצטרך לגייס 1.47 מיליארד ש"ח.**
> **ת: ב-2011, כן.**
> **ש: ב-2011, נכון? עכשיו אם תוכל לראות, <u>הנתון הזה אתם ראיתם אותו בזמן אמת</u>? אין לנו ויכוח לגבי ההערכה של גיזה, נכון?**
> **ת: אני מניח שזו ההערכה שלהם שאנחנו, <u>אנחנו בוא נגיד אימצנו את ההערכה שלהם</u>".**

138. לאור כל האמור לעיל, נמצא כי בעת ההחלטה על הפחתת ההון חברי דירקטוריון בזק ידעו על הצורך שיתעורר בגיוס חוב נוסף, כפי שעלה גם מחוות דעת גיזה שהוצגה להם כבר בזמן אמת. עוד בדיווח המיידי שפרסמה בזק בדבר החלטת הדירקטוריון להמליץ לאסיפה על ביצוע הפחתת ההון נמסר כי חוות דעתה של גיזה הונחה בפני הדירקטוריון (נספח 22 לבקשת אישור זקן חמו). בנסיבות אלו וכשמדובר במהלך משמעותי בהיקפים כה גדולים, דווקא אילו חברי הדירקטוריון לא היו יודעים כי החברה תיאלץ לפנות לגיוס חוב משמעותי מצב הדברים היה חמור.

139. באשר לחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס, גלמן אישר במהלך הדיון בבית המשפט כי חברי הדירקטוריון ידעו שהחברה תצטרך לגייס חוב, שכן "**בכל דיון על דיבידנד אנחנו היה לנו דיון על liquidity איפה המקורות, מה אנחנו צריכים לגייס, מה המקורות הפנימיים...** ". לטענתו, צרכי המזומנים של החברה, לרבות ביצוע חלוקה זו, נבחנו עוד מראש במסגרת קביעת התקציב השנתי של החברה (פ/3.10.2013, 675, 19 - 678, 16). אולם, כך או אחרת, העולה מן הדברים ומכל האמור לעיל, הינו כי ביום 2.3.2010 - בעת החלטת הדירקטוריון להמליץ לאסיפה הכללית על ביצוע החלוקה שכללה גם את רווחי הפסקת איחוד יס - היה ידוע לדירקטורים המשיבים כי החברה תזקק לגיוס חוב נוסף.

140. סיכומו של דבר, הוכח בפני בית המשפט כי הפחתת ההון וחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס הביאו, למצער בעקיפין, להגדלת גיוסי החוב של החברה. כמו כן, נמצא כי חברי הדירקטוריון ידעו כי כחלק משינוי זה במבנה ההון של בזק תידרש החברה בסבירות גבוה למדי להגדיל את היקף גיוסי החוב שלה.

5.2 <u>רמת המינוף של בי-קום ועניינו האישי של אלוביץ' בחלוקת הדיבידנדים</u>

141. כאמור לעיל, בעניין **בן דב** קבעתי כי במקרים חריגים הצורך של בעל המניות בכספי הדיבידנדים, מטעמי נזילות - "**עלול ליצור חשש מהותי להטיית שיקול דעתו, להעדפת טובתו האישית על פני טובת החברה**". זאת על אף שהזכות לקבלת דיבידנדים באופן שוויוני מוקנית לכל בעל מניות מעצם החזקתו במניה וחרף העובדה שקבעתי כי אין לראות בחלוקת דיבידנדים כעסקה חריגה עם בעל שליטה. כפי שצוין שם (בפסקה 124):

> **"כל מקרה צריך להיבחן לפי נסיבותיו. בחינה זו ראוי שתתבצע רק אם ידוע על צורך קונקרטי של בעל המניות בכספי הדיבידנד (למשל, חוב קונקרטי מהותי ומשמעותי בעל מועד פירעון ידוע מראש). כמו כן ראוי להתחשב:**
>
> - **בגובה הסכום הדרוש לבעל המניות;**
> - **בדחיפות שבה הוא צריך לגייס סכום זה;**
> - **באפשרויות האחרות העומדות בפניו מלבד חלוקת הדיבידנד;**
> - **בהון העצמי של בעל המניות המושקע בחברה;**
> - **בשאלה האם בעל השליטה ערב אישית לחובות;**

- **וכן בכל נסיבה רלוונטית אחרת".**

142. להלן אסקור את רמת המינוף של בי-קום, בעלת השליטה בבזק, בהתאם לקריטריונים האמורים ובשתי נקודות זמן: (א) במהלך התקופה שבה הושלמה רכישת השליטה בחברה ובוצעה חלוקת הדיבידנדים שכללה את חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס (קרי, החל מסוף שנת 2009 ועד חודש מאי 2010); ו-(ב) בעת ההחלטה על ביצוע הפחתת ההון ובמהלך התקופה בה בוצעו ארבע המנות הראשונות (והרלוונטיות) של הפחתת ההון (קרי, החל מסוף שנת 2010 ועד לתום התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור בחודש אוקטובר 2012).

<u>רמת המינוף של בי-קום בסמוך לאחר רכישת השליטה בבזק ובעת חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס</u>

143. לטענת המבקשים, בעת רכישת השליטה בבזק לבעלת השליטה הייתה קיימת תלות מהותית ביותר בחלוקות הדיבידנדים בידי החברה. זאת, לאור המינוף הגבוה בו בוצעה העסקה בידי בי-קום ולאור מצבת ההתחייבויות הקשיחה שלה כלפי הגורמים שמימנו עבורה את העסקה.
לטענת המשיבים, לעומת זאת, הגם שחלוקות הדיבידנדים בידי בזק היוו חלק משמעותי מתכנית המימון של בי-קום לרכישת השליטה בחברה, רמת המינוף ומצבת ההתחייבויות של בעלת השליטה בעת השלמת העסקה לא היו כאלו שהקימו לה או לאלוביץ' עניין אישי בביצוע אותן החלוקות.

144. כפי שצוין לעיל בי-קום רכשה את השליטה בבזק במחיר כולל של כ-6.5 מיליארד ש"ח. על פי המצגת למשקיעים שפרסמה בי-קום בחודש פברואר 2010, תכניתה למימון העסקה הייתה כדלקמן:

- 1.5 מיליארד ש"ח **הון עצמי** שמקורם במכירת פעילות התקשורת הקודמת של בי-קום (כ-1.2 מיליארד ש"ח) וכן ביתרות קודמות של החברה.
- כ-250 עד 400 מיליון ש"ח **הון עצמי** שמקורם בהנפקת הון צפויה לבעלי מניות בי-קום (בפועל, בחודש מרץ 2010 גייסה בי-קום 400 מיליון ש"ח בדרך של הנפקת מניות שוויונית, פרו-רטה, לבעלת השליטה בה - אינטרנט זהב - ולבעלי מניות המיעוט).
- **אשראי בנקאי** מידי קונסורציום בראשות בנק הפועלים, בסך כולל של כ-3.9 מיליארד ש"ח, על פי ההרכב הבא:
  - הלוואה בסך 2 מיליארד ש"ח שתוחזר ב-13 תשלומים חצי שנתיים שווים (של קרן וריבית), החל מחודש נובמבר 2010 ועד לשנת 2016.
  - הלוואת בולט בסך של 700 מיליון ש"ח, כאשר מועד פירעון הקרן נקבע לשנת 2016.
  - הלוואת בולט בסך של 1.2 מיליארד ש"ח, כאשר מועד פירעון הקרן נקבע לשנת 2017.

- **הלוואה** מידי חברת הביטוח ״מגדל״, בסך כולל של כ-500 מיליון ש״ח, כאשר מועד פירעון הקרן נקבע לשנת 2017.
- 700 מיליון ש״ח, **הצפויים להתקבל מחלוקת הדיבידנד** החצי שנתי של בזק בחודש מאי 2010, אשר כולל את חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס (מדובר בחלקה היחסי של בי-קום בדיבידנד הכולל, שגובהו כ-2.453 מיליארד ש״ח).

הלכה למעשה, בי-קום נטלה ״הלוואת גישור״ במח״מ של חודש בסך 700 מיליון ש״ח, אשר נועדו להיפרע עם קבלת הדיבידנד האמור (פ/5.11.2013, 982, 11-17).

סך כל סכומים אלו הינו 7 מיליארד ש״ח, אשר נועדו לביצוע העסקה בהיקף 6.5 מיליארד ש״ח (פירוט נוסף של תכנית המימון מצוי בעמודים הרלוונטיים מהדוח השנתי (F-20) של בי-קום לשנת 2010, אשר צורפו כנספח 10 לבקשת אישור חמו**).**

145. ולהשלמת התמונה יש להוסיף ולציין כי באותו מועד גם לאינטרנט זהב, חברת האם של בי-קום (כ-75% דאז), היה קיים חוב בהיקף של כ-400 מיליון ש״ח.

146. לטענת המבקשים, בי-קום השלימה את רכישת השליטה באמצעות הון עצמי של כ-1.5 מיליארד ש״ח, אשר היוו כ-20% בלבד מסכום העסקה. לגישתם, מינוף של כ-80% הינו ״מינוף עצום״ (התביעה הנגזרת שצורפה לבקשת אישור ורדניקוב, בעמ׳ 9), אשר הקים עניין אישי לאלוביץ׳ ולבי-קום, כאשר לזו אחרונה לא הייתה כל פעילות עסקית נוספת זולת החזקת מניותיה של בזק.

לגישת המבקשים, חשוב להדגיש כי כל מניות בזק שנרכשו בידי בי-קום במסגרת העסקה לרכישת השליטה בחברה (כ-814 מיליון מניות), וכן כל הדיבידנדים שהיו צפויים להתקבל בגינן, שועבדו לטובת הגורמים שמימנו את רכישת השליטה (**סיכומי זקן חמו**, בעמ׳ 54). כן ״היתר השליטה״ בבזק שקיבלה בי-קום מידי משרד התקשורת, אסר על הפרדתו של גרעין שליטה זה (המהווה 30% ממניות החברה) וקובע כי לא ניתן למכור מניות אלו לצד שלישי אלא כמקשה אחת - מה שהקשה על היכולת התזרימית של בי-קום (פ/5.11.2013, 925, 7-26).

עוד לטענת המבקשים, ״הלוואת הגישור״ בסך 700 מיליון ש״ח הנ״ל וההתבססות בתכנית המימון על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס בסמוך לאחר רכישת השליטה, מוסיפות ומעידות על מידת התלות של בי-קום בחלוקות מצד בזק. לטענתם, אלמלא חלוקת רווחי הפסקת איחוד דוחות יס לא הייתה יכולה בי-קום לפרוע את אותה הלוואת גישור.

כמו כן, המבקשים ביקשו להצביע על כך שבמהלך הדיון בפני בית המשפט הודה מנכ״ל ביקום, תורג׳מן, כי במסגרת העסקה ״**המקור העיקרי לשירות החוב של ביקום היו דיבידנדים מבזק, גם אז וגם היום**״ (פ/15.11.2013, 947, 10-11). וכך גם דווח בידי בי-קום במסגרת תשקיף המדף שפרסמה בחודש ספטמבר 2010 (**סיכומי ורדניקוב**, פסקה 220-222) ובידי חברת מדרוג, אשר דירגה את אגרות החוב של בי-קום (**סיכומי ורדניקוב**, פסקה 225).

וכן המבקשים ביקשו להצביע על כך שתורג׳מן ״הודה״ כי - בהתעלם מאפשרויות מימון אחרות ובהתבסס אך ורק על חלוקת הדיבידנדים של בזק - בכדי לפרוע את החוב האמור של אינטרנט

זהב (בסך 400 מיליון ש"ח) "במעלה הפירמידה", נדרשה בזק לחלק במשך 5 שנים דיבידנדים בסך מצטבר של למעלה מ-20 מיליארד ש"ח (פ/5.11.2013, 979, 22 - 981, 24).

147. לעומת זאת, לטענת המשיבים, חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס הייתה לגיטימית, ידועה וצפויה מראש ועל כן בי-קום פעלה בהתבסס על הנחה של נזילות אפקטיבית של 2.2 מיליארד ש"ח (פ/5.11.2013, 945, 12-18). לגישתם, רכישת נכס בשווי 6.5 מיליארד ש"ח באמצעות הון עצמי של 2.2 מיליארד ש"ח הינה סבירה ומקובלת, ובוודאי שאינה מקימה עניין אישי יוצא דופן לבעלת השליטה.

לטענתם, הדיבידנד שכלל את חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס אושר בדירקטוריון "הקודם" ובאסיפה הכללית של בזק עוד לפני שהעסקה הושלמה, ומבלי שהיו לאלוביץ' או למי מטעמו יד ורגל בדבר (פ/5.11.2013, 964, 26 - 965, 6; 971, 3 - 972, 9). כמה חודשים קודם לכן וכחודשיים לפני הדיווח בדבר חתימת ההסכם המותנה למכירת השליטה, ביום 23.8.2009, בזק כבר דיווחה על כך שהיא צפויה להפסיק את איחוד דוחות יס ולרשום את אותם הרווחים. בי-קום הסתמכה רק על דוחותיה הפומביים של בזק. וכמקובל בהסכמים מסוג זה, בכדי לשמר את התמורה שנקבעה בהסכם המותנה בין בעלת השליטה הקודמת ובין בי-קום, נכלל בהסכם גם "סעיף התאמת דיבידנדים" הקובע כי הרוכשת תהיה זכאית לכספים שיחולקו בידי בזק בתקופה שבין חתימת העסקה ובין מועד השלמתה בפועל. כפי שמסר תורג'מן בבית המשפט (פ/5.11.2013, 975, 16-17):

> **"ת: המוכר מכר לנו בעסקה AS IS, זהו. לחצנו יד, נקבע מחיר, מאותו רגע כל דיבידנד לא משנה הסכום שלו אם זה 700, 400 או 200 הוא שלנו, זהו זו הייתה העסקה".**

עוד המשיבים הדגישו כי, למעשה, מתוך חלקה של בי-קום בדיבידנד החצי שנתי שחולק בידי בזק בחודש מאי 2010 (אותם 700 מיליון ש"ח הנ"ל), חלקם היחסי של רווחי הפסקת איחוד יס היה כ-400 מיליון ש"ח בלבד ואילו יתר ה-300 מיליון ש"ח הנוספים היו ממילא "רווחים שוטפים" שמקורם בפעילות העסקית של החברה (פ/5.11.2013, 961, 15 - 963, 9).

כמו כן, לטענת המשיבים, ממילא באותה עת בי-קום הייתה חברה משגשגת ויציבה אשר גורמים רבים בשוק ההון "הידפקו על דלתה", ובפניה ניצבו מספר אפשרויות אלטרנטיביות לגיוס אותם 400 מיליון ש"ח כהון או כחוב - בתנאים נוחים, בזמן קצר ובקלות רבה. כפי שמסר תורג'מן (פ/5.11.2013, 963, 15 - 964, 5):

> **"ש: לא ידעת** [בוודאות על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס - ח' כ']. **אז למה אם לא ידעת בוודאות, זה לא מסתדר עם העובדה למה לא לקחת הלוואה או Bullet, או הלוואה ארוכה יותר שבה אתה לא מסתכן? אתה הסתכנת בביזוי של בי-קום בעסקה, אם התשלום הראשון של 700 מיליון ש"ח לא היה נפרע, לא היה לך מקור אליו, אני חושב שהשוק היה מגיב בקיצונית.**

> **ת: לא, אתה טועה, אתה טועה מאוד ואני אסביר לך, בפברואר ובמרץ 2010 התדפקו על דלתותיי כל שחקני שוק ההון בישראל, כל המערכת הישראלית הבנקאית וכל הבנקים בחו"ל, אם הייתי רוצה לגייס אז לא 400, הייתי רוצה לגייס 1.4 מיליארד הייתי יכול לעשות את זה בפרק זמן קצר, הייתי עושה את זה ב-24 שעות. אגב יעידו על כך שני גיוסי הון שעשיתי באותו חודש, גם גיוס equity של 400 מיליון ש"ח במרץ 2010, בדיוק חודש לפני ההליך שאתה מדבר עליו וגם גיוס חוב בבקום, סליחה הרחבה באינטרנט זהב סדרה ב' בפברואר 2010 של עוד 400 מיליון ש"ח. אני גייסתי באותו חודש 800 מיליון ש"ח, 400 ב-equity ו-400 בחוב. אז היו עוד 300".**

לצד זאת, לאחר השלמת העסקה נותרו בקופת בי-קום יתרות נזילות בהיקף של כ-143 מיליון ש"ח.

כך גם באשר לחוב הנ"ל של חברת אינטרנט זהב בסך 400 מיליון ש"ח, תורג'מן טען כי ממילא עמדו בפניו מספר אפשרויות נוספות זולת חלוקת הדיבידנדים מידי בזק לבי-קום ופעם נוספת מידי בי-קום שכבה נוספת מעלה לאינטרנט זהב.

כך, כל מניותיה של אינטרנט זהב בחברת בי-קום - ששווין עמד באותה עת על כ-3 מיליארד ש"ח - היו חופשיות מכל שיעבוד. כמו כן, יכלה אינטרנט זהב למכור כ-10% בלבד ממניות בי-קום תמורת 300 מיליון ש"ח ולהמשיך לשלוט בה בהחזקה של כ-65% מהון המניות המונפק והנפרע. בנוסף, בדומה לבי-קום גם אינטרנט זהב יכולה הייתה לפנות לביצוע גיוס נוסף של כספים - כהון או כחוב.

הלכה למעשה, תורג'מן העיד כי בניגוד לטענת המבקשים חלוקה של כ-20 מיליארד ש"ח מצד בזק לא הייתה הכרחית ואף לא נחוצה לאינטרנט זהב, כדלהלן (פ/5.11.2013, 983, 7-9):

> **"אז המציאות מראה בוודאות שאתה טועה, <u>אינטרנט זהב לא משכה שקל מבי-קום בארבע השנים האחרונות</u> ועדיין משרתת את החוב שלה".**

לטענתו של תורג'מן, אי-החלוקה בידי בי-קום נבעה מהיעדר "עודפים ראויים לחלוקה" מבחינה חשבונאית חרף העובדה שמצבה הפיננסי של זו האחרונה היה ועודנו איתן.

148. לאחר שבחנתי היטב את טענות הצדדים לעניין זה ואת מכלול העובדות הרלוונטית אשר הובאו בפני בית המשפט, מצאתי כי חרף העובדה שתכנית המימון של בי-קום התבססה באופן משמעותי על חלוקות הדיבידנדים מצד בזק, לא ניתן לומר כי בעת השלמת העסקה לרכישת השליטה בחברה מדובר היה באותן נסיבות חריגות שנזכרו בעניין **בן דב** המקימות עניין אישי מצד בי-קום או מצד אלוביץ' בחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס.

אומנם לא ניתן לכחד כי בי-קום ניצבה באותה עת בפני מצבת התחייבויות גדולה מאוד מבלי שהייתה לה כל פעילות עסקית זולת החזקת מניותיה בבזק. ואומנם, לא ניתן לחלוק על כך שבי-קום התבססה, באופן משמעותי, על חלוקת הדיבידנדים מצד בזק בכדי להשלים את עסקת ה-LBO ולעמוד בהתחייבויותיה כלפי הגורמים הממנים. אולם, מנגד,

לא ניתן להתעלם מן העובדה שבמהלך אותה התקופה פירמידת החברות בשליטתו של אלוביץ' הורכבה מחברות מובילות וחזקות מאוד מבחינה פיננסית, אשר בידיהן היה גם הון עצמי בהיקף לא מבוטל. רמת המינוף של בי-קום הייתה גבוהה, אך לא יוצאת דופן בצורה קיצונית ביחס לעסקאות רכישה ממונפת, בייחוד כאשר נלקחת בחשבון גם חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס, עליה דיווחה בזק כבר מבעוד מועד. רובם הגדול של חובותיה של בי-קום לא היו צריכות להיפרע תוך זמן קצר, אלא דווקא בטווח הזמן הארוך. כפי שציין תורג'מן בעדותו - שלא נסתרה בידי המבקשים - בפני בי-קום ואינטרנט זהב ניצבו מספר אלטרנטיבות נוספות למימון פירעון חובותיהן. העובדה שבי-קום צברה במשך תקופה זו יתרות נזילות משמעותית מבלי שנדרשה לחלק דיבידנדים לאינטרנט זהב (בדרך של הפחתת הון, בהיעדר עודפים ראויים לחלוקה) מדברת בעד עצמה.

כן אינני מקבל את טענת ורדניקוב כי די בהתבססותה של בי-קום על מדיניות החלוקה של 100% מהרווח הנקי החצי שנתי מצד בזק, בכדי להקים לה "עניין אישי" בהחלטה על ביצוען של אותן החלוקות. מעבר לכל האמור לעיל בדבר מצבן הפיננסי של בי-קום ואינטרנט זהב, בהקשר זה יש לחזור ולציין כי "עניין אישי" מתבטא ב"זיקה עודפת" שיש לבעל המניות מעבר לעצם החזקתו במניות החברה. ואולם, לאחר כ-5 שנים בהן בזק חילקה באופן קבוע 100% מהרווח הנקי שלה (וכשנה לאחר שהצהירה כלפי כולי עלמא כי זוהי מדיניותה) קשה לומר שההסתמכות על אותה מדיניות מהווה זיקה <u>עודפת</u>, שכן במצב דברים זה סביר להניח כי כל בעל מניה לקח בחשבון גם את העובדה שהחברה מחלקת באופן קונסיסטנטי 100% מרווחיה.

<u>רמת המינוף של בי-קום במהלך הפחתת ההון</u>

149. לטענת המבקשים, גם בעת ההחלטה על הפחתת ההון ובעת שאושרה כל אחת מארבע המנות הראשונות של הפחתת ההון, צרכי המזומנים הדוחקים של בי-קום, מצבה הפיננסי ורמת המינוף הגבוהה שלה, יצרו לה ולאלוביץ' "עניין אישי" בהחלטותיה של בזק.

באופן קונקרטי, לטענת ורדניקוב, מאחר ובי-קום נדרשה לעמוד בקצב החזר הלוואות שנתי גבוה של כ-950 מיליון ש"ח בממוצע, היה עליה "להביא את בזק" לביצוע חלוקה של כ-3.1 מיליארד ש"ח מדי שנה במשך 8 שנים (וכ-24.8 מיליארד ש"ח סך הכול). ומאחר וחלוקת 100% מהרווח הנקי של בזק באותה תקופה עמד על כ-2 מיליארד ש"ח "בלבד" מדי שנה, בי-קום נדרשה להביא את בזק לבצע את הפחתת ההון ובכך לחלק כל שנה כמיליארד ש"ח נוספים (**סיכומי ורדניקוב**, סעיפים 204-245; **וכן בתביעה הנגזרת שצורפה לבקשת אישור ורדניקוב**, בעמ' 29-30).

150. לטענת המשיבים, לעומת זאת, הפחתת ההון הייתה יוזמה של בזק עוד בתקופת בעלת השליטה הקודמת, אך היא לא נכללה בתכניות המימון של בי-קום לרכישת השליטה בחברה. כפי שמסר תורג'מן במהלך הדיון (פ/5.11.2013, 1003, 12 - 1005, 1):

"ש: מאיפה באה היוזמה לעשות את הפחתת ההון?
ת: מבזק, מהחברה.
ש: מהחברה?
ת: כן.
ש: ולא עניין אתכם?
ת: לא, לא עניין אותי.
ש: טוב, אוקי. אני חוזר בי מהאמירה לעניין הכנות שלך.
בית המשפט: כן, אני אקשה עליך בעניין הזה, מזה לא עניין אותך? זה הוצג בפני אלוביץ' לפני שהוא רכש את השליטה, כך מעידים העדים שהעידו כבר. אז איך יכול להיות עניין כזה עם סכום עתק, לא עניין אותך? לא דסקסתם את זה? לא דיברתם על זה?
ת: א. הוא שאל מי יזם, אבל היה לי תכנית עבודה, תכנית העבודה שלי הניחה שלא יהיה דיבידנד מיוחד ולאו יהיו הנפקות של פלאפון ולא יהיה שום upside. בזק תעמוד במדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף שלה, 100% מהרוח הנקי ועל סמך זה בניתי את תכנית העבודה, התמקדתי בתכנית העבודה. ברור שברגע שדווח שהולכת להיות חלוקה של דיבידנד מיוחד, התאמתי את עצמי למציאות החדשה. אבל עד אותו רגע בטח לא חשבתי על זה, ובטח לא יזמתי את זה, זו הייתה הכוונה".

וכן תורג'מן מסר (פ/ 5.11.203, 947, 10 - 948, 16):

"ת: המקור העיקרי לשירות החוב של בי-קום היו הדיבידנדים מבזק, גם אז וגם היום.
ש: אז הצגת להם [לגורמים הממנים של עסקת ה-LBO - ח' כ'] **תכנית מה צפוי מבזק דיבידנדים וכולי וכלי נכון?**
ת: כן.
ש: בתכנית הזאת הכנסת גם את רווחי שערוך YES, כי כבר צפית שהם התקבלו?
ת: נכון.
ש: ואתה עומד על הטענה שלך שאת הפחתת ההון לא הכנסת שם?
ת: חד משמעי.
בית המשפט: חד משמעי לא?
ת: חד משמעי לא הכנסתי.
...
בית המשפט: סליחה את יודע שגלמן העיד בישיבה הקודמת שכבר ב-2008 הוא קבע את התכנית של הפחתת הון?
ת: אני לא יודע מה גלמן העיד בישיבה הקודמת, אני יודע שכבר בעשור הקודם ב-2004 וב-2005 וב-2006 כשאנשים דיברו בשוק ההון על upsides בבזק, עלו כל מיני דברים כמו הפחתת הון, כמו שווי נכסי הנדל"ן של בזק. כמו העבודה שחברת הבת פלאפון רשומה בשווי מאוד נמוך בספרים ביחס למחיר האמיתי שלה. כמו סינרגיה אפשרית בעתיד בין YES, ובין זה. זה לא מיני דברים שעלו, כ- upsides אפשריים בעסקה, זה לא משהו שידענו שקורה... אלו מספרים ומשפטים שכל שחקן בשוק ההון ידע להגיד אותם, לפני עשר שנים גם".

וכן (פ/5.11.2013, 928, 11-17):

"ת: הדיבידנדים שקיבלנו מבזק היו גבוהים יותר ממה שצפינו בתכנית המקורית שלנו, ואפשרו לנו לבצע פירעונות מסוימים בלוחות הסילוקין מוקדם מהצפוי".

לפיכך, טענו המשיבים, כי לא ניתן לקשור בין ההחלטה על הפחתת ההון לבין מצבה הפיננסי של בי-קום ורמת המינוף בה פעלה.

151. המבקשים, מנגד, ביקשו להתמקד בתקופה שבין מאי ויולי 2012, במהלכה שוק ההון הישראלי חווה משבר (ובוצעה חלוקת המנה השלישית של הפחתת ההון יחד עם חלוקה "שוטפת" של 100% מהרווח הנקי החצי שנתי של בזק).לטענת המבקשים, באותה תקופת משבר גם בי-קום הייתה מתקשה לפרוע את חובותיה, אלמלא בזק הייתה מבצעת את הפחתת ההון. כך (תורג'מן: פ/5.11.2013, 932, 7-26):

"ש: עכשיו אתה זוכר שב-2012 הייתם כל הקבוצה, כל הפירמידה במשבר אדיר? אתה זוכר את זה?
ת: לא יודע כל הקבוצה.
ש: או שהספקת לשכוח? כל הקבוצה זה אומר ככה, תיכף אני אראה לך גרפים, אינטרנט זהב ובי-קום ירדו בין 80 ל-90% המניות באמצע 2012?
ת: כן.
ש: בזק ירדה 70%?
ת: אני לא חושב שבזק ירדה 70&.
ש: 67% או 70%.
עו"ד כהן: זה כולל דיבידנד או לא כולל?
ת: אתה לא מבצע [תיאום - ח' כ'] **דיבידנד.**
בית המשפט: זה ההסבר שהעד יכול לתת, מה? אני סומך עליו.
עו"ד ללקין: תשואות האג"ח של אינטרנט זהב הגיעו ל? באותה תקופה 2012?
ת: 43%
ש: 43%, ביקום?
ת: 23-24.
ש: אי אפשר לגייס כסף, נכון? בתשואות כאלה?
ת: נכון, אי אפשר.

ואולם, בעדותו תורג'מן התנגד לעמדת המבקשים ומסר כי גם בשיאו של אותו משבר יכולה הייתה בי-קום לעמוד בהתחייבויותיה, כדלהלן (פ/5.11.2013, 934, 16 - 935, 25)– (להשלמת התמונה יש להבהיר כי בתאריכים 10.3.2011 ו-14.3.2011 בי-קום רכשה כ-30 מיליון מניות נוספות של בזק מעבר לגרעין השליטה בן ה-814 מיליון מניות אותו רכשה בחודש אפריל 2010. בניגוד לגרעין השליטה, מניות אלו - שמחירן נע באותה תקופה בין כ-120 מיליון ש"ח לכ-200 מיליון ש"ח - היו חופשיות מכל שיעבוד ולא חלה כל מניעה על המסחר בהן מבחינת היתר השליטה בבזק מטעם משרד התקשורת (ראו: פ/5.11.2013, 918, 23 - 919, 7)):

> **"בית המשפט: בהנחה שלא היה לכם הדיבידנד מבזק נוכח המשבר של אמצע 2012 היו בפניכם, הייתה בפניכם אפשרות אחת ויחידה לעמוד בהתחייבויות שהיא למכור חלק מההחזקות שלכם?**
> **ת: אני מעריך שיכולנו למכור חלק מההחזקות שלנו בהחלט, זו תשובה ודאי שהיא נכונה. אני גם רוצה לבוא ולהגיד שהמשבר בביקום אותם 23% שהוא דיבר מקודם אנחנו מדברים פה בדיוק על חודשיים שלושה, שכל שוק החוב בישראל היה בהיסטריה בין מאי ויולי 2012, לנו היה ברור שמדובר בפאניקה. היינו עם יתרות נזילות של שנתיים ויותר בקופה, ידענו שהמשבר יעבור וידענו שהשוק יתקן.**
> **ש: אתה ידעת שהמשבר יעבור?**
> **ת: לי היה ברור שהמשבר יעבור מקודם ציטטו אותי מאיזו שהיא כתבה, בוא נעבור על שש הנקודות שאמרתי שם, כולן קרו.**
> **בית המשפט: א. מאדוני לא ניתן לצפות אחרת בתקשורת, רק חסר שתגיד שלא נעבור את המשבר. ב. מלבד מיעוט החזקות איזו אופציה אחרת הייתה לכם?**
> **ת: הנפקת הון, בעלי המניות יכלו להזרים הון עצמי בדיוק כמו שעשו במרץ 2010, בדיוק אותו דבר. במרץ 2010 הזרימה בעלת השליטה אינטרנט זהב 300 מיליון ש"ח, בעל מניות הציבור הזרימו 100 מיליון ש"ח.**
> **...**
> **ש: אינטרנט זהב יכלה להזרים ב-2012 לבי-קום כספים?**
> **ת: אינטרנט זהב גייסה בינואר 2012 כמעט 80 מיליון ₪, שלושה חודשים, אנחנו מדברים על פער של שלושה ארבעה חודשים. מעבר לזה הנפקות ההון יכולות להתבצע גם בדרך של הנפקת הון מהבעלים של אינטרנט זהב לאינטרנט זהב ומשם בשרשור למטה.**

וכן בהמשך (פ/5.11.2013, 937, 14-20):

> **"ת: אינטרנט זהב החזיקה בתקופת המשבר 80% מבי-קום, כל המניות האלה לא משועבדות היו, תיאורטית אם הייתי עם הגב אל הקיר והייתי נדרש לבצע מעשה יכולתי למכור את כל ההפרש בין 80 ל-51%, בלי קבלת אישור של אף אחד. יכולתי למכור 29% ממניות בי-קום ולגייס מאות מיליוני שקלים באותו רגע. לשלוט בבי-קום מספיק 51%, לא צריך 80%, יש פה buffer גדול".**

152. לאחר שבחנתי היטב את טענות הצדדים ואת מכלול העבודות שהובאו בפני בית המשפט לעניין זה, הגעתי לכלל מסקנה כי גם במהלך הפחתת ההון רמת המינוף של בי-קום ושל החברות במעלה הפירמידה שבשליטת אלוביץ' ומצבן הפיננסי, לא הקימו את אותן הנסיבות החריגות שנזכרו בעניין **בן דב**, המקימות לאלוביץ' או לבי-קום עניין אישי בביצוע הפחתת ההון. זאת גם נכון לתקופת "המשבר" שבין החודשים מאי ויולי 2012. אומנם אינני מקבל את גרסתו של תורג'מן במלואה. אינני מקבל את הטענה כי אלוביץ' ובי-קום "לא התעניינו" בהפחתת ההון בעת שרכשו את השליטה בבזק. ואינני מקבל את תשובתו של תורג'מן, אשר תוקנה בהמשך הדיון, כי בתקופת המשבר "**היינו עם יתרות נזילות של שנתיים ויותר בקופה, ידענו שהמשבר יעבור**". באותה עת היו בקופת בי-קום 250 מיליון ש"ח "בלבד" ואילו רק בשלב מאוחר יותר החלה בי-קום לשמור יתרות נזילות לשנתיים קדימה ויותר.

אולם, למרות זאת לא ניתן להתעלם מאיתנותן הפיננסית של בי-קום ואינטרנט זהב והאפשרויות הרבות שעמדו בפניהן לצורך העמידה בהתחייבויותיהן, זולת הפחתת ההון בבזק, וזאת אף בשיאו של המשבר שפקד את השוק כולו. כאמור, באפשרות בי-קום היה למכור או לשעבד כ-30 מיליון מניות בזק;באפשרות אינטרנט זהב היה למכור או לשעבד כ-30% ממניות בי-קום;כמו כן, אינטרנט זהב יכלה להזרים לבי-קום את ההון שגייסה זמן קצר קודם לכן (80 מיליון ש"ח); ואולי אפילו לבצע הזרמת הון נוספת. כמו כן, יש לזכור כי חלקה של הפחתת ההון מתוך הדיבידנד שקיבלה בי-קום במהלך תקופת המשבר (המנה השלישית) היווה רק כשליש. מתוך 1.574 מיליארד ש"ח שחולקו בחודש מאי 2012, כ-1.074 מיליארד ש"ח היוו 100% מהרווח הנקי החצי שנתי של בזק, ובי-קום הייתה אמורה לקבל למעלה מ-30% מהם (קרי, למעלה מ-300 מיליון ש"ח) גם ללא הפחתת ההון. כל אלו בצירוף 250 מיליון ש"ח שהיו בקופת בי-קום יכלו לאפשר לה, במידת הצורך, להמשיך בפעילותה ולעמוד בהתחייבויותיה, אף מבלי לגייס חובות נוספים.

סיכומו של דבר, הגם שלאלוביץ' ולבי-קום היה עניין רב בחלוקות הדיבידנדים בהן עסקינן (ובהלוואות שנלוו להן), לא מצאתי כי היה להם "עניין אישי" בחלוקות אלו כהגדרתו של מונח זה בחוק החברות וכפי שצוין בעניין **בן דב**.

5.3 <u>*השפעתו של אלוביץ' על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק*</u>

153. במסגרת ההליך דנן הוכח בפני בית המשפט כי קיים חשש ממשי כי למן העברת השליטה בחברה לאלוביץ' הייתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק, הגם שלא נמצא כי היה לו "עניין אישי" בקבלת ההחלטות על ביצוע גיוסי החוב וחלוקות הדיבידנדים שבנדון.

ממצא עובדתי זה מבוסס על הנקודות הבאות:

ראשית, אין חולק כי 7 מתוך 13 חברי דירקטוריון בזק בתקופה הרלוונטית - שאול אלוביץ', אור אלוביץ, אורנה אלוביץ', אליהו הולצמן, עמיקם שורר, ופליקס כהן - מונו לתפקידם בחברה מטעמו של אלוביץ' (פ/3.10.2013, 562, 13) (להלן: "**הדירקטורים מטעם בעל השליטה**").

כפי שצוין לעיל, אלוביץ' עצמו אף כיהן כיו"ר הדירקטוריון של החברה; אור אלוביץ' הוא בנו ואורנה אלוביץ' היא כלתו.

שנית, אין חולק כי הדירקטורים מטעם בעל השליטה לא קיבלו במישרין שכר מבזק כנגד כהונתם בדירקטוריון (פ/3.10.2013, 562, 13-23). כל השישה קיבלו שכר מידי חברת יורוקום תקשורת - החברה הפרטית אשר באמצעותה שולט אלוביץ', בשרשור, בבזק(להלן: "**יורוקום תקשורת**"). כפי שמסר מנכ"ל בי-קום, דורון תורג'מן, בדיון בבית המשפט (פ/5.11.2013, 1001, 14-27):

> **"ת: כל הדירקטורים מטעם יורוקום וחברות בנות מקבלים שכרם אך ורק מיורוקום תקשורת, לא מהחברות שבהן הם דירקטורים".**

בין בזק ובין יורוקום תקשורת נחתם בסמוך להעברת השליטה בחברה, בחודש אפריל 2010, הסכם למתן שירותי ניהול וייעוץ שוטפים - עבור החברה - בתמורה לסך שנתי של כ-1.2 מיליון דולר (להלן: "**הסכם הייעוץ**").

לטענת המבקשים, התמורה ששילמה בזק במסגרת הסכם הייעוץ שולמה כנגד שני רכיבים: (א) תשלום בעקיפין של שכר דירקטורים ושכר יו"ר דירקטוריון לשבעת הדירקטורים מטעם בעל השליטה; ו-(ב) תשלום כנגד ייעוץ שוטף לחברה, ששולם ליורוקום תקשורת, תחת הכותרת "דמי ניהול ויעוץ".

לטענת המשיבים, לעומת זאת, במסגרת הסכם הייעוץ לא שולם לדירקטורים מטעם בעל השליטה שכר כנגד כהונתם בדירקטוריון בבזק, אלא שולמו אך ורק דמי הניהול והייעוץ ליורוקום תקשורת. כך מסר גלמן בפני בית המשפט, כדלהלן (פ/3.10.2013, 563, 21-24):

> **"ש: בעל השליטה מקבל כסף עבור אותם דירקטורים?**
> **ת: לא, בעל השליטה מקבל דמי ניהול, הם יועצים לחברה והם מקבלים דמי ניהול אם אני לא טועה בסביבות, אני לא זוכר את הסכום המדויק, בסביבות מיליון דולר לשנה".**

לאחר מכן הסביר גלמן מהו אותו רכיב דמי הניהול והייעוץ (פ/3.10.2013, 564, 6-22):

> **"ת: יש, הייתה כל חודש מה שנקרא ישיבת יועצים שבגדול חלק מבעלי השליטה, לאו דווקא הדירקטורים ישבו והתייעצו עם החברה.**
> **ש: מי אלו? שמות?**
> **...**
> **ת: שאול אלוביץ', אור אלוביץ', רוב הפגישות היה שאול אלוביץ', אור אלוביץ' ועמיקם שורר".**

ובהמשך מסר (פ/3.10.2013, 565, 18 - 566, 18):

> **"ש: ה-1.2** [מיליון דולר - ח' כ'] **לדידך, לגישתך לא מהווה שכר דירקטורים?**
> **ת: לא**
> **ש: לא מהווה, טוב. זו גם העמדה של בזק?**
> **ת: אני יודע שזה שכר לייעוץ לחברה ולא שכר דירקטורים**
> **ש: עכשיו אני רוצה קצת להבין את המהות של אותו ייעוץ, מה זאת אומרת חברת בזק שוכרת את בעל השליטה שישמש יועץ שלה? מה הוא צריך לעשות? הרי שיש לו שישה חברי דירקטוריון בחברה, הוא שולט בחברה, אני מניח גם ביד רמה, מה המהות של הייעוץ הזה שהוא נותן? זה לא חברי הדירקטוריון צריכים לכוון את התנהלותה של החברה?**
> **ת: יש, עבדו כל חודש, דיברנו על מה קורה בחברה, זה אל היה ישיבות של דירקטוריון, ישבנו.**
> **ש: <u>יש להן פרוטוקול לישיבות הייעוץ האלה</u>?**
> **ת: <u>לא</u>.**
> **ש: <u>מול מי הם יושבים בחברה היועצים</u>?**

> **ת: <u>בדרך כלל מולי, מול מנהלים אחרים, ישבו גם עם החברות הבנות, היו ישיבות סדורות של החברות הבנות והמנכ"לים וההנהלה של החברות הבנות עם היועצים</u>**
> **ש: יועצים?**
> **ת: כן, יועצים, בישיבות האלה זו ישיבת יועצים והציגו להם את הפעילות".**

יצחק אידלמן, הביע במהלך הדיון בבית המשפט את אותה עמדה (פ/3.10.2013, 823, 3 - 826, 15); וכך מסר גם מנכ"ל בי-קום, תורג'מן, שביקש להסביר כי השכר שקיבלו שבעת הדירקטורים מטעם בעל השליטה לא היה תשלום בעקיפין של שכר דירקטורים בבזק, אלא ניתן להם כנגד תפקידם כדירקטורים או כעובדים בחברת יורוקום תקשורת עצמה (כאשר במסגרת תפקיד זה סיפקו גם את שירותי הייעוץ לבזק) (פ/5.11.2013, 1001, 14 - 1003, 4).
במהלך הדיון ביקש בא-כוחו של זקן חמו לעמת את המשיבים גלמן ואידלמן עם נייר עמדה שפרסמה בזק בקשר להסכם הניהול "המעודכן" שהובא לאישור האסיפה הכללית של החברה בשנת 2013, לאחר שפג תוקפו של הסכם הייעוץ בו עסקינן (גם הוא בדיוק באותו סכום שנתי של כ-1.2 מיליון דולר)(ת/2). בהסכם הייעוץ המעודכן הוגדר במפורש שכר הדירקטורים כאחד מהרכיבים שעמדו כנגד התמורה ששילמה בזק לחברת יורוקום תקשורת. ובנייר העמדה האמור, שפורסם לציבור בדיווח מיידי, מסרה החברה כי "**הסכם הניהול המעודכן דומה ביסודו להסכמי ניהול קודמים בהם התקשרה החברה עם יורוקום... ועם אפ.סב.אר.... [ו]בפרט, גם בהסכמי הניהול הקודמים הנ"ל בהם התקשרה החברה לא שילמה החברה תשלום לדירקטורים באופן ישיר בגין כהונתם (מבלי שמאן דהוא העלה טענה בעניין)**". אידלמן ביקש להסביר את הסתירה לכאורה בין ההסכם המעודכן ונייר העמדה ובין עמדתו, כדלקמן (פ/3.10.2013, 826, 18 - 827, 17):

> **"ת: תראה, אני לא יודע אם ההסכם שאתה מחזיק הוא השני או השלישי, היו שלושה הסכמים של ייעוץ שהראשון שבהם היה עם בעלת השליטה הקודמת, השני, זה השני או השלישי?**
> **ש: השני.**
> **ת: שני, בשני לא היה הנושא של שכר דירקטורים, זה היה הסכם מאוד דומה להסכם הראשון שגם בו לא היה נושא של שכר דירקטורים, ואנחנו קיבלנו הערה מחברת אנטרופי שביקשה שאנחנו נפרט את המרכיבים של הסכום הזה של 1.2 מיליון דולר.**
> **ש: ממה הוא מורכב?**
> **ת: ממה הוא מורכב, כן.**
> **ש: ולכן אמרתם: תשמעו, לא אמרנו ממה זה מורכב אז בוא נגיד שזה שכר דירקטורים, כי בהסכם הראשון זה לא היה עבור שכר.**
> **ת: בהסכם השני.**
> **ש: מה זאת אומרת? בוא נצבע את זה אחרת?**
> **ת: לא.**
> **ש: אם זה לא עבור שכר דירקטורים מה הטעם לצבוע את זה בדיעבד כשכר דירקטורים?**

ת: לא צבענו את זה בדיעבד, כשהגיע לדירקטוריון הנושא של הסכם הייעוץ השלישי, זה נושא שנאמר מראש אמרו שההסכם הזה בא לכלול שלושה מרכיבים, ובשלושת המרכיבים האלה גם היה מרכיב של שכר.
ש: שלושה מרכיבים?
ת: כן.
ש: מה השלושה?
ת: שכר דירקטורים, ייעוץ והשכר של יו"ר הדירקטוריון".

לדידי, הסבר זה איננו מניח את הדעת ואינו מסביר מהו פשר ההבדל בין הסכם הייעוץ בו עסקינן ובין ההסכם המעודכן, לגביו הודתה בזק מפורשות כי נכלל בו גם תשלום שכר לדירקטורים מטעם בעל השליטה, בעקיפין, דרך יורוקום תקשורת.

בהמשך גלמן עומת גם עם סעיף בדוח העסקה שפרסמה בזק לקראת החתימה על הסכם הייעוץ (ת/3 בעמ' 4) ובו נכתב כי כל עוד לא תתקבלנה החלטות אחרות, שבעת הדירקטורים מטעם בעל השליטה לא יקבלו גמול בגין כהונתם כדירקטורים בחברה. גלמן לא ידע להסביר מדוע נקבע כך בדו"ח העסקה של הסכם הייעוץ והאם אין הדבר עומד בסתירה לטענה כי הסכם הייעוץ לא כלל תשלום עקיף של שכר דירקטורים, והשיב: "**אין לי את התשובה, אני לא משפטן, לא ניסחתי את החוזה, אתה שאלת אם מקבלים שכר דירקטורים, לא מקבלים שכר דירקטורים**". (פ/3.10.2013, 574, 23 - 575, 10).

מכל מקום, הסכם הייעוץ מבסס היטב את המסקנה כי קיים חשש ממשי כי לאלוביץ' הייתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק במהלך התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור. זאת, הן בשל מעורבותו ברובד של הנהלת בזק והנהלת החברות הבנות בה כחלק מ"רכיב הייעוץ" של ההסכם (בפגישות ייעוץ שוטפות שקיים בעצמו ובאמצעות מי מטעמו, אשר לא תועדו בפרוטוקולים), והן ברובד הדירקטוריון של החברה, לאור מערכת היחסים שבינו ובין חמשת הדירקטורים שמונו לצדו לכהן כדירקטורים בבזק מטעמו.

מסקנה זו נתמכת גם בדבריו של גלמן בדיון בבית המשפט, כדלהלן (פ/3.10.2013, 680, 22-27):

"**ת:... לא היה שום דבר שהובא לדירקטוריון שלא עבר את היועצים...**" (וכן, ראו: פ/3.10.2013, 636, 15-17).

והיא עומדת בעינה למרות שאין חולק שהסכם הייעוץ אושר כדין בידי ועדת הביקורת, הדירקטוריון של החברה והאסיפה הכללית ברוב של בעלי מניות מן המיעוט שאינם בעלי עניין אישי בו, לפי סעיף 275 לחוק החברות; ולמרות הטענה שקיימות חברות ציבוריות רבות המתקשרות בהסכמי ניהול דומים עם בעלי השליטה בהן (פ/3.10.2013, 836, 20 - 837, 5).

לתמיכה נוספת ושלישית במספר במסקנה בדבר השפעתו של אלוביץ' על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק, המבקשים ביקשו להצביע על שורה של טענות ביחס לדירקטורים נוספים בבזק מעבר לשבעת הדירקטורים מטעם בעל השליטה, אשר לעמדתם נגועים בניגוד עניינים לאור קרבתם וקשריהם לאלוביץ'.

כך, בין היתר, המבקשים ביקשו להצביע על כך שאחד הדירקטורים החיצוניים בבזק, מרדכי קרת, כיהן במשך כעשור כדירקטור בחברת יורוקום תקשורת מטעם משפחת אריסון, כאשר אותה חברה נשלטה בידי משפחת אריסון ובידי אלוביץ' על פי הסכם שליטה משותפת. קרת מונה לתפקידו בבזק במהלך התקופה שבין חתימת ההסכם המותנה ובין השלמת העסקה והעברת השליטה בחברה בפועל. ואולם, במסגרת הדיווח על עיסוקיו של קרת בחמש השנים שעובר למינויו לתפקיד דירקטור חיצוני (כנדרש על פי תקנות ניירות ערך) לא דווח לציבור דבר בנוגע לכהונתו ביורוקום והיכרותו העסקית הקודמת עם שאול אלוביץ'. קרת, יש לציין, טען בתגובה כי העביר דיווח מלא ומדויק למזכירות החברה, כנדרש על פי כל דין ואילו אנשיה שערכו את הדיווח אחראים ככל הנראה להחסרת אותם הפרטים הרלוונטיים (פ/5.11.2013, 895, 1 - 904, 19).

באופן דומה, המבקשים ביקשו להצביע על כך שגם לאחר מכירת השליטה בחברה אור סבן, אחיו של בעל השליטה יוצא חיים סבן, המשיך לכהן כדירקטור בבזק ולגישתם הדבר מעורר חשש לניגוד עניינים, כאשר הלה יהיה מעוניין לתמוך באלוביץ' ובמטרותיו כנגד מכירת השליטה בחברה וכחלק מההסכמות בין הצדדים (פ/5.11.2013, 1062, 14 - 1063, 1).

כך, ביקשו המבקשים להצביע על כך ששני חברי דירקטוריון בזק שכיהנו בתפקיד זה כנציגיהם של עובדי החברה זכו לקבל בונוסים בתקופה בה הוחלט על הפחתת ההון בחברה, ולגישתם הדבר עלול לעורר חשש לניגוד עניינים ולהטיל דופי בעצמאות החלטתם (**סיכומי זקן חמו**, בעמ' 49-51).

<u>השפעתו של אלוביץ' על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק בכל הנוגע לחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס</u>

154. אף על פי שהוכח בפני בית המשפט כי למן העברת השליטה בחברה קיים חשש ממשי שלאלוביץ' הייתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק, לא הוכח בפני בית המשפט כי לאלוביץ' הייתה השפעה או מעורבות דומה בתהליכי קבלת ההחלטות בתקופת הדירקטוריון הקודם ובפרט, בכל הנוגע להפסקת איחוד דוחותיה של יס ולחלוקת הרווחים שנרשמו כתוצאה מכך.

155. כאמור לעיל, כחודשיים לפני חתימת ההסכם המותנה למכירת השליטה בחברה ועוד לפני שבכלל החלו המגעים בין קבוצת אלוביץ' ובין בעלת השליטה הקודמת לביצוע עסקה זו (למצער ככל שהוכח בפני בבית המשפט), ביום 23.8.2009, בזק דיווחה על הפסקת איחוד דוחותיה הכספיים של יס בדוחותיה שלה.

156. תורג'מן שהעיד מטעם קבוצת השליטה הצהיר בפני בית המשפט כי עובר להשלמת העסקה לא הייתה להם כל נגיעה בהפסקת איחוד דוחות יס, בפעולת רישום הרווח החשבונאי האמור או בהחלטה לחלק 100% מהרווח הנקי של החברה לרבות רווחים "חשבונאיים" אלו. תורג'מן העיד כי ידע בעת ביצוע העסקה כי קיימת סבירות גבוה למדי שרווחים אלו יחולקו, אך זאת רק

בהתבסס על דיווחיה הפומביים של בזק, אשר היו גלויים עוד קודם לכן כלפי כולי עלמא (פ/5.11.2013, 961, 15 - 962, 8; 970, 25 – 972, 9). לטענתו, בי-קום הסתמכה על דוחותיה הכספיים של בזק בעת שבאה לרכוש את השליטה בה, ובדוחות אלו - שנסקרו, בוקרו, אושרו כדין ופורסמו לציבור המשקיעים - נרשמו כבר אותם הרווחים.

גם גלמן העיד בפני בית המשפט, בהקשר זה, כי על פי הנחייתו של יו"ר דירקטוריון בזק דאז, מר שלמה רודב איש מנושאי המשרה בחברה מלבדו לא נפגש עם אלוביץ' עד להעברת השליטה (פ/3.10.2013, 672, 26 - 674, 5).

157. במהלך הדיון הסבירו המשיבים כי הפסקת איחוד דוחות יס "נכפתה" על בזק ולא נעשתה מרצונה שלה - ועמדתם זו לא נסתרה. בזק החזיקה בכ-49% ממניות יס וכן אופציות לרכישת 8% נוספים מן המניות. הממונה על ההגבלים העסקים ביקש למנוע מבזק לממש את האופציות האמורות ולחצות את רף ההחזקה של 50% ממניות יס. בזק ניהלה הליך משפטי ממושך מול הממונה על ההגבלים העסקיים וביקשה להתנגד להחלטתו בנדון. רק בסיומו של אותו הליך ובעקבות פסיקתו של בית המשפט העליון שאסרה על בזק לממש את האופציות הוחלט על הפסקת איחוד הדוחות בהתאם לכללי חשבונאות ה-IFRS. כתוצאה מכך נצמחו לחברה רווחי הפסקת איחוד יס. וכל זאת עוד לפני חתימת ההסכם המותנה למכירת השליטה בחברה.

יתרה מזאת, יש לציין כי השינוי החשבונאי שביצעה בזק מהווה, למעשה, תיקון של מצב הדברים בעבר כאשר במשך שנים בזק כללה בדוחותיה 100% מהפסדיה המתמשכים של יס - גם אלו "המיוחסים" לה וגם אלו "המיוחסים" לבעלי מניות המיעוט שם - מה שהפחית את הרווח הנקי (החשבונאי) שרשמה ויכלה לחלק במשך אותן שנים. כפי שהסביר גלמן בבית המשפט (פ/3.10.2013, 557, 1 - 559, 4):

> **"ת: ... בהתחלה בזק רשמה אחרי שאימצה את ה-IFRS ב-2006, בזק רשמה 100% מההפסדים של חברת YES בגלל שבזק טיפלה ב-YES כאילו היא בעלת שליטה ב-YES ולכן מהסכום המקורי שרשמה ל-YES כל שנה את ההפסדים של YES רשמו את זה ופחתו ממה שנקרא ההחזקה ב-YES...**
>
> **...**
>
> **ת: ... אז עד אותה תקופה בזק רשמה 100% מההפסדים של YES ולכן השווי של YES ירד וירד בספרים של בזק. אחרי הפסיקה של בית המשפט העליון ולפי כללים חשבונאיים מקובלים בזק הייתה חייבת לתקן את הרישום החשבונאי לפי הכללים שאומרים שבזק לא שולטת על YES ויכולה לזקוף אצלה אך ורק את מה שנקרא את החלק היחסי בהפסדים. בערך, זה לא בדיוק חצי מההפסדים, אני לא רוצה להיכנס לזה כי שיטת השכבות זה הרבה יותר מורכב מזה והיה תיקון חשבונאי באותו יום שבזק הייתה צריכה לעשות שערוך בשביל בזק, לא בשביל השערוך, של חברת YES כדי להעמיד את השווי של YES כאילו רטרואקטיבית לתיקון שהיא לא מחזיקה 100% ב-YES. ולכן אם אני לא טועה בזק רשמה איזה תיקון לשווי של YES, שהיה בסביבות 1.5 מיליארד ש"ח".**

הווה אומר, אילולא אוחדו דוחותיה הכספיים של יס בדוחות בזק מלכתחילה, זו האחרונה הייתה מחלקת את אותם הכספים או מרביתם לבעלי מניותיה כ-100% מהרווח הנקי השנתי

שלה במשך השנים שקדמו להחלטה על הפסקת איחוד הדוחות (ראו גם: פ/5.11.2013, 1034, 13 - 1036, 27).

158. בסיכומו של דבר, לא מצאתי במסגרת ההליך דנן כי לאלוביץ' או לבי-קום היו יד ורגל בהחלטה על הפסקת איחוד דוחות יס ו/או ברישום הרווחים האמורים כחלק מהרווח הנקי של החברה בשנת 2009. אני מקבל את עדותו של תורג'מן לפיה בעת שקבוצת אלוביץ' וקבוצת השליטה הקודמת בחברה נפגשו, בחודש אוקטובר 2009, רישום רווחי הפסקת איחוד יס היה כבר עובדה ידועה ומוגמרת, אשר דווחה לציבור חודשיים קודם לכן (פ/5.11.2013, 973, 24-26).

5.4 <u>מצבה הפיננסי של בזק במהלך התקופה הרלוונטית</u>

159. ממצא עובדתי חשוב נוסף במסגרת ההליך דנן, אשר קשה לחלוק עליו, הנו כי לאורך כל התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור וגם לאחריה בזק הייתה ועודנה חברה רווחית ויציבה מאוד מבחינה פיננסית.

גם המבקשים בשתי בקשות האישור מסרו מספר פעמים לאורך ההליך כי הם מסכימים לטענות בדבר טיב מצבה הפיננסי של בזק, ואילו טענתם המרכזית בהקשר זה הינה כי אלמלא השינוי במבנה ההון שבו עסקינן, היה מצבה של בזק עשוי להיות טוב אפילו עוד יותר (פ/30.9.2013, 289, 8 - 290, 1).בחוו"ד אזולאי, הסכים הלה כי מצבה הפיננסי של בזק היה יציב לאורך התקופה הרלוונטית, כאשר לטענתו הדבר צפוי להתערער בהמשך, בטווח הזמן הארוך.

160. באופן כללי, ניתן להצביע על כך שמחזור ההכנסות השנתי של בזק עומד על כ-10 מיליארד ש"ח; מזה שנים רבות הרווח הנקי השנתי של החברה עומד על כ-2 מיליארד ש"ח וה-EBITDA השנתי על למעלה מ-4 מיליארד ש"ח; ההון העצמי של בזק, גם לאחר הפחתת ההון, עולה על 2 מיליארד ש"ח; תזרים המזומנים של החברה עלה לאורך כל הדרך על הרווח הנקי שלה (בעיקר מאחר ונאלצה לרשום הוצאות פחת משמעותיות); נכסיה של בזק אינם ולא היו משועבדים לטובת הבנקים (פ/20.5.2013, 172, 14 - 17); דירוג האג"ח של בזק היה ונותר גבוה מאוד לאורך התקופה הרלוונטית כולה;אגרות החוב של החברה נסחרות בתשואות נמוכות;מצבה הפיננסי של החברה מעולם לא התקרב לקובננטים להם התחייבה בי-קום בעת שרכשה את השליטה בה (פ/11.5.2009, 1008, 23 - 1009, 6); והפחתת ההון שביצעה החברה נתמכה בחוות דעתם של מספר מומחים כלכליים מהמובילים בישראל, אשר אישרו גם הם פעם אחר פעם את איתנותה הפיננסית.

161. כפי שהעיד תורג'מן, גם לאחר שלושת חודשי "המשבר" בשנת 2012 בהם שער מניית בזק ירד בכ-80%, הוא שב ועלה באופן משמעותי ו"תיקן" את מרבית הירידה (פ/5.11.2013, 997, 13-18). כאמור, בהשוואה לענף התקשורת הישראלי, למן רכישת השליטה בידי בי-קום שער

מניית בזק הניב תשואה עדיפה מהענף בכללותו (פ/20.5.2013, 169, 18-27). בהקשר זה ניתן להביא גם את דבריו של יצחק אידלמן בבית המשפט, כדלקמן (פ/3.10.2013, 792, 10-23):

> **"ת: כבוד השופט, אם אני לוקח את 2012, שהיא השנה שפלאפון נפגעה הכי קשה, בעקבות הרגולציה שאתה אומר בצדק, וכמובן הפגיעה בפלאפון שהייתה בסדרי גודל של מאות מיליוני שקלים במכירות פגעה גם בבזק. הירידה בהכנסות של בזק, של קבוצת בזק הייתה בסכום של 1.1 מיליארד ₪. אם אתה מסתכל על הרווח לאחר הוצאות מימון יש ירידה בסה"כ של כ-150 מיליון ₪. זאת אומרת, זה לא שאני מזלזל ב-150 מיליון ₪ אבל הרווח של בזק ירד מ-3 מיליארד סליחה, רווח לאחר הוצאות מימון, מ-3 מיליארד ב-2011 ל-2.9 ב-2012. אז עכשיו אני שואל את כבוד השופט האם זו סיבה שאמורה להדאיג את החברה בכלל, ואת הדירקטורים בפרט בבואם לאשר חלוקת דיבידנד? תראה לי עוד כמה חברות יש במשק שהרווח שלהן הוא 3 מיליארד ש"ח גם אחרי המכה הקשה של הרגולציה".**

גם "בשפל" של שנת 2012, הרווח הנקי השנתי של בזק עמד על כ-1.864 מיליארד ש"ח.

162. כל זאת, כאשר גם במהלך כל התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור בזק ביצעה השקעות הוניות גדולות מאוד, בהיקף של מיליארדי ש"ח מדי שנה. וכפי שפירט תורג'מן במהלך עדותו בבית המשפט (פ/5.11.2013, 922, 1-7):

> **"ת: ... בזק ביצעה השקעות גדולות מאוד בתשתיות בשנים האחרונות, בזק מימנה ללקוחות חברת הבת פלאפון מכשירי קצה בשנים האחרונות. בזק הקימה קו בינלאומי 1STM לקפריסין שיאפשר גישה לתשתית האינטרנט העולמית בשנים האחרונות. בזק שדרגה את רשת הדור העתידי של פלאפון בשנים האחרונות".**

6. <u>מן הכלל אל הפרט</u>

6.1 <u>החלטות דירקטוריון בזק להמליץ לאסיפה הכללית לחלק 100% מהרווח הנקי של החברה</u>

163. כאמור לעיל, מדיניות החלוקה שהנהיגה בזק במהלך התקופה הרלוונטית, של חלוקת 100% מהרווח הנקי של החברה מדי חצי שנה, מהווה את אחד משלושת מוקדי המחלוקת המרכזיים בין הצדדים במסגרת ההליך דנן. ליתר דיוק, יש לציין כי רק ורדניקוב הלין בבקשתו על קיום מדיניות זו "כשלעצמה", ואילו זקן חמו הלין (לצד ורדניקוב) רק על ביצוע הפחתת ההון על רקע אותה מדיניות חלוקה.

164. עובר לתקופה הרלוונטית לבקשת אישור ורדניקוב, בשנים 2006 עד 2008, בזק חילקה בפועל 100% מהרווח הנקי השנתי שלה על אף שלא פרסמה כל מדיניות מוגדרת בנדון. בחודש אוגוסט 2009 הגדיר "הדירקטוריון הקודם" כי זוהי המדיניות המפורשת של החברה. ובמהלך כל התקופה הרלוונטית להליך דנן (וגם לאחריה) חילקה בזק מדי חצי שנה דיבידנדים, הלכה למעשה, בהתאם למדיניות שהוגדרה.

165. לאחר שבחנתי את מכלול הראיות והעדויות שהובאו בפני בית המשפט, הגעתי לכלל מסקנה כי אין להחיל באופן אוטומטי את חזקת "שיקול הדעת העסקי" (ה- Business Judgment Rule) על החלטותיו של דירקטוריון בזק בהן המליץ לאסיפה הכללית על חלוקת 100% מהרווח הנקי של החברה, במהלך התקופה הרלוונטית. בנסיבות המקרה דנן, מצאתי כי ישנו חשש לניגוד עניינים בו היה שרוי הדירקטוריון בכל הנוגע לעניין זה. על כן, מצאתי כי בית המשפט נדרש להחיל ביקורת שיפוטית "מוגברת" בבחינת החלטות אלו, על פי סטנדרט הביקורת הגבוה יותר שכונה לעיל כ"שיקול דעת עסקי מוגבר".

כאמור, לפי סטנדרט ביקורת זה הנטל מועבר אל כתפי המשיבים להראות כי קיבלו את החלטותיהם בתום לב, באופן מיודע ובהיעדר ניגוד עניינים, וכן כי פעלו בשקיפות וכי ההחלטה שקיבלו הייתה סבירה, למצער על פניהם של הדברים.

166. החלטתי זו - לנקוט בסטנדרט הביקורת המחמיר מכלל שיקול הדעת העסקי - מבוססת על מספר טעמים מצטברים. ראשית, התקשיתי לקבל את דבריו של סמנכ"ל הכספים של בזק, אלן גלמן, שמסר במהלך הדיון בבית המשפט כדלקמן (פ/3.10.2013, 682, 14-27):

> **"ש: ... האם באיזה שהוא שלב שהתמנה הדירקטוריון החדש למיטב זיכרונך, התנהל בבזק דיון, הדירקטוריון החדש בסמוך למינויו או לאחר מכן, לגבי מדיניות החלוקה של ה-100% שנקבעה על ידי הדירקטוריון הקודם?**
> **ת: לא זוכר שהיה דבר כזה. <u>קבענו את המדיניות בתקופתי, אני לא זוכר שהיה דיון לחשוב האם המדיניות הזאת היא עדיין מדיניות נכונה לחברה.</u>**
> **ש: אוקי, הדירקטוריון הקודם אבל תסכים איתי, עד אלוביץ' פעל בתנאים מבחינת המצב הכספי של החברה, שונים לגמרי? הון עצמי היה גבוה, עדיין המהפכה של כחלון עוד לא נכנסה בסלולר, <u>כל התקופה הזאת הדירקטוריון או אתה, לא העלית הצעה לדיון מחדש במדיניות?</u>**
> **ת: <u>לא</u>".**

להשלמת התמונה אציין כי המשיבים לא הצביעו בתגובה לטענות המבקשים בנדון על קיומו של דיון שנערך לגבי המשך מדיניות החלוקה במהלך התקופה הרלוונטית לשתי בקשות האישור (קרי, עד לחודש אוקטובר 2012) גם לאחר שגלמן עזב את תפקידו בבזק בשנת 2011.

לדידי, קשה לקבל את העובדה שדירקטוריון של חברה ציבורית פועל על פי במדיניות חלוקה מסוימת, המשפיעה באופן ניכר מאוד על עסקיה (דוגמת חלוקת 100% מהרווח הנקי באופן קבוע), במשך מספר שנים מבלי לערוך דיון מסודר מעת לעת בשאלות כגון האם מדיניות זו עודנה רצויה, מהן ההשלכות של המשך יישומה, מהן החלופות הקיימות על שולחנה של החברה וכיוצא באלה. זאת בייחוד כאשר מדובר במדיניות שנקבעה בידי דירקטוריון קודם ושונה בהרכבו של אותה החברה, וכאשר חלו שינויים משמעותיים ביותר בסביבתה העסקית (גם ברגר המומחה מטעם בזק מסר בכנות בבית המשפט כי לגישתו "**הדעת נותנת שבזמנים כאלה** [בהם חלו שינויים רגולטוריים משמעותיים בשוק התקשורת - ח' כ'] **דירקטוריון במסגרת השיקולים שלו ידון גם על הדבר הזה ואני מניח שזה נעשה**" (פ/3.10.2013, 754, 15-16)).

בענייננו, כאשר היעדרו של דיון כאמור מתווסף לכך שנמצא כי קיים חשש ממשי שלאלוביץ' הייתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בבזק וכן לעובדה שבי-קום הסתמכה במפורש על מדיניות חלוקה זו בעת רכישת השליטה - מתעורר חשש לניגוד עניינים ולא ניתן עוד לאפשר לדירקטוריון "ליהנות" מחזקת שיקול הדעת העסקי בהחלטותיו בהן המליץ על יישום אותה המדיניות.

167. יחד עם זאת, לאחר שהוספתי ובחנתי את הדברים גם על פי סטנדרט הביקורת המחמיר יותר הגעתי לכלל מסקנה כי חברי דירקטוריון בזק לא הפרו את חובת האמונים שלהם כלפי החברה בעת שהמליצו על יישומה של מדיניות החלוקה האמורה.

ראשית, קשה לחלוק על כך שמדובר במדיניות סבירה - ואף יעילה - עבור בזק.

לאחר שנים בה הייתה חברה בשליטה ממשלתית ופעלה במינוף נמוך למדי, היו מי שסברו כי מן הראוי שבזק תפעל להעלאת מינופה (ראו: פ/5.11.2013, 1047, 7-9). זאת, בין היתר, באמצעות חלוקת 100% מהרווח הנקי של החברה באופן מתמשך. הראייה הטובה ביותר ליעילותה של מדיניות זו מצויה ברווח שהפיקו בעלי המניות במהלך בתקופה בה נשלטה החברה בידי בעלת השליטה הקודמת, אפ.סב.אר, החל משנת 2005. באותה תקופה החלה, דה-פקטו, מדיניות חלוקת 100% מהרווח הנקי של החברה (אף על פי שלא הוצהר על כך במפורש). והנה, סבן בעל השליטה הקודם בחברה מכר את מניותיו לבי-קום ברווח של מאות אחוזים, בתוך שנים בודדות (פ/5.11.2013, 973, 1-11). אפילו אזולאי, המומחה מטעם ורדניקוב, הכיר בכך שבזק הייתה בעבר חברה שנחשבה כ-"Underleveraged" ומסר את הדברים הבאים (פ/20.5.2013, 218, 14-2):

> **"ת: הוא רכש את זה בהפרטה. זאת אומרת לפני סבן אנחנו מדברים על חברה ממשלתית שטרחה ודאגה שיהיו בה יתרות, היא לא חילקה דיבידנדים, לא 100 אחוז ולא בקרבה של 100 אחוז, אדוני. היא הלכה וצברה יתרות במשך המון שנים, לא סתם היא הפכה לבזק, מושא לכל מי שרוצה להשתלט עליה.**
> **<u>בגין מה רצו להשתלט עליה? בגין היתרות הגדולות של בזק, פרט למעמדה. בא סבן עשה, אדוני, את מה שעשה. הוא בהחלט עשה הרבה מאוד רווח, על זה אי אפשר להתווכח ואני מוריד את הכובע על המהלך שהוא עשה</u>. רק שלאחר שהוא כבר מרוקן במשך שנים 100 אחוזים וגם מבצע הפחתת הון, זאת אומרת שהוא כבר הקטין חלק, הוא בא גם ודרש מחיר להערכתי גבוה מאוד על מה שהוא מוסר".**

במהלך הדיון בבית המשפט גם זליכה ביקש לטעון כי חלוקת 100% מהרווח הנקי בתקופת סבן הייתה שונה במהותה, כדלקמן (פ/30.9.2013, 287, 1-6):

> **"ת:... אני חושב שהמדיניות שהונהגה בשנים 2009 והלאה היא חמורה יותר, או בעלת השפעה שלילית רבה יותר ביחס למדיניות שהייתה קיימת קודם לכן על אף שלכאורה זה אותו דבר. מכיוון שלכל סוס יש בסוף את הקש ששובר את גב הגמל, מדובר פה במדיניות שהתווספה על מדיניות שכבר הייתה קיימת".**

ואולם, בהמשך דבריו זליכה מסר כי קשה לומר שמדובר במדיניות חלוקה חסרת כל היגיון כלכלי (פ/30.9.2013, 320, 25- 321, 8):

> **"ת:.... מהניסוח שלי היה כאילו ברור שמה שחדש זה 100% מהרווחים, זו לא הכוונה שלי, גם אין שום דבר, <u>אם היו מחלקים רק 100% מהרווחים סביר להניח שלא היינו פה</u>".**

וכך גם אזולאי העלה טענות רבות נגד מדיניות החלוקה של בזק, אך לבסוף ערך את תחשיבי הנזק לחברה רק לפי הפחתת ההון וחלוקת רווחי הפסקת איחוד יס, ומבלי להביא בחשבון את היישום של מדיניות החלוקה לטענתו מטעמי שמרנות (פ/20.5.2013, 151, 6-17).

מלבד זאת, מן הראוי לציין כי סבירותה של מדיניות חלוקה זו נתמכת גם בעובדה שהמדיניות אינה כובלת את דירקטוריון החברה וכל חלוקה נבחנה במועדה, לגופו של עניין (פ/5.11.2013, 1031, 18-25).

ולמעלה מכך, ניתן להוסיף לציין כי לחלוקת דיבידנדים עד לשנת 2012 נלוו גם יתרונות מיסויים לא מבוטלים, ברמת בעלי המניות (פ/30.9.2013, 514, 19-27). זאת ועוד; כפי שצוין לעיל, תזרים המזומנים של החברה עלה בקביעות על הרווח הנקי שלה, כך שלאורך כל התקופה חלוקת 100% מהרווח הנקי של החברה אף נעשתה, לכאורה וככל שצובעים את הכסף, רק ממקורותיה הנזילים.

שנית, לא ניתן לחלוק על כך שדירקטוריון בזק פעל בשקיפות מלאה בכל הנוגע למדיניות החלוקה, אשר הונהגה בחברה באופן קונסיסטנטי ולאורך שנים. זאת בייחוד לאחר שהוגדר במפורש כי זו המדיניות המוצהרת של החברה, כלפי ציבור המשקיעים. דוחותיה הכספיים של בזק היו חשופים לכל, ורווחיה היו יציבים למדי. כל מי שביקש להשקיע בבזק במהלך התקופה הרלוונטית לבקשת אישור ורדניקוב יכול היה לעיין בדיווחים ולהבין בנקל כי, לפחות בטווח הזמן הקרוב, קיים סיכוי סביר למדי שמדיניות החלוקה צפויה להימשך.

מעבר לכך, לא הוכח בפני בית המשפט כי דירקטוריון החברה קיבל את החלטותיו בחוסר תום לב, באופן לא מיודע או מתוך ניגוד עניינים. במילים אחרות, המבקשים לא הפריכו את חזקת שיקול הדעת העסקי של המשיבים. יצחק אידלמן העיד כי לפני כל חלוקה חצי שנתית נערך בדירקטוריון בזק דיון ברור ומסודר בנוגע לחלוקה ולכלל השלכותיה, בכל אחד מכמה אספקטים השונים (פ/3.10.2013, 793, 12-16).במסגרת דיונים אלו, נפרש בפני חברי הדירקטוריון כל המידע הרלוונטי ובעיקרו דוחותיה הכספיים של החברה. בהקשר זה ניתן להוסיף ולציין כי מרביתם של הדירקטורים בבזק היו בעלי מיומנות חשבונאית. משמיעת עדויותיהם של הדירקטורים שוכנעתי כי פעלו בתום לב ובשיקול דעת כאשר החליטו לפעול ליישומה של מדיניות החלוקה.

על אף החששות אשר תוארו לעיל, בסופו של יום לא שוכנעתי כי, כטענת המבקש, הדירקטורים בחרו לתמוך במדיניות החלוקה האמורה מתוך ניגוד עניינים. בהקשר זה יש להעניק חשיבות

רבה לעובדה שכל החלוקות אושרו בזו אחר זו ברוב מוחלט של בעלי המניות (כ-99%), בשיעור נוכחות גבוה למדי (כ-70%), עם רוב לבעלי מניות המיעוט בקרב הנוכחים באסיפה הכללית. מכאן שבניגוד להנחת המבקשים, מרבית בעלי מניות בזק היו דווקא מעוניינים במדיניות חלוקה זו. כפי שמסר גלמן, "**לבזק יש מדיניות דיבידנד שמתאימה לחברה ולמשקיעים שמשקיעים בה**" (פ/3.10.2013, 650, 9-10). ולפיכך, דירקטוריון החברה פעל בהתחשב ברצון הרוב המוחלט של ציבור המשקיעים, לא בניגוד לו ולא מתוך מניעים אישיים כאלו או אחרים. סיכומו של דבר, לא מצאתי כי מי מהמשיבים הפר את חובותיו כלפי החברה בעת שתמך ביישום מדיניות החלוקה של 100% מהרווח הנקי החצי שנתי. אשר על כן, אני דוחה את טענות המבקשים בכל הנוגע לנקודה זו.

6.2 <u>החלטת דירקטוריון בזק על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס</u>

168. מוקד המחלוקת השני בין הצדדים במסגרת ההליך דנן הינו ההחלטה "לכלול" בחלוקת הדיבידנד החצי שנתי של בזק בחודש מאי 2010 גם את רווחי הפסקת איחוד יס. שני המשיבים העלו טענות רבות בקשר להחלטה לחלק גם רווחים אלו, אולם בפועל רק ורדניקוב הלין על כך בבקשתו ואילו זקן חמו הצביע על "הפגמים" בחלוקה זו רק כרקע לטענות שהעלה נגד הפחתת ההון וגיוסי מאי-יולי 2011.

169. כפי שפורט לעיל, בחודש אוגוסט 2009 בזק דיווחה על הפסקת איחוד והצגת דוחותיה הכספיים של יס בדוחותיה שלה בעקבות פסיקתו של בית המשפט העליון (אשר מנעה מהחברה לחצות את רף ה-49% בהחזקת מניות יס). ולפיכך, בזק דיווחה כי היא צפויה לרשום רווח חשבונאי חד-פעמי של כ-1.2 עד 1.4 מיליארד ש"ח.

כחודש לפני העברת השליטה בחברה (ולאחר חתימת ההסכם המותנה בנדון) הדירקטוריון הקודם של בזק המליץ לאסיפה הכללית של החברה לבצע חלוקת דיבידנד חצי שנתית בסך של כ-2.453 מיליארד ש"ח, מתוכם כ-1.583מ' ש"ח הינם רווחי הפסקת איחוד יס. ביום 8.4.2010 האסיפה הכללית של בזק אישרה את החלוקה. כאמור לעיל, במסגרת ההליך דנן נמצא כי בעת ההחלטה על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס חברי דירקטוריון בזק ידעו, בסבירות גבוהה למדי, שהדבר צפוי להביא עמו גיוס חוב בסדר גודל דומה לרווחים אלו. ביום בו נכנסו לתפקידם חברי "הדירקטוריון החדש" (וליתר דיוק, ביום בו נכנסו לתפקיד שבעת הדירקטורים החדשים מטעמה של בי-קום) החליט דירקטוריון בזק על גיוס חוב בסך של כ-1.5 מיליארד ש"ח.

170. לאחר שבחנתי את מכלול הראיות והעדויות שהובאו בפני בית המשפט הגעתי לכלל מסקנה כי יש להחיל על ההחלטה בדבר חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס, כמו גם על ההחלטה על גיוס החוב שקיבל דירקטוריון בזק במקביל, את חזקת "שיקול הדעת העסקי" (Business Judgment Rule-ה), לפיה בית המשפט ימאן להתערב החלטה שנתקבלה בתום לב, בהיעדר ניגוד עניינים ובאופן מיודע.

171. הטעם לכך הינו שרווחי הפסקת איחוד יס הינם רווחים הראויים לחלוקה כדיבידנד, על פי חוק החברות, לכל דבר ועניין. סעיף 302 לחוק החברות קובע במפורש כי כל חברה רשאית לחלק דיבידנדים בהתאם לרווח הנקי "החשבונאי" שנרשם בדוחותיה הכספיים- בין שמקורו בפעילותה השוטפת ובין שמקורו בכל פעולה חשבונאית לגיטימית אחרת - כדלקמן:

> **"302. (א)חברה רשאית לבצע חלוקה מתוך רווחיה (להלן - מבחן הרווח), ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן (להלן - מבחן יכולת הפרעון).**
>
> **(ב)בסעיף זה -**
>
> **'רווחים', לענין מבחן הרווח - יתרת עודפים או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה מבין השניים, והכל על פי הדוחות הכספיים המותאמים האחרונים, המבוקרים או הסקורים, שערכה החברה, תוך הפחתת חלוקות קודמות אם לא הופחתו כבר מן העודפים, ובלבד שהמועד שלגביו נערכו הדוחות אינו מוקדם ביותר משישה חודשים ממועד החלוקה;**
>
> **'דוחות כספיים מותאמים' - דוחות כספיים מותאמים למדד או דוחות כספיים הבאים או שיבואו במקומם, והכל לפי כללי חשבונאות מקובלים;**
>
> **'עודפים' - סכומים הכלולים בהון העצמי של חברה ושמקורם ברווח הנקי שלה כפי שנקבע לפי כללי חשבונאות מקובלים, וכן סכומים אחרים הכלולים בהון העצמי לפי כללי חשבונאות מקובלים ושאינם הון מניות או פרמיה, שהשר קבע שיראו אותם כעודפים".**

בענייננו, אין חולק כי הפסקת איחוד דוחות יס הייתה פעולה חשבונאית לגיטימית ומותרת, התואמת את כללי החשבונאות המקובלים. כך, גם אין חולק כי רווחי הפסקת איחוד יס נכללים ברווחיה הראויים לחלוקה של בזק (ראו גם: פ/20.5.2013, 253, 20 - 255, 18). גם אזולאי, המומחה מטעמו של ורדניקוב מסר מפורשות כי הוא אינו מלין על כשרותה המשפטית או החשבונאית של חלוקה זו (פ/20.5.2013, 179, 20 - 186, 18).

משהוגדרה מדיניות חלוקת 100% מהרווח הנקי של החברה (והגם שאת יישומה הממושך של מדיניות זו מצאתי לבחון בסטנדרט ביקורת "מחמיר" יותר) אינני רואה מקום להתערבותו של בית המשפט בהחלטה אם ראוי היה לכלול את הרווחים הללו באותה מדיניות, אם לאו. ליתר דיוק, אינני רואה מקום להתערבותו של בית המשפט בשאלה אם היה מקום להחריג רווחים אלו מהמדיניות המוגדרת, אם לאו. על כן, אני מקבל את עמדתו של גלמן בבית המשפט, כדלהלן (פ/3.10.2013, 659, 18-25):

> **"ת:... הדירקטוריון לא חייב להחליט על שקל אחד של דיבידנד. יש מדיניות דיבידנד שהחברה אימצה של 100%, אלו היו הציפיות של כל בעלי המניות כולל בעלי המניות שיושבים בארצות הברית, בהונג קונג ובאירופה. עכשיו אנחנו נצמדנו למדיניות שלנו לחלק 100% מהרווח הנקי. וזה חלק מהרווח הנקי. וזה מה שהמלצנו לדירקטוריון".**

גם בהנחה שבזק נטלה את ההלוואה הנ"ל אך ורק בכדי לבצע את החלוקה הכוללת את רווחי הפסקת איחוד יס, המדובר במהלך עסקי לגיטימי ואף מתבקש, שהביא עמו יתרונות משמעותיים לחברה. חברות רבות מבצעות כדבר שבשגרה חלוקה בהתבסס על רווחיהן החשבונאיים, גם כאשר לעיתים מקורן הישיר אינו בהכנסה מפעילות עסקית מתמשכת וגם כאשר תזרים המזומנים שלהם אינו תואם את הרווח הנקי. כפי שמסר יואב רובינשטיין, חבר הדירקטוריון "הקודם" (פ/5.11.2013, 1033, 24-11):

> **"ת: אין חפיפה מלאה אף פעם בין הרווח החשבונאי ובין התזרים, אני מאוד אשמח אם תוכל להציג לי מצב כזה, לכן אין חפיפה ובהגדרה החוק בחר לכוון את החלוקה למבחן הרווח החשבונאי, על זה אנחנו מסתכלים".**

על כן, נדמה כי ה"הכללה" של אותם הרווחים בחלוקה החצי שנתית של 100% מהרווח הנקי הנה מתבקשת ודווקא החרגתם לא הייתה עולה בקנה אחד עם המדיניות המוגדרת שהחברה הציגה למשקיעיה. כפי שמסר אידלמן (פ/3.10.2009, 808, 22 - 809, 15):

> **"ת:... לי דרך אגב היה ברור שאם זה רווח חשבונאי לפי כללים חשבונאיים כמו כל רווח אחר הוא ראוי לחלוקה. זאת אומרת זה היה מפתיע אותי אם היה נאמר לי שהרווח המיוחד הזה לא ראוי לחלוקה".**

172. כמו כן, הדירקטוריון הקודם ערך דיון מסודר, מקצועי ומיודע בנדון (פ/5.11.2013, 1039, 16-19), לאחר שהנושא נדון באופן מעמיק גם בוועדת המאזן של החברה (פ/3.10.2013, 835, 21-10) ולא הוכח כי נפל כל פגם או רבב בתום ליבם של הדירקטורים כאשר קיבלו את החלטותיהם. כפי שצוין לעיל לא נמצא במסגרת ההליך דנן כי קיים חשש ממשי כי לאלוביץ' הייתה השפעה כזו או אחרת על התהליך בו הופסק איחוד דוחות יס ונרשמו הרווחים שנבעו לחברה כתוצאה מכך.

כמו כן, יש לזכור כי ההחלטה הסופית בדבר חלוקת הרווחים דנן אושרה ברוב גדול מאוד באסיפה הכללית של בעלי המניות, וזאת זמן לא מבוטל לאחר שהדוחות הכספיים של בזק והדיווח המיידי בדבר הפסקת איחוד יס היו גלויים וידועים לכל (פ/5.11.2013, 1044, 15-26).

אשר על כן, אין זה מתפקידו של בית המשפט להתערב בשיקול דעתם של הדירקטורים בהקשר זה. זהו תפקידם וזוהי סמכותם.

למעלה מן הצורך, ניתן אף להוסיף כי לגופו של עניין הפסקת איחוד יס וחלוקת הרווחים הנלווים לכך, באופן בו התבצעה - מבחינת התזמון בו חולקו הרווחים - הצמיחה לבזק ולבעלי מניותיה יתרונות מס משמעותיים ביותר. בעוד שככלל הכנסותיה של חברה ממוסות ב"שתי רמות" - פעם אחת כשהחברה מכניסה כספים ופעם נוספת כשהיא מחלקת אותם לבעלי מניותיה ונדרשת לנכות מהסכום מס דיבידנדים במקור ("מיסוי דו-שלבי"), הרי שבאותה תקופה בזק לא נדרשה לשלם מס ב"רמת החברה" בגין הרישום של רווחי הפסקת איחוד יס. רק בשנת 2013 נכנס לתוקף תיקון ל"חוק ההסדרים" לפיו במקרה של "שערוך" דוגמת הפסקת

איחוד יס, החברה המבצעת נדרשת לבצע "מכירה רעיונית" של הנכס המשוערך ולשלם את המס אותו הייתה משלמת אילו הייתה מממשת דה-פקטו את אותו הנכס.

סיכומו של דבר, אני דוחה את טענות המבקשים לפיהן המשיבים הפרו את החובות בהן היו חבים כלפי בזק במסגרת ההחלטה על חלוקת רווחי הפסקת איחוד יס או בהחלטה על נטילת ההלוואה בסך 1.5 מיליארד ש"ח במהלך אותה התקופה.

6.3 <u>החלטת דירקטוריון בזק על ביצוע הפחתת ההון</u>

173. מוקד המחלוקת השלישי והמרכזי בין הצדדים הינו ההחלטה לבצע את הפחתת ההון ב-6 מנות שוות של 500 מיליון ש"ח, מדי חצי שנה, ובסך כולל של כ-3 מיליארד ש"ח ב- 3 שנים.

174. כאמור, ביום 30.12.2010 החליט דירקטוריון בזק להמליץ לאסיפה הכללית של החברה לבצע את הפחתת הון ב-6 מנות אשר "יוצמדו" לחלוקת הדיבידנד השוטפת של 100% מהרווח הנקי החצי שנתי של החברה. ביום 24.1.2011 האסיפה הכללית של החברה אישרה את הפחתת ההון. וביום 31.3.2011 גם בית המשפט נתן את אישורו העקרוני לחלוקה.

175. זמן קצר לפני חלוקת המנה הראשונה של הפחתת ההון בזק גייסה חוב בסך של כ-2 מיליארד ש"ח. ובמהלך התקופה שבין המנה הראשונה והמנה השנייה בזק הנפיקה אגרות חוב בהיקף של כ-2.7 מיליארד ש"ח נוספים.

176. לאחר שבחנתי את מכלול הראיות והעדויות שנפרשו בפני בית המשפט לאורך ההליך, הגעתי לכלל מסקנה כי אין להחיל באופן אוטומטי את חזקת "שיקול הדעת העסקי" (ה-Business Judgment Rule) על החלטת הדירקטוריון להמליץ לאסיפה הכללית של בזק על ביצוע הפחתת ההון. לדידי, נסיבות המקרה דנן מעוררות חשש לניגוד עניינים המצריך כי בית המשפט יחיל ביקורת שיפוטית "מוגברת" על החלטה זו, על פי סטנדרט הביקורת של "שיקול דעת עסקי מוגבר" כנ"ל.

177. **ראשית** כל, בנסיבות המקרה דנן קשה לחלוק על כך שלאלוביץ' היה עניין רב בכך שהפחתת ההון תצא אל הפועל, לפחות על פניהם של הדברים. זאת למרות שלא נמצא כי לאלוביץ' היה "עניין אישי" בביצוע הפחתת ההון וחרף הטענה שחלוקה זו לא נכללה בתכנית המימון של בי-קום. כחלק מרכישת השליטה הממונפת בבזק, סביר מאוד להניח כי בי-קום נדרשה להעלות את רמת המינוף של החברה באמצעות חלוקה מוגברת של דיבידנדים. וכפי שמסר גלמן, מרבית העלאת המינוף בחברה נבעה מהפחתת ההון ולא מהדיבידנדים השוטפים (פ/3.10.2013, 584, 19-21).

שנית, כאמור לעיל, ישנו חשש ממשי כי לאלוביץ' הייתה השפעה ניכרת על תהליכי קבלת ההחלטות בחברה לאחר העברת השליטה לידיו. בפרט, על אף שהדבר הוכחש בתחילה בידי המשיבים, נמצא כי הפחתת ההון נדונה עם אלוביץ', בכובעו כיועץ על פי הסכם הייעוץ בין

החברה ובין יורוקום תקשורת (ללא כל תיעוד בפרוטוקול), וזאת עוד בטרם הועברה הצעת ההחלטה בנדון לדיון בדירקטוריון. כך העיד גלמן בתחילה (פ/3.10.2013, 634, 26 - 636, 22):

> **"ש: מר גלמן יש לי שאלה, ישבתי מדי חודש עם חברת ייעוץ יורוקום תקשורת, היא היועצת שלך, יושב איתך בעל השליטה, יושב איתך הבן של בעל השליטה, ויושב איתך מי שדירקטור באותם ימים בחברת יורוקום תקשורת מר שורר. שלושת האנדים האלה בישיבות החודשיות, אתה אומר שזו לא יוזמה שלהם, זה לא עלה? זה עבר ליד בעל השליטה שמבקשים להפחית 3 מיליארד ₪? ולא דנתם בזה? אתה באמת אומר לבית המשפט שלא דנו בזה?**
> **ת: אני מנסה לחשוב אבל אני חושב שזה טרום תקופתם דרך אגב, האם זה עלה בישיבות.**
> **ש: מה טרום תקופתם? זה לא טרום תקופתם.**
> **ת: אני חושב שהדיון היה טרום תקופתם.**
> **ש: איזה דיון?**
> **ת: הדיון עם היועצים היה טרום תקופתם, אני בטוח ב-100%, תן לי לעזור לך, אני בטוח ב-100% שזה נדון בפגישת יועצים אבל אני חושב שזה טרום תקופתם של בעלי השליטה הנוכחיים. היו יועצים גם כן בבעלי השליטה הקודמים. אבל אתה צודק, היה נדון אבל לא עם בעלי השליטה.**
> **ש: בעלי השליטה האלה באותן פגישות יעוץ חודשיות שאתה מספר לנו שיש, כי אין לנו שום תיעוד להן אגב, זה אפילו לא נטען בכתבי הטענות, שם זה לא עלה? זה מה אתה שאתה אומר לבית המשפט?**
> **....**
> **בית המשפט: זה עלה עם היועצים?**
> **ת: היועצים דאז.**
> **ש: לא, עם היועצים שאול, אור ושורר? לא תתחמק מזה, תצטרך לענות על זה.**
> **ת: לא, הם לא היו יועצים אז.**
> **ש: <u>כשהם היו יועצים זה לא עלה</u>?**
> **ת: <u>לא</u>".**

ולעומת זאת, בהמשך מסר (פ/3.10.2013, 680, 9-27):

> **"ש: ואתה אומר שזה מהלך שגם אלוביץ' אני מניח, אתה לא אומר סליחה, היה מעורב וקיבל, אתה לא עושה מהלך כזה בלי הסכמה של בעל השליטה, נכון?**
> **ת: אני אמרתי לך כמה פעמים כבר, עד שאלוביץ' נכנס לשליטה, לא דיברנו.**
> **ש: אבל זה בדצמבר שמונה חודשים אחרי, אני כבר לא שם, אנחנו כבר בדצמבר חצי שנה אחרי שהוא רכש יש הפחתת הון. <u>בטוח שדיברת עם בעל השליטה וקיבלת את הסכמתו לפני כן</u>?**
> **ת: <u>כן</u>.**
> **ש: אוקי. הייתה איזו שהיא, לפני שהבאתם את זה לדירקטוריון הייתה ועדת יועצים? התייעצתם עם כל היועצים של אלוביץ'? אלה שדיברת עליהם מקודם?**
> **ת: לא היה שום דבר שהובא לדירקטוריון שלא עבר את היועצים, זאת אומרת התפקיד של היועצים הוא להקל על המערכת, זאת אומרת אנחנו התייעצנו עם היועצים, ואם ההנהלה הייתה מייעצת משהו, או מציעה משהו, אנחנו קודם כל היינו הולכים ליועצים ומדברים איתם על מה שאנחנו רוצים להמליץ".**

נוסף על כך, חשש נוסף לניגוד עניינים מתעורר בכך שגיזה, אותה חברת ייעוץ שסייעה לבי-קום לבנות את תכנית המימון לקראת רכישת השליטה בבזק, נתנה לאחר מכן חוות דעת כלכלית

עבור בזק, התומכת בביצוע הפחתת ההון. חרף העובדה שתורג'מן, מנכ"ל בי-קום, הכחיש כל קשר לבחירתה של גיזה ליועצת עבור בזק (פ/5.11.2013, 1011, 2 - 1012, 3), קשה להתעלם מהעובדה שהדבר מעורר חשש נוסף לניגוד עניינים ולהשפעה חריגה מצדו של אלוביץ' על תהליך קבלת ההחלטות בנדון. בהקשר זה יש להזכיר את החלטתה של כב' השופטת ד' קרת-מאיר בת"א (מחוזי ת"א) 48067-01-11 **ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ נ' "בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ** (14.5.2012), שם נדחתה התנגדות שהוגשה לחלוקת המנה השלישית של הפחתת הון, ובאשר לגיזה נקבע כדלקמן:

> **"מקובלת עלי בעניין זה עמדתה של ע.ל.א.ן כי כאשר ליוותה גיזה את בעל השליטה כיועץ פיננסי בשנת 2010, במסגרת ההליך לרכישת השליטה, לא טענה בפני הגורמים המממנים כי היא מומחה אובייקטיבי. לכן יש לגיזה אינטרס ברור שהתוכנית אשר הגישה ובנתה תצליח. ניגוד העניינים המובנה עלה גם במהלך חקירתו הנגדית של רו"ח זילברשטיין אשר חתם על חוות הדעת של גיזה. רו"ח זילברשטיין חזר ואישר כי גיזה נתנה חוות דעת לבעלת השליטה בבזק בתהליך קבלת ההלוואות לצורך רכישת השליטה בבזק. כמו כן, ניתנה על ידי גיזה חוות דעת לצורך הערכת הנכסים המופיעים במאזן".**

ומכאן בית המשפט הסיק כדלקמן:

> **"אין ספק כי כל האמור לעיל מעמיד את גיזה במצב פוטנציאלי של ניגוד עניינים. בכל מקרה, אין לראות בחוות הדעת כחוות דעת אשר הוגשה על ידי מומחה אובייקטיבי וחיצוני".**

178. יחד עם זאת, לאחר שהוספתי ובחנתי את הדברים גם על פי סטנדרט הביקורת המחמיר יותר הגעתי לכלל מסקנה כי חברי דירקטוריון בזק לא הפרו את חובת האמונים שלהם כלפי החברה בעת שהמליצו לאסיפה הכללית לבצע את הפחתת ההון.

179. **ראשית**, על אף שהפחתת הון כה משמעותית ובכזה סדר גודל איננה מהלך שכיח בשוק ההון הישראלי, מצאתי כי מדובר במהלך סביר ואינני מקבל את טענת המבקשים כי אין בו כל היגיון כלכלי. אני מקבל את דבריו של גלמן, כדלקמן (פ/3.10.2013, 632, 20 - 633, 3):

> **"ת: תשמע זה די חדשני אם אנחנו מדברים על חברות בארץ, זאת אומרת חברות בארץ, בחברות בחו"ל איך הם עושים Recapitalization כדי לקבל מבנה הון יותר מה שנקרא נוח ויותר אטרקטיבי למשקיעים בדרך כלל עושים את זה דרך share buyback, זאת אומרת זה בעצם אותו הדבר. בארץ share buyback נחשב דיבידנד לפי חוק החברות ולכן צריך ללכת דרך המנגנון של הפחתת הון, שדרך אגב אפשר לעשות הפחתת הון דרך share buyback גם כן, זו אותה הוצאה של כסף מהחברה. אבל בגדול המטרה הייתה לעשות שינוי במבנה ההון של החברה, שיהיה יותר אטרקטיבי למשקיעים, כי המשקיעים בחברת בזק הם משקיעים שמחפשים דיבידנד..."**

ובהמשך (פ/30.10.2013, 646, 23-27):

> **"ש: ... תסכים איתי שהפחתת ההון של 3 מיליארד ונטילת הלוואות כדי לממן אותם היא לא פרקטיקה נהוגה בעולם העסקי בישראל?**
> **ת: מה זה פרקטיקה? אין הרבה חברות כמו בזק בישראל".**

כפי שצוין לעיל, מדי שנה חברות רבות ברחבי העולם מבצעות מהלכי Leveraged Recapitalization בהיקפים של מיליארדי דולרים. גם בחוות דעת ברגר הובאו דוגמאות למספר לא מובטל של חברות ברחבי העולם, אשר ביצעו מהלכים דומים - לרבות, הפחתת הון וחלוקה של למעלה מ-100% מהרווח הנקי שלהן, במשך מספר שנים. אשר על כן, אינני מקבל את טענתו של זליכה כי אין בעולם תקדימים למקרה דומה (פ/30.9.2013, 334, 8-14). גם אם ניתן לטעון כי אסטרטגיית Short-Termism זו רצויה יותר או פחות, קשה לחלוק על כך שהנה לגיטימית וקיים בה רציונל כלכלי. והראייה לכך היא ש-99% מבעלי המניות שהשתתפו באסיפה הכללית של בזק "הצביעו ברגליים" והביעו את העמדה שזוהי העדפתם.

סבירותו של מהלך הפחתת ההון נתמכת גם במצבה הפיננסי היציב של בזק. כאמור, לאורך כל התקופה הרלוונטית וגם לאחר הפחתת ההון, בזק הייתה ועודנה חברה חזקה מאוד, בעלת הון עצמי רב ותזרים מזומנים גבוה, קבוע ויציב. כפי שצוין לעיל, הטענה כי החברה הייתה "Underleveraged" נשמעה מעת לעת ולא הייתה מופרכת כלל. כאמור, בהשוואה לענף התקשורת וגם לאחר השינויים הרגולטוריים הקיצוניים בשוק, מניית בזק רשמה בתקופה הרלוונטית ביצועים טובים יותר לעומת הענף בכללותו. וכאשר בוחנים את התשואה על מניות השליטה בחברה יחד עם הדיבידנדים שחולקו, למן רכישת השליטה בעלי המניות של החברה "יצאו מורווחים", וזאת על אף השינויים הקיצוניים בשוק התקשורת שפגעו בהכנסות החברה ובאותו אופן בו בי-קום הרוויחה מהחזקת מניות בזק (בתיאום דיבידנדים), כך הרוויחו גם ורדניקוב וגם זקן חמו (פ/30.9.2013, 314, 3-27).

180. **שנית**, במישור הגילוי מצאתי כי התקיימו מספר קשיים במהלך ביצוע הפחתת ההון, אך בסופו של דבר מסקנתי היא כי חברי דירקטוריון בזק קיבלו החלטה מיודעת ומסרו גילוי נאות לאסיפה הכללית.

ברובד קבלת ההחלטות בדירקטוריון, התקשיתי לקבל את דבריו של יצחק אידלמן, כדלקמן (3.10.2013, 801, 18-21):

> **ת: אני לא מכיר את בי-קום חוץ מזה שהיא מופיעה בניירות שלנו כבעלת השליטה בבזק, אני לא מכיר את הפעילות העסקית שלה, אם יש לה או אין לה, אני לא מכיר את מצב המזומנים שלה. לא מכיר את החובות שלהם.**

ובהמשך (3.10.2013, 803, 15-19):

> **"ת: למיטב ידיעתי זה לא חלק מהחובות שלי כדירקטור, אני לא חושב שזה עניין אותי, אני התפקיד שלי הוא לדאוג לטובת בזק. איך בעלי השליטה מממנים את החוב שלהם אני לא חושב שזה חלק אינהרנטי מהתפקיד שלי. זאת דעתי".**

וכן (3.10.2013, 806, 21-22):

"ת: כנראה לא הייתי ברור קודם, <u>אני לא מתעסק בניגוד עניינים</u>, יש".

אכן אין זה מתפקידו של דירקטור לחקור אחר מצבו הפיננסי של בעל השליטה בחברה. אולם, עמדתי היא שבמקרה דנן, בו פורסם ברבים והיה ידוע לכל כי בי-קום רכשה את השליטה במינוף גבוה, ומדובר היה בשינוי כל כך דרמטי של מבנה ההון של החברה, מן הראוי היה שהחשש שמא הדירקטורים מטעם בי-קום פועלים בניגוד עניינים יעניין את יתר חברי הדירקטוריון. כאמור לעיל, אין בהיעדרו של המידע בדבר מצבת ההתחייבויות של בעל השליטה הממונף בכדי לבטל את כשרותה של ההחלטה שקיבלו הדירקטורים. גם אילו מצבה הפיננסי של בי-קום היה נפרש בפני חברי הדירקטוריון, משמעות הדבר הייתה "רק" שעליהם לבחון בזהירות יתרה את ההצעה שהונחה על שולחנם. והדבר אינו גורע ממסקנתי כי דירקטוריון בזק קיבל את ההחלטה על הפחתת ההון באופן מיודע. יחד עם זאת, מצאתי לנכון להדגיש כי לא ניתן לומר שמדובר במידע שכלל איננו רלוונטי לעניין. זאת מקל וחומר כאשר בי-קום הנה חברה ציבורית וחברי הדירקטוריון יכלו להיחשף בנקל למצבת התחייבויותיה.

ברובד הגילוי לאסיפה הכללית, הקושי המרכזי במקרה דנן טמון בכך שביום 30.12.2010 החברה פרסמה דיווח מיידי בדבר החלטת הדירקטוריון והמלצתו על ביצוע הפחתת ההון (נספח 22 לבקשת אישור זקן חמו),ובדיווח זה לא ניתן כל אזכור לכך שהדבר צפוי להגדיל את היקף גיוסי החוב של החברה בהיקפים של מיליארדי ש"ח. זאת על אף שכאמור, העובדה שהדבר צפוי להתרחש הייתה ידועה לחברי הדירקטוריון ונכלל בחוות דעתה של גיזה. כך, גם בדיווח אודות תוצאות האסיפה וההחלטה לאשר את הפחתת ההון לא נמסר דבר בנדון (נספח 23 לבקשת אישור זקן חמו).

רק לאחר שהפחתת ההון כבר אושרה עקרונית בידי האסיפה הכללית ולאחר שהפניה לבית המשפט כבר נעשתה, בזק פרסמה הודעת עדכון בנדון בעקבות דרישתה של רשות ניירות ערך. ובהודעה זו נמסר לראשונה כי החברה מבקש להבהיר שבחוותה דעתה "**גיזה הניחה גיוס חוב של 3 מיליארד ש"ח, שיגויס בחלקים שווים בשנים 2011-2013 ויפרע לאחר שנת 2015**" (נספח 25 לבקשת אישור זקן חמו). כמו כן, נמסר בהודעת עדכון זו לראשונה כי החברה "**בוחנת אפשרויות שונות לגיוס חוב למימון צרכי תזרים המזומנים שלה בעת הקרובה, לרבות לצורך ביצוע התשלום הראשון של החלוקה**", באמצעות הנפקה על פי תשקיף מדף ו/או קבלת מימון בנקאי ו/או קבלת מימון חוץ בנקאי אחר. וכך העיד בעניין זה גלמן בפני בית המשפט (פ/3.10.2013, 585, 12 - 588, 16)

"ש: תודה רבה. עכשיו אני רוצה להבין אם כך את אותו תהליך של הפחתת ההון, בסדר? אני רוצה להפנות אותך ברשותך לנספח 22 לבקשה. אבל בכל מקרה הנה אני מפנה אותך לדיווח המיידי של החברה, זה נספח 22. עכשיו כאן אנחנו מדברים מר גלמן על מסמך בעינינו חשוב, אתה מכיר את המסמך הזה?

ת: אני מכיר את המסמך הזה, לא ראיתי את זה הרבה זמן אבל אני מכיר את המסמך.
ש: בסדר גמור, אוקי. אני מציע לך שאין במסמך הזה דיווח או דוח הוצאות בנטילת הלוואות, ועברנו עליו האמן לי ביסודיות, זה נשמע לך מופרך?
ת: לא, קיבלתי יעוץ משפטי, היועצים המשפטיים אנחנו התייעצנו עם אנשים אנחנו מדווחים ואנחנו עושים דיווחים מידיים על פי הכללים שאנחנו מניחים שהם לפני רשות ניירות ערך, ואנחנו במקרה כזה קיבלנו איזו הבהרה או רשות ניירות ערך ביקשו הבהרה ואנחנו.
...
ש: ... זה מסמך מ-17.02 [הודעת העדכון הנ"ל - ח' כ'], **רק כדי לחסוך את המקום בסיכומים זה מועד מאוחר לאסיפה כי כבר דיווחתם על התוצאות שלה, אסיפת בעלי המניות שאישרה את הפחתת ההון?**
ת: כן, אסיפת בעלי המניות שאישרה את הפחתת ההון גם כן היו בידיים שלהם את הדוחות הכספיים, הם היו יכולים לעשות אותו חשבון.
ש: יכול להיות שהם היו יכולים אבל בוא נראה מה רשות ניירות ערך חשבה שהם לא יכולים וצריך לספר להם. בסדר? ברשותך מר גלמן, אז בוא נראה מה הרשות ביקשה מכם לדווח שמשום מה היא סברה שאי אפשר לאתר בדוחות, ואני מראש אומר לך שאי אפשר בשום קונסטלציה לאתר בדוחות משהו שעוד לא קרה. בסדר? אני מניח שקשה לחלוק על זה. עכשיו אני רוצה להבין, כתוב פה 'בהמשך לדיון עם רשות ניירות ערך' מי יזם את הדיון?
ת: אני מניח שרשות ניירות ערך, אני לא יודע.
...
ש: עכשיו <u>במסמך הזה ואני מציע לך שלראשונה ישנה את ההתייחסות לכך שהחברה עתידה לקחת הלוואות</u>. למה הנתון הזה לא מצא ביטוי בזימון לאסיפה אודות החלוקה? בכל מה שהוצג בפני בעלי המניות קודם לכן?
ת: <u>החברה לא נהגה באף חלוקה של דיבידנד או אף מה שנקרא מהלך עסקי לדבר על הצורך לקחת הלוואות, זאת אומרת החברה</u>.
ש: אז למה החברה?
ת: רגע אני באמצע, החברה מספיק מבוססת ואנחנו מדברים חברה בין הגדולות במשק הישראלי.
ש: ללא ספק.
ת: סליחה, עם דירוג אשראי מאוד גבוה שאין לה בעיה בכלל לגייס כסף, תמיד אפשר לגייס כסף, ולכן החברה לא רואה לנכון לאותת לשוק שהיא הולכת לגייס כסף.
ש: לכן לא סיפרתם את זה.
ת: אנחנו לא נהגנו אף פעם, לא רק במקרה כזה, <u>אנחנו תמיד דיווחנו על לקיחת אשראי כשלקחנו אשראי, לא כשאנחנו חשבנו שניקח אשראי</u>.
ש: עכשיו הרשות לניירות הערך ככל הנראה כך אני מבין, תתקן אותי עם ההבנה שלי לא נכונה, סברה אחרת? זה נכון? היית חלק בדיונים עם הרשות?
ת: רשות ניירות ערך הציעה לנו במקרה כזה להגיד שכנראה החברה צריכה לקחת אשראי כדי לשלם את הדיבידנד הזה".

עמדתי היא שלא בכדי רשות ניירות ערך הורתה לבזק להבהיר כי גיזה התבססה על ההנחה שהחברה תגייס חובות נוספים. אף על פי שהדוחות הכספיים של החברה היו חשופים לכל, כאשר מדובר במהלך כה משמעותי עבור החברה, לדידי, הידיעה שהחברה צפויה לגייס חוב בסך מצטבר של כ-3 מיליארד ש"ח נוספים מהווה מידע מהותי עבור בעלי המניות, על מנת שיוכלו לקבל החלטה מושכלת בנדון. למרות שבזק לא נדרשת לפרש עבור בעלי מניות את דוחותיה הכספיים, משנמצא במקרה דנן כי חברי הדירקטוריון ידעו בסבירות גבוה למדי כי הפחתת ההון

צפויה להביא לגידול משמעותי מאוד בהיקף גיוסי החוב של החברה, מן הראוי היה שלכל הפחות יימסר לבעלי המניות שהדבר עשוי להתרחש ונלקח בחשבון בידי הדירקטוריון.

יחד עם זאת, מצאתי כי חוסר זה בגילוי שמסרה בזק לבעלי מניותיה ניתן לאיזון עם העובדה ש-6 מנות הפחתת ההון הוצמדו במועדיהן לחלוקת הדיבידנד השוטפת. אי לכך, הלכה למעשה, ניתנה לבעלי המניות של החברה האפשרות לחזור בהם מהחלוקה של כל מנה ומנה, באמצעות החסרת 500 מיליון ש"ח מהדיבידנד של 100% מהרווח הנקי מדי חצי שנה. כפי שטען יצחק אידלמן (פ/3.10.2013, 792, 26 - 793, 6):

> **"...זה מה שיפה, הרי אנחנו מקבלים החלטה לחלק דיבידנד מראש, שאנחנו לא יודעים מה תהיינה התוצאות. אנחנו מסתכלים על הרווח, אם החברה אכן הרוויחה וזה מה שקרה ב-2012, החברה הרוויחה 2.9 מיליארד ₪, אין שום מניעה חודשיים שלושה אחרי זה לחלק את הרווח במזומן".**

כאמור לעיל, סעיף 307(1) לחוק החברות, המעוגן בסעיף 131.1 לתקנון בזק, קובע כי האסיפה הכללית תיתן את אישורה לחלוקה לאחר המלצת הדירקטוריון וכי "**האסיפה רשאית לקבל את ההמלצה או <u>להקטין את הסכום</u> אך לא להגדילו**". ואולם, בכל הדיונים באסיפה הכללית על ביצוע חלוקה שוטפת, הצמודה לאחת ממנות הפחתת ההון, מעולם לא הועלתה הצעה כזו בידי מי מבעלי המניות. נהפוך הוא, חלוקות אלו אושרו פעם אחר פעם ברוב מכריע של כ-99% מבעלי המניות, וזאת זמן רב לאחר שפורסמה הודעת העדכון מטעמה של החברה. למעשה, האסיפה הכללית של החברה המשיכה לאשר את החלוקות גם לאחר שהוצגו בפניה בשלב מסוים, גם ההשגות שבמרכז ההליך דנן.

מלבד זאת, ניתן להוסיף כי מרבית בעלי מניותיה של בזק היו משקיעים מתוחכמים (גופים מוסדיים וקרנות השקעות).סביר להניח כי גופים אלו לא התקשו לעיין בדוחותיה הכספיים של החברה ולהבין כי הפחתת ההון בסך מצטבר של 3 מיליארד ש"ח עשויה להביא את חברה לגייס חובות נוספים.

כמו כן, בסופו של יום, לא ניתן להתעלם מהעובדה שהחזקת מניית החברה במהלך התקופה הרלוונטית- בתיאום הדיבידנדים - הייתה רווחית, על אף הקשיים שעברו על שוק התקשורת, וגם בדרך זו מדיניות העלאת המינוף הוכחה כמועדפת על בעלי המניות, הלכה למעשה.

181. סיכומה של נקודה זו, מצאתי כי המשיבים עמדו בנטל המוטל עליהם על פי השלב הראשון של מבחן שיקול הדעת העסקי המוגבר. זאת מאחר וקידמו בגלוי מהלך עסקי הגיוני (הנראה כ"קצר-טווח"), אשר התיישב עם מצבה העסקי והפיננסי של החברה ובעיקר נתמך פעם אחר פעם בידי רוב מוחלט של בעלי המניות. אשר על כן, יש להחיל את חזקת שיקול הדעת העסקי על החלטתם לבצע את הפחתת ההון ובית המשפט לא יתערב בשיקול דעתם, כל עוד לא הוכח כי פעלו בחוסר תום לב, בניגוד עניינים או באופן לא מיודע.

182. לטענת המבקשים, חברי דירקטוריון בזק אישרו את הפחתת ההון תוך שהם דנים רק בשאלה האם המהלך אפשרי, אך מבלי ששאלו האם הפחתת ההון דרושה לטובת החברה ומה התועלת שתופק מביצוע המהלך. לטענתם, הדבר מעיד על חוסר תום ליבם של חברי הדירקטוריון וניגוד העניינים בו היו שרויים (פ/3.10.2013, 679, 7 - 680, 4).
לעומת זאת, המשיבים טענו כי המהלך היה יעיל עבור בעלי המניות של החברה בכללותם. לטענתם, כבר ב-2008 הנהלת החברה דנה בביצוע המהלך והדבר לא בוצע בעיקר בשל המגבלות שהיו בהסכמי העבודה הקיבוציים של בזק מול עובדיה, אשר הגבילו את האפשרות לבצע הפחתות הון (פ/3.10.2013, 615, 8-21). גלמן ביקש להסביר את התועלת שבמהלך ואת היוזמה לביצועו, כדלקמן (פ/3.10.2013, 1, 632 - 634, 25):

> **"ת: תשמע היוזמה זו יוזמה עתיקה, אני בעצם העליתי את זה לדיון כבר ב-2008, כי בגדול באותו זמן בזק הייתה עם מבנה הון מבחינת המשקיעים, בעלי הון, בעלי מניות של החברה, עם מבנה הון לא יעיל. זאת אומרת ה-leverage של בזק היה מתחת ל-1 לאיבידה, זאת אומרת היה leverage מאוד נמוך ביחס, אני אומר הבנצ'מרק אם אני זוכר נכון מתחום התקשורת. ולכן הייתה השקעה פחות אטרקטיבית לבעלי המניות שמחפשים תשואה להון, וברגע שיש חברה שהיא underleveraged שיכולה לתמוך ביותר leverage בעצם זה עושה את ההשקעה יותר אטרקטיבית לבעלי המניות. והעליתי את הנושא כבר ב-2008 בגלל שרק סיכמו עם העובדים הסכם לפני שנה, והייתה הפחתת הון נוספת ב-2007 אם אני לא טועה.**
> **...**
> **עכשיו ב-2008 הייתה הרגשה של היועצים דאז שזה לא זמן מתאים ללכת על הפחתת הון נוספת אחרי שכבר עשו הפחתת הון ב-2007, ובהתחשב שזה עלול לפתוח את ההסכם עם העובדים שוב, והייתה איזו מתיחות עם העובדים על ההסכם, ולכן הדבר הזה היה בוא נגיד כך, אפשר להגיד את זה שהיה on the back burner איך שאומרים באנגלית, למרות שהרעיון לא ירד אף פעם. הרעיון עלה עוד פעם כשהעובדים פתחו בדרישה לפתוח את ההסכם בהעברת השליטה, כי אחת הסיבות שאנחנו לא רצינו להעלות את הנושא של הפחתת הון כי אנחנו חשבנו שהעובדים יפתחו את ההסכם ויעלה לחברה יותר כסף הסכמי פרישה, אופציות וכדומה. ולכן מרגע שהעובדים פתחו את ההסכם אנחנו חשבנו שזה זמן נכון להעלות את הנושא הזה עוד פעם כי זה בעצם היה נדרש.**
> **בית המשפט: כשאתה אומר אנחנו זה מי?**
> **ת: הנהלת החברה.**
> **בית המשפט: ההצעה הייתה שלך? או ה-byproduct שלה היה שזה פתאום הגיע בעל שליטה חדש ואתה?**
> **ת: אני חושב שזה לא היה קשור לבעל השליטה החדש, זה היה דבר שהיה על השולחן מ-2008, בעל השליטה הקודם שבחר לא לעשות את זה בגלל הנושא שלא רצו לפתוח את ההסכם עם העובדים, היה מאוד מאוד רגיש עם העובדים ב-2008 ו-2009, מאוד רגיש. בסופו של דבר בגלל שהעובדים פתחו את ההסכם הדבר הזה עלה עוד פעם לדיון אבל זו יוזמה של ההנהלה ולא של בעלי השליטה ולא של מישהו אחר.**
> **...**
> **ת: <u>לפי גישת ההנהלה, ואני חושב לפי גישה אם אנחנו לוקחים את הבנצ'מרק של החברות הדומות בתוך מה שנקרא התחום שלנו שהייתה חברה עם leverage מתחת ל-1 איבידה בגדול התשואה להון של המשקיעים היא נחותה לחברות אחרות וזה הצגנו לדירקטוריון גם כן".</u>**

והמשיבים העידו בזה אחר זה כי בדירקטוריון נערך דיון ממושך וממצה בעניין הפחתת ההון. זאת, בין היתר, לאחר שקיבלו 3 חוות דעת ממומחים מהטובים בישראל, אשר אישרו ואשררו את יכולת הפירעון של החברה ואת איתנותה הפיננסית. כך, בין היתר, יצחק אידלמן מסרב בית המשפט את הדברים הבאים (פ/30.10.2013, 793, 12-16):

> **"ת: בוודאי, כל חלוקת דיבידנד לא, כל החלטה על חלוקת דיבידנד לא קורית לפני שנעשה דיון במצבה הפיננסי של החברה ויכולת הפירעון שלה עם תחזית תזרים מזומנים שנתיים קדימה שמתוכה שנת תקציב אחת אושרה, בדיון מאוד מפורט".**

וגלמן העיד, בין היתר, כדלקמן (פ/3.10.2013, 691, 11-18):

> **"ת: ברור שהיה דיון, אני חושב שאמרתי בחקירה הראשית שהיה דיון בדבר הזה והיה דיון מאוד ממצה...".**

183. לאחר שבחנתי את טענות הצדדים, ראיותיהם ועדויותיהם הגעתי למסקנה שהמבקשים לא הרימו את הנטל המוטל עליהם לסתור את חזקת שיקול הדעת העסקי. המבקשים לא הצליחו לסתור את טענתו של גלמן, כי "זו לא הייתה החלטה [רק - ח' כ'] לטובת מר אלוביץ', זו הייתה החלטה לטובת כל בעלי המניות"(פ/3.10.2013, 655, 15-17). בסיכומו של דבר, מסקנתי היא כי אין זה מקומו של בית משפט זה להתערב בהחלטת דירקטוריון בזק לשנות את מבנה ההון של החברה, חרף העובדה שהדבר נעשה בצל רכישת השליטה הממונפת בידי בי-קום.

7. <u>טענות הסף שהעלו המשיבים</u>

184. כאמור לעיל, המשיבים העלו מספר טענות, שלטענתם די בהן כדי להוביל לסילוק בקשות האישור על הסף. כך, המשיבים טענו כי זקן חמו אינו בעל מניות ראוי, בהליך קודם - תנ"ג (מחוזי ת"א) 20087-11-11 **בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' זקן חמו** (14.6.2012) כבר דחה בית המשפט (כב' השופטת ר' רונן) על הסף את תביעת בנו, שטען כי אותן מניות ממש אמנם מוחזקות על ידי אביו, אולם הן מוחזקות בנאמנות עבורו; נטען כי קבלת הבקשה לאישור תעשיר את המבקשים שלא כדין, כי כך הם ייהנו גם מהדיבידנדים שחילקה החברה, וגם מפירות התביעה; נטען כי חלק מהמשיבים (חברי הדירקטוריון הקודם) לא הוזכרו בפניותיהם המוקדמות של המבקשים לחברה; נטען כי בקשות האישור מנוסחות באופן כוללני וגורף ללא התייחסות פרטנית למשיבים השונים; עוד נטען כי עצם העובדה שכל החלוקות אושרו על ידי האסיפה הכללית מכשירה את המהלך, ובנוסף המשיבים שלא התייצבו לאסיפות הרלוונטיות מושתקים מלטעון נגד חלוקות הדיבידנדים שאושרו בהן.

ראשית, יש להזכיר כי ההליך הנוכחי כולו הינו הליך מקדמי, וכבר נקבע בפסיקה כי ככלל, אין מקום לקיים הליך מקדמי להליך המקדמי. כך, ברע"א 5154/08 **קוסט פורר גבאי את קסירר רו"ח נ' קדמי** (2.4.2009) התייחס כב' השופט ח' מלצר לאפשרות לסלק על הסף תביעה ייצוגית, וקבע כי "**יש הגיון בסילוק אפשרי של בקשה לאישור על הסף רק במקרים חריגים בהם ברור על פני הדברים שאין בבקשה ולא כלום. כאשר על פניו ברור לכאורה כי מדובר בבקשת סרק, ודיון בבקשה לסילוקה של בקשת האישור על הסף הוא פשוט, מהיר ויכול להוביל למסקנה ברורה וחד-משמעית, יש בסיס לעריכת דיון כאמור**". בתנ"ג (מחוזי ת"א) 20087-11-11 **בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' זקן חמו** בפסקה 16 (14.6.2012) אמצה כב' השופטת רונן את הלכה זו גם לתחום התובענות הנגזרות מתוך מחשבה, שאני שותף לה, שמדובר במוסדות בעלי דמיון רב ובעניין האפשרות לסילוק מוקדם, ניתן להקיש מתובענות ייצוגיות לנגזרות.

185. כך או כך, אקדים את המאוחר ואציין כי בסופו של יום הגעתי למסקנה שיש לדחות את בקשות האישור לגופן, כך שהדיון בשאלת הדחייה על הסף מתייתר במידה רבה. עם זאת, אציין כי לא מצאתי לנכון לקבל, אפריורית, אף אחת מעילות הדחייה על הסף להן טענו המשיבים ככאלה המצדיקות דחייה על הסף של הבקשה לאישור במנותק מתוכנה. אמנם, כפי שיפורט להלן ולאורך ההחלטה דנא, חלק מטענות המשיבים אכן מעידות על טעם לפגם בהתנהלות המבקשים, אולם לא מצאתי באף אחת מהן די על מנת לסלק את הבקשה לאישור אפריורית, ובהתעלם מתוכן הבקשה.

כל אחת מעילות הסף שצוינו לעיל ראויות לדיון ומחשבה. אולם כאמור, נוכח העובדה כי מצאתי לנכון לדחות את הבקשה לאישור לגופה, אינני נדרש להכריע בעילות בתיק דנא. על אף האמור לעיל, מצאתי לנכון להתייחס לעילת סף אחת עקרונית, והיא שאלת זכות העמידה של מבקש שרכש את מניותיו לאחר קרות האירוע נשוא התביעה.

<u>מועד רכישת המניות על ידי המשיבים</u>

186. זקן חמו רכש את המניות שמכוחן הגיש את בקשת האישור מטעמו ביום 6.7.2010 וביום 9.3.2011 (נספח 1 לבקשת אישור זקן חמו). ורדניקוב רכש מניות בחברה לראשונה ביום 4.10.2009, ומאז רכש מניות חמש פעמים נוספות בתאריכים 10.2.2010, 27.4.2010, 11.5.2010, 14.8.2011 ו-23.5.2012.

187. זאת, כאשר החלוקות והגיוסים נושא בקשות האישור החלו כבר בחודש אפריל 2010. דהיינו, זקן חמו רכש את מניותיו לאחר חלוקת הדיבידנד אשר כלל את רווחי הפסקת איחוד יס בדוחות, ולאחר חלק מגיוסי החוב שביצעה החברה, וחלק מרכישותיו של ורדניקוב בוצעו לאחר שהאירועים עליהם הוא מלין בבקשת האישור מטעמו כבר התרחשו.

188. לטענת המשיבים יש בכך כדי להוביל לסילוק בקשות האישור על הסף, שכן המבקשים רכשו את מניות בזק לאחר קרות האירועים עליהם הם מלינים בבקשות האישור, והגדילו את

החזקתם בה לאחר שאירועים אלו חזרו על עצמם פעמים נוספות. לטענת המשיבים, ורדניקוב הגדיל לעשות כשרכש מניות בזק בשש פעימות, ואף הצהיר בריש גלי על משיכתו לבזק, בין היתר, נוכח מדיניות הדיבידנדים הנדיבה שהנהיגה. המשיבים טענו גם שמי שהגדיל את כמות המניות שברשותו אחרי שנודע לו על עילת התביעה אינו יכול להגיש תביעה נגזרת. לטענת ורדניקוב, הוא רכש מניות בחברה עוד בטרם השלמת העסקה למכירת השליטה, ודי בכך כדי לדחות את טענת המשיבים.

189. בטרם אדון בגופה של הטענה, אתייחס בקצרה למושכלות יסוד. סעיף 194 לחוק החברות קובע כי כל דירקטור וכל בעל מניות יכול להגיש תביעה נגזרת בהתקיים תנאים מסוימים. כבר נקבע בפסיקה, כולל בעניינו של בנו של זקן חמו, שתנאי טכני זה נוגע למועד הגשת התביעה (תנ"ג (מחוזי ת"א) 20087-11-11 **בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' זקן חמו** בפסקאות 30-32 (14.6.2012)) שם סילקה כב' השופטת ר' רונן את בקשת האישור של בנו של זקן חמו בשל העובדה שלא היה בעל המניות בחברה אלא לכל היותר, הנהנה בחשבון שהוחזק עבורו בנאמנות על ידי הוריו, היא התייחסה גם לשאלת מועד רכישת המניות ביחס לאירועים נשוא התביעה. כך, לאחר שבפסקה 30 הזכיר כי לפי הלכת לביב, אליה אתייחס בהמשך, **__ככלל__**, מי שרכש את מניות החברה בדיעבד לאחר שנודע לו על עילת התביעה, איננו יכול להגיש תביעה נגזרת, היא הוסיפה את הדברים הבאים (שם, פסקה 40):

> **"בשולי הדברים אציין כי בזק והמשיבים העלו - כפי שצוין לעיל, שתי טענות כבדות משקל נוספת ביחס לבקשתו הנוכחית של המבקש לאשר לו להגיש תביעה נגזרת בשם בזק (__שאלת זכותו של המבקש להגיש את הבקשה לאור המועד בו הוא רכש את המניות__, ושאלת משמעותו של אישור האסיפה הכללית את חלוקת הדיווידנד על עילת התביעה של המבקש). אינני רואה לנכון להתייחס לשאלות אלה - לאור התוצאה שאליה הגעתי כלעיל. מאותו טעם עצמו, אף אינני סבורה כי יש לקבוע מסמרות ביחס לשאלה האם היה מן הראוי לדון בשאלות אלה על אתר, במסגרת הבקשה המקדמית דנן, או שמן הראוי היה לדחות את הדיון בהן לשלב הדיון בבקשת האישור לגופה"**

(ראו לעניין החזקה במניות במועד הגשת התביעה גם תנ"ג (מחוזי ת"א) 38591-03-12 **בר עם נ' אל על נתיבי אויר לישראל בע"מ** בפסקאות 31-38 (8.7.2014)).

190. בע"א 2718/09 **"גדיש" קרנות גמולים בע"מ נ' אלסינט בע"מ** (28.5.2012) התייחס בית המשפט העליון, בהקשר של תביעות ייצוגיות שעניינן קיפוח המיעוט, לשאלה מהי מידת הרלוונטיות של מועד רכישת המניות לבחינת זכותו של בעל המניות להגיש תביעה על קיפוח המיעוט (פסקה 36 לפסק דינה של כב' הנשיאה ד' ביניש):

> **"השאלה מהי מידת הרלוונטיות של מועד רכישת המניות לבחינת זכותו של בעל המניות להגיש תביעה על קיפוח המיעוט, אינה שאלה פשוטה. שאלה זו התעוררה בעבר בעניין בכר בנסיבות בהן נסוב הקיפוח הנטען על הסכם ניהול שבאמצעותו הוזרמו כספים מקופת החברה לקופת בעלת השליטה. בפסק הדין נקבע, כי העובדה שהמניות נרכשו על ידי התובע לאחר חתימת הסכם הניהול,**

> **לא שוללת את זכותו להגיש תביעה להסרת קיפוח. אמנם, באותו עניין אופיו המתמשך של הקיפוח היווה שיקול מרכזי בהחלטה להכיר בזכות התביעה של בעל מניות המיעוט הרוכש. אולם, קיימים טעמים כבדי משקל לתמוך בזכותו של בעל מניות מיעוט שרכש את מניותיו לאחר קרות אירוע מקפח גם כאשר מדובר בקיפוח בעל אופי חד-פעמי, וביניהם הצורך באכיפה אפקטיבית ומניעת התעשרות שלא כדין(ראו, חביב-סגל, בעמ' 603-605). מכל מקום, בנסיבות המקרה דנן, אבקש להשאיר סוגיה זו בצריך עיון. זאת, נוכח היכולת שקיימת במקרה דנן לפצל את קבוצת התובעים הייצוגיים לתת קבוצות."**

191. בעיני, הדברים רלוונטיים גם בנוגע לתובענות ייצוגיות המוגשות על ידי בעלי מניות. זאת, מכיוון שבעלת זכות התביעה, אם תאושר התביעה, היא החברה עצמה. אם ייקבע בסופו של דבר כי נושאי המשרה הרלוונטיים עוולו לחברה, היא זו שתפוצה על ידיהם ולא בעל מניות זה או אחר. כך שבעיני, במקרה של תביעה נגזרת, השיקולים לתמוך בזכות העמידה של מי שרכש את מניותיו לאחר קרוב האירוע הרלוונטי, אליהם התייחסה הנשיאה בעניין אלסינט, מקבלים משנה תוקף.

192. סעיף 198(א) לחוק החברות קובע כי בית המשפט יאשר את התביעה הנגזרת "**אם שוכנע כי לכאורה התביעה וניהולה הן לטובת החברה וכי התובע אינו פועל בחוסר תום לב**". בעיני, שאלת תזמון רכישת המניות על ידי מבקש האישור צריכה להיבחן בפריזמה של סעיף 198(א) ולא של סעיף 194. היינו, לא במובן של זכות עמידה פורמלית, אלא במובן של תום לב. כך, על בית המשפט לבחון האם יש במועד רכישת המניות על ידי המבקש להטיל ספק באשר לתום ליבו. התשובה לשאלה זו עשויה להשתנות ממקרה למקרה, ולמעט מקרים קיצוניים ומובהקים, נכון לבחון שאלה זו בראייה כוללת של הבקשה לאישור ומבקש האישור.

193. כאמור לעיל, בעניין זה קיימת הלכה ותיקה, היא הלכת לביב (180/75 **לביב נ' בנק פיתוח תעשיה לישראל בע"מ**, פ"ד ל(3) 225 (1976)). בתנ"ג (מחוזי ת"א) 48081-11-11 **רוזנפלד נ' בן דב** (17.3.2013) התייחסתי ארוכות למעמדה של הלכת ארביב לאחר חקיקת חוק החברות, אולם גם עיון בהחלטה בעניין לביב, המייחסת משמעות רבה למועד רכישת המניות, מגלה כי היא אינה סוגרת את הדלת באופן מוחלט בפני מי שרכשו את מניותיהם לאחר קרות האירוע נשוא התובענה:

> **"ודאי הוא, שאם יש לחברה עילה לתביעה נגד פלוני, ביצועה של אותה עילה דבר אין לו עם השאלה, אם החזיק בעל מניות מסוים מניות בחברה כאשר [נ]ולדה העילה הלזו אם לאו. במה דברים אמורים: ובתביעת החברה. אבל כאשר בא בעל המניות והוא מבקש לתבוע במקום החברה דבר המגיע לחברה, מתעוררת שאלה אחרת, והיא: האם מן הצדק להתיר לתובע להביא דברו של אחר, של החברה לפני בית-המשפט? לכאורה, סבור אני, כי מי שרוכש מניות בחברה, בידיעה שבעבר נעשה מעשה שהזיק לנכסי החברה, חייב לבית-המשפט הסבר מדוע הוא לא משך ידו מן העניין.**
> **בנוהג שבעולם, מי שיודע כי מנהלי החברה עשו מעשה של תרמית או מעשה אחר שהסב נזק לחברה, ובעלי המניות לא נקטו אמצעים לתיקון המעוות, יתרחק מן החברה ולא יצטרף אליה. על-כן צריך פלוני להסביר על שום מה התנהגותם של מנהלי החברה לא הרתיעה אותו, והוא נהג אחרת."**

כך, גם בעניין לביב, המציג גישה מחמירה בנוגע לאפשרות אותם בעלי מניות "מאחרים" לתבוע בשם החברה, יהיה בית המשפט נכון לשמוע הסבר שיוכיח כי בעל המניות העומד מולו פועל בידיים נקיות (ראו לעניין זה גם: רע"א 413/84 **כהן נ' רוסטוקר** לח(4) 431 (1984); ע"א 216/84 **באומחקר נ' בנק לאומי לישראל בע"מ**, מ(1) 414 (1986)). אציין כי לדידי, במקרה של חברה ציבורית שכספו של ציבור רב מושקע בה, בין אם ישירות ובין אם באמצעות קרנות פנסיה וביטוח, ייטה בית המשפט לבחון את תום ליבו של המבקש אל מול האינטרס הציבורי שהוא מייצג. ככל שהעילה בבסיס התביעה מוצדקת יותר, כך יוריד בית המשפט את "רף" ההסברים הנדרשים מהמבקש (ראו לעניין זה תנ"ג (מחוזי מרכז) 7147-09-10 **כהן נ' אפריקה ישראל השקעות בע"מ** (7.5.2014) בפסקה 67 להחלטתו של כב' השופט י' שינמן).

בבש"א (מחוזי ת"א) 8794/03 **בן ארי נ' אבנר חיפושי נפט שותפות מוגבלת** (1.12.2008) דחתה כב' השופטת צ' ברון בקשה לאישור תביעה נגזרת, בין היתר בשל העובדה שהמבקש המשיך לרכוש את מניות החברה גם לאחר שהתבררה לו הפגיעה הנטענת בזכויותיו (שם, בעמ' 13):

> **"בחקירתו החוזרת הסביר בן ארי, כי רכש את המניות הנוספות מכיוון שהוא מאמין בצדקתה של התביעה שהגיש, ומאמין שאם יזכה בתביעה, החברה תזכה לסכום כספי גדול וערך המניה שלה יגדל באופן משמעותי.**
> **אינני סבורה כי נימוק זה מספק. נימוקו איננו מקנה הסבר מעבר לכך שהוא רכש את המניות לפני הגשת התביעה הנגזרת, מתוך כוונה שלאחר שיזכה בתביעתו יעלה ערך המניה. הסבר זה אין בו כדי להסיר את החשש כי תביעתם של בן ארי ואימו נגועה בחוסר תום לב."**

מקריאה של ההחלטה בעניין בן ארי, עולה כי חוסר תום הלב וניקיון הכפיים של המבקש שם (ואמו) "**ליוו את התנהלותם לכל אורך הדרך החל מפנייתם אל החברה ועד לפנייתם לבית המשפט ובמהלכה**". כך, מתואר בהחלטה כיצד הטעה בן ארי את החברה בפניותיו; הוא סירב לחשוף את זהות יתר בעלי המניות שהוא מייצג; תביעתו נועדה לשרת צדדים שלישיים ואף מתחרים לחברה וכו'. כך, מועד רכישת הזכויות שביצע בן ארי היווה אינדיקציה נוספת לחוסר תום ליבו - ולא עילה עצמאית לדחיית הבקשה על הסף.

194. כאמור, בעניין **רוזנפלד נ' בן דב** התייחסתי בהרחבה לסוגיה זו (פסקאות 55-74), ובכלל זה לשינויים שהביאה חקיקת חוק החברות החדש, באופן שמפחית משמעותית את הנחרצות של הלכת לביב. שם סיכמתי את הדברים:

> **"כך, כאשר אין כל מניעה חוקית מפורשת, כל בעל מניות - לרבות כזה שרכש את מניותיו לאחר התרחשות האירועים שעליהם הוא מלין - יוכל להגיש תביעה נגזרת. המועד בו רכש את מניותיו, כאשר הוא לאחר האירוע בגינו הוא מלין, יהווה אינדיקציה לתום ליבו אך לא יותר מכך. תום ליבו של התובע נבחן על ידי מבחן של יחס הפוך כפי שתואר לעיל - בו נשקלים, זה מול זה, מניעיו של בעל המניות אל מול האינטרס הציבורי שבקבלת הבקשה."**

195. אני מוצא לנכון לציין את מה שבעיני הוא מובן מאליו. תובע נגזר המבקש לתבוע בשם החברה, בדרך כלל, עושה זאת ממניעים כלכליים. אין בכך כשלעצמו כדי להוות חוסר תום לב. היטיב לנסח את הדברים כב' ס' הנשיא ג' גינת בת"א (מחוזי חיפה) 474/04 **ירדן נ' ליפשיץ** בפסקה 92 (20.8.2007):

> **"בבוא בית המשפט להחליט, אם לאשר בקשה לתביעה נגזרת, עליו לאזן בין הרצון להגן על החברה מפני אורגניה ובעלי השליטה בה, לבין החשש כי אינטרסים אישיים, שאין להם ולא כלום עם טובת החברה, הם המניעים את התובעים להשתמש בהליך התביעה הנגזרת. סביר להניח, ולו מפאת הטבע האנושי, כי התובע תביעה נגזרת מצפה להרוויח גם באופן אישי באם יזכה בתביעה, וציפייה זו מהווה אחד המניעים להגשת התביעה מלכתחילה. אין בכך כל פסול. ברור כי במקרה ובו התביעה הנגזרת מתקבלת, הסעדים הניתנים לחברה ייטיבו, לרוב, גם עם בעלי מניותיה שהגישו את התביעה. אין לקרוא לציפייה להשגת רווח אישי כאמור, המהווה תוצאה נלווית של זכייה בתביעה הנגזרת, כציפייה העולה כדי חוסר תום לב, במצב בו התביעה מוגשת לטובת החברה."**

196. לסיכום עניין טענות הסף אחזור על האמור בראשית פרק זה. טענות הסף עוסקות, רובן ככולן, בתום ליבם של המבקשים. אולם, בסופו של יום, לאחר שהתבררה בפני הבקשה, מצאתי שאין לקבלה שכן קבלתה לא תשרת את טובת החברה. בנסיבות אלה, עילות הסף אינן דרושות עוד להכרעה.

8. <u>סוף דבר</u>

197. לאור כל האמור לעיל, אני דוחה את שתי בקשות האישור להגשת תביעה נגזרת בשמה של בזק.

ורדניקוב, המבקש בתנ"ג 43335-11-12 יישא בהוצאות המשיבים בסכום כולל של 60,000 ש"ח.

זקן חמו, המבקש בתנ"ג 28887-07-12 יישא בהוצאות המשיבים בסכום כולל של 60,000 ש"ח.

הסכומים הנ"ל יתחלקו באופן שווה בין 3 קבוצות המשיבים: החברה, קבוצת הדירקטורים, וקבוצת הדירקטורים הקודמים.

ניתן היום, כ"ב אלול תשע"ד, 17 ספטמבר 2014, בהעדר הצדדים.

תיק חיצוני:

חאלד כבוב, שופט