ת"א 01-2602 קווי אשראי לישראל שירותים פיננסים משלימים בע"מ (בפירוק) נ' יובל רן ואח'

בפני **כב' השופטת רות רונן**

התובעת **קווי אשראי לישראל שירותים פיננסים משלימים בע"מ (בפירוק)**
ע"י המפרקים רו"ח חיים רבינוביץ ועו"ד יצחק מירון
ע"י ב"כ עו"ד מירון

נגד

הנתבעים **1. יובל רן**
ע"י ב"כ עו"ד בלום ועו"ד בלום-וולף

2. נתן שוורץ
3. אברהם גולדרייך
4. נתן טורנר

5.ישראל קריגר – ניתן פס"ד
6.דב ברגמן – ניתן פס"ד
7.יונתן קורפל – ניתן פס"ד

8.דוד דוד
ע"י ב"כ עוה"ד ארדינסט, אמודאי וציוני

9. שלמה זיו ושות' יעוץ וניהול בע"מ
10. שלמה זיו ושות', רואי חשבון
11. רו"ח נדב פלטי
ע"י ב"כ עוה"ד מילשטיין וסטל

12. רו"ח מיכה רבאל
13. אלמגור ושות', רואי חשבון
ע"י ב"כ עוה"ד לשם, ויסמן ופלג

<u>פסק דין</u>

1. התובעת (שתכונה להלן גם "**קווי אשראי**" או "**חברת האם**"), התאגדה בשנת 1968 בשם "משאבות סלע בע"מ". עד סוף 1992 עסקה התובעת בתחומי תעשייה שונים. בשנת 1993, בעקבות האירועים שיתוארו להלן, שונה שמה של החברה לשמה הנוכחי.

<u>ההסכם הראשון</u>

2. ביום 29.3.93 נחתם הסכם (שיכונה להלן "**ההסכם הראשון**" או "**הסכם 93**") בין מספר גורמים - התובעת (ששמה היה עדיין "משאבות סלע בע"מ"); חברת פריים מאתיים 32 בע"מ, ששמה שונה לקווי אשראי (מרכז) בע"מ – ח. פ. 51-176654-5 (שכונתה בהסכם – "**החברה**", והיא תכונה להלן: "**קאמ**" או "**חברת הבת**"); החברות מוקה 32 בע"מ ופריים החזקות (ס.ש.ר. פ.פ.מ.) בע"מ (להלן: "**מוקה**" ו"**פריים**" בהתאמה); והנתבעים 1-4 ומר אלון ליברמן (שכולם יחד יכונו "**המנהלים**"). לפני חתימת ההסכם הראשון, ניהלו המנהלים באמצעות החברות מוקה ופריים עסק של מתן הלוואות חוץ בנקאיות (כאשר מס' 2 להסכם הראשון עולה כי מוקה ופריים נוסדו עוד בשנת 87).

בהתאם להסכם הראשון, החזיקה קווי אשראי בכול ההון המוקצה של קאמ – חברת הבת. קווי אשראי היתה מעוניינת לעסוק, באמצעות קאמ, בתחום עסקי המימון. המנהלים וכן מוקה ופריים התחייבו להפסיק למשך 7 שנים לעסוק בתחום המימון, אותו הם העבירו לקאמ.

3. חברת הניהול (קרי – מוקה ופריים), התחייבה לתת לקאמ שירותי ניהול באמצעות המנהלים לתקופה של 7 שנים. בס' 15א' להסכם הראשון, נקבעה תמורת שירותי הניהול להיות – "**דמי ניהול בשיעור השווה למחצית מריווחי החברה** (קאמ - ר. ר.) **לפני מס**", כפי שייקבעו על ידי רואי החשבון של החברה.

עוד נקבע בהסכם הראשון, כי קווי אשראי מתחייבת להעמיד לטובת קאמ לשם פעילותה בכול הקשור לעיסקי המימון ביטחונות, שיאפשרו לקאמ לקבל אשראים מבנקים (ר' ס' 14 להסכם הראשון). שיעור כספי המימון יהיה כזה שיאפשר לקאמ לתת הלוואות בסך של 14 מיליון ₪ (בלי לקחת בחשבון את ההלוואות שיעמידו לה הבנקים או אחרים, בגין המחאות של לווים שיופקדו אצלם לביטחון).

בהסכם הראשון נקבע כי בכול מקרה שקווי אשראי תעמיד לקאמ הלוואת בעלים בשיעור העולה על 14 מיליון ₪, שמקורם בגיוס הון באמצעות הנפקת אגרות חוב נושאות ריבית, תהיה קווי אשראי זכאית לקבל בחזרה את מלוא שיעור הריבית שהיא חבה למחזיקי אגרות החוב שלה בקשר לאותם סכומים שמקורם בהנפקת אגרות החוב (ר' ס' 15א'(6) להסכם הראשון).

ביום 27.1.94, פרסמה קווי אשראי תשקיף, מכוחו היא גייסה מהציבור סכום של כ-84 מיליון ₪ שרובו יועד להשקעה כהלוואת בעלים בקאמ.

חוות דעת זיו וההסכם השני

4. משרד רו"ח זיו (הנתבעים 11-9, שיכונו להלן: "**זיו**"), הכין עבור החברה חוות דעת, שהוגשה ביום 14.3.94. מטרתה של חוות הדעת, בהתאם לאמור בהקדמה לחוות הדעת, היתה "**לבצע הערכה כלכלית לשווי הזכויות על פי חוזה ניהול שנחתם ביום 29.3.93**" (הוא ההסכם הראשון). זיו העריכו בחוות הדעת הנ"ל את שווי הזכויות על פי ההסכם הראשון, ב-27,195,000 ₪. ההערכה הנ"ל תכונה להלן: "**הערכת זיו**" או "**חוו"ד זיו**". ביום 22.5.94 עדכנו זיו את ההערכה.

ביום 15.3.94 כונסה ועדת הביקורת של החברה, על מנת לאשר הסכם חדש שנועד להחליף את ההסכם הראשון. על פי הסכם זה, יהיו המנהלים זכאים לקבל – חלף מחצית מהרווחים, מניות בקווי אשראי. חוו"ד זיו נועדה לקבוע את השווי המהוון של זכויות המנהלים על פי ההסכם הראשון, שווי שבהתאם לו נקבע מספר המניות בקווי אשראי לו המנהלים זכאים חלף זכותם על פי ההסכם הראשון.

5. בסופו של דבר התקשרו קווי אשראי, מוקה, פריים, קאמ, והמנהלים בהסכם ביום 26.6.94 (להלן: "**ההסכם השני**" או "**הסכם 94**"). בהסכם השני נקבע (ב"הואיל" השני בו), כי "**הצדדים הסכימו כי קווי אשראי תשלם למנהלים מראש את דמי הניהול העתידיים שצפוי כי יגיעו לפריים ומוקה על פי החוזה העיקרי** (הוא ההסכם הראשון - ר. ר.), **באמצעות הקצאת המניות, וכנגד העברת מלוא הזכויות לרווחים בקאמ לקווי אשראי ולמילוי התחייבותם של המנהלים להמשיך ולנהל את עיסקי המימון של קאמ לתקופה של 7 שנים**".

בס' 5 להסכם השני נקבע, כי תמורת ההתחייבות למתן שירותי ניהול, והתחייבות מוקה ופריים לוותר על זכותן לדמי ניהול מכוח ההסכם הראשון, תשלם קווי אשראי למנהלים דמי ניהול בגובה דמי הניהול העתידיים שהיו מגיעים למוקה ופריים על פי ההסכם הראשון, בהתאם להערכת זיו, בסך 27,195,000 ₪. התשלום בוצע באמצעות הקצאת 13,876,416 מניות רגילות בנות 1 ₪ ע"נ כ"א של קווי אשראי למנהלים.

בסופו של דבר נקלעה קווי אשראי לקשיים, וחדלה לפעול. מונה לה כונס נכסים, וכיום היא מצויה בהליך של פירוק. התביעה הנוכחית הוגשה על ידי מפרקיה.

תמצית טענות המפרקים

6. המפרקים טענו בתביעה כי הערכת זיו היתה רשלנית, וכי כתוצאה ממנה נגרם לקווי אשראי נזק – הוא הנזק הנתבע בתביעה דנן.

המפרקים טענו כי בסופו של דבר המציאות לא תאמה את ההערכות שהיו בחוות דעת זיו ביחס לקווי אשראי וביחס לכישורי הניהול של הנתבעים 1-2. המפרקים טוענים כי מאחר שב"מבחן התוצאה" ההערכה היא כישלון, מוטל היה על זיו להוכיח קיום של נסיבות בלתי צפויות שבשלהן כשלה ההערכה. המפרקים טענו כי נטל זה לא הורם. המפרקים העלו מספר טענות ביחס לכשלים בהערכת זיו, ואף הגישו חוות דעת מטעמם של המומחה פרופ' בלס ביחס לכך.

7. המפרקים העלו טענות גם נגד נתבעים 12-13 – משרד רו"ח אלמגור, שהיה משרד רוה"ח הרגיל של קווי אשראי. לטענתם של המפרקים, משרד אלמגור התרשל בכך שלא בדק את הערכת זיו. עוד נטען כי בישיבת ועדת הביקורת מיום 15.3.94, נאמר על ידי רו"ח רבאל ממשרד אלמגור כי "**העסקה אמורה להיות עסקה טובה מבחינת קווי אשראי**". בכך נתן משרד אלמגור חוות דעת ביחס לעסקה, תמך בה ולא הסתייג ממנה.

באשר לנתבע 8 – מר דוד דוד, הוא נכח רק בישיבת הדירקטוריון מיום 2.8.94, בה נדון הנוסח הסופי של ההסכם השני. המפרקים טוענים כי אף הוא התרשל, שכן הוא היה אחראי לבדוק את משמעות העסקה ואת השלכותיה על קווי אשראי.

באשר לנתבע 1, טענו המפרקים כי הוא הפר את התחייבותו על פי ההסכם השני, לתת שירותי ניהול לחברה למשך 7 שנים. לכן, הוא חייב לפצות את החברה בגין הפרת ההסכם, וכן לשלם לה את הפיצוי המוסכם מראש בסך 4 מיליון ש"ח.

<u>תמצית טענות הנתבעים</u>

8. משרד זיו טען כי הערכת זיו לא היתה רשלנית. לטענתו, הערכת זיו נערכה במקצועיות, בהסתמך על כל החומר שהיה על זיו לבחון ולבדוק. ההערכה הוכנה בשמרנות, והיא נבדקה על ידי כל הגורמים הרלוונטיים. הערכת זיו נערכה, על פי הטענה, בהתאם להסכם 93 ולהתחייבויות הצדדים על פיו, ובהתאם להתחייבות בתשקיף, לפיה קווי אשראי תתמיד בעיסוקה בהלוואות חוץ בנקאיות לאורך תקופת ההסכם. הסכם 93 הפנה לנהלי עבודה בחברה, שזיו הניחו כי יתקיימו.

בסופו של דבר – וכך אף עולה מטענות המפרקים, קווי אשראי התמוטטה עקב "פרשיות אחרות", שזיו לא היו יכולים לצפות אותן. בין היתר – וכך אף טוענים המפרקים בתביעה אחרת שהם הגישו, קווי אשראי לא קיימה את נהלי העבודה, החברה ומנהליה נתנו הלוואות ללא ביטחונות, וניתנו הלוואות למקורבים בתנאים מועדפים, שהם לא נדרשו להחזירן.

בפועל, בשנת 94 ובמחצית שנת 95 הערכת השווי "עבדה". קווי אשראי השיאה את רווחיה בתקופה זו, ובשנת 94 היא הרוויחה 11 מיליון ₪. שיעור הריבית שנגבתה בשנה זו היה 3.5% כפי שהעריכו זיו, ושיעור ההפרשה לחובות מסופקים היה 3% כפי שחזו זיו, אף שנפח תיק האשראי גדל פי 5.5 מהנפח החזוי. הערכת זיו הסתמכה על שיעור הכספים שהיו בקופת קווי אשראי, וקצב מכירת ההלוואות והחזרן בתקופה שקדמה להערכת השווי.

9. עוד טענו זיו, כי לקווי אשראי לא נגרם כל נזק כתוצאה מהקצאת המניות למנהלים, שכן מניות הן משאב לא מוגבל של חברה, והקצאה של מניות יכולה לכול היותר לגרום נזק לבעלי מניות אחרים, אך לא לחברה עצמה. לא הוכח נזק משום שהמפרקים לא הוכיחו קיומה של עסקה אלטרנטיבית, שנמנעה כתוצאה מהקצאת המניות.

10. אלמגור טענו כי הם לא נתנו כל חוות דעת ביחס להערכת זיו. אלמגור שימשה רו"ח מבקר, ולא התבקשה לתת, לא נתנה, ולא יכלה לתת חוו"ד ביחס להערכת השווי. כרואה חשבון מבקר, היה על אלמגור רק לחוות דעה ביחס לדוחות הכספיים של חברת האם, והאם הם משקפים נכונה את מצבה הכספי.

אלמגור לא היו מפקח על ולא מבטח על של חברת האם, ואין ראיה כי "חוות הדעת" שלהם, ככל שניתנה, היתה בעלת משמעות קריטית להחלטת מוסדות החברה. לא חלה על אלמגור גם כל חובה לפעול לביטול ההסכם השני, או להגיש תביעה נגד המנהלים.

11. הנתבע 8 טען כי ישיבת הדירקטוריון בה הוא נוכח, נועדה רק כדי לבדוק האם הנוסח של ההסכם השני שהוצג בה, תואם את מתווה העסקה (היא ההסכם השני), כפי שכבר אושרה. לא נערך במועד זה כל דיון בדבר אישור עסקת ההקצאה - שהיתה במועד זה כבר "מעשה עשוי", שקווי אשראי לא היתה יכולה לסגת ממנו.

12. הנתבע 1 טען כי המפרקים לא הוכיחו כי הוא הפר את ההסכם השני, וכי הוכח כי הוא המשיך לתת לקווי אשראי שירותי ניהול בעסקי המימון עד שעזב את הארץ במרץ 97, וגם לאחר מכן, עד שהחלו הליכי הפירוק בשנת 98. הנתבע 1 ויתר המנהלים הפסיקו לתת את שירותי הניהול של עסקי המימון לא כתוצאה מהפרה, אלא כתוצאה מנבצרות ברורה שלא היתה תלויה בהם - כאשר קווי אשראי החליטה להפסיק את פעילות המימון שלה.

13. יצויין, כי התביעה הוגשה במקור גם כנגד הנתבעים 5-7, אשר שימשו כדירקטורים חיצוניים בחברה במועדים הרלוונטיים לתביעה. במהלך ניהול התביעה הגיעו המפרקים לפשרה עם נתבעים אלו, והסכמי הפשרה עימם קיבלו תוקף של פסק דין.

חוו˙ ת הדעת

14. שני הצדדים הגישו חוות דעת של מומחים מטעמם, וכן חוות דעת משלימות. מטעם המפרקים, הוגשו חוות דעת של המומחה פרופ' אשר בלס (להלן: "**בלס**"), ומטעם משרד זיו, הוגשו חוות דעת של פרופ' אמיר ברנע (להלן: "**ברנע**").

בין המומחים היו מספר מחלוקות עקרוניות.
כך, לגישתו של המומחה בלס, בחוות דעתו המקורית, נפלו בהערכת זיו טעויות בהנחותיהם של זיו ביחס למירווחים בעסקי המימון (הם העסקים בהם עסקה חברת הבת, קאמ). בלס טען כי הנחות זיו היו קיצוניות ובלתי ריאליות, ככל שהדבר נוגע לריביות על ההלוואות, שיעור החובות האבודים ועלות המימון, וכן ביחס לשיעור ההיוון של הרווחים. בלס טען כי לאור השיעור הגבוה של הריבית שזיו הניחו כי קאמ תגבה מהלווים, לא היה סביר להניח שיעור כל כך גבוה של החזר הלוואות. זיו הניחו שיעור של 3% של חובות אבודים. זיו הניחו שהיקף ההלוואות שיינתנו במהלך שנה יהיה גבוה פי שניים לערך מיתרת החוב השנתית. לכן, לגישתו של בלס, בפועל לאור ההלוואות החדשות שזיו הניח שיינתנו, שיעור החובות האבודים עומד למעשה על 1.5%.

15. בלס טען כי הנחות אלה אינן סבירות, לאור ההשוואה של נתונים אלה לנתונים של המערכת הבנקאית, שהיא מערכת בה קיים פיזור סיכונים טוב יותר, המפוקח על ידי המפקח על הבנקים, ובה מקוזז מימוש הביטחונות מההכנסות. לכן, טוען בלס, יש להסיק אחת משתי מסקנות – האפשרות האחת היא שהסיכון לכך שההלוואות לא יוחזרו, היה גבוה הרבה יותר ממה שהעריכו זיו. האפשרות האחרת היא כי קיימת קבוצה ספציפית של לווים שאינם בעלי מקורות מימון עצמאיים או מקורות אחרים זולים יותר, שהבנקים סרבו להעניק להם אשראי, ושיכולים לעמוד בהחזרים. אפשרות כזו אינה סבירה לגישת בלס, אולם גם אם היא נכונה, פירוש הדבר הוא כי קיים כשל שוק, בכך שלא בנקים ולא חברת מימון אחרת מתחרים בקאמ בעסקיה. המסקנה הנובעת מהערכת זיו, לגישתו של בלס, היא כי לא קיים סיכון לתחרות במשך כל תקופת ההערכה, 6 שנים.

בלס טוען אם כן כי הנחות זיו בחוות הדעת הן בלתי סבירות בקשר לריבית ולחובות אבודים, וחוות הדעת יכולה להתקיים רק אם מתקיימים בוודאות ולאורך זמן שורה של כשלי שוק.

16. בלס ביקר את ההערכה של זיו ביחס לעלות המימון, וטען כי עלות של 2.5% לשנה היא עלות לא סבירה, הנמוכה אף יותר מהריבית על אגרות חוב ממשלתיות. בלס טען כי גם העובדה שזיו בצעו היוון רווחים לפי שיעור של 11% איננה סבירה, שכן זיו התבססו על "תשואה נדרשת" של 11% וזהו שיעור הנמוך יותר מהתשואה הנדרשת עבור מניה טיפוסית בבורסה

בתל אביב. לגישתו של בלס, שיעור ההיוון שהיה צריך להביא בחשבון בחברה דנן, שהיא חברה קטנה וחדשה, צריך להיות גבוה יותר.

בלס תקף גם את העובדה שבהקצאת המניות למנהלים, לא הובאה בחשבון פרמיית שליטה שהמנהלים קבלו באמצעות ההקצאה, וכן כי מחיר ההקצאה התבסס על המחיר הממוצע בשלושת החודשים שקדמו ליום 15.3.94, כאשר מחיר המניה ביום ההקצאה היה גבוה יותר.

17. בלס העריך מחדש את השווי המהוון של זכויות המנהלים בהתאם לנתונים שהוא מצא אותם כסבירים, ומסקנתו היא כי מדובר בשווי של 0.38 מיליון ₪ או בהנחות מיטיבות על המנהלים – 4.07 מיליון ₪ (לעומת 27 מיליון ₪ על פי הערכת זיו).

18. ברנע הגיש כאמור חוות דעת מומחה מטעם משרד זיו. לגישתו, חוות דעת זיו היא סבירה בהתאם לכללי ההערכה המקובלים, ובהתאם למידע שהיה בידי זיו במועד עריכת חוות דעתם.

ברנע טען כי אף בהנחה שהערכת זיו היתה שגויה, ובפועל שווי דמי הניהול היה נמוך יותר, לא נגרם נזק ברובד של החברה, אלא – אם בכלל – מעל רובד זה. לטענתו, מבחינת הנושים של קווי אשראי, חל דווקא שיפור ביכולתה לעמוד בהתחייבויותיה, משום שהיא לא שילמה למנהלים דמי ניהול בכסף (כפי שהיה עליה לשלם בהתאם להסכם הראשון), אלא הקצתה להם מניות.

19. ברנע טען כי מסקנת זיו סבירה גם אם משתמשים במתודולוגיה שונה לבחינת שווי הזכות לחלק מהרווח (הזכות עליה ויתרו המנהלים), שהיא אקוויולנטית מבחינה כלכלית לזכות הונית בחברה. לכן ניתן לקבוע יחס המרה הוגן בין הזכות לחלק מהרווח, לבין הקצאת מניות בחברה. יחס ההמרה כפי שהוא עולה מהערכת זיו הוא הוגן – בהתאם לחוות הדעת של ברנע. הערכתו של ברנע בהקשר זה מבוססת על ההנחה כי עיקר פעילותה של חברת האם בתקופת ההערכה תהיה בתחום של אשראי חוץ בנקאי, ועל ההנחה כי שווי חברה נקבע לפי מתכונת של "חברה חיה" (going concern). לגישת ברנע, בהנחה מחמירה כי כל הרווח הנקי מחולק כדיווידנד, שווי הזכות ל-50% מהרווח לפני מס לתקופה של 6.25 שנים הוא 24% משווי החברה. בהנחה סבירה יותר שמחצית מהרווח מחולק כדיווידנד, שווי הזכות הוא 26% משווי החברה. אם החברה אינה משלמת דיווידנדים (כפי שקרה בשנים 1990-1993), משקל ההסכם הראשון מסך כל פעילות החברה גדל אף יותר, משום שהוא מקנה למנהלים זכות ל"דיווידנד" בשיעור של 50% מהרווח לפני מס.

20. ברנע טוען כי האמור בחוות דעתו של בלס אינו עיקבי, מבחינה זאת שאם אכן ההסכם הראשון ("חוזה הניהול") "שווה" כל כך מעט, הרי כך שוות בהתאמה גם המניות שניתנו עבורו.

באשר להערות בלס לגבי סבירות המרווחים כפי שנקבעו בהערכת זיו, טוען ברנע כי הערכת זיו התבססה על הביצועים העובדתיים של קאמ בשנת 93, כפי שהם עלו מהתשקיף ומהדוחות הכספיים של החברה. בלס אינו מתייחס לעובדה כי המרווחים התבססו על מרווחים שהושגו בפועל, ואף אינו מסביר את הפער בין התחזית שלו לבין ביצועי החברה בפועל.

21. ברנע אף מתייחס לעובדה כי לקאמ היה מקור מימון מרכזי – חברת האם, שהתחייבה להעמיד לה אמצעים כספיים ככל שיידרשו. ברנע סבור כי ישנו היגיון כלכלי בכך שלווים מסוימים יפנו לקאמ לקבלת אשראי, חלף פנייה לבנק, משום שמה שקובע ללווה אינו אחוז הריבית או המרווח, אלא סכום הריבית המשולם בתקופה נתונה, המושפע מניצולת האשראי ולא רק ממחירו. החברה איתרה "נישה" מוגבלת בהיקפה בשוק האשראי הצרכני, ולכן לא היה מקום להשוות אותה לשוק האשראי הבנקאי.

באשר להפרשה לחובות מסופקים, ברנע מציין כי השיעור אותו קובע בלס (12%) מנותק לחלוטין מנתוני החברה. הוא מוסיף כי הערכת זיו התייחסה לתקופה של 6 שנים, הנחשבת תקופה בינונית, והיא הניחה כי העסק יוסיף לתפקד כ"עסק חי" (going concern). בלס לא הבהיר מדוע לא ניתן היה לשיטתו להתבסס על נתונים כאלה.

22. באשר למחיר ההון, טען ברנע כי אין בסיס לנתוני בלס בהקשר זה, ולשיעור ההיוון שהוא מתייחס אליו. בלס התעלם מהעובדה כי לחברה ניתנה חוות דעת משלטונות המס לפיה הם יכירו בסכום המהוון כהוצאה לצורכי מס – כלומר ההנפקה למנהלים היתה זולה יותר מבחינת בעלי המניות בחברה עקב מגן המס.

באשר לנושא של פרמיית השליטה, הרי לטענת ברנע, מעבר לעובדה כי נושא זה איננו קשור להערכת זיו, הרי בנוסף, כל שקבלו המנהלים היה שימור של שליטה קיימת, שכן אותה קבוצת מנהלים שלטה בחברה גם קודם לכן. עוד הוא מציין, כי היה מקום לכך שבלס יביא בחשבון את העובדה כי המניות שקבלו המנהלים הם בעלות שווי נמוך יותר, בהיותן חסומות.

23. בלס הגיש חוות דעת משלימה, בה הוא התייחס לטענותיו של ברנע בחוות הדעת מטעמו. לטענת בלס, קיימת בעיה במסקנתו של ברנע לפיה זכות למחצית מרווחי פעילות האשראי למשך שש שנים שווה לבעלות על 24% מחברת האם.

ראשית, הנחה כזו תייתר את הצורך בהערכות שווי. בנוסף, ברנע מניח כי 100% מפעילות קווי אשראי עד אין סוף תהיה רק בתחום האשראי, שמרווחיו זכאים המנהלים לתגמול, והיא לא תוסט לפעילות אחרת בשום מקרה. זאת ועוד, הזכות לרווחים היא בחברת הבת, בעוד שאת המניות קבלו המנהלים בחברת האם. במקרה של רווחים אפסיים בחברת הבת, עדיין תעמוד הקרן לחברת האם, שתוכל להשקיע אותה בהשקעות אחרות (ולטענת בלס - אם הרווחיות בתחום האשראי תהיה נמוכה, הרי קווי אשראי תסיט את פעילותה לכיוונים אחרים, ולא תתמיד בה). בלס טען כי ברנע לא הביא בחשבון את הערך לכך שלחברת האם יש option to abandon- קרי אופציה לנטוש את הפעילות של אשראי חוץ בנקאי, אופציה שיש לה שווי כלכלי.

24. לגישת בלס, אם הפעילות של חברת האם היתה מוסטת להשקעות אחרות, שאינן אשראי חוץ בנקאי, היה הפרש משמעותי בין הזכות לרווחי חברת הבת, לבין שווי מניות חברת האם. לטענת בלס, אין קשר קבוע בין זכויות הניהול המושתתות על רווחים בלבד, לבין שווי המניה.

בלס טוען עוד, כי בחברת האם היו כבר ב-94 פעילויות משמעותיות נוספות, וכי גם ברנע הניח כי לקווי אשראי יש פעילות אחרת בשיעור של 20%. הוא העניק למנהלים הנאה גם מפעילויות אלה. בלס אף טוען כי בפועל משקל הפעילויות האחרות בחברת האם היה גדול יותר (ועמד על כ-50%), ומשקל הפעילות של קאמ במכלול הפעילות של חברת האם היה נמוך מ-80%. לגישתו, המקורות הנוספים שעמדו לרשות חברת האם, היו צפויים להביא לעליית משקלן של הפעילויות האחרות.

25. בלס טען כי קאמ לא הפרישה חובות מסופקים כנדרש, וכתוצאה מכך רווחיה היו מנופחים במבט לאחור. בלס טען כי העובדה שבתשקיף קווי אשראי נכתב כי רוב התקבולים יועד לפעילות בקאמ, אינה פוגעת במסקנתו, שכן כתוצאה מההנפקה שוחררו בקווי אשראי מקורות אחרים - שקודם לכן יועדו לקאמ. בלס טען כי לפי המידע שקבל, חלק מהמקורות הנוספים שעמדו לרשות קווי אשראי, אכן הושקעו בפעילויות אחרות.

בלס טען כי ברנע התעלם מהריבית שמשולמת על הלוואת חברת האם, המשפיעה מהותית על גובה הרווחים של חברת האם מחד גיסא, ושל המנהלים מאידך גיסא. הוא הוסיף כי

חישובי ברנע התייחסו למחיר הון של 11% נטו, בעוד שבחוות הדעת שלו הוא קבע כי מחיר ההון צריך להיות 11% לפני מס.

26. לכן, לאור כל האמור, לא קיים הקשר בין ערך זכויות הניהול לבין ערך חברת האם, ועל כל פנים, גם לפי שיטת ברנע, אם יוצבו נתונים נכונים, המסקנה היא כי שווי זכויות הניהול הוא נמוך משמעותית מ-24% שברנע הניח.

27. לטענת בלס, גישת ברנע לפיה לא נגרם נזק ברובד החברה – אלא ברובד שמעליה, איננה סבירה. לטענתו, בכול מקרה בו החברה אינה פועלת לניצול אופטימאלי של מקורותיה – היא פוגעת בכוח בנכסיה.

באשר לטענה לפיה זיו התבססו על נתוני העבר בהערכת השווי שלהם, טוען בלס כי מעריך שווי צריך להפעיל שיקול דעת כלכלי בהערכת הנתונים. לטענתו, משרד זיו קבל את הנתונים כלשונם, ולא בדק את הסבירות שלהם. הסבריו של ברנע לכך שבמקרים מסוימים ניתן לייצר "מכונת כסף" (כגון רכישה באשראי בתשלומים), לא מתאימים כאשר מדובר בלווים גדולים, מה עוד שכאשר מדובר בריביות גבוהות (כמו אלה שקאמ דרשה), יש סיכון מהותי שלא לקבל החזר. עוד טען בלס, כי המפרקים מסרו לו כי חלק מהחוב "גולגל מחדש", וכן כי היה ברור שמאפייני הלקוחות וסוג ההלוואות ישתנו, ומשקל הלקוחות העסקיים יגדל, עקב הרחבת פעילותה של קאמ, ועקב שינויי החקיקה. בפועל בסופו של דבר, כך טוען בלס, מה שעלול היה להתרחש, אכן קרה בפועל.

28. באשר לשליטה, טען בלס כי ברנע מתייחס לפרמיית השליטה יחסית לשווי החברה כולה, בעוד הוא עצמו התייחס לפרמיה על מחיר המניה. בנוסף, בניגוד לחוות דעת ברנע, המנהלים לא שלטו בחברת האם לפני ההנפקה. באשר לנושא החסימה – טען בלס כי גם הזכויות עליהן ויתרו המנהלים לא היו סחירות.

29. באשר לשיעור התשואה לצורכי היוון זכויות הניהול, בלס טען כי יש להוסיף לריבית חסרת הסיכון פרמיה, המשקפת את הסיכון הגלום במניה, כאשר יש לקחת בחשבון כי מניה כדוגמת קווי אשראי היא מניה מסוכנת יותר מהממוצע. באשר ל-pre-ruling של רשויות המס, טען בלס כי גם אם לא היו מוקצות מניות למנהלים – הוצאות הניהול היו מוכרות.

30. באשר לקשר בין שיעור הריבית לרווחי הלווים, בלס טען כי הנחתו של ברנע לפיה היקף האשראי שנלקח בכול הלוואה יחסית לפעילות הלווה הוא זניח – איננה ברורה. כמו כן, לא

נכון לומר, כי ההלוואות נלקחו לתקופות קצרות, שכן, הלוואות לתקופות של 6-12 חודשים אינן קצרות, ולפי מה שנמסר לו מהמנהלים, היקף האשראי שנלקח מקאמ לא היה זניח.

עוד טען בלס כי הנחתו של ברנע כי חברת הבת תוכל לקבל הלוואות מחברת האם בריבית אפס, אינה נכונה, ואף זיו לא הניחו זאת.

31. ברנע הגיש חוות דעת משלימה מטעמו, בה השיב לחוות הדעת המשלימה של בלס. הוא טען כי הקצאת מניות עדיפה מבחינת הנושים על פני תשלום במזומן. הוא הוסיף כי החלופה ההיפותטית של הנפקה לצד ג' לא נדונה, ולא נשללה גם לאחר ההנפקה למנהלים, שכן חברה יכולה להנפיק מניות ללא הגבלה. ברנע טען כי בפועל גם לא נגרם נזק לבעלי המניות, הן משום שבפועל אין עדות לכך שלהקצאה היתה השפעה שלילית על שווי המניה, והן משום שבפועל לאור תוצאות 94, לא דולל כלכלית מי מבעלי המניות. זאת משום שתוספת המניות המוקצות פוצתה במלואה על ידי הויתור על דמי הניהול, לאור הרווח של החברה באותה שנה.

32. ברנע טען כי בחוות דעתו בה הוא העריך כי זכות לרווח היא זכות הונית, הוא הניח התייחסות לחברה כ-going concern, וכן הניח כי עיקר רווחי חברת האם מושגים ויושגו מפעילות מימון, שכן זהו תחום הפעילות העיקרי, ומשקלן של הפעילויות הנוספות הוא נמוך. הדוגמאות של בלס בהקשר זה הן דוגמאות קיצוניות של חברה המתחסלת, או חברה שאינה מתבססת על מימון ומתן אשראי. אולם, ההנחה של going concern מקובלת בספרות הערכת השווי, וההנחה של המשך פעילות במתן אשראי נובעת מהאמור בתשקיף, בהודעה למחזיקי מניות החברה, ומהמומחיות של מנהלי החברה בתחום המימון.

33. ההנחה כי עיקר פעילות חברת האם הוא מתן אשראי, תואמת את המצב בזמן אמת. מדובר בתחזית לתקופה מוגדרת ומוגבלת של 6.25 שנים, ואין בידי המעריך מידע מוצק על פעילות חלופית שאליה תסיט החברה את פעילותה במועד מוגדר.

ברנע הוסיף כי גם השוק – שנתן פרמיה למניה מעבר להונה העצמי, העריך שצפויים לקווי אשראי רווחי יתר. עוד יש לציין כי פעילות המימון של קאמ בעיקרה נעשתה באמצעות הלוואות בעלים צמודות מדד ללא ריבית. זיו הסתמך ובצדק על ההסדר החוזי הספציפי בין קווי אשראי לבין קאמ בהקשר זה.

34. ברנע טען כי זיו הסתמך על נתונים שנסמכו על דוחות, שמבחינתו כמעריך שווי היו נתוני אמת. חיזוי העתיד על סמך ביצועים בפועל כפי שדווחו בעבר, הוא מקובל. זיו ערכו

התאמות לנתוני העבר לצורך חיזוי העתיד, ובכלל זה בוצעה הפחתה של שיעורי הרווח, והגדלה של ההפרשות לחובות מסופקים.

ברנע ציין כי בהשוואה להנפקה לצד שלישי, יש לקחת בחשבון את ה-pre ruling של רשויות המס; כי בלס לא הראה שמחיר ההון שהוא הניח קובע גם את שווי החברה ולא רק את שווי חוזה הניהול; וכי אין לקבל את עמדת בלס ביחס לפרמיית השליטה. באשר לפעילות החוץ מימונית של קווי אשראי, והטענה כי הוא לא הביא בחשבון פעילות כזו בשיעור של 20%, טען ברנע כי הנוסחה בנספח ב' לחוות דעתו אינה לוקחת בחשבון גם את סבסוד פעילות המימון על ידי חברת האם, ועל כל פנים, אף אם נתייחס לפעילות החוץ מימונית, המסקנה לא תשתנה אם נניח מחיר הון גבוה – בהתאם להערכת בלס.

<u>מינוי מומחה מטעם בית המשפט</u>

35. המומחים נחקרו בחקירות נגדיות על ידי באי כוח הצדדים.
במהלך הדיונים נעשו ניסיונות למנות גם מומחה מטעם בית המשפט, אשר יבחן את חוות הדעת של המומחים, ויחווה את דעתו באשר למחלוקות ביניהם. איתור של מומחה שיהיה זמין, בעל שיעור הקומה הנדרש ומקובל על שני הצדדים לא עלה יפה, עד להגשת סיכומי הצדדים. כל הצדדים – הן התובעים והן הנתבעים, עתרו כי בית המשפט ימשיך לקיים את הדיונים ללא קשר למינוי כזה.

לאחר שהסתיימו חקירות העדים, עתרו כל הצדדים כי בית המשפט יקבע מועדים להגשת סיכומים בכתב, וכי פסק הדין יינתן ללא מינוי של מומחה מטעם בית המשפט. הסיכומים הוגשו, ולאחר מכן החלטתי כי מינוי מומחה מטעם בית המשפט הוא חשוב, כדי לסייע לבית המשפט להכריע בין שתי חוות הדעת של שני המומחים, שניהם מומחים בעלי שיעור קומה, שנתנו את חוות דעתם בתחום הדורש ידע ומומחיות ספציפיים. נעשה ניסיון נוסף לאתר מומחה כזה. הועלו שמות של 6 מומחים לפחות, אלא שהמינוי של אף אחד מהם לא התאפשר – מטעמים כאלה ואחרים.

36. לאחר שחלף פרק זמן ארוך, ולא נמצא מומחה מוסכם, הציעו הצדדים כי בית המשפט יזמן לדיון נוסף את המומחים מטעמם, וישאל אותם שאלות נוספות על פי שיקול דעתו. לאור פרק הזמן הארוך שחלף, הייתי סבורה כי יש מקום לקבל את הצעת הצדדים. אף אם מינוי מומחה מטעם בית המשפט היתה אפשרות ראויה ועדיפה, הרי מאחר שמינוי כזה נתקל בקושי בלתי צפוי, שהביא להתארכות ממושכת ובלתי רצויה בהליכים, היה מקום לטעמי לוותר על המינוי, ולהסתפק בחומר הראיות בכללותו, בתוספת ישיבת ההבהרה שהצדדים הציעו שתתקיים. באופן זה, כך הייתי סבורה, לא תיפגע האפשרות לקבל הכרעה נכונה

בפסק הדין, ויחד עם זאת יובא בחשבון גורם הזמן, שאף הוא גורם שיש לקחת אותו בחשבון במסגרת מכלול השיקולים של בית המשפט, ביחס לאופן המיטבי לנהל את ההליך.

ישיבת השלמה אכן נערכה ביום 15.7.10. המומחים מטעם הצדדים נחקרו בה על ידי בית המשפט. אחריה ניתנה לצדדים הזדמנות להשלמה קצרה של הסיכומים מטעמם, ופסק דין זה ניתן אם כן לאור כל החומר ובכלל זה החקירות הנוספות של המומחים, והשלמת הסיכומים.

37. כפי שיפורט להלן לצורך הכרעה בתביעה, יש לבחון מספר שאלות. יש לבחון האם – בהנחה שחוות דעת זיו היתה רשלנית, הדבר יכול היה לגרום לנזק ברובד של החברה, ועל מי מוטל להוכיח קיומו של נזק כזה. אם התשובה לשאלה זו היא חיובית, יהיה מקום לבחון האם הערכת זיו היתה רשלנית.
לאחר מכן, ולאור התשובות לשאלות הנ"ל, ייבחנו עילות התביעה כנגד יתר הנתבעים.

<u>האם יש לחברה עילת תביעה בקשר עם הרשלנות הנטענת של זיו בהערכת השווי?</u>

38. הנתבעים טענו כי הקצאת מניות למנהלים בחברה אינה יכולה בשום מקרה להסב נזק <u>לחברה</u>, שכן לחברה יש מלאי אינסופי של מניות. לטענתם, הדין מאפשר לחברה, באישור בעלי המניות, לשנות בכל שלב את ההון הרשום של החברה ולהקצות מניות נוספות. לכן, אין בהקצאת המניות למנהלים, אף בהנחה שהוקצו להם יותר מניות ממה שהם היו זכאים לקבל, כדי לגרום נזק לחברה. הנתבעים טענו כי המפרקים לא הוכיחו שעל הפרק עמדה הנפקה חלופית של מניות החברה. לטענתם, נזק של דילול (שנגרם כתוצאה מהנפקת המניות הנוספות למנהלים) הוא נזק שנגרם – אם בכלל – לבעלי המניות, ולא לחברה.

39. הנתבעים טענו גם, כי מהחלטת כב' השופט אזר, במסגרת הבקשה לסילוק על הסף, עולה כי המפרקים היו חייבים להוכיח קיומה של עסקה אלטרנטיבית כתנאי להוכחת נזק לחברה, וכי המפרקים לא הוכיחו קיומה של עסקה כזו.

הנתבעים טענו עוד, כי הנפקתן של 5/6 מהמניות בוטלה בסופו של דבר, ולכן הנפקת מניות אלה ודאי לא הסבה נזק לחברה. עוד נטען כי הסכם 94 אף היטיב עם החברה, משום שהוא המיר תשלום כספי של דמי ניהול למנהלים שהיה על החברה לשלם להם מכוח הסכם 93, בהקצאת מניות, שאינה כרוכה בכול עלות שהיא מבחינת החברה.

40. לגישת המפרקים, החברה ביצעה למעשה שתי עסקאות נפרדות עם המנהלים: העסקה הראשונה היא עסקה של תשלום מראש למנהלים של דמי הניהול אותם הם היו זכאים לקבל בשבע השנים אליהן התייחס הסכם 93, סכום שנקבע בהתאם לחוות דעת זיו. העסקה

השניה היא עסקה במסגרתה רכשו המנהלים מניות מהחברה תמורת סכום דמי הניהול ששולמו להם מראש. לשיטת המפרקים, התמורה עבור העסקה השניה היתה חייבת להיות תמורה הוגנת, המשקפת את שוויין האמיתי של המניות שהוקצו למנהלים. אם המנהלים שלמו לחברה עבור המניות שהוקצו להם תמורה שאינה משקפת את השווי האמיתי שלהן, המפרקים זכאים לתבוע את יתרת התמורה מהמנהלים. המפרקים טענו כי בהקשר זה הם מייצגים את האינטרס של הנושים, וכי הם אף מייצגים את האינטרס של בעלי המניות שדוללו, ביחס לנזק שנגרם להם.

41. עוד בראשית הדיון בתביעה, טענו הנתבעים כי לאור האמור לעיל, יש לסלק את התביעה על הסף בהעדר עילה. הם הגישו בהקשר זה בקשה לסילוק על הסף - בש"א 3277/03 שנדונה בפני כב' השופט אזר ז"ל.

כב' השופט אזר ז"ל דחה את הבקשה לסילוק על הסף, וקבע כי אין לקבל את הטענה לפיה לחברה לא נגרם נזק, עוד בטרם התבררה התובענה לגופה. כב' השופט אזר קבע כי "**החברה 'מכרה' נכס בדרך של הקצאת מניות... החברה היתה זכאית לקבל כנגד נכס שמסרה שווי אמיתי**". עוד נקבע כי "**נזק יכול להיגרם לחברה אם למשל ניתן לטעון או להוכיח כי החברה איבדה עיסקה חלופית שבמסגרתה יכולה היתה לקבל תמורה מלאה עבור הקצאת המניות, עסקה שלא ניתן היה עוד לבצע בעת שהתגלה שהתמורה עבור ההקצאה לא היתה נאותה**".

42. ראשית אציין, כי המפרקים טענו שטענת הנתבעים, לפיה לא נגרם נזק לחברה – נדונה זה מכבר והוכרעה על ידי כבוד השופט עדי אזר ז"ל, במסגרת הבקשה למחיקת התביעה על הסף, ולכן אין מקום לחזור ולדון בה.

יש לדחות את טענת המפרקים בעניין זה. החלטות ביניים אינן מהוות מעשה בית דין, ובית המשפט מוסמך לשנותן אף מבלי שיהיה שינוי בנסיבות. ראו בעניין זה **ע"א 3604/02, רע"א 4015/02 אילן אוקו נ' יחיאל שמי**, פ"ד נו(4) 505 (2002):

> **"כלל ידוע הוא, כי החלטת ביניים אינה יוצרת מעשה בית דין, ולפיכך הערכאה שהחליטה לגביה בראשונה, רשאית לשוב ולדון בה ואף לשנותה (ע"א 450/64 איזנר נ' פינקלשטיין, פ"ד יט(1) 655; ע"א 161/73 ארדה נ' סמסונוב, פ"ד כח(2) 228; ע"א 37/68 גינז נ' מאירי, פ"ד כב(1) 525)".**

על כל פנים, בחינת הטענה במסגרת בקשה לסילוק על הסף היא שונה מבחינתה במסגרת הדיון לגופו. לכן, אין מקום לטענת המפרקים, לפיה הנתבעים מושתקים מלהעלות שוב את הטענה לפיה לא נגרם נזק לחברה. הנתבעים רשאים לשוב ולהעלות טענות זהות לאלו שהועלו

במסגרת ההליך למחיקת התובענה על הסף – כפי שאכן עשו – ויש מקום לשוב ולדון בטענות אלה במסגרת פסק הדין.

דיון

43. הנפקת מניות לחברה מאפשרת לה לגייס כספים. יחד עם זאת, לאחר שמונפקות מניות, מדולל חלקם של בעלי המניות בחברה לעומת המצב שהיה ערב ההנפקה. לכן, כדי שלא ייגרם נזק לבעלי המניות בחברה, החברה צריכה להנפיק את המניות בערך ריאלי (ר' ע"א 132/81 **ג'י בי טורס בע"מ נ' ג'ורג' עזאר חאייק,** פ"ד לח(2) 425). ההלכה הפסוקה התייחסה לשאלת חובת המנהלים בהחלטה על הקצאת מניות על ידי החברה. נפסק בהקשר זה כי מנהלי החברה חייבים חובת זהירות לחברה כאשר הם מנפיקים מניות, כאשר חובתם של המנהלים לפעול בהקשר זה לטובת החברה.

בע"א 667/76 **ל. גליקמן בע"מ נ' א. מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ**, פ"ד לב(2) 281 קבעה כב' השופטת שטרסברג כהן כי:

> **"הנפקת המניות הוסברה בענייננו גם בצורך להגדיל את הון המניות של החברה... אין להבין מדוע היה צורך להנפיק את המניות ב-6% מערכן הפנקסני אך להשגת מטרה זו. לפנינו לא נטען כי טובת החברה דורשת שההון המגויס יהא רשום רק כהון מניות נקוב ולא כהון מניות נקוב בתוספת פרמיה... ולפחות לכאורה קשה לראות במה דרך זו עדיפה".**

עוד נקבע באותו פסק דין כי "**מנהלי החברה משמשים שליחיה ועושי דברה ועליהם לפעול אך ורק לטובת החברה... וכלל זה חל גם בענייני הקצאת מניותיה... ההכשר היחידי להחלטה כזו יכול להינתן רק במקרה והסיבה העיקרית להחלטה נעוצה ברצון לקדם את האינטרס של כלל החברה**".

כלומר, ככלל החובה להנפיק מניות בערכן הריאלי היא חובה של המנהלים כלפי החברה.

44. בת.א. 1149/93, המ' 9500/93 **מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ** (לא פורסם, ניתן ביום 5.4.95; להלן: "**עניין מגן וקשת**") נדונה שאלה דומה לשאלה העולה בענייננו. בית המשפט התייחס באותו ענין לשאלה למי קמה עילת תביעה כאשר חברה מקצה מניות בכמות העולה על התמורה הראויה. באותו ענין נפסק כי בנסיבות של הקצאה במחיר לא ראוי, קמה עילה לחברה כלפי דירקטוריון החברה.

באותו מקרה הוגשה תביעה ייצוגית, שעניינה פגיעה נטענת של בעלי מניות כתוצאה מהקצאת מניות במחיר לא הוגן. דובר במיזוג בין חברת טמפו תעשיות בירה בע"מ לבין

טמפו פלסטיק. שווי טמפו פלסטיק לצורך המיזוג נקבע על ידי מעריך בלתי תלוי. בעלי המניות של טמפו תעשיות (החברה הרוכשת) טענו, כי לצורך המיזוג נעשתה הערכה שגויה ומוגזמת של שווי טמפו פלסטיק. לכן – כך נטען – שילמה טמפו תעשיות עבור מניות טמפו פלסטיק מחיר העולה על המחיר הראוי. התשלום, גם באותו מקרה, נעשה על ידי הקצאת מניות של טמפו תעשיות לבעלי השליטה בטמפו פלסטיק.

45. באותו עניין הוגשה כאמור תביעה ייצוגית על ידי בעלי המניות, שטענו כי בשל הערכת השווי השגויה, הם דוללו שלא כדין.

בית המשפט המחוזי (כב' השופט וינוגרד במסגרת ת"א 1149/03 המ' 9500/93), דן בשאלה האם קמה למבקשים – בעלי המניות - עילת תביעה אישית. הוא קבע, כי עילת התביעה אינה של בעלי המניות, אלא אם בכלל – של החברה. לדבריו:

> "**אם הערכתו של המעריך נעשתה ברשלנות, וכתוצאה מכך נגרם נזק לטמפו בעובדה ששילמה בהקצאת מניותיה מחיר מופרז עבור מיזוג טמפו פלסטיק בתוכה, הרי שעילת התביעה, אם יש כזו, בגין עוולה זו נתונה בידי טמפו**" (ההדגשה שלי – ר. ר.).

46. גם באותו עניין עלתה טענה לפיה כל עוד התמורה שולמה בהקצאת מניות טמפו בלבד, לא נגרם כל נזק, אפילו היתה מוקצית כמות כפולה של מניות. בית המשפט המחוזי דחה טענה זו. הוא קבע כי היא "**אינה עולה בקנה אחד עם השכל הישר. תשלום במניות (היינו, שווה כסף) כמוהו כתשלום במזומן לכל דבר ועניין. אם אכן שילמה טמפו לשווא מחיר מופרז עבור נכסי טמפו-פלסטיק והתחייבויותיה, הרי שספגה בכך נזק**".

בית המשפט המחוזי קבע כי הנזק שנגרם הוא נזק של החברה ולא של בעלי המניות, ועל כן הדרך הדיונית הנאותה היא הגשת תביעה נגזרת, שכן בעל מניות אינו יכול לתבוע פיצויים בגין נזק שנגרם לחברה.

47. בית המשפט העליון אישר את קביעתו של בית המשפט המחוזי, וקבע כי:

> "**הטענה בדבר הערכת-היתר של טמפו-פלסטיק שנטענה כנגד הערכת המעריך, נדחתה על-ידי השופט קמא... אם התרשל המעריך במלאכתו או עשה אותה בחוסר מקצועיות, זכאית החברה לתבוע אותו ולא בעלי מניותיה. רכישת טמפו פלסטיק במהלך המיזוג על-ידי הקצאת מניות טמפו, כמוה כתשלום כסף. אם כתוצאה מכך דוללו אחזקותיהם של המערערים בטמפו הרי שאלה דוללו לכל בעלי המניות, ולא רק לאלה שבידי**

> **המערערים. אשר על כן קבע השופט, כי אין בידי המערערים עילת תביעה ככל שהדבר נוגע להערכת המעריך.**
> **תמימת דעים אני עם השופט קמא בנושא זה, וכמוהו סבורה גם אני כי הטענות הנטענות כנגד ההערכה שביצע המעריך החיצוני בנותנו את השירות שנתבקש על-ידי החברה לתת לה, אינן מסוג הטענות שבעל מניות יכול להעלות בתביעה אישית נגד החברה, מנהליה או בעלי מניותיה**" (ע"א 2967/95 **מגן וקשת בע"מ נ' טמפו תעשיות**, פ"ד נא(2) 312, ההדגשות שלי, ר.ר.).

48. מפסק דין **מגן וקשת** עולה, אם כן, כי אם מוקצות מניות כתמורה לעסקה, ואם בשל הערכה רשלנית של שווי החברה - מוקצה מספר גדול יותר של מניות ממה שהיה מוקצה לו היתה הערכת השווי סבירה - עילת תביעה בקשר לכך היא עילת תביעה של החברה.

כאמור, בית המשפט המחוזי בעניין **מגן וקשת** התייחס גם לטענה דומה לטענת הנתבעים כאן, לפיה לחברה לא נגרם כלל נזק כתוצאה מהקצאת המניות למנהלים, מאחר שלחברה שיש מלאי בלתי מוגבל של מניות. כאמור, מסקנתו של בית המשפט בענין **מגן וקשת** היתה כי התשלום שנעשה באמצעות הקצאת מניות, דומה לתשלום בכסף מזומן. לא נכון לכן לקבוע כי הקצאה של מניות, כשהתמורה בגינן לא היתה הולמת, אינה יכולה לגרום נזק לחברה – רק משום שיש לה מלאי בלתי מוגבל של מניות. לכאורה, אם נגרוס כי מניות החברה הן משאב בלתי מוגבל, הדבר עשוי להוביל למסקנה לפיה גם מכירת מניות החברה תמורת סכום מזומן, הנמוך ממחירן הריאלי אינה גורמת נזק לחברה, שכן החברה יכולה למכור מניות נוספות. זוהי בעיני תוצאה שאינה סבירה, אשר אין לקבלה.

49. מסקנה דומה עולה גם מפסק דינו של בית המשפט במחוזי בת"א (כב' השופטת פלפל) בת"א 2512/99 בש"א 57596/99 **מחשבה יעוץ וניהול בע"מ נ' ויטלגו מפעלי טכסטיל בע"מ** (לא פורסם, ניתן ביום 9.4.03; להלן: "**עניין מחשבה**"). באותו עניין נקבע כי:

> "**אף אם הוגדל הון חברה עקב מכירת מניות, אך מכירת המניות נעשתה מתחת למחירן הכלכלי, היא עשויה בנסיבות מסוימות לגרום לחברה לנזק. יתירה מכך, מכירת מניות 'בזול', וללא בדיקה האם ניתן למכור את המניה במחיר גבוה יותר, עשויה למנוע במקרים מסוימים רווח מהחברה ואף בכך לגרום לה לנזק. בענייננו מכירת המניות לאחים ויטלה במחיר הנמוך משמעותית משוויין הריאלי, ללא כל ניסיון ממשי לעניין קונים אחרים, גרמה לכאורה לנזק לחברה**".

50. זיו טענו כי יש לאבחן בין המקרה נושא פסק הדין בענין מחשבה, לבין עניינו, מאחר שבמקרה דנן, החברה לא הקצתה את המניות במטרה לגייס כסף לקופת החברה, אלא היא קיבלה מהמנהלים תמורה בדרך של שירותי ניהול. אינני מקבלת את הטענה. כאמור, החברה הקצתה מניות למנהלים, כתחליף לתמורה אחרת שהם היו זכאים לקבל עבור שירותי הניהול שהתחייבו להעניק לחברה. התמורה האחרת היתה תשלום במזומן עבור שירותי הניהול. אם יתברר כי הוקצה מספר מניות גדול מדי לאור הערכת שווי מופרזת שאינה סבירה, פירוש הדבר שהתשלום במזומן שהמנהלים היו אמורים לקבל, הומר במניות שערכן עולה על תשלום זה, ובכך יש כאמור כדי להקים עילת תביעה לחברה.

51. בבקשה למחיקה על הסף ובסיכומיהם הפנו הנתבעים לפסק דין אוסטרלי בענין **Plimer v. Duke Group Ltd (In liquidation)** [2001] 2 BCLC 773 (שיכונה להלן: "**ענין קיה אורה**"). אני סבורה כי לאור פסיקת בית המשפט העליון בעניין **מגן וקשת**, מתייתר הדיון בפסק הדין הנ"ל, אשר ממילא הוא פסק דין של מדינה זרה, שאין לו ערך מחייב ואף לא מנחה בדיון בפני בית המשפט בישראל. יחד עם זאת, למעלה מן הצורך אתייחס לקביעות בעניין **קיה אורה**, וכיצד יש בהן להשליך על המקרה שבפנינו.

52. אף אני סבורה (כפי שסבר כב' הרשם אזר ז"ל), כי מפסק הדין **קיה אורה** לא עולה כי לא קמה לחברה עילת תביעה כתוצאה מהקצאת מניות במחיר לא ריאלי. באותו עניין בית המשפט הכיר בכך ש:

> "**If, on its face, the contract revealed that the consideration was inadequate and shares had been issued at a discount, the contract would be made beyond power**".

מכאן עולה כי בית המשפט האוסטרלי הכיר בכך שעצם ההסכמה על הקצאת מניות במחיר מופחת אינה לגיטימית. יחד עם זאת, בית המשפט האוסטרלי הבחין בין הנזק שיכול להיגרם לבעלי המניות במקרה של הקצאה במחיר שאינו הוגן לנוכח דילול אפשרי, לעומת הנזק לחברה. הוא קבע כי אין לראות את הנזק כחופף, בין היתר בשל חוסר האחידות הקיימת בין בעלי המניות.

53. באותו ענין דחה בית המשפט את תביעת החברה, בהעדר טענות ראויות ובהעדר ראיות לענין הנזק. אולם, בפסק הדין עמד בית המשפט על הנזקים האפשריים לחברה כתוצאה מהקצאת מניות במחיר שאינו ריאלי.

כך, למשל, בית המשפט ציין כי נזק יכול להיגרם לחברה בהפרש שלילי בין התנאים שהחברה קבלה, לעומת תנאים שהיא היתה יכולה לקבל בהקצאה מאוחרת יותר. אולם, אלה לא נתבעו באותו מקרה. כך, קבע בית המשפט כי :

> "**The fact that it had made the issue which gives rise to the present matter may (indeed probably would) have affected the commercial terms it could obtain on any subsequent issue. It may (and probably would) have affected its standing with lenders and thus the terms on which it was able to raise further debt finance. But the case for Kia Ora was not put on this basis**".

54. בית המשפט אף קבע כי במועד בו התגלה שהתמורה עבור הקצאת המניות לא היתה נאותה, לא ניתן כבר היה לבצע עסקה אחרת של הקצאת מניות. עוד נקבע כי לא הוכח ששווי השוק של המניות שיקף את המחיר שהחברה היתה יכולה לקבל עבורן, לו היתה מוכרת אותן בעסקה חליפית :

> "**It is by no means obvious that the market price for Kia Ora shares represents what the company could have obtained has it made different transaction**"

בית המשפט הוסיף וקבע, כי טענת החברה מסתמכת על ההנחה כי אלמלא המעשה הרשלני הנטען, החברה היתה מתקשרת בעסקה כדאית ומשתלמת. אולם, נפסק כי טענתה היחידה של החברה בכתב התביעה היא כי אלמלא המעשה הרשלני היא לא היתה חותמת על ההסכם נשוא התובענה (להבדיל מהטענה כי היא היתה חותמת על הסכם אלטרנטיבי טוב יותר). לכן, כך נפסק, יש לבחון את חסרון הכיס שנגרם לחברה בשל ההתקשרות בעסקה הקונקרטית, ולא מה היו האלטרנטיבות העסקיות האחרות.

לכן, גם פסק הדין בעניין **קיה אורה** אין בו כדי לסייע לנתבעים בטענתם.

<u>האם עילת התביעה היא של החברה או של בעלי מניותיה?</u>

55. כאמור, טענו הנתבעים בין היתר, כי ככל שנגרם נזק כתוצאה מהנפקת המניות הנוספות למנהלים, הרי שמדובר בנזק של דילול אחזקותיהם של בעלי המניות, ולכן עילת התביעה נתונה לכל היותר לבעלי המניות, ולא לחברה באמצעות מפרקיה.

כפי שהובהר לעיל, טענה זו אינה עולה בקנה אחד עם פסק הדין בענין **מגן וקשת**, בו נקבע בין היתר כי ההליך של הגשת תביעה ייצוגית אינו ראוי בנסיבות אותו עניין. זאת, משום שהפגיעה הנטענת היא בכול בעלי המניות בחברה, ולא רק במערערים.

56. אני סבורה כי מקום בו התביעה מתייחסת לעסקה שהביאה לגריעה נטענת משווייה של החברה, עילת התביעה צריכה להיות עילת תביעה של החברה – גם אם תוצאת הלוואי של העסקה שגרעה משווי החברה, עשויה להיות דילול של בעלי המניות. זאת, מבלי לחוות דעה בשאלה האם גם בעלי המניות היו יכולים להגיש תביעה בנסיבות המקרה דנן.

בפסיקה של בתי המשפט בדלאוור, נעשתה הבחנה בין שני מצבים: תביעה בשל גריעה משווי תאגיד היא תביעה של החברה, שצריכה להיות מוגשת כתביעה נגזרת. כך, למשל, מכירת מניות במחיר נמוך מערכו של התאגיד, גורמת לנזק ישיר לתאגיד, שכן עסקינן בהקטנת ערכו. בנסיבות כאלה, כאשר כל בעלי המניות ניזוקו, והם ישופו באופן יחסי על-פי חלקם אם התביעה תוגש על ידי החברה, על החברה לתבוע – כלומר על בעל המניות להגיש תביעה נגזרת. בפס"ד **Feldman v. Rory j. Cutaia** נקבע:

> **"A claim for wrongful equity dilution is premised on the theory that the corporation, by issuing additional stock for inadequate consideration, made the complaining stockholder's investment less valuable… dilution claims are 'not normally regarded as direct, because any dilution in value of the corporation's stock is merely the unavoidable result (from an accounting standpoint) of the reduction in the value of the entire corporate entity, of which each share of equity represents an equal fraction'."**

57. הקצאת מניות במחיר שאינו ריאלי גורמת לנזק לכלל בעלי המניות בחברה. במקרה כזה, וכל עוד החברה בת-פירעון, אם החברה תפוצה, ויוחזר לקופתה ההפרש המבטא את המחיר הריאלי של המניות, שוויה יעלה ובעלי המניות יוכלו להיות משופים באופן יחסי על-פי חלקם.

במקרה דנן, הנזק נגרם, כפי שהובהר לעיל, מגריעה בשווי החברה, על ידי כך שהחברה הקנתה חלק ממניותיה במחיר שאינו משקף את המחיר הריאלי שלהן (בהנחה שחוות דעת זיו היתה רשלנית). במקרה כזה, ולאור פסה"ד בעניין **מגן וקשת** – הנזק שנגרם אם נגרם הוא קודם כל נזק לחברה. לו היתה החברה מפוצה בגין הנזק הזה בטרם הפכה חדלת

פירעון, היה ערכן של כל המניות של כלל בעלי המניות עולה, באופן שהיה מונע את הנזק האישי של כלל בעלי המניות.

58. אני סבורה שבמקרה דנן נפגעו כל בעלי המניות בעקבות ההקצאה.
אכן, בעקבות ביצוע ההקצאה, שיעור אחזקותיהם של המנהלים בחברה גדל, אולם שווייה של כל אחת מהמניות בה החזיקו המנהלים ערב ההקצאה, קטן לאחר ההקצאה, כפי שקטן שוויין של יתר המניות בחברה (אף שבסופו של דבר הם נהנו מתוצאותיה, שכן הם עצמם קבלו את המניות שהוקצו).

על כל פנים, כפי שהובהר לעיל, לאור ההלכה שנקבעה בעניין **מגן וקשת** ובעניין **דרין**, הרי שככול שהקצאת המניות למנהלים במחיר הנמוך משוויין גרמה לנזק – נזק זה נגרם בראש ובראשונה לחברה, שהנכס שלה הוא שנמכר במחיר הפסד. יתכן שנזק זה לחברה (ככל שארע), גרם לירידת ערך המניות שבידי בעלי המניות בחברה, אך נזק זה הוא נזק משני הנגזר מנזקה של החברה.

<u>האם הוכח כי לחברה נגרם נזק?</u>

59. העולה מהאמור לעיל הוא כי הקצאה של מניות בתמורה לא הוגנת עשויה לגרום לנזק, וכי נזק כזה הוא נזקה של החברה. בשלב הבא תיבחן השאלה האם – בהנחה שהנתבעים התרשלו בהערכתם את הסכומים שהמנהלים היו זכאים לקבל מכוח הסכם 93, אכן נגרם לחברה נזק, ועל מי מוטל הנטל להוכיח זאת.

הנתבעים טוענים, כי לא הוכח שבפועל נגרם נזק כלשהו לחברה. לטענת הנתבעים טענת המפרקים מבוססת על אובדן עסקה אלטרנטיבית שניתן היה לבצע לולא היו מוקצות המניות למנהלים. לטענת הנתבעים, הנטל להוכיח אובדן עסקה אלטרנטיבית כזו, מוטל על המפרקים, והם לא עמדו בנטל זה.

לטענת הנתבעים, העד מר קריב, שהעיד מטעם המפרקים בתמיכה לאפשרות קיומה של עסקה אלטרנטיבית, לא ביסס אפשרות לקיומה של עסקה קונקרטית שעמדה על הפרק במועד הרלוונטי. לטענתם, המפרקים לא הניחו תשתית ראייתית מינימאלית בדבר זהותם של הרוכשים הפוטנציאלים, התמורה האלטרנטיבית, מועדי התשלום וכד'. בהעדר פרטים אלה, לא ניתן לטעון כי ניתן היה למכור את המניות לצד ג' במועד ההתקשרות בהסכם השני, בתמורה גבוהה יותר מזו ששולמה על ידי המנהלים באמצעות ויתורם על השכר לו הם היו זכאים על פי ההסכם הראשון.

60. לטענת הנתבעים, המפרקים כלל לא טענו שהיתה קיימת במועד הרלוונטי עסקה אלטרנטיבית ספציפית, ולמעשה, עסקה אלטרנטיבית כזו כלל לא עמדה על הפרק. לטענתם, הדמ"צים הצהירו – ועדותם לא נסתרה על פי הנטען – כי לא היתה כל עסקה כזו (סעיף 65 לתצהיר קריגר, סעיף 65 לתצהיר ברגמן וסעיף 65 לתצהיר קורפל).

טענה נוספת של הנתבעים היא, כי במידה ובוחנים את מסת הנכסים של החברה העומדת לרשות הנושים במצב של פירוק, מתברר כי בזכות ההסכם השני – מכוחו הוקצו מניות למנהלים, החברה נמנעה מלהוציא כסף מקופתה (מה שהיה עליה לעשות בהתאם להסכם 93). לכן, כך נטען, לאור ההסכם השני, השתפר מצבם של הנושים לעומת המצב בו היו הנושים לו היה מתקיים ההסכם הראשון, לפיו היה על החברה לשלם למנהלים כסף במזומן תמורת שירותי הניהול מטעמם, ולשאת בהוצאות מימון בגין תשלום זה.

61. זיו מוסיפים וטוענים בעניין זה, כי לו היתה טענת המפרקים מתמצית באובדן עסקה אלטרנטיבית, הרי שיש בכך כדי להביא לדחיית התובענה כנגד זיו, שכן לזיו לא היתה כל מעורבות בקבלת ההחלטות בחברה. עוד נטען כי למנהלים נמסרה בפועל מנה של 1/6 מהמניות בלבד, ואף מטעם זה לא נגרם לחברה נזק בשיעור של <u>כל</u> המניות שהוקצו.

62. המפרקים טענו מנגד, כי החברה חייבת לקבל תמורה מלאה והוגנת עבור הנכסים שהיא מוכרת. בהקשר זה, השאלה אם יש רק קונה אחד שמעוניין בנכס או קונים רבים אינה רלוונטית. לכן, לטענתם, הנטל להראות כי היה בנמצא קונה אלטרנטיבי למניות, לא מוטל על המפרקים. המפרקים טענו עוד, כי ההנחה שלא היה קונה המעוניין לקנות את השליטה בחברה "מגוחכת", בעיקר לנוכח ה"דיסקאונט" בו הוקצו המניות. לסיכום טענו המפרקים כי הם הרימו את הנטל בעניין זה, באמצעות עדותו של מר קריב.

<u>מטרת הפיצוי הנזיקי</u>

63. עילת התביעה נגד הנתבעים 8-13 היא נזיקית. לטענת המפרקים, כאמור, הערכת זיו היתה רשלנית, וכתוצאה ממנה נגרם לחברה הנזק הנתבע בתביעה זו.

כידוע, מטרת הפיצוי בדיני הנזיקין היא להשיב את מצבו של הנפגע לקדמותו.
בספרו של גד טדסקי **דיני הנזיקין – תורת הנזיקין הכללית** (טדסקי עורך, י. אנגלרד, א. ברק ומ. חשין, 1969; להלן: "**דיני הנזיקין – תורת הנזיקין הכללית**") בעמוד 585, כותבים המחברים:

> **"מטרת הפיצויים היא להעניק לניזוק סכום כזה שבאמצעותו יוכל להבטיח לעצמו כי אחרי ביצוע העוולה יהיה בידו רכוש בעל ערך דומה".**

מכוח עקרון זה נקבע כי:

> **"לגבי נכס שנגזל ולא הוחזר, ניתן להשיג מטרה זו על ידי הענקת פיצוי לניזוק לפי מחיר השוק של הנכס... במחיר השוק יוכל הניזוק לרכוש לעצמו מיטלטלין זהים לאלה שאבדו, ובכך לחזור עד כמה שאפשר למצב שבו היה נתון אלמלא מעשה העוולה"** (ע"א 11/78 **הסנה חברה ישראלית לביטוח בע"מ נ' קלמנס קורל ואח'**, פ"ד לג(1) 309, להלן: "**עניין הסנה**").

64. מהי השבת המצב לקדמותו בענייננו?

נניח שהנתבעים התרשלו כאשר הם אישרו את העסקה נושא ההסכם השני (או במקרה של זיו – בהכנת חווה"ד עליה מבוסס הסכם זה). מה היה קורה, לטענת המפרקים, אלמלא ההתרשלות? הערכת זיו שימשה בסיס לחישוב כמות המניות שהוקצו למנהלים. על פי הערכת זיו חושב השווי המהוון שהמנהלים היו צפויים לקבל מכוח ההסכם הראשון – מחצית מהרווח הצפוי של חברת הבת במשך 6.25 שנים. סכום זה "תורגם" לכמות מניות בחברה האם, בהתאם לשווי הבורסאי של המניות. לו היו זיו מעריכים את הסכום המגיע למנהלים כדמי ניהול בשווי נמוך יותר, הרי שלמנהלים היו מוקצות פחות מניות. לכן, את יתר המניות שהוקצו מעבר למה שהמנהלים היו זכאים לקבל, היתה החברה יכולה למכור לגורם אחר.

אכן, לכאורה, לו היו מוקצות למנהלים פחות מניות, הדבר לא היה משנה כשלעצמו את מצבה הכספי של החברה במועד הפירוק. לכאורה, כל עוד החברה לא היתה מוכרת את המניות שלא הוקצו למנהלים לקונה אחר, הרי שכמות הכסף שהיתה לחברה במועד הפירוק היתה זהה (או אף גבוהה יותר), גם לו היו מוקצות למנהלים פחות מניות תמורת שירותי הניהול שלהם.

65. יחד עם זאת, כפי שעולה מפסקי הדין בעניין **מגן וקשת** ובעניין **מחשבה**, בנסיבות בהן נעשית הערכה מוטעית ועל בסיסה הוקצו מניות ביתר, בית המשפט רואה בהקצאת המניות כתשלום במזומן. יש לראות בתשלום העודף (במניות), שניתן לאור חוות הדעת הרשלנית, כמשקף את הנזק שנגרם לחברה. הכרה בנזק זה משמעה הכרה בכך שהיתה אפשרות לבצע עסקה חלופית של הקצאת מניות לצד ג', וכי אפשרות זו נמנעה, משום שלמנהלים הוקצתה כמות המניות העודפת.

66. כאמור, המפרקים טענו, כי ניתן היה – במועד הרלוונטי – לגבש קבוצת משקיעים שתמורת המניות העודפות שהוקצו למנהלים היתה משקיעה כסף ממשי בקווי אשראי. לו אפשרות זו היתה מתממשת, כך נטען, היו בקופת החברה כספים נוספים במועד הפירוק.

67. יוער, כי קיימת אפשרות נוספת לבחון את נושא השבת המצב לקדמותו. כך, ניתן היה לכאורה לטעון שאלמלא רשלנות זיו בחוות הדעת, ולו הם היו קובעים כי יוקצו למנהלים פחות מניות, העסקה נושא ההסכם השני כלל לא היתה יוצאת לפועל. לו העסקה נושא ההסכם השני לא היתה מבוצעת, וההסכם הראשון היה נותר על הפרק, היו המנהלים מקבלים בשנת 94' שכר בהתאם למוסכם בהסכם הראשון – קרי מחצית הרווחים לפני מס של החברה. במקרה כזה היו בקופת החברה במועד הפירוק פחות כספים (שכן בשנת 1994 היו לחברה רווחים בסך 11 מיליון ₪, שאת מחציתם היה עליה לחלק למנהלים בהתאם להסכם הראשון). לכאורה, במצב דברים זה ההסכם השני אף הועיל לחברה – לעומת מצב הדברים שהיה לולא היא היתה מתקשרת בו.

אולם, הנתבעים לא טענו כי לו היו מציעים למנהלים כמות מניות קטנה יותר, הם כלל לא היו מתקשרים בעסקה. לפיכך, משטענה זו לא נטענה – ובוודאי לא הוכחה – אני סבורה, שהדיון בסוגית הנזק צריך להתברר תוך הנחה שאלמלא חוות הדעת הרשלנית, ההסכם היה יוצא לפועל, תוך הקצאת מספר מניות קטן יותר למנהלים. זו היתה גם נקודת המבט שיושמה על ידי בית המשפט בעניין **מגן וקשת**, לפיה יש לראות בהקצאת מניות ביתר כמסבה לחברה נזק של "תשלום מופרז במזומן", נזק בגינו החברה זכאית לפיצוי.

<u>מהו הפיצוי בגין הנזק, אשר ישיב את המצב לקדמותו?</u>

68. נקודת המוצא בפסיקה היא שהניזוק זכאי לקבל פיצוי שמטרתו לתת בידיו את שוויו של מה שנלקח ממנו במועד ביצוע העוולה, באופן שהיה מאפשר לו "לצאת לשוק" במועד זה, ולרכוש אותו רכוש במקום זה שנגזל ממנו.

בעניין **הסנה** נקבע בהקשר זה כי:

> **"החזרת המצב לקדמותו, משמעו כי מצבו של הניזוק לא יהיה גרוע יותר, מבחינת המטלטלין העומדים לרשותו או לחלופין מבחינת ערכם הכספי, מן המצב בו היה נמצא לולא נגזל ממנו הרכוש".**

לפיכך, כך נפסק בעניין הסנה, "**אם נתייקר בין שעת הגזילה (או העיכוב) לבין יום מתן פסק הדין, הולכין בדרך כלל, אחרי התאריך האחרון, ועל הנתבע לשלם את שוויו המרובה של הדבר**".

בעניין **הסנה** נקבע עוד, כי הניזוק זכאי לקבל פיצוי המשקף את שווי הנכס שהיה בידיו במועד ביצוע העוולה, גם אם במהלך הזמן הנכס איבד מערכו. במקרה בו ערך הכסף ירד, אם הניזוק לא היה מוכר את הנכס במועד העוולה, והיה מותיר אותו בידיו – היה ערכו יורד

ממילא, ולא נגרם לו לכאורה כל נזק כתוצאה ממעשה העוולה. אף על פי כן, הפסיקה הטילה על **המזיק** את הנטל להראות כי במצב כזה לא היה נגרם לניזוק כל נזק.

69. וכך כותבים מחברי הספר **דיני הנזיקין – תורת הנזיקין הכללית** בעניין זה:

> **"מטרת הפיצויים היא להחזיר את המצב לקדמותו. בהתאם לעקרון זה יש להעריך, בדרך כלל, את ערכו של הנכס הנפגע במקרה של ירידת מחירים, בהתאם לערכו בשעת ביצוע מעשה הנזיקין. אמרנו 'בדרך כלל', שכן לפחות במקרה אחד יש מקום להרהר אחר הפתרון המוצע. כוונתנו למקרה שבו יוכח כי הניזוק לא היה מוכר בין כה וכה את רכושו, באופן שהרכוש היה נשאר בידיו אילולא מעשה הנזיקין, ועל כן פוחת בערכו... <u>על כל פנים, אפילו יש מקום לשיקול כזה, על המזיק מוטל נטל ההוכחה בעניין הנדון,</u> וכל עוד לא הובאו הוכחות ראויות, <u>ההנחה היא שהניזוק היה יכול למכור את החפץ ביום ביצוע מעשה הנזיקין, ועל כן זכאי לערכו באותו יום</u>" (שם,** בעמוד 595; ההדגשה שלי – ר.ר.).

70. עקרונות אלו יושמו בפסיקה כדלקמן:

> **"במקרה דנא ירד מחיר הנכסים מזמן ביצוע העוולה ועד מתן פסק הדין. כאמור השופט המלומד קיבל את טענת בא כוח המערער, שבמקרה של ירידת ערך, זכאי התובע לקבל בדרך כלל, נוסף להחזרת הנכס, פיצוי בגובה ההפרש בין שווי הנכס בזמן ביצוע העוולה ובין שוויו בעת מתן פסק הדין. לכך הוסיף השופט המלומד סייג שאין התובע זכאי לקבל פיצוי, אם הוכח שהוא ממילא לא היה מוכר את הנכס... גם בתי המשפט באנגליה שקלו מקרים דומים, כשנכס הוחזר בעין, והתעוררה הבעיה אם זכאי התובע לפיצויים עבור ירידת ערכו, אם התכוון התובע למכור נכס זה, ופסקו פיצוי בעד ירידת ערך רק במקרה של תשובה חיובית לשאלה זו... אני מסכים גם עם השופט המלומד, ש<u>מעמידים את התובע על חזקתו, שהיה מוכר את הנכס במחיר הגבוה ועל הנתבע להוכיח את ההיפך</u>" (ע"א 278/70 משה שפיר נ' צבי אריה שפיר, בתור מנהל העיזבון של המנוח מאיר שפיר ואח', פ"ד כד(2) 453 (להלן: "ענייין שפיר"); ההדגשה שלי – ר.ר.).**

71. כך, למשל, נקבע בהקשר זה על ידי כבוד השופט חשין, בע"א 4809/91 **הוועדה המקומית לתכנון ובניה נ' משה קהתי, עו"ד**, פ"ד מח(2) 190, בע' 213:

> **"נניח, למשל, שהניזוק קנה מחשב ב-100, ומיד בסמוך לאחר הקניה עמד עליו מזיק והשמידו. עד יום נתינת פסק הדין - וכדרכם של מכשירי אלקטרוניקה בימינו - ניתן לרכוש אותו מחשב ב-30. בית המשפט יזכה את**

> **הניזוק ב-100 ולא ב-30... טעם זה - של עשיית צדק לניזוק - מסיג מפניו כל טעמים אחרים העשויים להורות על מועד ראוי אחר להערכת שוויו של אינטרס הקניין**" (ההדגשה שלי – ר.ר.).

יוער, כי בפסיקה טרם נדונה השאלה כיצד יורם הנטל על ידי המזיק. על פני הדברים, נראה כי מדובר בנטל שאינו קל להוכחה.

72. יוער עוד, כי פסק הדין בעניין **שפיר** דן בעוולות של גזילה ועיכוב נכס שלא כדין. אולם, העיקרון עליו מבוססת פסיקה זו הוא הרצון להגן על אינטרס הניזוק להשבת המצב לקדמותו כאשר נגרם נזק לרכושו. אני סבורה, כי יש להגן על אינטרס זה גם במקרה של עוולות אחרות, כדוגמת רשלנות.בכל המקרים המטרה היא זהה: להשיב את מצבו של הניזוק לקדמותו – בין אם נפגע רכושו בשל מעשה גזל ובין בשל מעשה רשלנות.

73. כך פסק בעניין זה בית המשפט העליון בע"א 606/73 **ירדניה חברה לביטוח בע"מ נ' אחים עופר (הולדינגס) בע"מ**, פ"ד ל(1) 29, בעמ' 37-36:

> "**לגבי זה האחרון** (הניזוק – ר.ר.), **מה לו, מעשה רשלנות שגרם להרס רכושו ומה לו מעשה גזל או עיכוב שלא כדין? בשני המקרים אבד לו רכוש, ועניינו שלו הוא לקבל פיצוי הולם שיאפשר לו לרכושו בשנית... אם הרכוש... עודנו ברשותו של זה** (המזיק – ר.ר.), **בידו להחזירו – בעין... ואם אינו מחזירו, או שמדובר בעוולה או בהפרה אחרת הגורמת נזק, עליו כידוע להחזיר עד כמה שאפשר את המצב לקדמתו בדרך אחרת**".

74. הפסיקה אכן יישמה עקרונות אלה גם במעשי עוולה של רשלנות. כך, בע"א 489/83 **אסתר ליפשיץ נ' בנק איגוד לישראל בע"מ**, פ"ד מ(2) 205, נקבע כי הבנק התרשל בכך שמכר ניירות ערך של המשיבה. בית המשפט קבע, כי משהורתה המערערת על קניית ניירות ערך, ואלה נמכרו שלא על דעתה, היא זכאית לפיצוי שיהא בו כדי להחזיר את המצב לקדמותו. בית המשפט דן בשאלה מהו פיצוי זה, וקבע כי המערערת זכאית שיראוה כמי שהיתה מוכרת את ניירות הערך במועד בו היתה יכולה לדעתה להפיק מהם <u>את הרווח הגבוה</u> במתחם הזמן שמיום המכירה ועד למתן פסק הדין. פסיקה זו ניתנה לאור ההלכות בעניין **הסנה ושפיר** הנזכרות לעיל.

יישום ההלכה לענייננו

75. כאמור, הפסיקה הכירה בכך שיש להניח במקרה של ירידת שווי נכס עד כדי אובדנו, כי הניזוק היה מוכר נכס זה במועד ביצוע העוולה, ולכן יש לפצותו בפיצוי שווה ערך לאותו מועד. זאת, אלא אם כן יוכיח הנתבע אחרת.

בענייננו, ניתן לראות את המניות שהוקצו למנהלים ביתר – על פי טענת המפרקים – כמניות ש"נגזלו" מהחברה כתוצאה מרשלנותם הנטענת של הנתבעים. על מנת להשיב את מצבה של החברה הניזוקה לקדמותו, יש לפצותה בערכן של מניות אלה נכון למועד ביצוע העוולה.

לכן, לצורך קביעת הפיצוי לחברה, לא מוטל על המפרקים להוכיח שהיתה אפשרות לעסקה אלטרנטיבית למכירת המניות שהוקצו למנהלים. להיפך – על פי ההלכה כפי שהובאה לעיל, נקודת המוצא היא שהחברה יכולה היתה למכור מניות אלו לצד שלישי כלשהו במועד ביצוע העוולה. אם בקשו הנתבעים לטעון שלא כך הדבר – הנטל להוכיח זאת מוטל עליהם. הנתבעים לא הרימו נטל זה.

76. יצויין, כי זיו הפנו בהקשר זה לפסק הדין שניתן בע"א 10691/04 **בנק לאומי לישראל בע"מ נ' ז'אן קלוד מולר** (לא פורסם, ניתן ביום 28.8.07; להלן: "**עניין בנק לאומי**"). פסק דין זה תומך, לטענתם, בכך שהנטל להוכחת עסקה אלטרנטיבית מוטל על המפרקים.

בפסק הדין בעניין **בנק לאומי**, נדונה הטענה כי המערער, בנק לאומי, היה רשלן בכך שלא ביצע את ההוראות שניתנו לו לרכישת אופציות המבוססות על תנודות בשערי החליפין של מטבע חוץ. בית המשפט העליון קבע, כי לא הוכח שההוראה לבצע את רכישת האופציות היתה בת ביצוע, בתנאים החריגים ובמסגרת הזמן בה פעל הבנק, ולכן לא הוכח קיומו של קשר סיבתי בין הרשלנות הנטענת לבין הנזק.

בניגוד לענייננו, בו עלתה השאלה על מי מוטל הנטל להוכיח אובדן עסקה אלטרנטיבית, לצורך הוכחת הנזק שנגרם לחברה, הרי שבפסק הדין בעניין **בנק לאומי** נקבע, כי לא הוכח שהעסקאות אשר בשל אי ביצוען נטענה רשלנותו של הבנק, היו מלכתחילה ניתנות לביצוע. במצב דברים זה, מובן שהנטל להוכיח שעסקאות אלו היו ניתנות לביצוע מוטל על התובעים (המשיבים בערעור). בפסק דין זה לא נבחנה השאלה האם ניתן היה לבצע עסקאות אלטרנטיביות אחרות בשווי העסקאות נושא הערעור, ועל מי מוטל הנטל להוכיח זאת.

77. בשולי הדברים אדון בטענות נוספות שהעלו הנתבעים.

זיו טענו, כאמור, כי אם הנזק הנטען על ידי המפרקים מתמצה באובדן עסקה אלטרנטיבית, יש בכך כדי להביא לדחיית התובענה נגדם, שכן לזיו אין נגיעה או מעורבות בקבלת

ההחלטות בחברה. טענה זו דינה להידחות, שכן הנזק שנגרם לחברה לא נובע ממעורבות של זיו בקבלת ההחלטות בחברה או בקשר של זיו לעסקה אלטרנטיבית. הנזק נגרם לחברה כתוצאה מהקצאת מניות ביתר למנהלים, אשר נבעה – על פי הנטען – מהערכת השווי הרשלנית כביכול של זיו, הקצאה אשר שללה מהחברה את האפשרות לבצע עסקה אלטרנטיבית במניות.

78. הנתבעים טוענים עוד, כי על פי סעיף 9 להסכם 94, המניות שהוחלט על הקצאתן לא הועברו למנהלים בפועל, אלא נמסרו לחברת שא"ג חברה לנאמנות בע"מ, אשר החזיקה בהן בנאמנות. בכל שנה היתה אמורה להימסר למנהלים מנה של 1/6 בלבד מסך המניות, ובסופו של דבר נמסרה למנהלים מנה של 1/6 אחת בלבד מהמניות. כל יתר המניות לא נמסרו למנהלים אלא הוחזקו על ידי הנאמנות ובפיקוחה. לפיכך, לטענתם, גם מטעם זה יש לדחות את טענת המפרקים כי נגרם לחברה נזק בגין <u>כל</u> המניות שהוקצו.

אף טענה זו דינה להידחות. למרות שחלק מהמניות שהוקצו למנהלים הוחזקו בנאמנות, הרי שכל המניות הוקצו מייד, במועד אחד, והן הועברו לחברת הנאמנות והוחזקו על ידיה. בנוסף, המנהלים היו זכאים <u>לכל</u> טובות ההנאה שנלוו למניות – זכויות ההצבעה הצמודות למניות, דיבידנד וכד' – כבר במועד הקצאתן. לכן אין משמעות לעובדה שהמניות כולן הועברו לנאמנות ונמסרו למנהלים על פי מנות (ולא בתשלום חד פעמי), לעניין הנזק שנגרם לחברה (ור' התייחסות לשאלה זו גם בפרק הדן בתביעה נגד נתבעים 1-4).

79. לסיכומו של פרק זה – לו היתה מתקבלת טענת המפרקים, כי חוות הדעת מטעם זיו היתה רשלנית, היה מקום לקבוע כי הנזק שנגרם כתוצאה מחוות הדעת הרשלנית נובע מהקצאת מניות למנהלים במחיר שאיננו משקף את ערכן הריאלי, אלא נמוך ממנו. הקצאה כזו גרמה נזק לחברה, בשיעור ההפרש בין ערכן הריאלי של המניות שהוקצו למנהלים, לבין המחיר שהמנהלים נדרשו לשלם עבורן על פי חוות דעת זיו. נקודת המוצא היא, כאמור, כי ניתן היה למכור את המניות לרוכש אלטרנטיבי במחירן הריאלי במועד הקצאת המניות, והנתבעים לא הרימו את הנטל להוכיח שלא כך הוא הדבר.

<u>האם הערכת זיו היתה רשלנית?</u>

80. המפרקים טוענים כי בפועל, הערכת זיו לא עמדה במבחן המציאות. לטענתם יש בכך כדי להעביר את הנטל לזיו להסביר מדוע הערכתם לא התקיימה. המפרקים אף העלו מספר רב של טענות ביחס להערכת זיו, שבשלהן, לטענתם, ההערכה כשלה.

כך, טענו המפרקים כי זיו הסתמכו על גורמים אינטרסנטיים, שכן המנהלים היו אלה שבחרו עבורם את התיקים המדגמיים. עוד נטען כי זיו הניחו הנחה לא סבירה, שלווים

שבנקים סרבו להלוות להם יחזירו 98.5% מההלוואות שהחברה הלוותה. זיו הניחו בטעות כי עלות הכסף לחברת הבת יהיה 2.5%. לטענת המפרקים, המחיר היה מבוסס על הריבית ששולמה למחזיקי האג"ח, שקבלו בפועל ריבית אמיתית גבוהה בהרבה, לאור ההטבות שניתנו להם.

81. זיו היו צריכים להניח כי המנהלים יפעלו לגיוון ההשקעות בחברת האם, וכי לא יינתן לחברת הבת סכום העולה על 14 מיליון ש"ח - אותו התחייבה חברת האם לתת לחברת הבת בהסכם הראשון. זיו היו צריכים להתייחס לחוק הסדרת הלוואות חוץ בנקאיות, תשנ"ג-1993 (להלן: "**חוק הלוואות חוץ בנקאיות**"), ולהשפעתו על פיזור הלווים של החברה; כן היה על זיו להתייחס לאפשרות של תחרות שתקום לחברה. ההנחה של זיו בענין ההיוון לא היתה סבירה. זיו התעלמו מכשלים בשטח, כאשר רוב ההלוואות ניתנו לענף הבניה. בנוסף, היקף ההלוואות ללווים גדולים היה גדול בשנת 93. זיו לא בדקו את הביטחונות להלוואות אלה, הם לא התייחסו לליקויים במדגם, להמחאות חוזרות ולגלגול הלוואות.

עוד נטען כי זיו העריכו באופן בלתי סביר את ההפרשה לחובות מסופקים, וכי זיו היו צריכים גם להניח אפשרות של ירידה במוסר התשלומים של החייבים, של הרעה במצב של מגזרים מסוימים, של נפילה של לקוחות גדולים של החברה (בעיקר לאור שיעור הריבית שהחברה גבתה). כן היה עליהם להביא בחשבון כאמור גם את ההשלכה של החוק החדש, חוק הלוואות חוץ בנקאיות, על הלוואות למשקי בית. זיו גם התעלמו מחוסר הסבירות הקיצוני בתשלום מראש למנהלים למשך 7 שנים.

82. כאמור, בהתאם לחוות דעת בלס, ההערכה הנכונה של שווי הרווחים המהוון שהמנהלים יכלו לקבל, היתה צריכה להיות 0.4 מיליון ש"ח, ובהנחות המיטיבות מאוד עם המנהלים, כ-4.1 מיליון ש"ח, ולא 27 מיליון ש"ח כפי שזיו העריכו.

זיו טענו כי הם התבססו בחוות דעתם על הסכם 93, ההסכם הראשון, שאותו המפרקים אינם תוקפים (טענתם היחידה ביחס אליו היא כי לו היתה השליטה בחברה נמכרת, הקונה יכול היה להעלות טענות כנגד הסכם זה). הסכם 93 מפנה לנוהלי עבודה שהיו קיימים בסניפי קווי אשראי, ושצורפו להסכם. על פי נהלים אלה, נקבע כי הלוואות של מעל 10,000 ש"ח היו אמורות להינתן רק כנגד ביטחונות סחירים, ומיחזור הלוואות הותנה באישור של ועדת אשראי. כן הוסכם על העמדת אשראי על ידי חברת האם לפעילות המימון בריבית של 2.5%, ועל העמדת ביטחונות שיאפשרו גיוס אשראי לפעילות המימון. ההסכם השני ביטל חלק מהסעיפים עליהם התבססו זיו בהסכם 93, אך זיו לא התבקשו לתקן את הערכת השווי.

זיו טענו כי לגישת המפרקים בתביעה אחרת שהגישו, החברה העמידה הלוואות בסכומי עתק, שלא על פי נהלי העבודה. זיו אף התייחסו בפירוט לכל ה"כשלים" שבלס מצא בהערכתם.

<u>נטל ההוכחה</u>

83 כאמור, המפרקים טענו כי העובדה שהערכת זיו כשלה, מעבירה את הנטל לזיו להסביר מדוע.

אינני מקבלת את טענתם של המפרקים בהקשר זה. אני סבורה כי המפרקים מנועים מלטעון זאת. הטעם לכך הוא משום שמעמדת המפרקים עצמם, עולה כי קווי אשראי לא כשלה משום שזיו לא העריכו בצורה מדויקת את הרווחים הצפויים שלה, ולא כשלה בשל אותם עניינים שבלס התייחס אליהם בחוות דעתו. המפרקים עצמם אינם טוענים את מה שטען בלס (בעמ' 22 לחוות דעתו המשלימה) כי "**מה שעלול היה להתרחש בהסתברות בלתי מבוטלת, אכן התרחש בפועל**". הם אינם טוענים זאת בתביעה הנוכחית, ועמדה זו אף מנוגדת לעמדה שהם הציגו בתביעה אחרת שהם הגישו נגד המנהלים.

84. לגישת המפרקים בתביעה דנן, התמוטטותה של החברה נבעה מ"פרשיות אחרות", שהמפרקים <u>אינם</u> טוענים כי הן קשורות לתביעה דנן, ושעניינן נדון בתיק נפרד (ר' ס' 91 לסיכומי המפרקים). כלומר, לגישת המפרקים, קווי אשראי אכן לא הרוויחה את מה שזיו ציפו שתרוויח. אולם לא ניתן לקבוע כי החברה הוסיפה להתנהל באופן סדיר ותקין כפי שהתנהלה קודם למתן חוו"ד זיו, וחרף זאת התרחשו בפועל האירועים באופן שונה ממה שהעריכו זיו. כאמור, לגישת המפרקים, היו בקווי אשראי פרשיות אחרות, שבשלהן היא קרסה.

קשה אם כן לבחון – בהתאם לגישת המפרקים, מה היה מצב החברה <u>אלמלא</u> אותן "פרשיות", ולו היתה החברה מוסיפה להתנהל בהתאם לנהליה וכלליה, ללא חריגה מהם, וללא "פרשיות" אחרות - והאם במקרה כזה הערכת זיו היתה נמצאת מדויקת – אם לאו. השאלה מדוע קרסה חוות דעת זיו – השאלה שהמפרקים הפנו לזיו ולמומחה מטעם הנתבעים בחקירות, נענית על ידי המפרקים עצמם, ותשובתם היא כי היא קרסה לפחות בין היתר בשל התנהלות המנהלים בניגוד לנהלי העבודה של החברה.

85. לפירוט גישת המפרקים ביחס למה שארע בחברה, ניתן לעיין בתביעה אחרת שהגישו המפרקים כנגד המנהלים – ת.א 2201/04 (להלן: "**התביעה השנייה**"). ההפניה לתביעה השנייה נועדה להבהיר את גישת המפרקים, גישה שעל פי כללי ההשתק השיפוטי המפרקים אינם יכולים להתכחש לה, ואינם יכולים לטעון טענות עובדתיות העומדות בסתירה לה (ר'

למשל רע"א 4224/04 **בית ששון בע"מ נ. שיכון עובדים והשקעות בע"מ**, פ"ד נ"ט(6) 625). ההפניה לתביעה השנייה לא נועדה לקבוע כי הדברים אכן התנהלו כפי שמתואר בתביעה זו – שאלה שמובן כי בית המשפט בתביעה הנוכחית אינו יכול ואינו צריך להידרש אליה.

86. בתביעה השנייה טענו המפרקים כי המנהלים סטו מנהלי העבודה של החברה, בין היתר בכך שנתנו הלוואות בסכומים גבוהים ללא ביטחונות, ונתנו הלוואות למקורבים בתנאים נוחים, ובלא לדרוש את השבתן. מדובר – כעולה מהתביעה השנייה, בין היתר בעסקת רכישת מניות חברת ניליבלט בע"מ, שהיתה בבעלותו של מר יואב רן, אחיו של הנתבע 1, יובל רן, במתן הלוואות לה"ה נירה ועופר קרז'נר בריבית של 2.3% בסכום כולל של 22.5 מיליון ₪ (כאשר ההלוואה הראשונה ניתנה 9 חודשים לאחר שחוות דעת זיו נמסרה לחברה), מתן הלוואות ליואב רן בריבית של 1%, והלוואות למר מוטי מנשה בריבית של 2%. הלוואות אלה הושבו באופן חלקי בלבד, והלווים נותרו חייבים לחברה סכומי כסף גבוהים.

87. מעבר לכך, על פי טענת המפרקים בתביעה השנייה, הוגדל נפח האשראי של החברה מעבר להיקף בהערכת השווי, ניתנו כאמור הלוואות למקורבים בשיעורי ריבית הסוטים מאלה שנקבעו בהסכם הראשון, וניתנו הלוואות ללא ביטחונות בניגוד להסכם הראשון. עניינים אלה לא היו צפויים על ידי זיו בעת עריכת חוות הדעת שלהם, וזיו לא היו יכולים, ואף לא צריכים לצפות אותם.

88. המפרקים התייחסו לטענות זיו בהקשר זה, בסיכומי התשובה מטעמם. לטענתם, הם אכן טענו בתביעה השנייה כי קווי אשראי קרסה עקב סדרת מעשי רמייה וביזה מצד המנהלים שנועדו לרוקן את החברה מנכסיה. אולם, לטענתם, הסוגיות בכתב התביעה הנוכחי הן שונות, ונפרדות מאלה שעלו בתביעה השנייה. כישלון פעילות המימון היה הראשון בזמן, אך הוא לא הכריע את קווי אשראי. אילו היה כישלון זה גורם לקריסת החברה, היה נתבע בתביעה דנן סכום גבוה בהרבה.

לטענת המפרקים, הפרשיות אליהן הפנו זיו בסיכומיהן, ושנזכרו בתביעה השנייה, אינן קשורות לטענת המפרקים לפעילות המימון. רכישת חברת ניליבלט אינה קשורה לפעילות המימון. ההלוואות בתנאים המועדפים למקורבים – קשורות לכאורה לפעילות המימון, אולם אינן קשורות לתביעה הנוכחית, המתייחסת להפסדי הפעילות המימונית בשנים 94-96. פרשיות ההלוואות למקורבים לא באו לידי ביטוי של ממש בדוחות הכספיים של קווי אשראי, עליהם מבוססת התביעה דנן.

89. בסיכומי התשובה מטעמם, טענו המפרקים בהקשר זה כי בשנת 94 חל שינוי בשיטת ההפרשה לחובות מסופקים (נ/13 ומוצגים כ"ח ומ"ה). לטענתם, שינוי זה איפשר להנהלת

החברה להתייחס לחובות מסוימים כאילו היו חובות "טובים". כך, על פי הטענה, רואי החשבון לא התייחסו במחצית השניה של שנת 95 לחובות של קרז'נר, יואב רן ומוטי מנשה, כאל חובות "רעים", אלא כאל חובות שייפרעו. לטענתם, אילו היתה התביעה מתייחסת גם לכשלונות של קווי אשראי בפרשיות אלה, היה כישלון זיו גדול הרבה יותר.

המפרקים חזרו על טענות אלה גם בסיכומים המשלימים שהוגשו מטעמם, בהם הם שבו וטענו כי הכשלים במתן ההלוואות למקורבים לא באו לידי ביטוי בניתוח תוצאות קווי אשראי במאזני 95, ואילו הם היו באים לידי ביטוי – היה כשלון הערכת זיו גדול יותר.

<u>דיון</u>

90. אני סבורה כי אין די בטענות המפרקים כדי להצדיק את המסקנה אותה הם מבקשים שבית המשפט יסיק – קרי כי נטל ההוכחה מוטל על הנתבעים להוכיח כי הם לא התרשלו. כאמור, אין מחלוקת כי החברה לא קרסה בשל מה שהמפרקים מכנים "כשלון הערכת זיו", אלא מסיבות אחרות. לכן, קשה לקבוע מסמרות ביחס לשאלה מה היה קורה בחברה אלמלא אותן פרשיות נטענות. האם במקרה כזה היתה הערכת זיו מתגשמת? כאשר לגישת המפרקים עצמם המנהלים רימו את החברה ובזזו אותה, הרי ללא קשר לדוחות הכספיים ולאופן בו מוצגות ההלוואות למקורבים בדוחות אלה, לא ניתן לקבוע כי גם אלמלא היו המנהלים פועלים כפי שפעלו (לגישת המפרקים), הערכת זיו היתה "נכשלת" באופן בו היא נכשלה.

העובדה שלגישת המפרקים, הכשלים בהלוואות למקורבים לא באו לידי ביטוי בניתוח הדוחות הכספיים של 95, אין פירושה עדיין כי גם אלמלא ההלוואות הללו, היתה קווי אשראי קורסת. לכן, יש לבחון את הערכת זיו לגופה, לאור טענות המפרקים והמומחה מטעמם ביחס אליה. יש לערוך את הניתוח שהמפרקים מבקשים שבית המשפט יערוך, אולם זאת - בלא שנטל הראייה יועבר לנתבעים להוכיח את סבירותה של חוות הדעת.

91. זאת ועוד. המפרקים פירטו בסיכומים מטעמם מה קרה בפועל לאחר שהערכת זיו נמסרה לקווי אשראי. מטענותיהם עולה כי מקורן של הבעיות אותן הן מציינים – הוא בכך שהחברה לא עמדה בנהליה שלה, ולא בגורמים אחרים שזיו יכלו לצפות אותם. בפרק ט"ז לסיכומים הפנו המפרקים למספר דוגמאות להלוואות שניתנו ולא הוחזרו.

מההפניות של המפרקים עולה, כי ההלוואות לא הוחזרו בין היתר משום שחלק מהלווים קרסו, וערכן של מניות הלווים, שהבטיחו את פירעון החוב – ירד. ביחס לחלק מהלווים – ציינו המפרקים כי ההלוואות ניתנו ללא ביטחונות כלל (ר' למשל החובות של משכית 1954 – ס' 101.2 לסיכומי המפרקים, חברת אבגד רייך – ס' 101.9 לסיכומים, ריחני צינדר – ס'

101.13 לסיכומים). ביחס ללווים אחרים, ציינו המפרקים כי הסתבר שהביטחונות שניתנו הם חסרי ערך, או שאינם ניתנים למימוש (כגון שיקים של צדדים שלישיים).

92. ואולם, התנהלות זו של החברה מנוגדת למה שנקבע במסגרת ההסכם הראשון, הוא ההסכם שעמד בפני זיו בעת שנתנו את הערכתם. כך, בס' 9 בהסכם הראשון נקבע כי ייקבעו נהלי עבודה, וכי עד לקביעתם יהיו תקפים נהלי העבודה בסניפים. נהלי העבודה צורפו להסכם הראשון ולדיווח המיידי בדבר הקצאת המניות מיום 22.5.94. ס' 3ד' לנהלי העבודה, קבע כי הלוואה לחייב תינתן רק לאחר בירור בדבר מצבו הכספי, מעמד חשבון הבנק שלו וכושר ההחזר שלו. ס' 6ב' לנהלים קבע כי הלוואות בסכום של מעל 10,000 ₪, יינתנו רק כנגד ביטחונות סחירים, מכוניות, ציוד מכני ושעבוד סחורות.

93. גם העד מר קריגר שהיה דירקטור מטעם הציבור וחבר ועדת הביקורת בחברה העיד כי "**היו נהלים שהגבילו את החברה לפי תוואי עבודה מסויימים, ועל פי התוואים האלה הם היו צריכים לפעול**", וכן כי "**הנוהל היה לתת** (הלוואה, ר. ר.) **בהתאם לבטוחה שיכולים להעמיד מול ההלוואה**" (ר' עמ' 250 לפרוטוקול). הוא העיד גם כי "**אנו היינו אמונים לבדוק שהחברה עובדת על פי הנהלים וכך עשינו**" (עמ' 243, ור' גם בעמ' 212).

המסקנה של האמור לעיל, היא כי קווי אשראי לא פעלה – באותם מקרים אליהם הפנו המפרקים בסיכומיהם, על פי נהלי העבודה הללו. בניגוד לנהלים, קווי אשראי נתנה הלוואות בסכומים גדולים, שלא כנגד ביטחונות סחירים, אלא ללא ביטחונות כלל, או כנגד ביטחונות חסרי ערך או ביטחונות שלא היו ניתנים למימוש – כמו שיקים של צדדים שלישיים, או מניות של הלווה עצמו.

94. לא הוכח כי רואי החשבון היו צריכים להניח כי קווי אשראי לא תפעל בהתאם לנהלי העבודה, שהיא עצמה קבעה אותם. יתרה מזאת – לא הוכח גם כי קווי אשראי חרגה מנהלי העבודה לפני ההתקשרות בהסכם הראשון, וכי לכן, כביכול, לא יכלו זיו להסתמך בחוות דעתם על כך שהחברה תמשיך לעמוד בנהלים גם בתקופת התחזית שבחוות דעתם. אם רצו המפרקים לטעון כי קווי אשראי לא פעלה בהתאם לנהליה עוד לפני ההסכם הראשון, היה עליהם להוכיח זאת. המפרקים היו צריכים לטעון ולהוכיח כי זיו לא בדקו האם החברה פעלה על פי הנהלים לפני מועד עריכת חוות הדעת, והן כי בפועל החברה לא פעלה לפי הנהלים.

רו"ח נדב פלטי, שערך את חוות הדעת והעיד מטעם זיו, לא נשאל על נושא זה בחקירתו הנגדית. ההתייחסות היחידה מטעמו לנושא זה ניתנה בתשובה לשאלת בית המשפט האם הערכת השווי שלו "עבדה". לשאלה זו ענה רו"ח פלטי כי "**מה שהתקלקל אם התקלקל זה**

לא הפעילות המימונית של החברה, חברת האב, התקלקלו כנראה דברים אחרים שאת זה צריך לבחון, אני לא יכול להגיד, אבל כנראה <u>נהלי עבודה שהנחו אותם והיו בזמן שאנחנו בחנו, שונו</u>, יכול להיות שנתנו הלוואות לאנשים שלא היה צריך לתת להם הלוואות... כנראה מה שהתקלקל זה ששינו את העסק, שהעסק הזה הפסיק לעבוד, שמישהו היתה לו אג'נדה אחרת" (עמוד 435 לפרוטוקול הדיון מיום 27.3.07; ההדגשה שלי – ר.ר.). מעדות זו לא ניתן להסיק שזיו לא בדקו האם החברה עמדה בנהלים שקבעה לעניין קבלת בטחונות מספקים מהלווים.

95. המפרקים מפנים לפרוטוקול ישיבת דירקטוריון החברה מיום 20.12.95 (מוצג מ"ז למוצגי המפרקים. המפרקים מפנים בסיכומיהם בטעות לפרוטוקול מיום 30.11.95), בו נדונה רשימה של לווים שהלוואות שניתנו להם לא הוחזרו. בסיכומי התשובה מטעמם מוסיפים המפרקים וטוענים, כי גם אם לא כל ההלוואות הכושלות היו קיימות בזמן שניתנה חוות דעת זיו, הרי שרשימה זו מהווה הוכחה לחתך ולאופי של הלווים ושל אפשרויות הפרעון שלהם.

ואולם, ישיבת דירקטוריון החברה המצורפת כמוצג מ"ז נערכה בסוף שנת 95, ולא ניתן להסיק ממנה לגבי לקוחות החברה לפני עריכת חוות הדעת, אשר נבחנו על ידי זיו במועד עריכת חוות דעתם, ועל יכולות הפרעון שלהם. לא ניתן גם להסיק מאופי הלקוחות אשר לא עמדו בפרעון הלוואותיהם בסוף שנת 1995, ביחס לשאלה האם החברה עמדה בנהלים גם לפני עריכת חוות דעת זיו, אם לאו.

96. מטעם דומה אין לקבל את טענת המפרקים ביחס לישיבת הדירקטוריון של החברה מיום 30.11.95 – אליה הפנו המפרקים בסיכומיהם. גם ישיבה זו התקיימה זמן רב לאחר שנמסרה חוות דעת זיו, ביום 14.3.94. המפרקים טענו בסיכומים מטעמם ביחס לחלק מהלווים כי הבעיה ביחס אליהם התגלתה עוד לפני שנת 95 (ר' למשל ס' 101.5) או כי הבעיה נוצרה עוד בשנת 94 (ר' למשל ס' 101.1). אולם, המפרקים אינם נוקטים במועד מדויק בו נוצרה ה"בעיה" או התגלתה, והם לא הוכיחו אם כן כי מדובר בבעיות שהיו קיימות ערב הגשת חוות הדעת של רו"ח זיו, וודאי שלא הוכח כאמור כי זיו יכלו לדעת על בעיות אלה.

המסקנה מהאמור לעיל היא כי אין מקום לקבל את טענת המפרקים לפיה נטל ההוכחה צריך לעבור למנהלים, להוכיח מדוע חוות דעתם כשלה. לא ניתן לשלול את ההנחה כי החברה כשלה מטעמים שאינם קשורים לחוות הדעת, אלא מהעובדה שהחברה פעלה לאחר שניתנה הערכת זיו, שלא בהתאם לנהלי העבודה שהיא קבעה, ותוך ביצוע עסקאות עם מקורבים שלא בהתאם למה שזיו יכלו לצפות. לא ניתן לקבוע האם ובאיזו מידה היתה הערכת זיו "פועלת", אלמלא דרך הפעולה הזו של המנהלים, ולו היתה החברה פועלת

בהתאם לנהליה, ומעמידה הלוואות רק כפי שנקבע בנהלים. כאמור זוהי המסקנה הנובעת מעמדת המפרקים עצמם בסיכומים הנוכחיים ובתביעה השנייה.

לכן, נטל ההוכחה היה ונותר על כתפי המפרקים, כאשר מוטל עליהם להוכיח כי בהתאם לנתונים שהיו ידועים לזיו במועד עריכת חוות דעתם, המסקנה של חוות הדעת היא בלתי סבירה. מאחר שהנטל מוטל על כתפי המפרקים, הרי בכול מקרה של ספק, הוא צריך לפעול לחובת המפרקים.

97. יוער בהקשר זה כי המפרקים טענו גם כי זיו לא היו יכולים להסתמך על המדגם שנמסר להם, שכן מי שמסר להם את הנתונים שלו הם המנהלים, שהיו גורמים מעוניינים. אינני סבורה כי יש בכך כדי לשנות את מסקנתי ביחס לנטל ההוכחה. המפרקים לא טענו ולא הוכיחו כי המדגם שנמסר לרואי החשבון היה מדגם "מוטה", והמפרקים לא הוכיחו כי לו היה מוצג לרואי החשבון מדגם אחר, היתה מסקנתם משתנה.

<u>הכשלים בהערכת זיו בהתאם לחוות דעת בלס</u>

98. להלן נתייחס לכשלים בחוות דעת זיו כפי שהם עולים מחוות דעתו של בלס, המומחה מטעם המפרקים. מדובר בעניינים שלטענתו של בלס לא נלקחו בחשבון במסגרת הערכת זיו, ושהיה על זיו להביאם בחשבון. נבחן האם הוכיחו המפרקים ביחס לכול אחד מהנושאים הללו, כי זיו התרשלו בעריכת ההערכה שלהם, קרי כי ההערכה שלהם חרגה ממתחם הסבירות, וזאת - מנקודת מבט של מעריך סביר, ובהתאם לידע שהיה לזיו במועד עריכת חוות הדעת שלהם, ולא בהתאם לנתונים שהסתברו בדיעבד. לצורך בחינת חוות דעת זיו, צריך להביא בחשבון בנוסף, כי זיו התיימרו להעריך רווח צפוי של חברה למשך 7 שנים מיום ההערכה שלהם. מובן כי הערכה כזו כוללת מטיבה ומטבעה סימני שאלה רבים, שכן איש איננו יכול לדעת באופן ודאי מה יהיו רווחיה של חברה בעתיד.

99. בהקשר זה יש לציין גם את הקושי האינהרנטי הכרוך בהערכות שווי. זאת משום ש:

> "**מלאכת ההערכה איננה מדע מדויק. נזילותן הרבה של הערכות השווי נובעת משתי סיבות מרכזיות. האחת היא שנוסחאות מניבות תוצאות שונות, והבחירה בין הנוסחאות תלויה בנטיית לבו של מי שמשתמש בהן. הסיבה השנייה היא כי כל אחת מנוסחאות חישוב השווי מתבססת על נתונים שניתן לאמוד אותם רק על דרך ההשערה (כגון שיעור התשואה העתידי של החברה, שינויים אפשריים בשער הריבית במשק וכדומה). ברור שכל חישוב, מדויק ככל שיהיה, המבוסס על נתונים משוערים, אינו יכול להניב אלא תוצאות משוערות**" (ר' פרופ' פרוקצ'יה <u>מאחורי הקלעים</u>, משפטים ל"ב (2002) 303, בעמ' 324).

גם המלומדת פרופ' חביב סגל, בספרה **דיני חברות לאחר חוק החברות החדש** (2004) מגיעה למסקנה דומה (ביחס להערכת שווי מניות, אולם הדברים יפים גם להערכת רווחים עתידית):

> "**הסוגיה של הערכת מניות היא סוגיה סבוכה ביותר: שווייה של מניה נגזר מן התשואה הצפויה להתקבל כנגדה בעתיד. אלא שאיש אינו יודע בוודאות את צפונת העתיד, ולכן, לא ניתן לקבוע, חד משמעית, את שווייה של המניה... בהעדר שיטה חד משמעית לקביעת הערכים שיש להציב לכל אחד מן המשתנים, לא יכולה להתקבל תוצאה חד-משמעית בהערכה**" (עמ' 592).

לכן, מה שצריך לבחון הוא האם הנחות העבודה שעל בסיסן נערכה הערכת זיו, היו סבירות. אם התשובה היא חיובית, הרי גם אם נניח שניתן היה להניח הנחות עבודה אחרות, אין פירוש הדבר כי הערכת זיו היתה בלתי סבירה ורשלנית.

100. עוד יש לציין בהקשר זה כי כפי שהובהר לעיל, לאור עמדות הצדדים בתיק וחרף גישת בית המשפט – לא מונה בסופו של דבר מומחה מטעם בית המשפט בתביעה. לכן, אין לבית המשפט אלא עמדותיהם המנוגדות של שני המומחים מטעם הצדדים כפי שהובהרו בחוות הדעת מטעמם. עמדות אלה ייבחנו להלן בפירוט, אולם יש לציין כבר בשלב זה כי אין חולק כי שני המומחים הם מומחים בעלי שיעור קומה, שעמדו מאחורי המסקנות שלהם בחוות הדעת מטעמם. במצב כזה, אני סבורה כי במקרה של ספק, יש לקבוע כי התובעים לא הרימו את הנטל שהוטל עליהם – כלומר ספק יפעל לזכות הנתבעים.

<u>הערכת החברה כ-going concern וביסוס התחזית לעתיד על ביצועי העבר</u>

101 אחד ממוקדי המחלוקת בין בלס לבין ברנע, היה בשאלת אופן ההערכה של רווחי העתיד של קווי אשראי. ברנע היה סבור בהקשר זה, כי זיו היו רשאים להסתמך על ביצועי העבר של החברה, כפי שהם דווחו בדוחות הכספיים שלה. לגישתו, מדובר בהערכה לתקופה מוגבלת בלבד (6 שנים ורבע, שהיא תקופה בינונית). ביחס לתקופה כזו, זכאים היו זיו להעריך את התוצאות העתידיות של החברה בהתאם להישגיה בעבר. הם עשו כך, תוך שינויים והתאמות מסוימים, בהתאם לשיקול דעתם. לגישתו של ברנע, זוהי דרך מקובלת לביצוע הערכות שווי.

בסיכומים המשלימים מטעמם, הוסיפו ב"כ זיו וטענו כי בית המשפט העליון קבע לאחרונה כי הדרך המועדפת להערכת שווי חברות, הינה מודל הערך הנוכחי, המתייחס לחברה כאל going concern (ר' ע"א 10406/06 **דן עצמון נ. בנק הפועלים בע"מ** (לא פורסם, ניתן ביום 28.12.09)). עוד טענו זיו כי בלס עצמו לא פירט בחוות הדעת שלו דרך חלופית להערכת שווי.

102 מנגד, מבסס בלס את מסקנתו בחוות דעתו, על האמירה כי בפועל עולה מהערכת זיו, כי המנהלים המציאו מכונה ל"ייצור כסף". ההנחות ביחס לאופן הפעולה של ה"מכונה" הזו, הן לגישתו בלתי סבירות (לא סביר שאחוז גבוה כל כך של לווים, שהמערכת הבנקאית לא הסכימה להלוות להם כסף, יעמדו בהשבת ההלוואה לקאמ, על הריביות הגבוהות המצטרפות אליה). אם לעומת זאת קיימת קבוצת לווים שיכולה לעמוד בהשבת ההלוואה, כי אז תקום לחברה תחרות – וגם את התחרות הזו לא לקחה הערכת זיו בחשבון כלל (ר' גם חקירתו הנגדית בהקשר זה בעמ' 45 לפרוטוקול).

103. ברנע טוען כי טענותיו של בלס היו נכונות, לו היתה ההערכה מתייחסת לתקופה ארוכה יותר. לגישתו, חוות דעת בלס מתייחסת למעשה לטווח הארוך, בו תחרות אמורה להיכנס לשוק, אולם הטווח הארוך אינו רלוונטי לתקופה הקרובה של חוזה הניהול, שהמֶשֶך הממוצע שלה הוא 3 שנים. ברנע מוסיף וטוען כי בלס לא בסס את חוות דעתו על נימוקים ספציפיים, מדוע לא ניתן להשתמש לצורך התחזית על נתונים שהושגו בפועל, תוך עדכונם בהתאם להערכה (כגון ביחס לשיעור ההפרשה לחובות מסופקים, ושיעור הריבית שנגבה).

104. יובהר כי מחוות הדעת של המומחים, עולה כי שניהם מסכימים כי לצורך הערכת שווי, יש מקום לבחינה של העבר, תוך עריכת התאמות בהתאם לצורך ביחס לעתיד. מסקנה זו היא סבירה בעיני. מובן כי לצורך הערכה מה יקרה בעתיד לחברה מסוימת, יש רלוונטיות לשאלה מה קרה באותה חברה בעבר. יחד עם זאת, מובן גם כי יש לבחון את הסבירות של השאלה האם מה שהיה הוא מה שצפוי שיהיה, יש מקום לכלול התאמות ביחס לעתיד, וכן יש מקום לבחון לאיזה פרק זמן סביר להניח כי העבר הוא אינדיקציה ביחס לעתיד.

שני המומחים מסכימים כי הערכת זיו לא היתה יכולה להיות נכונה לטווח ארוך מאוד או בלתי מוגבל. כאמור, גם ברנע מסכים כי ביחס לטווח הארוך, היה מקום להביא בחשבון את האפשרות של כניסה של תחרות לשוק. מאידך גיסא גם בלס מסכים כי "**ניתן להעריך את הרווחים בהנחה שהחברה הזאת תמשיך בפעילותה למשך 6 שנים כפי שעשיתי בחוות הדעת שלי**" (עמ' 33 לפרוטוקול). המחלוקת בין המומחים בהקשר זה היא בעיקרה אם כן בשאלה האם ביחס לתקופה של שש שנים, הערכת זיו המבוססת על העבר תוך מספר שינויים והתאמות, היא סבירה.

105. אני סבורה כי המפרקים לא הוכיחו כי לפרק הזמן אליו התייחסה הערכת זיו, ההנחה כי "מה שהיה הוא שיהיה" בשינויים מסוימים, היתה הנחה בלתי סבירה. אין ספק כי מנהלי קווי אשראי נחשבו כמיומנים בפעילות בשוק האשראי החוץ בנקאי. יוער בהקשר זה כי מחומר הראיות (ס' 2 להסכם הראשון), עולה כי החברות מוקה ופריים החלו לפעול עוד

בשנת 87, כאשר משנה זו עסקו המנהלים אם כן בפעילות של מתן אשראי חוץ בנקאי. המפרקים אינם חולקים על כך שמוקה ופריים פעלו בשוק האשראי החוץ בנקאי והרוויחו מכך, אלא שהם טוענים כי מוקה ופריים פעלו באקלים שונה, וכי לכן לא היה מקום להסתמכות של זיו על פעילותן לצורך חיזוי רווחי החברה בתקופה נושא חוות הדעת.

106. גם בלס בחקירתו הנגדית אישר כי החברה קלטה פעילות קיימת של חברות פריים ומוקה שעסקו בעסקי המימון, וכי פריים ומוקה ניהלו את פעילותן במשך מספר שנים, ונוהלו על ידי אותן מנהלים פחות או יותר (ר' עמ' 35-34 לפרוטוקול. יש לציין כי בלס מסייג את הדברים, ואף טען כי ההלוואות שהעניקו פריים ומוקה היו מלכתחילה הלוואות קצרות בסכומים קטנים יותר).

107. עוד יש לציין כי בפועל, בשנת 93, הוכיחו מנהלי קווי אשראי, כי הם מסוגלים "לייצר כסף" היינו לייצר מִרווחים בשיעורים גבוהים. הנחה זו חלה גם בשנה שלאחר מכן – שנת 94, בה רווחי החברה עמדו על סך של 11 מיליון ₪.

108. הנתבעים טענו בסיכומיהם, כי כעולה מהדוחות הכספיים של קווי אשראי לשנת 94, הערכת השווי "עבדה" בתקופה בה עסקי המימון עבדו. כך, נטען כי בשנת 94 היה שיעור הריבית שנגבה מלווים – 3.5%, כפי שהעריכו זיו (ר' עמ' 17 לדו"ח המבוקר נ/13). עוד נטען כי לפי עמדת המפרקים בתביעה השנייה, שיעור דומה נגבה גם בשנת 95 (עמ' 19 לתביעה השנייה ס' ט'). הנתבעים הוסיפו וטענו כי שיעור ההפרשה לחובות מסופקים על פי הדו"ח הכספי של שנת 94 עמד על 3%, וזאת כאשר נפח תיק האשראי של החברה באותה שנה עמד על 283 מיליון ₪ - פי 5.5 מהנפח החזוי.

<u>דוחות 94 והטענה בדבר גלגול הלוואות</u>

109. המפרקים אינם כופרים בכך שעל פי דוחות החברה לשנת 94, בשנה זו אכן היו לחברה רווחים. אולם, לטענתם, ההצגה בדוחות כאילו ב-94 הניבה פעילות החברה רווחים, היא הצגה שקרית. הטעם לכך הוא משום שההלוואות לא נפרעו בשנה זו, אלא מוחזרו, כך שבפועל מי ששילם את חובות הלווים, היתה החברה עצמה, שנתנה הלוואה חדשה שנועדה לפרוע את ההלוואה הישנה. המפרקים טוענים כי גלגול ההלוואות מעיד על כך כי בשנת 1994 לא היה כל רווח, וכי ההפרשה לחובות מסופקים ב-94 היתה, לכן, קטנה ולא מספיקה (ור' גם ס' 48 לסיכומים המשלימים).

110. כדי לבחון את שאלת אמינות הדוחות הכספיים לשנת 94 (שאלה המשליכה על שאלת מימושה של הערכת זיו ביחס לשנת 94), יש לבחון אם כן את השאלה האם החובות ששולמו

בהתאם לדוחות אלה, אכן שולמו על ידי הלווים, או שמא – כפי שטוענים המפרקים, מדובר בהלוואות שגולגלו, ושולמו לכן בפועל על ידי החברה.

111. הנתבעים כופרים בכך שהמפרקים הוכיחו את טענתם ביחס לגלגול הלוואות. כאמור, אם הטענה לא הוכחה, ניתן להסתמך על דוחות 94 כאינדיקציה לכך שהתחזית בהערכת זיו אכן התממשה, לפחות ככול שהדבר נוגע לשנת 1994. אם לעומת זאת התחזית "קרסה" כבר בשנת 94, עשויה להיות לכך השלכה לשאלת סבירותן של המסקנות בהערכת זיו.

112. אני סבורה כי המפרקים לא הרימו את הנטל ולא הוכיחו כי פעילות החברה לא הניבה רווחים בשנת 94, וכי ההצגה לפיה ההלוואות נפרעו בשנה זו, נובעת בעיקרה משום שההלוואות מוחזרו. המפרקים הפנו בהקשר זה לתצהירו של רו"ח בלומנטל, שהביא מתיקיו דוגמאות להלוואת שמוחזרו בסניף ראשל"צ, אותן הוא גילה בבדיקה אקראית שהוא ערך. מדובר ב-6 מתוך 14 ההלוואות שנבדקו על ידיו. המפרקים טוענים כי ניתן להסתמך על ראייה זו, ממנה עולה כי אחוז גבוה של ההלוואות (43%) מוחזרו. הם הוסיפו וטענו כי קשה לצַפות כי המפרקים, שלא זכו לסיוע ממנהלי החברה, יביאו ראיות טובות יותר.

המפרקים הסתמכו גם על מסמכים שנמצאו בתיק העבודה לשנת 94 (מוצג כ"ד לסיכומיהם). לטענתם, קיימות שם דוגמאות רבות למיחזור הלוואות במהלך 94. ניתן ללמוד ממסמכים אלה, כי חלק מהלווים ששמותיהם מופיעים רק בסוף שנת 95 כלווים שלא פרעו את חובם, החלו לפגר בתשלומים כבר בשלב מאוד מוקדם. לטענת המפרקים יש לחשבוניות עליהן הם מתבססים ערך ראייתי אף שהן אינן חתומות, משום שחלק ניכר ממסמכי החברה נעלם. לחומר שהוצג יש משקל רב לטענתם, משום ש"**אין לייחס למנהלים כוונה ל'פברק' ראיות נגד עצמם**".

113. אני סבורה כי אין די בראיות שהוצגו כדי להביא למסקנה כי רוב ההלוואות (או חלק ניכר מהן), מוחזרו בשנת 94, וכי בפועל החברה כלל לא הרוויחה כבר בשנה זו.

ראשית, הראיות שהוצגו על ידי המפרקים, הן בעיקרן עדויות בלתי קבילות.
כך, החשבוניות עליהם מסתמכים המפרקים הן חשבוניות לא חתומות, שלא יכולות לשמש ראייה לאמיתות תוכנן. אין כל עדות ביחס לשאלה מה פשרן של חשבוניות אלה, מי הוציא אותן, באילו נסיבות, ומדוע הן לא נחתמו. גם לו היה מדובר בראיות קבילות, הרי בהעדר כל עדות ביחס לנסיבות הוצאתן או ביחס לשיטת העבודה של החברה במועדים הרלוונטיים בנוגע להוצאת חשבוניות כאלה, המשקל של הראיות הללו הוא כמעט אפסי.

114. עוד יש לציין, כי המפרקים, אשר ברשותם היו 900 קלסרים, הפנו רק ל-23 הלוואות, לגביהן נטען כי הן ממוחזרות. מדובר ב-23 מתוך 1,333 הלוואות, קרי שיעור של 1.7% בלבד. העובדה כי המפרקים לא הפנו להלוואות נוספות ולא טענו כי הן מוחזרו, פועלת לחובת המפרקים, ומעידה על כך שלא היו להם ככול הנראה, ראיות ביחס למיחזור של הלוואות נוספות.

באשר לתצהירו של רו"ח בלומנטל, הרי ההלוואות אליהן מתייחס התצהיר הן מסניף ראשל"צ בלבד, ואין אינדיקציה ביחס לסניפים אחרים של החברה. עוד יש להעיר כי ההלוואות המצוינות בתיק בלומנטל ניתנו על ידי מוקה ופריים, שאין חולק כי פעילותן הניבה רווחים נאים. זאת ועוד, כל 6 ההלוואות שנכללו בדו"ח רו"ח בלומנטל, נפרעו במלואן. באשר להמחאות חוזרות, הרי הנתבעים טענו כי הן נפרעו באיחור, כאשר איחורים קצרים בפירעון נלקחו בחשבון במסגרת הערכת השווי שנערכה על ידי זיו.

115. מעבר לכך שהמפרקים לא הציגו ראיות שדי בהן כדי לאפשר קביעה לפיה ההלוואות שלכאורה נפרעו - גולגלו, הרי יש לציין גם את העדויות אליהן הפנו הנתבעים בהקשר זה – מעדותו של המנהל מר אלון ליברמן כאשר נחקר על ידי המפרקים, עולה כי לגרסתו לחברה היו רווחים בשנת 94, רווחים שהיו ממשיים. המסקנה מעדותו של מר קריגר, שהיה דירקטור מטעם הציבור, היא דומה (ר' למשל עמ' 214 לפרוטוקול).

כך, העד מר ליברמן ציין בחקירתו בפני המפרקים, כי עד אמצע 95 החברות היו רווחיות, והכסף היה "אמיתי בקופות". לגישתו, התקלות האמיתיות החלו לקרות מאמצע 95 (ר' עדותו בנ/28 עמ' 15 לחקירה). המפרקים טוענים כי מר ליברמן לא היה עד בתיק ולא נחקר, וכי הוא הודה בחקירתו בפני המפרקים כי הוא עזב את החברה כבר בחודש אפריל 94. אכן, מר ליברמן לא היה עד בתיק, אולם אין חולק כי הוא נחקר על ידי המפרקים, ואמר להם את הדברים המיוחסים לו. אני סבורה כי יש לייחס לדבריו ערך ראייתי ומשקל מצומצמים. ניתן לצרף את הדברים למכלול החומר הראייתי בהקשר זה, בעיקר לאור העובדה שגם הראיות שהמפרקים מפנים אליהן בהקשר זה, הן ראיות שמקורן בתיקי המפרקים, ושלא הוגשו על ידי עדים שערכו אותן, כפי שפורט לעיל.

סיכומה של נקודה זו, המפרקים לא הוכיחו כי לא ניתן להסתמך על דוחות החברה לשנת 94 כאינדיקציה לביצועיה של החברה. המסקנה לפיה בשנת 94 החברה פעלה כפי שזיו חזו כי היא תפעל, היא מסקנה סבירה, שלא נסתרה. לכך יש להוסיף כי המנהלים ניהלו בהצלחה עסקים של מתן הלוואות גם קודם לכן, באמצעות החברות פריים ומוקה.

116. העובדה כי הערכת זיו אכן פעלה בשנת 94, חרף כל הטענות אותן העלו המפרקים, מעידה על כך שניתן היה להשיג את הרווחים שזיו ציפו שהחברה תרוויח. על כל פנים, היא מחזקת את המסקנה כי הערכת זיו לא היתה בלתי סבירה. כאמור, אם הבעיות של החברה החלו בשנת 95, הרי לא ניתן לשלול את ההנחה כי הן נגרמו כתוצאה מההתנהלות המפרה של המנהלים, ולא בהכרח משום שהערכת זיו היתה בלתי סבירה.

<u>משך הזמן בו היתה הערכת זיו יכולה לפעול</u>

117. כאמור, מחומר הראיות ניתן לקבוע כי הערכת זיו פעלה בעבר, וכי היא פעלה בשנת 94. המפרקים לא הצליחו לשלול מסקנה זו.

נשאלת השאלה למשך כמה זמן ניתן היה להניח כי החברה באמצעות מנהליה תוכל להמשיך בפעילות כזו, תוך שמירה על רווחים כאלה. אין ספק – וגם ברנע אינו חולק על כך – כי לא לנצח. ברנע טען כי החברה איתרה נישה בשוק האשראי הצרכני. הוא מסכים – כפי שבלס טוען - כי בשלב מסוים היתה נוצרת תחרות על הלוואה ללווי ה"נישה". אולם, בלס לא התמודד בחוות דעתו עם השאלה מתי תתחיל התחרות הזו. הוא לא חיווה דעתו בשאלה מהם חסמי הכניסה לשוק, ולאור חסמי הכניסה – מתי היתה התחרות יכולה להשפיע על עסקיה של החברה. לכן, אני סבורה כי המפרקים לא הוכיחו כי הנחת זיו בהקשר זה היתה רשלנית ובלתי סבירה, קרי הם לא הוכיחו כי אין מקום לקבל בהקשר זה את מסקנתו של ברנע, לפיה בתקופת ההערכה (תקופה כוללת של 6 שנים, שהיא תקופה ממוצעת של 3 שנים), זיו לא היו צריכים להביא בחשבון קיומה של תחרות.

118. אוסיף כי מקובלת עלי גם המסקנה כי זיו לא היו צריכים להניח כי הלווים לא יוכלו לעמוד בהחזר ההלוואות. זאת, משום שההנחה שלהם היתה כי המנהלים ידעו להעמיד את ההלוואות לקבוצת לווים שיכלה להשיב אותן, הנחה שכאמור הוכיחה את עצמה בשנת 93 – עליה הסתמכו זיו בהערכתם, ואף בשנת 94, בטרם קרו הפרשיות החריגות בחברה ובטרם סטתה החברה מנהלים שהיא קבעה.

119. המפרקים טענו כי אף שבכלל אין מניעה להעריך את ביצועי העתיד על סמך העבר, בנסיבות המקרה דנן לא ניתן היה לפעול בדרך זאת. הטעם לכך הוא משום שאופי הפעילות של קווי אשראי השתנה מסוף שנת 93 ובעיקר החל משנת 94. לגישתם, יש הבדל ענק בין הלוואות בהיקף קטן ללווים רבים, שניתן לגבות בקלות יחסית, לבין הלוואות בסכומים גדולים לחברות כושלות ללא ביטחונות מספיקים. טענות המפרקים בהקשר זה מתייחסות בעיקרן להשפעת חוק הלוואות חוץ בנקאיות, שיידון להלן.

120. עוד יש לציין כי המפרקים טענו כי ה"היסטוריה" של קווי אשראי בתחום האשראי החוץ בנקאי היתה קצרצרה, וגם משום כך לא היה מקום להתייחס לביצועי העבר שלה כבסיס לצפיית העתיד. בהקשר זה מקובלת עלי טענת הנתבעים לפיה אף שפעילות המימון נוצקה לקווי אשראי רק בשנת 93, היא עברה אליה מפעילות המימון של פריים ומוקה, בהן שלטו המנהלים. לכן, ההיסטוריה המשמעותית ביחס לפעילות בשוק המימון החוץ בנקאי, אינה של קווי אשראי, אלא של פריים ומוקה, שהוקמו כפי שצוין לעיל, כבר בשנת 87.

<u>השפעת חוק הלוואות חוץ בנקאיות</u>

121. אחת מטענותיהם המרכזיות של המפרקים היא כי כניסתו לתוקף של חוק הסדרת הלוואות חוץ בנקאיות, תשנ"ג – 1993 (להלן בפרק זה – "**החוק**"), היתה צריכה לשנות את ההערכה ביחס לרווחיות האפשרית של החברה מהלוואות חוץ בנקאיות. החוק קבע שיעור מקסימאלי לריבית להלוואות בסכום של עד 25,000 ₪ כאשר הוא חל על לווה שאיננו תאגיד (ר' הגדרת "לווה" בס' 1 לחוק הנ"ל). לטענת המפרקים, ערב החוק, עסקו מוקה ופריים בעיקר בהלוואות למשקי בית בסכומים קטנים, ולכן היה החוק אמור להשפיע על עסקי המימון של קווי אשראי. עולה מטענותיהם כי אף אם מוקה ופריים הצליחו להפיק רווחים ממתן הלוואות במסגרת חוץ בנקאית ערב כניסתו של החוק לתוקף, הרי שינוי המצב החוקי היה צריך לשנות את מצבה העסקי של החברה בתחום זה.

122. לטענת המפרקים, לאחר שהחוק נכנס לתוקפו, הלוותה החברה יותר כסף ללווים גדולים. המפרקים טוענים כי בשנת 93 הלוותה החברה 47% מההלוואות שנתנה – ל-5 לווים. המפרקים טענו כי זיו לא בדקו את הביטחונות להלוואות אלה. המפרקים טענו כי ההשפעה האפשרית של החוק על פעילות החברה, עולה גם מהדו"ח שהוכן על ידי חברת תשואות, בו צוין כי הצעת החוק להסדרת ההלוואות החוץ בנקאיות "**משפיעה באופן חד משמעי על התחזית העתידית של היקף הפעילות והרווחיות של החברות הפועלות בענף**" (מוצג כ"א, עמ' 38-37).

החוק החדש הוא שינוי באטמוספרה החוקית בה פעלה החברה. יש לבחון את השאלה האם היה על זיו להניח כי החוק עתיד לשנות את הרווחיות של החברה. התשובה תהיה בחיוב, אם אכן התבססה החברה ערב החוק על הלוואות שהחוק שינה את התנאים שלהן, קרי הלוואות ליחידים, משקי בית, בסכומים של עד 25,000 ש"ח. אם זהו המצב, כי אז לטענת המפרקים, ניתן היה לצפות כי יחול שינוי באופי הפעולה של החברה לאחר החוק, שינוי שהיה מקום להביאו בחשבון בהערכת זיו.

123. הנתבעים טוענים בהקשר זה כי אין ממש בהנחות העובדתיות של המפרקים. לטענתם, זיו היו מודעים לחוק החדש, ולהוראותיו – שהם הפנו אליהן בהערכתם. עוד נטען כי הנחת

המפרקים ביחס לשינוי במצב החברה לאחר שהחוק נכנס לתוקף אינה נכונה, משום שגם ערב החוק לא התבססה החברה על מתן הלוואות למשקי בית. לכן, החוק לא היה אמור לשנות בצורה משמעותית את תמהיל הלווים של החברה, ולא היה מקום אם כן להניח כי הוא ישנה את שיעורי החזר החובות או את פיזור הסיכון.

הנתבעים טענו עוד כי החוק לא גרם לשינוי בשיעור ההלוואות למשקי בית, או הלוואות שבגדר החוק, שיעור שעמד בכול התקופות הרלוונטיות על 10% - הן לפני חקיקת החוק והן אחריו. מסקנה זו עולה מהתשקיף שפורסם קודם להערכת השווי, ממנו עולה כי אחוז ההלוואות שהחברה נתנה ושהחוק חל עליהן הוא כ-10.9% בלבד מכלל ההלוואות שקאמ העמידה (2.9 מיליון ₪ מתוך 27 מיליון ₪). היקף זה לא השתנה מהותית גם בשנת 94, כעולה מדו"ח הדירקטוריון שצורף לדו"ח הכספי של החברה לאותה שנה. על פי דו"ח זה שיעור ההלוואות למשקי בית עמד על 9.4%.

124. עוד נטען כי גרסת המפרקים מנוגדת לדו"ח של חברת מעלות, שקבעה כי השפעת החוק על החברה היא זניחה. באשר לדו"ח שנערך על ידי תשואות, טוענים הנתבעים כי הוא התייחס לכלל החברות הפועלות בתחום האשראי החוץ בנקאי, ולא לקווי אשראי באופן ספציפי. עורך דו"ח תשואות אף ציין במכתב מאוחר יותר להערכת השווי של זיו, כי הביצוע בפועל של החברה יחסית לדו"ח תשואות הוא גבוה יותר, ומצביע על שווי גבוה יותר של החברה. עוד נטען כי אין אינדיקציה בדו"ח תשואות, לכך ששיעור משקי הבית שלקחו הלוואה מקווי אשראי הוא גבוה מ-10%.

לכן, לגישת הנתבעים, הראיות בתיק מעידות כי לא חל שינוי בהתפלגות הלווים לאחר שהחוק נכנס לתוקפו. באשר לטענה לפיה חל שינוי בשוק לאחר חוות הדעת, טענו הנתבעים כי הערכת השווי לקחה שינוי כזה בחשבון, לרבות באמצעות קביעת שיעור ההיוון. הנתבעים כופרים בטענה כי שוק האשראי החוץ בנקאי יכול להסתמך רק על משקי בית, וטוענים כי שוק זה ממשיך להתקיים גם לאחר חקיקת חוק הלוואות חוץ בנקאיות. הם טוענים גם כי הטענה שללווים גדולים אין ביטחונות אינה מגובה בראיות, וכי המפרקים לא הציגו כל חוזה הלוואה מהתקופה שלפני דו"ח זיו, ממנו עולה המסקנה אותה מבקשים המפרקים להסיק בהקשר זה, ועניין זה פועל לחובתם.

125. הנתבעים טענו כי המפרקים אינם רשאים להסתמך על הטבלה שצורפה כנספח ט' לסיכומיהם, שהיא חוות דעת של רו"ח מרץ, שלא הוגשה כחלק מחומר הראיות, ועורכה לא נחקר עליה, ועל הסתירות הנטענות בינה לבין טענות אחרות של המפרקים ושל בלס.

126. יוער כי בסיכומי התשובה מטעמם, לא הסתמכו המפרקים על חוות הדעת כדי להוכיח את שיעור ההלוואות בסכומים שהחוק חל עליהם, שהחברה העמידה לטענתם לפני שהחוק נכנס לתוקף, ולאחר מכן. המפרקים מפנים בסיכומי התשובה לטבלה שנערכה על ידיהם, המבוססת לגישתם על דו"ח תשואות, ממנו ניתן ללמוד על המצב לפני שנת 93, מהתשקיף ומדו"ח הדירקטוריון ליום 31.12.94 (ר' ס' 108 לסיכומי התשובה). יוער כי באשר לשני המסמכים האחרונים – גם הנתבעים הסתמכו עליהם.

127. ככול שהדבר נוגע לאחוז ההלוואות עד 25,000 ₪, לטענת המפרקים מדובר ב-13.76% לפני ההנפקה, בעוד שלאחר ההנפקה, בסוף שנת 94, מדובר – לטענת המפרקים, ב-2.36% (יש לציין כי המפרקים מתייחסים להלוואות בשיעור שהחוק חל עליו, בעוד שהנתבעים מתייחסים להלוואות למשקי בית, כאשר יתכן כי חלק מההלוואות למשקי בית הן בשיעור העולה על 25,000 ₪).

128. כך או אחרת, אני סבורה כי המפרקים לא הרימו את הנטל, ולא הוכיחו בראיות או בחוות דעת מטעמם כי לפני ההסכם הראשון, בשנת 93, היה שיעור ההלוואות עד 25,000 ₪ שהחברה העמידה – 49.81%.

אני סבורה כי הנתבעים הוכיחו כי השיעור הידוע של ההלוואות למשקי בית עמד במועד הכנת הערכת זיו על כ-10%. כך עולה מהתשקיף של קווי אשראי (נ/12, עמ' 29 בו, ומנתוני ההלוואות בטבלה שם). שיעור זה אינו שונה מהשיעור של ההלוואות למשקי בית בשנת 94, כעולה מעמ' 3 לדו"ח הדירקטוריון נ/13, שעמד על 9.4% (יוער כי שיעור ההלוואות למשקי בית אינו חופף לשיעור ההלוואות שהחוק חל עליהן, אולם זהו נתון שיכול לשמש אינדיקציה טובה לכך).

129. טענת המפרקים מבוססת כאמור, על דו"ח תשואות. אולם, הטענה מנוגדת לתשקיף (נ/12, שנזכר לעיל), ולדו"ח של חברת מעלות. אני סבורה כי אין סיבה לקבוע כי דווקא האמור בדו"ח תשואות הוא נכון, ואין סיבה להעדיף את מסקנת דו"ח תשואות על פני דו"ח מעלות – ללא שקיים ניתוח עצמאי מטעם המפרקים של הנתונים עליהם התבססו הדוחות והתשקיף. בהקשר זה יש להדגיש כי אין ראיות ביחס למקור הנתונים בדו"ח תשואות, והמפרקים לא יכלו לספק גרסה ביחס לכך. לא ברור גם לאיזו שנה מתייחסים הנתונים בדו"ח תשואות, והמפרקים לא הוכיחו כי הנתונים הללו אמינים יותר מהנתונים ביחס לשנים 93 או 94. הנתונים מדו"ח תשואות מתייחסים לתקופה של 5 שנים, ולא ניתן להתחקות אחר השאלה מהי ההתפלגות השנתית של ההלוואות. הנתונים גם אינם מבחינים בין הלוואות למשקי בית לבין הלוואות לתאגידים. מכול הטעמים הללו, לא ניתן לקבוע כי האמור בדו"ח תשואות משקף את שיעור ההלוואות שהחוק חל עליהן לפני חוו"ד זיו, ולא

ניתן גם לקבוע כי לאחר שהחוק נכנס לתוקף, חל שינוי משמעותי ודרמטי באופי הפעילות של החברה, ובסוג ההלוואות שהיא נתנה.

130. המפרקים הפנו גם לדו"ח של חברת מעלות מינואר 94, בו צוין כי לחוק יש השלכות מהותיות על הפעילות של מתן אשראי ללקוחות פרטיים בשוק האפור, וכי הוא עלול להגדיל את הסיכון של התיק כתוצאה מחשיפה ללקוחות גדולים יותר. אולם, חרף הדברים הללו, הוערכה החברה בדוח מעלות כחברה שרמת הדירוג של אגרות החוב שלה היא גבוהה, כלומר מעלות העריכה כי לחברה יש יכולת גבייה טובה, חוזק פיננסי וחשיפה נמוכה לסיכון.

מסקנתם של המפרקים ביחס ליכולת להעריך את שווי החברה כ-going concern, ואת האפשרות לבסס מסקנות ביחס לעתיד האפשרי של החברה – על פי ביצועי העבר שלה, מבוססת על הנחתם לפיה חל שינוי באופי הפעילות של החברה לאחר שהחוק נכנס לתוקף. אולם, הנחת המפרקים בהקשר זה כי היה צריך לצפות כי אופי הפעילות של החברה ישתנה בעקבות החוק, לא הוכחה. לא הוכח גם כי בפועל אופי הפעילות של החברה השתנה מסוף שנת 93 ובעיקר החל משנת 94. לכן, לא ניתן לשלול את הנחתם של זיו בדבר הקשר בין ביצועי העבר לבין ביצועי העתיד, שכן המפרקים לא הוכיחו את השונות הרבה בין המקרים (ר' למשל ס' 61 לסיכומי התשובה).

סיכומה של נקודה זו, בהעדר ראיות לסתור זאת, היו זיו זכאים להסתמך על ביצועי העבר של החברה כאינדיקציה לביצועים האפשריים שלה בעתיד, תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות ביחס לעתיד.

<u>החזר הלוואות - שיעור ההפרשה לחובות מסופקים</u>

131. לטענת המפרקים, זיו הניחו בחוות הדעת כי הלווים שלוו מקווי אשראי, ישיבו 98.5% מההלוואות שלקחו. לטענתם, הנחה זו היא בלתי סבירה, בעיקר על רקע העובדה שהריבית שנדרשה מהלווים היתה "רצחנית". עוד נטען כי ההנחה של זיו כי ניתן יהיה לגבות מהלווים ריבית בשיעור של 3.7%-3.1% לחודש, לא היתה סבירה.

בהקשר זה טענו זיו כי הם התבססו בין היתר על העבר לצורך הערכת העתיד. באשר לריבית, זיו התבססו על דוחות 15 ו-17, מהם עולה כי הריבית שנגבתה על ידי החברה היתה בשיעור של 3.7%. אף-על-פי-כן, זיו ערכו התאמה של הנתון הזה, והם התייחסו בחוות דעתם לריבית בשיעור של 3.5% בלבד. ריבית כזו אכן נגבתה על ידי החברה גם בשנת 94.

132. באשר להפרשה לחובות מסופקים, טענו זיו כי ההפרשה בשנת 93 היתה בשיעור 1.2% (נתון שבלס לא כפר בו - ר' עמ' 44 לפרוטוקול). זיו התאימו את הנתון הזה, ולקחו בחשבון הפרשה בשיעור של 3%. בפועל עמדה ההפרשה בסוף שנת 94 על שיעור זה (בלס לא כפר גם בכך, בכפוף לטענת הגלגול – ר' עמ' 44 לפרוטוקול), למרות גידול משמעותי בנפח האשראי שקווי אשראי הלוותה בשנה זו. עוד טענו זיו כי על פי נתוני בנק ישראל, ההפרשה של בנקים לחובות מסופקים היא בשיעור של 0.8% בלבד. זיו מציינים כי יש להבחין ביו המונח "שיעור הפרשה לחובות", לבין הפרשה לחובות מסופקים. זיו טענו כי הערכת בלס לפיה ההפרשה לחובות מסופקים צריכה לעמוד על 12% היא מוגזמת.

133. המפרקים טענו כי בלס הוא המומחה מספר 1 בארץ בנושא זה, וחוות דעתו לא נסתרה. עוד נטען כי בפני זיו היו דוחות הבנקים לשנים 89 – 93. בשתיים מהשנים הללו היתה ההפרשה של הבנקים לחובות מסופקים – 2.5%. אם אכן התכוונו זיו כי ההפרשה בקווי אשראי תהיה פי 4 משיעור זה, היה עליהם להביא בחשבון הפרשה בשיעור של 10%. הפרשה של פי 4 מהממוצע לשנים אלה עומדת על 8%. בפועל, ההפרשה של קווי אשראי לשנים 95-96 עמדה על כ-20% ומעלה.

134. על פני הדברים, הנחת זיו ביחס לריביות שקווי אשראי יגבו מהלווים, ולשיעורי הגבייה בהשבת ההלוואות, היא בעייתית. הטעם לכך הוא משום שהריביות הנגבות מהלווים משקפות ככלל את הסיכון הקיים בהעמדת ההלוואה. ריביות גבוהות משקפות בדרך כלל סיכון גבוה, שההלוואה לא תוחזר, ולהיפך. לכן, העמדת הלוואות בריביות גבוהות, עולה בקנה אחד עם הנחה כי שיעורי ההחזר של ההלוואות לא יהיו גבוהים. אולם, זיו הניחו הלוואות בשיעורי ריבית גבוהים (3.1%-3.7% לחודש), ויחד עם זאת, החזרים בשיעור של כ-97%.

135. חרף האמור לעיל, ולאחר עיון בחומר במלואו, אני סבורה שהמפרקים לא הרימו את הנטל, ולא הוכיחו כי בנסיבות הספציפיות של קווי אשראי, היו ההנחות של זיו ביחס לשיעור החובות המסופקים - רשלניות. ראשית, כפי שטענו זיו, בפועל, קווי אשראי עמדה בהערכות של זיו עד שנת 94, וגם בשנת 94 עצמה. אכן, לאחר מכן היא קרסה "בשל פרשיות אחרות", אולם המפרקים לא הוכיחו כי אלמלא אותן פרשיות, קווי אשראי לא היתה יכולה להמשיך לתפקד כפי שתפקדה בשנים 93 ו-94. על כל פנים לא הוכח כי הנחות זיו בהקשר זה היו בלתי סבירות במידה כזו שניתן לראות את ההערכה שלהם כהערכה רשלנית.

כפי שפורט לעיל, בחלק מהמקרים אליהם הפנו המפרקים, החובות לא נגבו משום שהחברה לא נהגה לפי נהלי העבודה שהיא עצמה קבעה. זיו לא היתה צריכה להניח סטיה מנהלי

העבודה, ולו היו נהלי העבודה מתקיימים במלואם, לא ניתן לשלול את האפשרות כי הנחת זיו היתה ממשיכה להתקיים למשך כל תקופת חוות הדעת.

136. העובדה כי קווי אשראי הצליחה לפעול בהתאם לתחזיות של זיו במשך כשנתיים, היא אינדיקציה לכך כי ההנחה שהיא תוכל להוסיף ולעשות כן גם בעתיד, לא היתה בהכרח הנחה בלתי סבירה. על כל פנים, המפרקים היו צריכים לטעון ולהוכיח מדוע לא ניתן להניח כי כך יקרה. היה עליהם להוכיח את פרק הזמן הסביר שביחס אליו היה צריך מומחה סביר להניח כי קווי אשראי תוכל להמשיך לפעול כפי שפעלה, קרי לתת הלוואות בתנאים הללו, ולקבל החזרים בשיעורים שהתקבלו בשנים 93-94. היה על המפרקים להוכיח מה ומתי אמור היה לקרות (בעיני מומחה סביר), כדי שהוא יניח כי החברה תחדל מלהצליח לעמוד בשיעורי ההחזר בהם עמדה בעבר, בהנחה שהחברה תוסיף לפעול לפי נהליה. המפרקים לא עמדו בנטל.

137. כפי שהובהר לעיל, גם המפרקים והמומחה מטעמם מתייחסים לאפשרות כי החברה והמנהלים שלה הצליחו לאתר "נישה" של לווים שביחס אליהם הם הצליחו, לאור המיומנות שלהם, הכרותם את הלווים וכד', להעמיד הלוואות בריביות גבוהות, ולקבל החזר שלהן מרוב הלווים (וכאמור הטענה ביחס לגלגול ההלוואות לא הוכחה). מאחר שלא הוכח כי החברה ומנהליה לא היו יכולים להתמיד בפעולתם ביחס לנישה זו של לווים, תוך עבודה בהתאם לנהלי העבודה של החברה, ותוך שמירה על הישגי השנים 93 -94, אין מקום לקבוע כי הערכת זיו ביחס לחובות האבודים לא היתה סבירה.

יש להוסיף בהקשר זה את העובדה (בה הודה גם בלס) כי גם חברת מעלות בהערכה שלה, העריכה כי החברה תשמור על אחוז גבייה גבוה מאוד (ר' עדות בלס בעמ' 42 לפרוטוקול). גם בכך יש כדי לחזק את המסקנה כי הנחת זיו בחוות הדעת שלהם לא היתה בלתי סבירה.

138. יצוין כי המסקנה ביחס לשיעורי הגבייה של החברה, אינה מושפעת מהיחס בין הערכת זיו לגבי החובות המסופקים של החברה, לבין המצב בבנקים בהקשר זה. יחד עם זאת, העובדה כי לפחות בחלק מהשנים, ההפרשה לחובות מסופקים של בנקים עמדה על שיעור של 0.8% בלבד, היא אינדיקציה לכך שהערכת זיו ביחס לשיעור ההפרשה לחובות מסופקים בחברה (שנסמכה כאמור גם על נתוני החברה עצמה), לא היתה בלתי סבירה.

טענת המפרקים לפיה בפועל בשנת 95-96, היתה ההפרשה לחובות מסופקים בשיעור של למעלה מ-20%, אין בה כדי להשליך על המסקנה הזו, משום שכפי שהובהר לעיל, תוצאות 95-96 נובעות לפחות בחלקן (כך לגישת המפרקים) הן מהסטייה מנהלי החברה, והן מהפעולות הבלתי חוקיות שבצעו המנהלים, שרימו את החברה ובזזו אותה. לא ניתן לקבוע

בנסיבות אלה האם החברה היתה יכולה לעמוד בתחזית זיו ביחס להפרשה לחובות מסופקים אלמלא פעולות אלה, כפי שעמדה בהן בשנת 94.

139. עוד יצוין כי אינני סבורה כי יש לקבל את חוות דעתו של בלס ביחס לשיעור ההפרשה לחובות מסופקים רק משום שהוא המומחה מספר 1 בארץ בתחום זה. ראשית, אין חולק כי גם ברנע, המומחה מטעם הנתבעים, הוא מומחה בעל שיעור קומה. אין מקום לכן לקבוע כי יש להעדיף את עמדתו של בלס כ"כזה ראה וקדש", ללא בחינה של הדברים לגופם. לגופו של עניין, גם בהנחה שעמדתו של בלס היא עמדה אפשרית ולגיטימית ביחס לאחוז ההפרשה לחובות מסופקים שהיה על זיו לקחתה בחשבון במסגרת ההערכה שלהם, אין פירוש הדבר בהכרח כי אופן הפעולה של זיו היה רשלני, בהתאם למכלול המידע שעמד בפניהם במועד עריכת חוות הדעת – וכפי שהובהר, זוהי השאלה שבית המשפט צריך לתת עליה את הדעת.

<u>המחיר שהיה על חברת הבת לשלם עבור המימון</u>

140. המפרקים טענו כי המחיר של 2.5% שצוין בהערכת זיו כמחיר ההון לחברת הבת, לא היה סביר, ואינו משקף את הסכם 94. לטענתם, ההסכם הפנה לריבית המשולמת לבעלי האג"ח, אולם בפועל מחזיקי האג"ח קבלו טובות הנאה נוספות מעבר לריבית, ולכן עלות המימון גבוהה יותר מ-2.5%. לטענת המפרקים, כאשר מדובר באג"ח הניתנת להמרה, יש להוסיף לה 2 סוגי הטבות – ריבית ואופציה להמרה. המפרקים טענו כי ערך האופציה ניתן לחישוב. עוד נטען כי לא היה מקום להביא בחשבון את הריבית שהחברה גבתה בפועל מחברת הבת, אלא את הריבית שהיה על חברת האם לגבות על פי ההסכם. המפרקים טענו בסיכומים המשלימים כי יש לפרש את ההסכם לרעת המנהלים. תכלית ההסכם, כך נטען, היתה העמדת כסף לחברת הבת back to back כלומר במחיר האמיתי.

בסיכומי התשובה טענו המפרקים כי בהסכם הראשון מ-93, בס' 15א' 7 בו, נקבע כי קאמ חייבת לשלם את עלות גיוס הכסף, מעבר ל-25 מיליון ₪, ולא לשלם ריבית של 2.5%. המפרקים הפנו גם למכתב המנהלים מיום 6.1.94 שנזכר בתשקיף, בו צוין כי אם קאמ תצטרך לשלם ריבית על פי המקרים שתוארו לעיל, תהא זו הריבית הגבוהה מבין ריבית אג"ח שיהיו באותה עת. על פי ביאור 13 בפיסקה א' לדוחות הכספיים שצורפו לתשקיף, אגרות חוב מסוימות שהנפיקה החברה הן צמודות למדד ונושאות ריבית בשיעור של 5% לשנה. כך עולה, על פי הטענה, גם מדוחות המנהלים לשנת 94.

141. הנתבעים טענו כי הריבית ההסכמית עמדה על 2.5% בלבד. הטענה המתייחסת לריבית של 5%, מהווה הרחבת חזית. טענה זו מבוססת על הריבית באגרות חוב שהחברה הנפיקה. אולם, זיו טענו כי במועד הרלוונטי, אגרות החוב היחידות שנסחרו היו בריבית של 2.5%,

כאשר אגרות החוב אליהן מתייחסים המפרקים נפדו בפידיון מוקדם קודם לכן. באשר למכתב אליו הפנו המפרקים, נטען כי אין עדות לכך כי הוא אושר על ידי קאמ, ועל כל פנים, המכתב קודם להסכם השני, ולכן ההסכם השני גובר עליו.

עוד טענו זיו כי יש לדחות את הטענה ביחס לעלויות נוספות הגלומות באגרות החוב, לאור לשונו הברורה של ההסכם. יש לדחות גם את הטענה לפיה יונפקו אגרות חוב בריבית גבוהה יותר לאחר שאגרות החוב של 2.5% ייפרעו.

142. אינני מקבלת את טענות המפרקים.

שיעור הריבית שהיה על חברת הבת לשלם עבור המימון נקבע בהסכם 93 בס' 15(א)7(ב) בו. הסעיף קובע:

> **"אם משאבות סלע תשקיע בחברה למעלה מ-25,000,000 ₪, תהיה משאבות סלע זכאית לפני חישוב רווחי החברה לתשלום דמי ניהול לקבל ריבית על כל סכום שתשקיע מעבר ל-25 מיליון ₪ (ללא התייחסות למקורו) בשיעור שמשאבות סלע תהיה חייבת לשלם למחזיקי אגרות החוב שלה".**

143. כאמור, הטענה הראשונה מתייחסת להטבות שגלומות באג"ח ניתנות להמרה, ולכך כי היה מקום להביא את ערכן של ההטבות הללו בחישוב עלות המימון של חברת האם. אני סבורה כי פרשנותם של זיו את הסכם 93 בהקשר זה לא היתה בלתי סבירה, והם יכלו להניח כי משמעות ההסכם היא תשלום של ריבית האג"ח, ללא תוספת של חישוב שווי אופציית ההמרה.

באשר לנושא השני שהועלה על ידי המפרקים בסיכומי התשובה – הרי המפרקים לא העלו טענה זו בשלבים קודמים של הדיון. לכן, לא ניתנה תשובה של הנתבעים ביחס לטענות אלה, וביחס לשאלה האם אכן החברה גייסה הון בריביות של 5%, ומה היא הפרשנות הנכונה של הסכם 93 ביחס לריביות אלה.

144. במסגרת הסיכומים המשלימים, הפנו זיו לראיות מהן עולה כי במועד הרלוונטי לא נסחרו אגרות חוב של החברה בריבית של 5%, אלא בריבית של 2.5% בלבד.

לטענת המפרקים לפיה שיעורי המימון של חברות מסוג זה הם בשיעור של 12.5% - אין ביסוס בחומר הראיות, ועל כל פנים לא ניתן לקבוע כי המפרקים הוכיחו כי על מעריך השווי היה להביא בחשבון שיעור ריבית כזה, או שיעור אחר שחורג מהשיעור המוסכם של 2.5%.

שיעור הריבית שנגבתה מהלווים

145. המפרקים טענו כי הנחת היסוד של זיו היתה כי החברה תוכל להמשיך לגבות מהלווים ריבית של 3.5% לחודש. מבחן הרגישות של זיו יוצא מהנחה כי הריבית שניתן יהיה לגבות, לא תפחת מ-3.1% ולא תעלה על 3.7%. המפרקים טוענים כי הנחה זו היא בלתי סבירה וחסרת אחריות. לטענתם, גם רו"ח פלטי הודה בחקירתו כי בשנה לפני חוות הדעת, פחתה הריבית במשק מ-4.5% ל-3.5%, וכי היא יכלה לרדת גם לשיעורים נמוכים יותר. המפרקים טענו כי אפשרות כזו כלל לא נבחנה בהערכת זיו, אף שברור כי לא ניתן לעמוד בריבית שהיא פי 12 מריבית הפריים.

146. מנגד, טענו זיו כי הערכת השווי הוכיחה את עצמה גם בהקשר זה. לטענתם, הריבית בה מכרה קווי אשראי את ההלוואות בשנת 94, עמדה על שיעור של 3.5% לחודש, כפי שהעריכו זיו. יוער עוד כי לגרסת המפרקים בתביעה השנייה, שיעור ריבית דומה נגבה על ידי קווי אשראי גם בשנת 1995, לפי בדיקת מבקר הפנים של החברה (ר' עמ' 19 ס' ט' לתביעה השנייה).

147. אכן, שיעור הריבית שזיו הניחו כי החברה תוכל לגבות הוא שיעור גבוה מאוד. הוא עולה באופן משמעותי על ריבית הפריים. יחד עם זאת, כפי שכבר הובהר מספר פעמים לעיל, תפקידו של בית המשפט בתביעה דנן הוא לבחון את השאלה האם הוכח כי הנחתם של זיו בהקשר זה חרגה ממתחם הסבירות. מאחר שהוכח כי החברה אכן גבתה ריביות בשיעורים דומים לאלה שנחזו בתחזית בשנים שקדמו לתחזית, ואף בשנים 94 (ואולי גם ב-95), אני סבורה כי לא ניתן לקבוע כי ההנחה של זיו בדבר שיעור הריבית היתה בלתי סבירה.

עוד יש לציין כי נושא החשש כי שיעורי הריבית במשק ירדו לאור הפחתת שיעורי הריבית במערכת הבנקאית, לא נעלם מעיניהם של זיו. הנושא עלה במסגרת ישיבת ועדת הביקורת של חברת האם מיום 15.3.94, בה נדונה חוות דעת זיו על ידי ועדת הביקורת. בס' 5.2.4 לפרוטוקול הישיבה, צוין כי מר ברגמן שאל האם קיים חשש כי שיעורי הריבית יירדו לאור הפחתת שיעורי הריבית במערכת הבנקאית. הוא נענה על ידי רו"ח פלטי כי בהערכת זיו קיים עדיין מרווח ביחס לקיים היום, המאפשר להפחית את הריבית לצורך שיווק אגרסיבי של הלוואות, מבלי לפגוע משמעותית בתחזית הרווחים כפי שבאה לידי ביטוי בהערכת זיו (ר' מוצג ל"ה לכרך האסמכתאות מטעם המפרקים). גם מטעם זה לא ניתן לקבוע כי זיו התרשלו.

גיוון תחומי הפעילות

148. המפרקים טענו כי היה על זיו להניח כי חברת האם תגוון את השקעותיה, ולא תשקיע רק בהלוואות חוץ בנקאיות. זיו היו צריכים להניח, כך נטען, כי חברת האם תיתן לחברת הבת

רק את הסכום שהיא התחייבה להעמיד לרשותה – 14 מיליון ש"ח, ולא מעבר לכך, וכי את יתר הסכומים שהיו בקופתה, תשקיע חברת האם בהשקעות אחרות, ולא בהעמדת אשראי חוץ בנקאי.

מאחר שהמנהלים היו זכאים ל-50% מרווחי חברת הבת, הרי לו היתה חברת האם פועלת בתחומים אחרים, היו לחברת הבת רווחים קטנים יותר, ואילו חברת האם היתה מוסיפה להיות רווחית. המפרקים טענו כי זיו לא היו צריכים להעריך כי המנהלים יפעלו בניגוד אינטרסים – קרי יפעלו להעמדת הלוואות נוספות מחברת האם לחברת הבת, רק כדי למקסם את רווחי המנהלים מהסכם 93.

149. אינני מקבלת את הטענה. מטענת המפרקים עולה כי מעריך שווי סביר היה צריך להניח כי חברת האם תפעל בתחומים אחרים, שאינם אשראי חוץ בנקאי. אולם, להנחה כזו אין בסיס, ועל כל פנים לא ניתן לקבוע כי ההנחה האחרת, של זיו בחוות הדעת שלהם, היתה בלתי סבירה. כך, על פי הסכם 93, התחייבה קווי אשראי להשקיע את מלוא מקורותיה הכספיים בעסקי המימון. מס' 1.3 לדו"ח המיידי של חברת האם מיום 22.5.94, עולה כי חברת האם התחייבה לממן את עסקי האשראי של חברת הבת, וכי היא התחייבה לגרום לכך כי חברת הבת תעסוק בעסקי המימון לפרק זמן של 7 שנים.

בתשקיף קווי אשראי צוין כי "**החברה התחייבה בחוזה לרכז את כל פעילותה בתחום המימון באמצעות החברה הבת הנ"ל, ולהעמיד לרשות החברה הבת אמצעים כספיים ככול שיידרש לחברה הבת למימון עסקיה (בשים לב לצרכי החברה)**" (ור' גם ס' 5.2 לתשקיף, וס' 6.3.2 ה' בו).

150. למנהלים היתה מומחיות בתחום האשראי החוץ בנקאי. החברה פעלה עד אותו מועד בתחום זה, והיתה רווחית. לא היה לכן מקום להניח כי קווי אשראי תסיט את פעילותה, ותתחיל לעסוק בתחום אחר, שלא ברור מהו.

מחוות דעתו של פרופ' ברנע עולה כי התרחיש של מעבר לתחום פעילות חלופי, מנוגד לשיטת ההערכה של going concern. טענת בלס לפיה החברה היתה צריכה להגיע למסקנה כי עליה להסיט את פעילותה לתחומים אחרים היא חוכמה בדיעבד, שבלס לא הוכיח מדוע היה מקום להניח אותה ב"זמן אמיתי", קרי במועד עריכת חוות הדעת. כאמור, גם היום לא ניתן לקבוע, כי כך היה על חברת האם לפעול. כפי שהובהר לעיל, המפרקים לא הוכיחו כי ה"קונספציה" העסקית של קווי אשראי קרסה, וכי החברה לא היתה יכולה לעמוד בתחזיות זיו, לו היו המפרקים פועלים על פי נהלי החברה ולא סוטים מהם.

151. המפרקים לא הוכיחו אם כן מדוע לגישתם היה על זיו להניח במועד עריכת חוות הדעת כי קווי אשראי תפעל בתחומי פעילות אחרים ושונים מהתחום שבו היא התמחתה, ושבו התמחו מנהליה. גם לגישת התובעים, קווי אשראי איתרה "נישה" שאיפשרה לה – כך לגישת המפרקים, ליצור "מכונה לייצור כסף". אין ספק כי כל עוד ה"מכונה" הזו פועלת, סביר היה להניח כי קווי אשראי תוסיף לפעול כדי להרוויח ממנה. המפרקים לא הוכיחו מהו פרק הזמן ביחס אליו סביר היה להניח כי ניתן יהיה להוסיף ולהפיק רווחים מהפעילות, והם לא הוכיחו כאמור כי פרק הזמן של 6 ורבע שנים – אינו סביר. המפרקים לא הבהירו באילו תחומים אחרים היה על זיו להעריך כי החברה תעסוק, ומדוע.

152. באשר לטענת המפרקים ביחס לגיוון תחומי הפעילות של חברת האם, טענו זיו כי משמעותו של גיוון היא הוספה של תחומי פעילות, ללא זניחה של תחומי פעילות קיימים (ר' עמ' 366 שורה 27-18 לפרוטוקול). מכאן שאין בסיס למסקנה לפיה זיו היו צריכים להביא בחשבון בהערכה שלהם, כי קווי אשראי תקטין את היקף הפעילות שלה בתחום המימון.

153. המומחה בלס טען כי בהערכת השווי היה על זיו להביא בחשבון לפחות את העובדה כי לחברת האם קיימת אופציה לנטוש את תחום הפעילות של מתן אשראי (option to abandon), אם תחום זה יסתבר כבלתי רווחי. זוהי טענה חדשה שלא עלתה קודם לכן, ולא ניתן להעריך את המשמעות שלה ביחס להערכת זיו, שכן בלס לא הבהיר מהי המשמעות של האופציה הזו בהערכת זיו, ואיך היה יישומה משפיע על ההערכה.

<u>שוק האשראי החוץ בנקאי היום</u>

154. לטענת זיו, העובדה כי עד היום קיימות בשוק חברות שוק אפור, המעמידות ללקוחותיה אשראי חוץ בנקאי, פירושה כי ניתן להרוויח מפעילות כזו. המפרקים טענו בסיכומי התשובה כי אף שקיים היום שוק של הלוואות חוץ בנקאיות, מדובר בשוק בו הריבית היא נמוכה הרבה יותר מתחשיבי זיו, וכי השוק מבוסס על סכומי הלוואה נמוכים מאוד, או בהלוואות ללווים עם יכולת החזר כגון שכירים. המפרקים טענו כי "**ככול הידוע להם... אין שום מציאות שדומה למצב הדמיוני שבו חשבה קווי אשראי לפעול**" (ר' ס' 104 לסיכומי התשובה).

155. אינני מקבלת את טענת המפרקים בהקשר זה, שכן מדובר על עובדות שלא נטענו ולא הוכחו. שאלת מצב השוק החוץ בנקאי היום, אילו הלוואות ניתנות במסגרתו, באילו ריביות, ובאילו שיעורי גבייה – כלל לא עלתה לדיון. לכן לא ניתן לקבוע כי לאור מצבו של שוק זה היום, הערכת זיו היתה "דמיונית" נכון למועד בו היא ניתנה.

שיעור ההיוון

156. מאחר שזיו היו צריכים לחשב את השווי הנוכחי של ההכנסות שהיו צפויות למנהלים במשך 7 שנים, בהתאם להסכם הראשון, היה החישוב שלהם כרוך בהיוון הסכום, נכון למועד עריכת התחשיב.

הצדדים היו חלוקים ביניהם בשני נושאים עיקריים – ראשית, האם שיעור של 11% הוא שיעור היוון סביר, בנסיבות שעמדו בפני זיו במועד עריכת חוות הדעת שלהם.
בנוסף, ולאחר ישיבת ההשלמה, עלה כי קיימת בין המומחים מטעם הצדדים מחלוקת נוספת – בשאלה האם חישוב ההיוון צריך היה להערך לפי 11% נטו או ברוטו, ואיך ערכו זיו בפועל את החישוב שלהם.
שאלות אלה ייבחנו להלן.

האם שיעור היוון של 11% הוא שיעור היוון סביר?

157. בלס, המומחה מטעם התובעים, קבע כי שיעור ההיוון של 11% הוא שיעור נמוך מדי, שאינו מבטא את הסיכון הכרוך בחברה.

שיעור ההיוון נקבע בהתייחס לשיעור הסיכון של החברה, לעומת שיעור הריבית חסרת הסיכון. כפי שיובהר, המומחים התייחסו לשיעור זה, תוך השוואת הסיכון הכרוך בקווי אשראי מול השקעה חסרת סיכון, ומול השקעה בחברה ממוצעת בבורסה.

158. בחקירה המשלימה התייחס בלס לנושא של ההיוון. הוא ציין כי:

"**התשואה הנדרשת ממניה ממוצעת הוא כ-11%... נטו ברוטו, אחרי מס חברות**" (ר' עמ' 548 לפרוטוקול). ואולם, לגישתו של בלס:

> "**ברנע... מניח שהסיכון בקווי אשראי הוא הממוצע של מניה סבירה ממוצעת בבורסה. לטעמי קווי אשראי היא לא הממוצע הבורסאי. קווי אשראי היא מניה יותר מסוכנת, יש לה מה שמכונה סיכון שיטתי, כשאם יהיו תנאים גרועים במשק, הסיכוי שהיא תיכשל, ואם המצב במשק יהיה טוב יותר, הסיכוי הוא שאולי דברים יהיו אחרת, כי היא בכול זאת עוסקת בענין מסוכן. מעבר לזה, יש מה שמכונה בספרות פרמיה למניה קטנה, למניה חדשה. הכוונה היא שמשקיע ירצה תוספת כשהוא בא להשקיע במשהו שלא נסחר הרבה זמן כשמדובר בחברה קטנה. לכן... צריך 16% וגם 13%**" (ר' עמ' 551-552 לפרוטוקול).

159. ברנע, המומחה מטעם הנתבעים, העיד הן בחוות דעתו והן בחקירתו המשלימה, כי היוון בשיעור של 11% הוא שיעור סביר, שכן הוא משקף הערכת סיכון נכונה לעומת הריבית חסרת הסיכון. הוא העיד כי מדובר בשיעור סביר משום ש"**מה הסיכון הפיננסי בחברת הבת? הוא לא קיים. כי הלא היא נזונה מכספי חברת האם, מהלוואות שחברת האם נותנת לה כהלוואת בעלים. הם החזירו את כל ההלוואות לבנק, והם לא חייבים לבנקים כלום, אין להם נושים... מחיר ההון צריך לבטא שער ריבית חסר סיכון שהוא נניח 4, 5%, ועוד פרמיית סיכון. מה הסיכון שקשור פה? הסיכון הוא רק סיכון עסקי בעצם... תוספת מ-5% ל-11% בגין סיכון עסקי בקונטקסט של הענף שעליו אנחנו מדברים, הענף הפיננסי, בעיניי הוא סביר. ולכן מחיר הון של 11% הוא מחיר הון סביר**" (עמ' 538 לפרוטוקול).

בהמשך, לשאלה איך ניתן לבחון את שיעור ההיוון שנקבע על ידיו, משיב ברנע:

> "**מכיוון שאני עשיתי עבודות של חברות פיננסיות, אפשר לבחון. עבודות שעשו, הערכות שווי לחברות פיננסיות בתקופה ההיא, באיזה מחיר הון השתמשו. המחיר הון של 11% הוא מחיר הון שנילקח מתוך התפלגות שהשתמשו אז. אפשר להגיד 11 או 13 או 10, אבל זה התחום הסביר... אני לא חושב שהאדון פלטי שעשה את העבודה, טעה בגובה מחיר ההיוון, אולי עם תוספת של אחוז או שניים, שאני לא יכול, אפשר להתווכח לגביה**" (ר' עמ' 539 לפרוטוקול).

160. יוער בהקשר זה כי בסיכומים המשלימים, הפנו ב"כ זיו לעובדה כי הריבית חסרת הסיכון (הריבית על אג"ח ממשלתית) עמדה בשנת 1993 על שיעור של 2.7 % בלבד – כעולה מנספח ת/8, ואם כן פרמיית הסיכון שזיו הביאו בחשבון היא אף גבוהה יותר.

עולה מהאמור לעיל, כי המחלוקת בין הצדדים מתייחסת לשאלה האם היוון בשיעור של 11%, שהוא דומה לשיעור ההיוון של מניה ממוצעת, הוא היוון בשיעור סביר. כאמור, ברנע היה סבור כי לא ניתן לקבוע – לאור הסיכון במניה הספציפית של קווי אשראי, לאור העובדה כי לחברת הבת אין סיכון פיננסי אלא סיכון עסקי בלבד, ולאור עבודות שהוא ערך ביחס לחברות פיננסיות בתקופה הרלוונטית - כי שיעור היוון של 11% הוא בלתי סביר. מנגד, בלס סבר כי ביחס לקווי אשראי היה מקום לקחת בחשבון היוון בשיעור גבוה יותר מזה של מניה ממוצעת, משום שזו חברה חדשה וקטנה, שעיסוקה הוא מסוכן.

161. אני סבורה כי בלא שמונה מומחה מטעם בית המשפט, לא ניתן לקבוע כי יש להעדיף את מסקנתו של בלס על פני זו של ברנע. כפי שצוין כבר לעיל, שני המומחים הם מומחים בעלי שיעור קומה, ואף בלס מציין כי ברנע הוא מומחה ש"**אני בהחלט מכבד את העבודות שלו ואת הרקורד שלו**" (ר' עמ' 548 לפרוטוקול). לכן, באין דרך לקבוע כי יש להעדיף חוות דעתו

של מומחה אחד בהקשר זה על פני חוות דעתו של המומחה השני, ומאחר שאין מדובר בנושא שהוא בידיעה שיפוטית, ומאחר שכאמור לבקשת הצדדים – לא מונה מומחה מטעם בית המשפט, לא ניתן לקבוע כי המפרקים הרימו את הנטל להוכיח את עמדתם בנקודה זו.

<u>היוון בשיעור של 11% נטו או ברוטו?</u>

162. כפי שצוין לעיל, המומחים התייחסו במהלך ישיבת ההשלמה, לנושא נוסף – השאלה האם היה מקום להתייחס להיוון בשיעור של 11% נטו או ברוטו, וכן לשאלה באיזה אופן פעלו זיו בהקשר זה בחוות דעתם.

עמדתו של בלס בהקשר זה היא כי היה מקום לערוך את החישוב לפי 11% נטו (וזו גם עמדתו של ברנע), אולם בפועל זיו ערכו חישוב לפי 11% ברוטו – כלומר 7% נטו. כך מעיד בלס בהקשר זה:

> "**זיו עשה 7%, זיו כותב שהוא עושה 11% אבל כשמהוונים את התזרים, החישוב מגיע עד לרמת דיוק של הספרה האחרונה לפי 7%**" (ר' עמ' 550 לפרוטוקול).

163. מאחר שבין המומחים היתה לכאורה מחלוקת ביחס לשאלה האם זיו ערכו בפועל את החישוב שלהם לפי שיעור היוון של 11% - או, כגרסת בלס כפי שצוטטה לעיל, לפי שיעור היוון של 7% - הוסכם בישיבת ההשלמה כי המומחים מטעם שני הצדדים ייפגשו ביניהם, ויגיעו למסקנה "**מה זיו עשה**" (ר' עמ' 551 לפרוטוקול). כפי שיפורט להלן, בפועל פגישה כזו לא התקיימה.

164. בסיכומים המשלימים מטעמם, התייחסו באי כוח זיו לנקודה זו. לטענתם, ניתן להיווכח בקלות כי חישובם של זיו בהערכת השווי, לא הביא בחשבון ריבית בשיעור של 7% - כפי שבלס טען בעדותו, אלא ריבית בשיעור של 11%. בס' 22 לסיכומים המשלימים, צירפו ב"כ זיו טבלה המדגימה – שנה אחר שנה – את חישוב זיו, את הסכומים להיוון, את תקופות ההיוון, ואת ההיוון בשיעור של 11%.

אכן הטבלה, שניתן לבדוק אותה באמצעות כל תוכנת היוון, מעידה על כך כי החישוב של זיו נערך בשיעור היוון של 11% ולא בשיעור היוון של 7%. לכאורה די היה בכך כדי להביא לדחיית טענתו של בלס ביחס לשיעור ההיוון בו נעשה שימוש על ידי זיו בחוות דעתם.

165. אולם, המפרקים העלו בהקשר זה מספר טענות נוספות, שיש להתייחס אליהן.
לטענתם, ברנע סתר את עצמו כאשר ניסה להגן על חישוב של 11% ברוטו, לאור טענתו בדבר "מגן מס" (קרי נכונותם של שלטונות המס להכיר בתשלום ההוצאות למנהלים כבהוצאה מוכרת). המפרקים טענו כי נושא המס דווקא החמיר את הנזק, משום שאילו

היתה קאם משלמת למנהלים הוצאות בשיעור של מחצית מרווחיה, בהתאם להסכם הראשון, היא היתה זוכה לניכוי בערכים ריאליים, והיתה יכולה לפרוס את ההוצאה על פני תקופה של 7 שנים, בערכים נומינאליים.

166. בלס בעדותו המשלימה הבחין, ביחס לנושא המס, בין המס שהחברה צריכה לשלם (מס חברות), לבין המס שאמור מחזיק המניות לשלם. לגישתו, ברנע בחוות הדעת שלו ערך היוון לאחר מס חברות – היוון שהוא מכנה אותו "נטו – ברוטו" (נטו לחברה, ברוטו למחזיק). לטענתו, על פי חישוב כזה של "נטו – ברוטו", התוצאה של חוו"ד זיו הופכת להיות 19 מיליון ₪ במקום 27 מיליון ₪.

167. לאחר שהוגשו הסיכומים המשלימים מטעם שני הצדדים, הגישו המפרקים לבית המשפט בקשה, בה הם עתרו כי בית המשפט יקבל מוצג נוסף – מכתב ששלח ברנע לבלס, המהווה לטענתם הודאה בטענות המפרקים. המכתב קושר לגישת המפרקים את זיו, כ"הודאת בעל דין". עולה ממנו כי מחיר ההון להיוון הוא 11% נטו, כפי שטען בלס, וכי יישום נוסחה זו על הערכת זיו מביא לתוצאה לפיה ה"שורה התחתונה" בהערכת זיו היא 17.3 מיליון ₪, ולא 27 מיליון ₪ כפי שזיו העריכו. המפרקים מתייחסים גם לדברים שצוינו בסיכומי זיו, לפיהם ברנע פנה לכאורה לבלס לאחר ישיבת ההשלמות, ובלס לא נענה לו. הם טוענים כי לא כך התנהלו הדברים.

המפרקים הוסיפו כי אין לקבל את ה"תיאוריה החדשה" של ברנע במכתבו הנ"ל ביחס לחישוב השווי המהוון של דמי הניהול, תיאוריה המתבססת על השאלה כמה הרוויחה קאם מההסכם השני. לגישת המפרקים, לא זו השאלה הרלוונטית, אלא השאלה היא מהו השווי המהוון של זכויות הניהול של המנהלים לפי ההסכם הראשון. גם לשיטת ברנע, כך נטען, שווי זה עומד על 17 מיליון ₪ בלבד.

עוד ציינו המפרקים, כי חישובו של ברנע בהקשר זה נערך בערכים ריאליים, בעוד שמס הכנסה לא איפשר את ניכוי הסכום בערכים ריאליים. לו היה ברנע עורך את החישוב שלו בהתאם ל"פרה רולינג" שניתן לחברה, היתה התוצאה של החישוב עומדת על 21.9 מיליון ₪, ולא 27 מיליון ₪.

168. זיו השיבו לבקשה. כפי שהובהר לעיל, הם טענו כי בניגוד לטענת בלס והמפרקים, ההיוון בוצע על ידי זיו בחוות הדעת בשיעור היוון של 11% ולא 7%. עוד צוין כי הערכת השווי הוכפפה לקבלת מגן המס, קרי בכך שרכישת זכויות הניהול תהווה הוצאה מוכרת לצורכי מס לחברת האם, שתיפרס לאורך חיי החוזה (כפי שקרה בפועל).

זיו התנגדו להגשת המכתב שנשלח על ידי ברנע לבלס. הם הוסיפו וטענו כי ממסמך זה עולה כי לאחר שבחן חשבונאית את מחיר ההון, קבע ברנע כי שיעור ההיוון בו עשו זיו שימוש לצורך הערכת השווי, הוא 11% ולא 7% כפי שטענו המפרקים. המפרקים מתעלמים – כך נטען – מכך שהוכח שרשויות המס אישרו לחברה מגן מס, ואפשרו לה להכיר בהוצאות על פי הסכם הניהול כהוצאה מוכרת לצורכי מס.

169. המפרקים השיבו לתגובת זיו. הם טענו כי אין מקום לקבוע כי המסמך ששלח ברנע לבלס הוא חסוי, וכי למפרקים לא היתה ברירה אלא להציגו לבית המשפט. עוד נטען כי חרף העובדה כי הערכת זיו נועדה רק כדי לקבוע את הערך המהוון של הסכם 93, בחן ברנע במסגרת הודאתו את שאלת הפער בין תרומת תקופת הסכם הניהול לבין התקופה לפי הסכם 94 בחישוב אחרי מס. שאלת הפער היא שאלה חדשה, שבה דן ברנע, והיא אינה רלוונטית למחלוקת נושא התביעה דנן.

המפרקים חוזרים וטוענים כי מהודאתו של ברנע במכתבו עולה כי שיעור ההיוון נטו – אחרי מס – עומד על 7%, כאשר 11% לפני מס שווים ל-7.04% אחרי מס (שכן חושב מס בשיעור של 36%). באשר לנושא של מגן המס, טענו המפרקים כי אין ספק כי תשלום דמי הניהול לפי הסכם 93 היה הוצאה מוכרת בחברה. אלמלא ה-pre ruling, המצב היה כי ההוצאה לפי הסכם 94 לא היתה הוצאה מוכרת. ה-pre ruling לא התיר לנכות את דמי הניהול בהתאם לערכם הריאלי, אלא רק בהתאם לערכם הנומינאלי, ולכן סכומי ההוצאה שהיו מוכרים היו נשחקים כפי שקבע בלס בתצהירו.

170. שתי שאלות עיקריות טעונות בירור ביחס לבקשה הנוכחית. השאלה הראשונה היא האם רשאי בית המשפט להתייחס למכתב ברנע שצורף על ידי המפרקים לבקשתם. בהנחה שניתן יהיה להתייחס למכתב זה, יהיה מקום לבחון את השלכתו, והאם אכן עולה ממנו כי זיו בצעו את החישוב שלהם בהתאם לשיעור היוון של 11% ברוטו לא 11% נטו.

171. אני סבורה כי יש קושי בהתייחסות למכתב ברנע בשלב זה של הדיון. כאמור, המכתב נכתב לאחר ישיבת ההשלמה, לאור המחלוקת בין המומחים ביחס לאופן בו ערכו זיו את החישוב שלהם. המכתב – אם יוגש – יוגש ללא שלברנע תהיה הזדמנות להעיד עליו, ולהסביר את תוכנו ואת פשרו. המפרקים טענו כי למכתב יש ערך ראייתי כהודאת בעל דין. אולם, השאלה האם המכתב מהווה "הודאת בעל דין" – כפי שטוענים המפרקים, ובאיזה הקשר הוא מהווה הודאה כזו, אם בכלל, איננה שאלה פשוטה – כעולה מטענות הצדדים כפי שפורטו לעיל. לכן, קבלת המכתב ללא הסברים וחקירות, היא בעייתית, מנוגדת לדיני הראיות, ולכן אינה רצויה.

כפי שצוין לעיל, ללא המכתב האמור – אינני סבורה כי ניתן לקבוע כי המפרקים הוכיחו את טענתם ביחס לאופן החישוב של זיו. מאחר שכעולה ממכלול הראיות, זיו אכן ערכו את החישוב שלהם בהתאם לשיעור היוון של 11%, הרי שאין מקום לקבל את טענות המפרקים בהקשר זה.

172. למעלה מן הצורך נתייחס בקצרה למכתב ברנע, ולמסקנות האפשריות ממנו. ממכתב ברנע עולה כי הוא אכן ערך את החישוב שלו מנקודת המבט של חברת הבת, ושל ההשלכה האפשרית של המעבר מהסכם 93 להסכם 94 – עליה. ברנע מציין במכתב כי הסכום של 27.2 מיליון ₪ הוא סכום ש"**מייצג את שווי הוויתור הכלול בהסכם 94, והוא שווה לסכום שנקבע כזכאי למניות**".

אכן, שאלה זו אינה השאלה אותה התבקשו זיו לבחון במסגרת הערכת זיו. כל שהתבקשו זיו לקבוע (ובהתאם לקביעה זו חושב שיעור המניות לו זכאים היו המנהלים) היה השווי המהוון של דמי הניהול להם זכאים המנהלים לפי הסכם 93. מסקנה זו עולה מפורשות מהרישא להערכת זיו בה ציינו זיו כי: "**נתבקשנו... לבצע הערכה כלכלית לשווי הזכויות על פי חוזה ניהול שנחתם ביום 29.3.93...**". הא ותו לא.

ברנע במכתבו בצע השוואה בין התוצאה הכספית לחברה בהתאם להסכם 93, לבין התוצאה בהתאם להסכם 94. ההשוואה נערכה – כדבריו – במונחים של "אחרי מס", תוך לקיחה בחשבון של מגן המס. מהשוואה זו עולה – לדבריו של ברנע – כי ההיוון הוא בשיעור של 11%. זאת, משום שבמונחים של "אחרי מס" מרכיב שווי החברה הנובע מתקופת הסכם 93 הוא 17,368,000 ₪. תרומת תקופת הסכם הניהול לשווי החברה לאור הסכם 94 היא 44,543,000 ₪. ההפרש בין שני הסכומים הללו הוא 27.2 מיליון ₪, סכום המייצג לגישתו של ברנע את "**שווי הוויתור הגלום בהסכם ניהול 94 והוא שווה לסכום שנקבע כזכאי למניות**".

173. המפרקים הפנו לחלק הראשון במכתב ברנע, בו הוא קבע כי מרכיב שווי החברה הנובע מהסכם הניהול הוא 17.3 מיליון ₪. לטענתם, זוהי התוצאה של היוון נטו של החישוב. אולם, וכפי שעולה מתשובת זיו לבקשת המפרקים לצירוף מכתב ברנע, הסכום של 17.3 מיליון ₪ אינו משקף את שווי דמי הניהול, אלא את הרווחים שצמחו לחברה מהסכם 93, לאחר תשלום מס חברות. אין ספק כי בטבלה הראשונה במכתב, ברנע הפחית את מס החברות, הפחתה המנוגדת לאמור בס' 15א(1) להסכם 93, שקבע כי דמי הניהול להם זכאים המנהלים הם בשיעור של מחצית מרווחי החברה לפני מס. הסכומים לפני מס הם הסכומים שצוינו בטבלה שבס' 22 לסיכומים המשלימים מטעם זיו. כפי שהובהר לעיל, מטבלה זו

המתייחסת לסכומי הרווח של החברה לפני מס, עולה כי החישוב של זיו נעשה בשיעור היוון של 11%, כפי שזיו טענו.

לכן, החישוב בטבלה הראשונה במכתב ברנע, איננו החישוב של הסכום המהוון של דמי הניהול לו היו זכאים המנהלים לפי הסכם 93. זהו חישוב אחר, שנועד להביא למסקנה ביחס להשלכת המרת הסכם 93 בהסכם 94 על החברה. לכול היותר ניתן להסיק ממנו כי המעבר מהסכם 93 להסכם 94 לא הרע את מצבה של החברה לאור מגן המס. אולם לא ניתן – לטעמי – לאור החומר שהוצג בפני, לקבוע כי ממכתב ברנע עולה כי המפרקים הוכיחו את עמדתם לפיה זיו ערכו את החישוב שלהם תוך היוון הסכומים בשיעור של 11% ברוטו.

174. המפרקים הוסיפו וטענו כי מגן המס איפשר לחברה להכיר בשווי דמי הניהול נומינאלית ולא ריאלית, ולכן לשיטתם, שווי דמי הניהול היה צריך לעמוד על סכום של 21 מיליון ₪ ולא 27 מיליון ₪ כפי שנקבע בהערכת זיו. אני סבורה כי אין לקבל את הטענה – היא מהווה הרחבת חזית, היא לא נדונה ולא נבחנה במהלך המשפט, ולבית המשפט אין כלים לבחון אותה. כך למשל, לא ניתן לבחון את שיעור האינפלציה בתקופה הנדונה, ואף לא את טענת הנגד של זיו בהקשר זה – לפיה בתקופה הנדונה עמד בתוקף חוק המיסוי בתנאי אינפלציה, תשמ"ב – 1982, שגרם לכך כי השחיקה בהון העצמי תוכר כהוצאה מוכרת (ר' ס' 22 לתשובת זיו לבקשת המפרקים).

175. בשולי הדברים נתייחס בקצרה למספר טענות נוספות שהועלו על ידי המפרקים. המפרקים התייחסו לביקורת ציבורית שהועלתה כנגד ההסכם השני. ביקורת זו באה לידי ביטוי בכתבות עיתונאיות שונות. המפרקים טענו כי האמור בעיתונות העלה לדיון את סוגיית ניגוד העניינים של המנהלים וחלק מהסיכונים הצפויים כתוצאה מההסכם השני, וכי זיו היו צריכים להתחשב בכך. לגירסתם, הביקורת הציבורית מדגישה את "עצימת העיניים" וחוסר הזהירות של זיו והדירקטורים.

אני סבורה כי התגובה של הציבור ושל העיתונות להסכם השני, איננה רלוונטית לתביעת הרשלנות נגד זיו. טענות המפרקים נגד הערכת זיו צריכות להיבחן בכלים משפטיים, ואין משמעות לאופן בו הציבור ראה או 'שפט' עסקה זו.

המפרקים טענו גם כי העובדה כי הוסכם לשלם למנהלים שכר עבור 7 שנים מראש, היא חסרת היגיון עסקי, שהמעוניינים היחידים בה הם המנהלים. בסיכומי התשובה מטעמם, מסכימים המפרקים, כי גם אם מדובר בעסקה לא מוסרית, "מותר" היה לזיו לתת הערכת שווי, אך חוסר הסבירות שבתשלום 7 שנים מראש מצטרף לגורמים נוספים שהיו צריכים לגרום לזיו להזהר יותר במתן חוות הדעת ולהזהיר את החברה.

הטענה בדבר חוסר ההיגיון בעסקה או העדר המוסריות שלה, אכן איננה רלוונטית לטענות נגד זיו. כאמור, זיו התבקשו להעריך את שווי זכויות המנהלים מכוח הסכם 93. לא היה להם קשר לקבלת ההחלטה בעניין העסקה בחברה. עוד יצוין כי טענות המפרקים ביחס למועד בו התבקשו זיו לערוך את חוות הדעת, לעומת המועד בו נמסר המידע אודותיה לחברה, אינן משליכות על השאלה האם היתה חוות דעת זיו רשלנית אם לאו.

לכן, מכול הטעמים שלעיל, אני סבורה כי המפרקים לא הוכיחו כי זיו התרשלו בקביעה ובחישוב של שיעור ההיוון, ויש לדחות את התביעה נגדם.

<u>טענת ה"מתודולוגיה" של ברנע</u>

176. ברנע טען בחוות דעתו כי מסקנת זיו בחוות הדעת היא סבירה, גם אם נבחן אותה במתודולוגיה שונה. לגישתו, תחת ההנחות שעיקר שווייה של קווי אשראי נובע מפעילות מתן אשראי חוץ בנקאי, וששווי קאם נקבע כ"going concern", ניתן לקבוע יחס המרה הוגן בין הזכות של המנהלים לחלק מהרווח העתידי, ובין הקצאת מניות בחברה. בהתאם לחוות דעתו, יחס ההמרה של 24% הוא יחס המרה הוגן, וזאת ללא קשר לשאלת שווי החברה, שווי חוזה הניהול, והנחות לגבי רווחיות עתידית ושער ניכיון.

המפרקים טענו כי טענה זו מהווה הרחבת חזית.

177. אני סבורה כי יש לדחות את הטענה של הרחבת חזית. ראשית, למרות שהמפרקים ציינו את התנגדותם להרחבת חזית, הרי מדובר בנושא שעלה כבר בחוות דעתו הראשונה של ברנע, לאחר מכן הגיב בלס – המומחה מטעם המפרקים, לטענה בחוות דעתו המשלימה, וברנע התייחס לתגובתו של בלס בחוות הדעת המשלימה מטעמו. הנושא עלה גם בחקירות המומחים וגם במסגרת החקירות המשלימות. כלומר, בפועל שאלת ה"מתודולוגיה" הפכה לחלק מחזית המחלוקת, ונדונה בהרחבה רבה במסגרת ההליך.

זאת ועוד, אופן הבחינה על ידי המומחה ברנע את מסקנת זיו, הוא חלק מחוות הדעת שלו, ונועד להוכיח את הטענה המרכזית של זיו, שהועלתה כמובן בכתב ההגנה מטעמם, לפיה מסקנת חוות הדעת שלהם לא היתה בלתי סבירה. העובדה כי גם לו היו ננקטים כלים אחרים לחישוב שווי הרווחים הצפוי לקאם במשך 7 השנים בהן היו המנהלים זכאים לקבל מחצית מהרווחים היתה המסקנה דומה, היא אינדיקציה חשובה לבירור סבירות המסקנה של זיו. תוצאה שניתן להגיע אליה במספר אופנים היא בדרך כלל תוצאה שיש ודאות יותר גדולה ביחס לאמיתותה.

אין מדובר אם כן בהרחבת חזית, וגם מטעם זה אין מקום לשלול מהנתבעים את האפשרות כי בית המשפט יבחן את חוות הדעת גם בכלים של המתודולוגיה של ברנע, כדי להתרשם האם מסקנת זיו בחוות דעתם היתה סבירה.

178. לגופו של עניין, אני סבורה כי יש לקבל את גישת ברנע, ולקבוע כי מסקנת זיו היתה סבירה, משום שהיא עולה בקנה אחד עם המסקנה אליה הגיע ברנע תוך שימוש במתודולוגיה שונה לגמרי. המסקנה הנובעת מעמדת המפרקים היא בעייתית, משום שיש בה העדר עקביות בין השווי המיוחס על ידיהם להסכם הניהול, מחד גיסא (שהוא שווי נמוך) לבין שווי המניות מאידך גיסא (ר' דברי ברנע בהקשר זה, בעמ' 332-331 לפרוטוקול).

אם אכן שוויין של שתי החברות – האם והבת – הוא דומה, הרי הערכת התזרים העתידי של הרווחים הצפויים לחברה היא אכן קורלטיבית לשווי החברה, שכן חישוב שווי תזרים המזומנים המהוון הצפוי ממניה, הוא אחת השיטות לחישוב שווי המניה.

179. בפסה"ד **דן עצמון** שנזכר לעיל, קבע בית המשפט העליון כי:

> **"ערכו של נכס מוערך, כידוע, על פי הרווחים הצומחים ממנו לבעליו. כאשר הנכס הוא מניה בחברה, הרווח לבעליה הוא תזרים הדיבידנדים הצפוי לו במשך תקופת הבעלות בתוספת הערך הנוכחי של המחיר שיקבל בעל המניה במכירתה. לפיכך, על פי שיטת DCF, ערכה של החברה מוערך הן על פי תזרים המזומנים המהוון של נכסיה הנוכחיים והן על פי תזרים המזומנים המהוון שהיו מייצרות הזדמנויות ההשקעה שלה. תזרימי המזומנים שהחברה לא משלמת כדיבידנדים, פנויים להשקעה מחדש".**

יצוין כי גם הערכת השווי לפי הנחת "עסק חי" – going concern (עליה התבסס ברנע במתודולוגיה שלו – ר' עמ' 331 לפרוטוקול) - היא הנחה שהתקבלה בהלכה הפסוקה. בפסה"ד **עצמון** הנ"ל נקבע בהקשר זה כי:

> **"שיטה זו עולה בקנה אחד עם העיקרון של הערכת החברה כעסק חי, עליו עמדתי לעיל. הבחירה בשיטת הערכה זו והעדפתה על פני שיטות הערכה אחרות, משקפת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני העבר (כגון שיטת שווי השוק או שיטת השווי הנכסי), אל עבר שיטת הערכה שאינה נסמכת רק על**

נתונים קיימים ויש בה גם משום צפיית פני העתיד (חביב-סגל, עמ' 595)".

180. המפרקים טענו כי אין מקום לקבל את טענת ברנע להערכת השווי במתודולוגיה השונה, משום שהוא הניח כי כל הפעילות של חברת האם היתה בתחום האשראי החוץ בנקאי. הם טענו כי המעריך לא היה צריך להניח הנחה כזו, ולכן לא היה מקום להשוות – כפי שברנע השווה - בין רווחיה העתידיים של חברת הבת, לבין מניות חברת האם. להלן נבחן האם היה מקום להניח את הנחות היסוד של ברנע. ראשית נתייחס להנחה לפיה עיקר פעילותה של חברת האם תהיה בתחום של האשראי החוץ בנקאי, ולא בתחומים אחרים, ולאחר מכן ליחס בין חברת האם לחברת הבת.

<u>ההנחה כי עיקר פעילותה של חברת האם בתקופת ההערכה תהיה בתחום האשראי החוץ בנקאי</u>

181. בלס טען כי לצורך ביצוע ה"מתודולוגיה" של ברנע, הוא העריך כי כל פעילות חברת האם תתמקד באשראי חוץ בנקאי, והנחה זו איננה סבירה. לגישתו, אם התחום הזה היה הופך לבלתי רווחי, חברת האם היתה משנה את תחומי פעילותה ומגוונת אותם, כפי שהחלה לעשות כבר בשנת 94. מנגד, התבסס ברנע על ההנחה כי לפחות 80% מפעילות חברת האם תוסיף להיות בתחום האשראי החוץ בנקאי – לאור התחייבות החברה בתשקיף ובהודעה לבעלי המניות, ולאור העובדה כי ההתמחות של המנהלים היתה בתחום זה. בלס טוען כי מהנוסחה שבנספח ב' לחוות דעתו של ברנע עולה כי ברנע הניח כי 100% מפעילות חברת האם תהיה בתחום אשראי חוץ בנקאי, וכי הוא הניח כי כך יהיו פני הדברים לתמיד.

182. אני סבורה – כפי שהובהר כבר לעיל, כי ההנחה לפיה עיקר פעילותה של קווי אשראי בתקופת ההערכה תוסיף להיות בתחום של מימון, היתה הנחה סבירה. כפי שהובהר לעיל, זיו יכלו להסתמך על היות המנהלים מומחים בתחום של אשראי חוץ בנקאי. לכן, פעילותם היתה רווחית בשנת 93 – למרות הריבית הגבוהה שנגבתה מהלווים. כאמור, גם בשנת 94 הוסיפה פעילות החברה להיות רווחית, תוך עיסוק בתחום של אשראי חוץ בנקאי. המסקנה הסבירה הנלווית למסקנה זו היא כי קווי אשראי תוסיף להתמקד בפעילות זו, שהיא הפעילות בה קיימת לה התמחות מיוחדת – באמצעות מנהליה.

מסקנה זו נתמכת במספר עניינים. כך, שווי השוק של מניית קווי אשראי בתקופה הרלוונטית היה גבוה מהונה העצמי. המודל הכלכלי מייחס לפער כזה הערכה של השוק ביחס ליכולת ההנהלה להשיג רווחים "מעל הנורמאליים". כלומר, גם השוק העריך בתקופה הרלוונטית כי "מה שהיה הוא שיהיה", כלומר שקווי אשראי תוסיף לעסוק בתחום המומחיות שלה, וכי היא תעשה זאת בהצלחה.

אין בסיס לקביעה לפיה הנחה כזו היתה סבירה רק לתקופה קצרה יותר מתקופת ההערכה של הערכת זיו, קרי – פרק זמן של 6 שנים.

183. לטענת המפרקים, גם לשיטת ברנע רק 80% מהפעילות של חברת האם היתה בתחום האשראי החוץ בנקאי, בעוד שלפי עמדת ברנע בחוות דעתו, המתייחסת למתודולוגיה הנוספת לחישוב שווי החברה, הוא הניח כי 100% מפעילות חברת האם תהיה בתחום של אשראי חוץ בנקאי, וכי הנחה זו אמורה לחול (על פי נספח ב' לחוות הדעת הראשונה של ברנע), לנצח. המפרקים טענו עוד בהקשר זה כי אם היתה גישת ברנע נכונה, לא היה כלל צורך בהערכות שווי. כן נטען כי בפועל לא זו בלבד כי לא כל פעילות חברת האם היתה בתחום האשראי, אלא שרק כ-50% מהפעילות היתה בתחום זה.

184. ברנע השיב לטענה זו. הוא טען, כי הוא לא הביא בחשבון את ההטבה בשווי ההלוואה שחברת האם היתה אמורה להלוות לחברת הבת (עמ' 10 לחוות דעתו המשלימה של פרופ' ברנע). הוא אף טען כי גם אם נביא בחשבון כי לא כל הפעילות של חברת האם תהיה בתחום האשראי החוץ בנקאי, לא יהיה בכך כדי לשנות את מסקנתו באופן משמעותי.

185. יוער, כי המפרקים מפנים בעניין זה לשני מסמכים מיום 10.3.94 הממוענים לחברי ועדת הביקורת של החברה, ואשר הציגו בפניהם את היתרונות והחסרונות של הסכם 94 (נספחים 4 ו-5 לתצהיר קריגר). בסעיף 3.2 לנספח 4 לתצהיר קריגר, נכתב במסגרת הצגת הרעיון המרכזי בעסקת ההקצאה, כי "**הקצאת המניות לא אמורה לפגוע במשאבים הכספיים של קווי אשראי ותאפשר לקווי אשראי לנצל את כל משאביה לכל פעילות שתמצא לנכון וכמובן להנות מכל רווחי קווי אשראי בכל הקשור לפעילותה בתחום עסקי המימון**". בסעיף 5.3 לנספח 5 לתצהיר קריגר נכתב כי אחד היתרונות של הסכם 94, הוא שבעוד שבהסכם 93 התחייבה החברה להעמיד את מלוא משאביה הכספיים לצורך הפעלת עסקי המימון של החברה, הרי שהמעבר מהסכם 93 להסכם 94 יאפשר לחברה לבחור את אפיקי ההשקעה של הכספים הפנויים שלה, ויאפשר גיוון של מקורות ההשקעה.

186. אינני סבורה, כי מהאמור במסמכים אלו יש להסיק כי לחברה היתה כוונה ברורה לגוון את תחומי פעילותה, וכי כוונה זו היתה ידועה לזיו במועד עריכת חוות הדעת, וכי היה עליה לקחת אותה בחשבון במסגרתה. מהמסמכים הללו עולה כי החברה תוכל לנצל את משאביה לכל פעילות שתמצא לנכון, וכי אחד היתרונות של הסכם 94, הוא השתחררות החברה מהתחייבותה על פי הסכם 93 להשקיע את מלוא משאביה בתחום המימון. אולם, אין די בכך כדי להוכיח כי ההנחה שעיקר פעילותה של החברה תמשיך להתמקד בתחום המימון איננה סבירה.

<u>ההנחה כי שווי השוק של חברת האם וחברת הבת הוא דומה</u>

187. הנחה נוספת עליה מתבססת חוות דעת ברנע היא כי "**קיים שווי דומה לקווי אשראי ולחברה**" (קאמ - ר. ר. - ראה עמ' 5 לחוות דעתו של ברנע). ביחס להנחה זו הופנו על ידי לברנע שאלות בישיבת ההשלמה, מיום 15.7.10. ברנע השיב כי העמדת הלוואות בין חברה אם לחברה בת ללא ריבית, וללא מגבלת זמן ביחס למועד ההשבה שלהן, דומה לכול דבר ועניין להשקעה הונית של החברה האם בחברת הבת. לגישתו, מטעם זה מוצדקת היתה הנחתו כי שווי חברת האם דומה לזה של חברת הבת (בכפוף לנושא שנדון לעיל ביחס לתחומי הפעילות של החברות).

188. ברנע הסביר בעדותו כי ההלוואה שנתנה חברת האם לחברת הבת היא הלוואה מתחדשת. הוא מוסיף כי:

> "**התמורה לחברת האם, היא דרך רווחיות חברת הבת. הלוואה בריבית אפס, אין הכרח שהיא תיפרע בכלל. בעצם זו הלוואה מתמידה שהיא יכולה להיות לטווח מאוד ארוך.... השווי שלה יהיה אולי אחרי הרבה מאוד שנים, יחזירו אותה או לא, אין לזה כמעט משמעות במשמעות של ערך נוכחי, אין לזה משמעות. אני חושב שצורת ההעברה של הסכומים מחברת האם לחברת הבת היא טכנית**".

ובהמשך ציין ברנע גם כי "**אנחנו מדברים ברמה התזרימית. לא ברמה המאזנית. אם החברה היתה מתחסלת מחר, אז היית יכולה לדבר על חברת האם כנושה של חברת הבת, אבל לא זה המצב. בניתוח, במודל שלי, ההתייחסות היא לחברות כ-going concern**". בחברות כאלה, אליבא ד'ברנע "**לא מתייחסים לקרן, מתייחסים לרווחים, מהוונים את הרווחיות וזה קובע את השווי. לכן אני חושב שמערכת היחסים בחברת האם עם חברת הבת היא לא הנקודה הקריטית כאן, אלה שתי חברות שהן בעצם אחת**" (ר' עמ' 533-534 לפרוטוקול).

189. על פי הדוחות הכספיים של חברת האם לשנת 94, היה הונה העצמי ליום 31.12.93 כ-19 מיליון ₪. בתוספת התמורה שהתקבלה ממרכיב המניות בהנפקה מחודש ינואר 94 בסך של כ-50 מיליון ש"ח, היה ההון העצמי של חברת האם כ-70 מיליון ש"ח. ערך השוק של החברה היה כ-112 מיליון ש"ח (ר' ה"ש 3 בעמ' 6 לחוו"ד ברנע).

כפי שמציין ברנע בחוות דעתו, ההפרש בין שווי השוק לבין ההון העצמי של חברת האם, משקף את הערכת השוק את יכולת המנהלים להשיג רווחים. רווחים אלה אמורים להיות מושגים במסגרת הפעילות של חברת הבת (בהנחה כי עיקר פעילות חברת האם תתמקד

בתחום בו עוסקת חברת הבת, הנחה שהיתה סבירה נכון למועד עריכת חוות דעת זיו, כפי שהובהר לעיל).

כלומר, מעבר להון העצמי של קווי אשראי, השוק תימחר ערך נוסף של כ-42 מליון ש"ח ששיקפו את הפעילות של החברה בתחום האשראי החוץ בנקאי, ואת פוטנציאל הרווח שלה בתחום זה. יוער בהקשר זה כי בלס חלק על הנחה זו, וטען כי הפרש השווי בקווי אשראי הוא נמוך מזה שהיה מקובל באותה תקופה בחברות אחרות (ר' פרוטוקול עמ' 13 שורות 9-14). יחד עם זאת, אני סבורה כי תזה זו לא הוכחה על ידיו.

190. מאחר שהשוק העריך את פוטנציאל הרווח של החברה בתחום האשראי החוץ בנקאי בשיעור של כ-42 מיליון ₪, ומאחר שלא נסתרה טענת ברנע שלצורך בחינתה של הערכת זיו, ניתן להתייחס לחברת האם ולחברת הבת כאל גוף אחד, המסקנה הנגזרת היא כי הערכת זיו לפיה שיעור מחצית הרווח הצפוי של קאמ למשך 7 שנים עומד על 27 מיליון ₪, היא הערכה סבירה.

191. כפי שהובהר לעיל, בלס חלק על מסקנתו של ברנע ביחס לחישוב על פי המתודולוגיה שברנע הציע, משום שהוא חלק על הנחות המוצא שלו – ביחס לתחומי הפעילות של קווי אשראי לעומת אלה של קאמ, וביחס להנחה לפיה שוויין של שתי החברות הוא דומה. מאחר שכפי שהבהרתי, הנחותיו של ברנע הן סבירות בעיני, ניתן לקבל גם את מסקנתו, לפיה התוצאה של הערכת זיו היא סבירה לאור היחס בין שווי זכויות המנהלים למחצית מרווחי החברה, לבין ערך החברה. כאמור, מסקנה זו מחזקת את המסקנה לפיה יש לקבל את הערכת זיו כהערכה סבירה.

<u>התביעה נגד נתבעים 12 ו-13</u>

192. המפרקים תבעו גם את משרד רואי החשבון המבקר של החברה – הנתבע 12 (להלן: "**אלמגור**"), ואת הנתבע 13, שליווה את החברה מטעם משרד אלמגור (להלן: "**רו"ח רבאל**").

המפרקים טוענים, כי אלמגור התבקשו על ידי החברה לחוות את דעתם על הניתוח הכלכלי שערך זיו. לטענתם, בישיבת ועדת הביקורת מיום 15.3.94 שהתכנסה לצורך קבלת החלטה בדבר אישור העסקה, חיווה רו"ח רבאל את דעתו כי העסקה אמורה להיות טובה מבחינת קווי אשראי, וכן כי הנתונים המפורטים בחוות דעת זיו נראים סבירים.

.193 המפרקים מוסיפים וטוענים, כי אלמגור לא ערכה כל בדיקה או הערכה של חוו"ד זיו, למרות שהיה עליה לעשות זאת. לאלמגור לא היה זמן ולא היו נתונים כדי לערוך בדיקה כלשהי, ואין לה הכישורים לעשות כן.

עוד טוענים המפרקים, כי ועדת הביקורת ייחסה לעמדת אלמגור חשיבות, וכי התמיכה של רו"ח רבאל בעסקה מהווה למעשה חוות דעת על הערכת זיו, חוות דעת המחייבת בדיקה מקצועית של מי שנותן אותה. לטענת המפרקים, אם רו"ח רבאל חשב שאיננו יכול להעריך את חוו"ד זיו, היה עליו לציין זאת באופן מפורש.

.194 אלמגור טוענים מנגד, כי לא נתנה ולא התבקשה לתת לחברה חוות דעת בקשר להערכת זיו. לטענתה, היא לא היתה מעורבת בתהליך אישור ההסכם, ולא היתה מודעת לפרטיו. אלמגור כופרת בהיותו של פרוטוקול ועדת הביקורת מיום 15.3.94 תיעוד מדויק של הדברים שנאמרו בישיבה, ולטענתה לא יתכן כי לדברים המיוחסים לרו"ח רבאל היה משקל כלשהו בקבלת ההחלטה לאישור ההסכם.

אלמגור מוסיפים וטוענים, כי איש מבין העדים שהעידו בפני בית המשפט לא אימת את האותנטיות של הפרוטוקול מוצג נ/37 או הסביר כיצד נכתב, נערך ונחתם. לטענתה, נוכח נוסחיו הרבים של הפרוטוקול, לא ניתן לקבוע איזה מהנוסחים משקף את שנאמר בישיבה מיום 15.3.94, ולכן אין להסתמך על אף אחד מהנוסחים. יחד עם זאת, גם אם יתקבל האמור בפרוטוקולים כמשקף את הדברים שנאמרו על ידי רו"ח רבאל ורו"ח הילברון, הרי שלכל היותר הם הביעו את דעתם כי **הנתונים** המפורטים בחוו"ד זיו נראים סבירים, ולא לגבי הערכת השווי עצמה ומסקנותיה.

אלמגור טוענים עוד, כי רו"ח רבאל ורו"ח הילברון מתמחים בביקורת על דוחות כספיים, ולא בתחום הערכות השווי. תחום זה מטופל על ידי מחלקה מקצועית נפרדת במשרד אלמגור. בנוסף, טוענים אלמגור, לו היתה מעוניינת החברה להסתמך על חוות הדעת שנתנה אלמגור – כפי שטוענים המפרקים, ומוכחש על ידי אלמגור – היה על החברה לצרף את חוות הדעת להודעה למחזיקי מניות ולדו"ח המיידי, ולקבל לצורך כך את הסכמת אלמגור מראש, בהתאם לתקנה 6ג(א)(1) לתקנות ניירות ערך (הקצאת ניירות ערך בחברה רשומה שהוצעו שלא לציבור), תשנ"ב-1992, כנוסחן בשנת 1994. בעוד שזיו אכן נתנו את אישורם לכך, אלמגור לא נתנו אישור כלשהו לפרסום חוות דעת.

.195 בעניין טענות המפרקים כי רוה"ח של החברה הוא "כלב השמירה" שלה, וככזו, היתה מוטלת על אלמגור החובה להעיר את תשומת לב הגורמים הרלוונטיים בחברה לבעיות בחוו"ד זיו – מציינים אלמגור כי תפקידו של רוה"ח המבקר של חברה הוא לחוות דעה

שדוחותיה הכספיים של החברה משקפים נכונה את מצבה הכספי, ואילו הערכות שווי עסקיות מכל סוג שהוא אינן חלק מתפקידו.

196. בסיכומי התשובה מטעמם השיבו המפרקים על טענות אלמגור. בעניין גירסאות פרוטוקול הישיבה מיום 15.3.94, טוענים המפרקים כי בכל ארבע הטיוטות אין כל הבדל בדברים המיוחסים לרו"ח רבאל. לטענתם, גם רו"ח הילברון, שנכח מטעם אלמגור בישיבת ועדת הביקורת מיום 5.4.94, וביקש לתקן את הפרוטוקול מיום 15.3.94, לא ניסה להתכחש לכך שהדברים נאמרו על ידי רו"ח רבאל, אלא רק עמד על כך שרו"ח רבאל אינו בר סמכא לקביעת הערכה לגבי השווי.

לעניין טענות אלמגור כי לא נתנה חוו"ד בעניין, טוענים המפרקים כי בעל מקצוע המועסק על ידי גוף כלשהו יכול לחוות דעה גם מתוך התנהגות או בשתיקה, וכי די בכך שרוה"ח נשאל לדעתו או הביע את דעתו, בין במפורש ובין בדרך של התנהגות, על מנת שדעה זו תחייב אותו. המפרקים טוענים כי רו"ח מבקר איננו פטור מלבדוק חוו"ד של מומחה אחר בתחום החשבונאות.

197. כן נטען על ידי המפרקים, כי בגילוי דעת 64 של מועצת רואי החשבון נקבע, שגם כאשר החברה המבוקרת מסתמכת על הערכת שווי של מעריך חיצוני, על רוה"ח המבקר לוודא שההערכה נעשתה בצורה נאותה. יש לציין, כי גילוי דעת זה לא צורף על ידי המפרקים ולא ידוע מה מועד פרסומו והאם היה תקף במועד הרלוונטי לתביעה. המפרקים מוסיפים וטוענים, כי אילו תפקידם של רואי החשבון מטעם אלמגור היה כה מצומצם כטענתם, אין להם הסבר לכך שהם נכחו בישיבות ועדת הביקורת ביום 15.3.94 וביום 5.4.94, בהן דנה הועדה בהסכם הניהול ואישורו.

<u>דיון</u>

198. מאחר שכפי שנקבע בפסק דין זה לעיל, זיו לא התרשלו בחוות הדעת מטעמם, הרי שאין מקום לקבוע כי אלמגור ורו"ח רבאל התרשלו כאשר לא מנעו את ההתקשרות בהסכם. יחד עם זאת, למען שלמות התמונה, נתייחס להלן בקצרה לטענות הצדדים ביחס לאלמגור ולרו"ח רבאל.

המפרקים העלו כנגד אלמגור ורו"ח רבאל שתי טענות עיקריות – הראשונה מתייחסת לדברים שאמר רו"ח רבאל בישיבת ועדת הביקורת ביחס לחוו"ד זיו; הטענה השניה היא כי אף אם אלמגור לא חיוו דעתם ביחס לחוו"ד זיו, הרי שכרואי החשבון של החברה היתה מוטלת עליהם החובה לוודא שהערכת זיו נערכה בצורה נאותה. להלן נתייחס לשני הנושאים הללו.

<u>דבריו של רו"ח רבאל בישיבה מיום 15.3.94</u>

199. השאלה הראשונה שיש לבחון היא מה אמר רו"ח רבאל בישיבת ועדת הביקורת ביום 15.3.94. קיימות מספר טיוטות של הפרוטוקול הנ"ל. הפרוטוקול, כיתר המסמכים שהתגלו בתיקי החברה על ידי המפרקים, הוגש כראיה להימצאותו בתיקי החברה בלבד, ולא כראיה לאמיתות תוכנו, כל עוד לא הובאה בפני בית המשפט עדות המאמתת את תוכן המסמך (ראו החלטת בית המשפט בעמוד 139 לפרוטוקול הדיון).

עורך הפרוטוקול לא הוזמן להעיד. מבין הנוכחים בישיבת ועדת הביקורת ממועד זה אשר העידו בבית המשפט, לא נמצאה עדות המאמתת את המיוחס לרו"ח רבאל בפרוטוקול מיום 15.3.94. אומנם, בסעיפים 23 ו-30 לתצהירו הצהיר מר קריגר, שנכח בישיבה, אודות הדברים שמיוחסים לרו"ח רבאל בפרוטוקול הישיבה מיום 15.3.94 (וכן באשר לדברים המיוחסים לרו"ח הילברון בישיבה מיום 5.4.94), אולם בעדותו בבית המשפט העיד מר קריגר, כי הדברים הכתובים בתצהירו אינם זכורים לו כיום אלא נכתבו בהתבסס על "**קריאה של הפרוטוקולים והצלבה של דברים**" (ע' 216 לפרוטוקול הדיון מיום 5.3.07). יצויין, כי יו"ר ועדת הביקורת בישיבתה מיום 15.3.94, מר דב ברגמן, החתום על הפרוטוקול, לא נשאל כלל בחקירתו הנגדית על ידי המפרקים באשר לגרסאותיו השונות של הפרוטוקול.

200. יחד עם זאת יש לציין, כי הן רו"ח רבאל והן רו"ח הילברון העידו, כי תוך כדי עבודתם עם החברה, קראו באופן שוטף את הפרוטוקולים של ישיבות ועדת הביקורת, וכי לא זכור להם מקרה בו ביקשו לשנות את שנכתב בפרוטוקול ולא נענו (ע' 524 ו-493-494 לפרוטוקול הדיון מיום 27.3.07). בכך יש כדי להקנות לפרוטוקולים משקל מסוים.

כאמור, בתיק החברה נמצאו חמש גירסאות של פרוטוקול ישיבת ועדת הביקורת מיום 15.3.94. ארבע מהן טיוטות (מוצגים נ/37א – 37/ד, נספחים ד'-ז' לסיכומי אלמגור) וגירסה אחת חתומה (מוצג נ/37ה, נספח ח' לסיכומי אלמגור). אכן, כטענת אלמגור, ישנם הבדלים בין גירסה אחת לרעותה.

201. בכל ארבע הטיוטות מופיע ציטוט זהה באשר לדבריו של רו"ח רבאל בישיבה:

> "**9. <u>עמדת רואה החשבון של קווי אשראי</u>**
>
> **לשאלת יו"ר הועדה, מר דב ברגמן, הבהיר רואה חשבון מיכה רבאל כי בכפוף לקבלת ה"רולינג" כמבואר לעיל, הנתונים המפורטים בהערכת זיו נראים סבירים והעסקה אמורה להיות עסקה טובה מבחינת קווי אשראי".**

יוער כי באחת מגירסאות הטיוטות (נספח ד' לסיכומי אלמגור), מופיעות הערות ומחיקות בכתב יד על גבי הפרוטוקול המודפס, המתייחסות ומשנות את דבריו של רו"ח רבאל. מכיוון שעורך הפרוטוקול לא העיד, ולא הובהר על ידי הצדדים מי כתב הערות אלו, לא ניתן לייחס להן משמעות כלשהי.

202. בגירסת הפרוטוקול החתומה על ידי יו"ר הוועדה, מר דב ברגמן (נספח ח' לסיכומי אלמגור), הושמט המשפט "**והעסקה אמורה להיות עסקה טובה מבחינת קווי אשראי**" המופיע בטיוטות, ודבריו של רו"ח רבאל מובאים כדלקמן:

"9. **<u>עמדת רואה החשבון של קווי אשראי</u>**

לשאלת יו"ר הועדה, מר דב ברגמן, הבהיר רואה חשבון מיכה רבאל כי בכפוף לקבלת ה"רולינג" כמבואר לעיל, הנתונים המפורטים בהערכת זיו נראים סבירים".

203. בפרוטוקול ישיבת ועדת הביקורת מיום 5.4.94, מובהר מקור השינוי בין גרסאותיו של פרוטוקול הישיבה מיום 15.3.94 בדבריו של רו"ח רבאל. בפרוטוקול הישיבה מיום 5.4.94, בה לא נכח רו"ח רבאל אלא רו"ח הילברון מטעם אלמגור, נכתב כדלקמן:

"**<u>אישור פרוטוקול ועדת הביקורת מיום 15.3.94</u>**

29. בפני ועדת הביקורת הוצג טרם הישיבה סיכום פרוטוקול לישיבה מיום 15.3.94.

30. רו"ח יורם הילברון ממשרד אלמגור הסתייג מסעיף 9 (בשם מיכה בראון [צ.ל. רבאל – ר.ר.]**) מאחר ורו"ח מיכה בראון** [צ.ל. רבאל – ר.ר.] **אינו בר סמכא לקביעת ההערכה לגבי השווי הכללי. להערכתו הנתונים המפורטים בהערכת זיו נראים סבירים.**

<u>החלטה</u>

31. הוחלט לאשר הפרוטוקול תוך תיקון סעיף 9 בהתאם לכך שהמשפט "עסקה אמורה להיות עסקה טובה" נמחק מהפרוטוקול".

204. מפרוטוקול הישיבה מיום 5.4.94 עולה אם כן כי רו"ח הילברון ביקש להסתייג מהדברים שאמר רו"ח רבאל בישיבה מיום 15.3.94 בדבר היות העסקה טובה עבור קווי אשראי, שכן רו"ח רבאל איננו בעל סמכות לבצע הערכות שווי. רו"ח הילברון ביקש כי דבריו של רבאל יירשמו ללא משפט זה, אלא רק כי חיווה את דעתו ש"**הנתונים המפורטים בהערכת זיו נראים סבירים**".

יצויין, כי בעדותו בבית המשפט העיד רו"ח הילברון, כי איננו זוכר מה נאמר על ידיו בישיבה מיום 5.4.94, אך אין זה הגיוני בעיניו שאמר את הדברים המיוחסים לו בפרוטוקול ישיבה זו (ע' 492 לפרוטוקול הדיון מיום 27.3.07). יחד עם זאת, כאמור, העיד רו"ח הילברון, כי נציגי אלמגור נהגו לקרוא את פרוטוקולי הישיבות, וכי לא זכור לו מקרה בו ביקשו לתקן פרוטוקול כלשהו ובקשתם לא נענתה (שם, בע' 493).

.205 לאור זאת, בין אם הדברים המיוחסים לרו"ח רבאל בטיוטות פרוטוקול הישיבה מיום 15.3.94 נאמרו על ידיו (ואין ראיה ישירה כי כך אכן קרה), ובין אם לאו, הרי שדברים אלו תוקנו בישיבה מיום 5.4.94. תיקון זה נערך בטרם נפתחה הישיבה מיום 5.4.94, ישיבה בה אושר הסכם 94 על ידי ועדת הביקורת (ר' סעיף 4 לפרוטוקול הישיבה). מכאן, כי הוועדה יכלה להסתמך רק על הדברים המיוחסים לרו"ח רבאל לאחר שתוקנו ע"י רו"ח הילברון.

.206 יצוין כי לאור העובדה כי הערכות שווי לא היו בתחום המומחיות של רו"ח רבאל, ולאור היותם של אלמגור רואי החשבון המבקרים של החברה, הרי שלא היתה לו חובה להביע את דעתו ביחס לעסקה נושא הסכם 94 או ביחס להערכה כפי שהיא עולה מחוות דעת זיו.

.207 כך נקבע בע"פ 709/78 **מדינת ישראל נ' אלמונים**, פ"ד לד(3) 673:

> "**תפקידו האמיתי** [של רואה החשבון המבקר – ר.ר.] **הוא עמידה על נכונות החשבונות והדו"חות הפיננסיים והדאגה שהם ייערכו לפי תכנים נכונים ובדרך נאותה, ויגלו אל נכון את מצבו הפיננסי של הגוף המבוקר. לא הוטל עליו להשיא עצות עסקיות ללקוח, מפני שעל ידי מתן עצות אלה הוא עלול לסכן את מעמדו כמבקר בלתי תלוי, ולטשטש את הגבולות בין מבקר לבין מטפל בעסקים. אין זאת אומרת שאסור לרואה חשבון להעיר את תשומת ליבו של הלקוח לבעיות או לעובדות שבאו לידיעתו עקב ביצוע הביקורת, אפילו הן שאלות הקשורות לניהולו הרווחי של העסק. אך <u>התערבות כזאת מצד המבקר תלויה בו ואינה מהווה חלק מחובתו המקצועית, ואם נמנע מהתערבות יתר אין לבוא עמו בטרוניה על כך</u>**" (ההדגשה שלי – ר.ר., ור' גם בע"פ 494/76 **פלוני נ' אלמונים**, פ"ד לא(3) 38, בע' 50).

בעניין זה העיד גם רו"ח הילברון, כי אלמגור אכן מגבילה את עצמה באשר לשירותים הניתנים ללקוחותיה, כדי לא להימצא במצב של ניגוד אינטרסים עם עבודתה כרואה חשבון מבקר, האמור להיות אובייקטיבי ובלתי תלוי (עמ' 477-478 לפרוטוקול הדיון מיום 27.3.07).

208. יחד עם זאת, יש לציין כי לו היה רו"ח רבאל מחווה את דעתו ביחס לטיב העסקה המוצעת בהסכם 94, הדבר היה עשוי לבסס חובה שלו כלפי ועדת הביקורת והחברה, אם היה מסתבר כי חוות דעתו ביחס להסכם 94 היתה רשלנית. העובדה כי עריכת הערכות כספיות אינה בתחום מומחיותו של רו"ח רבאל, אינה שוללת מסקנה זו (ר' ע"א 86/76 **עמידר נ. אהרון**, פ"ד לב(2) 337, שם נפסק כי מי שמקבל על עצמו לתת עצה הדורשת ידיעה מקצועית מבלי להיות בעל מקצוע, אחראי לעצה שנתן, וכי אחריותו היא כבדה יותר מאשר לו היה בעל מקצוע).

סיכומה של נקודה זו, הדברים שאמר רו"ח רבאל בישיבת ועדת הביקורת עליהם סמכה ועדת הביקורת התייחסו לכול היותר לסבירות הנתונים עליהם התבססו זיו, ולא התייחסו לטיבה של העסקה או של חוות הדעת, עניינים שלא היו בתחום המומחיות של רו"ח רבאל, והוא לא היה חייב לחוות עליהם את דעתו.

209. כאמור, המפרקים העלו גם טענות ביחס לאישור שנתנו אלמגור לנתונים עליהם התבססה חוו"ד זיו. בעניין זה, עולה מהפרוטוקולים של ועדת הביקורת כי רו"ח רבאל אכן חיווה את דעתו. מעבר לכך, גם אם לא היה עושה כן – אני סבורה כי הוא היה חייב לתת את דעתו לנושא זה, המצוי בתחום ידיעתו כרואה החשבון המבקר של החברה.

אולם, כפי שהובהר בפסק דין זה לעיל, אני סבורה כי לא הוכח שהנתונים עליהם היתה מבוססת חוו"ד זיו, לא היו נכונים. לכן, לא ניתן לקבוע כי אלמגור התרשלו כאשר אישרו את חוו"ד זיו מבחינת נכונות הנתונים עליהם היא היתה מבוססת.

210. בשולי הדברים העלו המפרקים בסיכומיהם טענה נגד אלמגור בעניין פרמיית השליטה של המניות שנמסרו למנהלים. לטענת המפרקים בעניין זה, אלמגור התרשלו גם בכך ששתקו ולא התריעו על כך שהמניות נמסרו למנהלים מבלי שהובאה בחשבון פרמיית השליטה.

כאמור, אחת המחלוקות בין המומחים מטעם הצדדים היתה האם היה על זיו להביא בחשבון במסגרת חוות דעתם, את העובדה שלמנהלים הוקצתה חבילת מניות המקנות שליטה, ולכן ערכן של מניות אלו עולה על ערכן של מניות 'רגילות'.

ברנע טען, כי אותה קבוצת מנהלים שלטה בחברה גם לפני ההקצאה, ולכן כל שקיבלו המנהלים היה שימור של שליטה קיימת. לפיכך, לא היתה הצדקה להביא בחשבון פרמיית שליטה כלשהי, ובוודאי שלא פרמיה משמעותית. בלס, לעומת זאת, חלק על דעת ברנע וטען, כי המנהלים לא שלטו בחברה האם לפני ההנפקה.

.211 אינני מקבלת את טענת המפרקים בשל מספר טעמים. ראשית, אני סבורה כי המפרקים לא הוכיחו כי ההקצאה שינתה את מצב השליטה בפועל בחברה, לעומת המצב שהיה קיים ערב ההקצאה. בנוסף, המפרקים לא הוכיחו כי אלמגור היו מעורבים בהחלטה שממנה נגזר אופן ההמרה בין שווי זכויות המנהלים לפי הסכם 93 לבין מספר המניות שהוקצו להם. לא נטען ולא הוכח כי הובאו בפני אלמגור הנתונים הרלוונטיים לצורך חיווי דעתם בנושא זה, או כי נושא זה היה בגדר המומחיות שלהם.

יוער, כי נושא פרמיית השליטה אינו רלוונטי ביחס לתביעה נגד זיו, שכן זיו התבקשו בחוות דעתם להעריך את שווי הזכויות על פי חוזה הניהול, ולא את שווי המניות או הכמות שיש למסור למנהלים.

לאור כל האמור לעיל, התביעה נגד אלמגור ורו"ח רבאל נדחית.

<u>התביעה נגד מר דוד</u>

.212 מר דוד דוד (להלן: "**מר דוד**"), שימש כדירקטור בקווי אשראי החל מחודש מאי 1994. ההודעה על מינויו הוגשה לרשם החברות ביום 5.7.94 (מוצג כ"ג). ישיבת הדירקטוריון הראשונה בה השתתף מר דוד כדירקטור התקיימה ביום 2.8.94. בישיבה זו הוצג נוסחו הסופי של הסכם 94 לאישורם של ועדת הביקורת והדירקטוריון, לאחר שנערכו בו תיקונים.

.213 המפרקים טוענים, כי אחריותו של מר דוד חלה ממועד מינויו כדירקטור, בלי קשר למועד כינוסו בפועל של הדירקטוריון. לטענתם, לפני מינויו כדירקטור בחברה, עבד מר דוד ברשות לניירות ערך כבודק תשקיפים. בחודשים ינואר – פברואר 1994, הוא טיפל מטעם הרשות בהנפקה של החברה.

המפרקים טוענים כי החלטת דירקטוריון החברה לאשר את הנוסח הסופי של הסכם 94 בישיבתו מיום 2.8.94, בה השתתף כאמור מר דוד, הינה החלטה משמעותית הדורשת התייחסות לעומק ולגופה של העסקה. לטענתם, חובות הזהירות החלות על דירקטורים מטילות על דירקטור שאישר החלטה אחריות לתוכנה של העסקה, ומוטלת עליו החובה לבדוק את משמעותה ואת השלכותיה כלפי החברה.

.214 המפרקים מוסיפים וטוענים, כי היתה מוטלת על מר דוד החובה לבדוק את נתוני העסקה מחדש, נוכח חלוף הזמן מהמועד בו אושרה העסקה לראשונה, ולבדוק אם חוו"ד זיו, נתוניה ומסקנותיה עדיין תקפים. לטענתם, מר דוד הודה כי אישר את ההסכם ללא בדיקה וללא ידיעת העובדות, ויש בכך כדי הודאה שלא פעל לפי הסטנדרטים המחייבים דירקטור.

.215 מר דוד טוען כי עסקת ההקצאה אושרה על ידי דירקטוריון החברה וועדת הביקורת כבר ביום 15.3.94; הסכם 94' אושר על ידי הדירקטוריון וועדת הביקורת ביום 5.4.94; נוסח מתוקן של ההסכם אושר על ידי הדירקטוריון וועדת הביקורת בימים 19.4.94 ו-20.5.94; ומתווה העסקה ונוסחו העדכני של ההסכם אושרו על ידי האסיפה הכללית ביום 30.5.94.

.216 מר דוד טוען עוד, כי במועד ישיבת הדירקטוריון הראשונה בה השתתף, ביום 2.8.94, הוא היה מודע לכך שהסכם 94 אושר על ידי כל מוסדות החברה, והוא הכיר את המידע והמסמכים שהוצגו בפניהם במסגרת הליכי האישור. לטענתו, בישיבה זו הוצג נוסחו הסופי של ההסכם לאור קיומם של תיקונים מינוריים בלבד שהוכללו בנוסח הקודם, שאושר לפני אותה ישיבה על ידי מוסדות החברה. כאשר הוא הצביע לאישור הנוסח הסופי של ההסכם, פעל מר דוד לגישתו לפי המצגים שהוצגו למוסדות החברה והייעוץ המקצועי שניתן לדירקטוריון, ובכך פעל כדירקטור סביר.

.217 בפתח סיכומיו טען מר דוד להתיישנות התביעה כלפיו. יש לדחות טענה זו, מאחר שטענת ההתיישנות נדונה בפני כבוד השופט אזר ז"ל, ובהסכמת כל ב"כ הנתבעים, למעט עו"ד מקובסקי (אשר ייצג את הנתבעים 5-7), נדחתה טענת ההתיישנות (ר' עמ' 4-5 להחלטת כבוד השופט אזר מיום 8.5.03). לפיכך, מנוע מר דוד מלהעלות את טענת ההתיישנות בשנית.

.218 לגופו של עניין, יש לציין, כי אין חולק כי דירקטור בחברה חב לה חובת אמון וחובת זהירות. הוא חייב לכן לפעול לטובת החברה, ובאופן סביר כאשר הוא משתתף בישיבות דירקטוריון, ומחליט לאשר הסכם שהחברה היא צד לו. יחד עם זאת, אני סבורה כי לא ניתן לקבוע כי מר דוד התרשל, ואף לא כי התרשלותו גרמה לחברה נזק. ראשית, כפי שצויין באשר ליתר הנתבעים, אני סבורה כי לא הוכח שחוות דעת זיו היתה רשלנית במועד בו היא הוכנה, ולכן לא ניתן לקבוע ביחס למר דוד שאישר אותה – כי הוא התרשל.

.219 מעורבותו של מר דוד באישור הסכם 94 אכן היתה מצומצמת. הוא העיד בעניין זה כי:

> **ת: "... זו היתה ישיבה ארוכה, הדבר הזה הוא פשוט עבר כי לכולם הוא היה ברור, כולם לעסו את זה, דנו בזה, כולם הכירו את זה. אני הייתי היחיד שלמעשה לא השתתף בישיבות האלה ולכן זה עבר כרף עין כל הדיון בנושא הזה.**
>
> **ש: זו השאלה השניה, יכולת לקום ולצאת החוצה ולהגיד אני לא רוצה להשתתף בהצבעה הזאת, לא הייתי בשלבים הקודמים, לא רוצה להשתתף בהצבעה.**
>
> **ת: אבל שוב אני אומר, <u>מהותית העסקה הזאת היתה מאושרת עוד לפני הישיבה הראשונה הזאת שבה אני השתתפתי</u> ולכן כל הדבר הזה, יכולתי –**

יכולתי. אבל מהותית לא היתה לזה שום נפקות" (ע' 414 לפרוטוקול הדיון מיום 27.3.07; ההדגשה שלי – ר.ר.).

220. אחת מטענות המפרקים כנגד מר דוד היתה כי אם חסר לו מידע ביחס להסכם שאישורו התבקש, היה עליו להימנע מלהצביע ביחס אליו. אולם, אני סבורה כי המפרקים לא הוכיחו – כפי שהיה עליהם לעשות בהקשר זה, מה היה קורה לו היה מר דוד נמנע מלהצביע בישיבת הדירקטוריון בדבר אישור הסכם 94. לא הוכח לכן כי לו היה מר דוד פועל כך, היה אישור ההסכם נמנע.

לאור כל האמור לעיל, תביעת המפרקים נגד מר דוד דוד נדחית.

<u>התביעה נגד הנתבעים 1-4</u>

221. המפרקים הגישו את תביעתם, כאמור, גם נגד הנתבעים 1-4 – המנהלים של החברה (להלן: "**המנהלים**"), שקיבלו את המניות נושא התביעה, אשר הוקצו על פי הסכם 94'. הנתבעים 1-2 עזבו את הארץ בשנת 1997 ומאז לא שבו. הנתבע 2 הגיש כתב הגנה, אולם מעבר לכך, הוא לא נטל חלק בהליך. הנתבעים 3-4 הם פושטי רגל. הנתבע 1, מר יובל רן (להלן: "**רן**"), הגיש כתב הגנה מטעמו. בהמשך הוגש גם תצהיר עדות ראשית מטעמו, אולם הוא לא התייצב לישיבת ההוכחות כדי להיחקר עליו. רן בקש כי בית המשפט יאפשר לו להיחקר ממקום מושבו בארצות הברית, באמצעות הווידאו, אולם בהחלטה מיום 30.11.06 נדחתה בקשתו.

בא כוחו של רן טען כי יש להכשיר את התצהיר חרף העובדה כי רן לא נחקר עליו, משום שהמפרקים מסתמכים בטיעוניהם על האמור בו. אינני מקבלת את הטענה. בסיכומי התשובה הדגישו המפרקים כי הם מתנגדים להגשת התצהיר. על כל פנים, משנותן התצהיר לא התייצב להיחקר עליו בבית המשפט, אין לתצהיר ערך ראייתי, ולא ניתן להסתמך על האמור בו.

222. עילת התביעה נגד המנהלים היא חוזית. לטענת המפרקים, המנהלים הפרו את הסכם 94, ולא מילאו את התחייבויותיהם למתן שירותי ניהול עד תום תקופת ההסכם. בסך הכול, כך טוענים המפרקים, ניתנו שירותי ניהול על ידי המנהלים מכוח ההסכם לתקופה של 11.5 חודשים בלבד, במקום התקופה בת 7 השנים שנקבעה בהסכם.

לפיכך, לטענת המפרקים, ועל פי סעיף 8.1 להסכם הנ"ל, החברה זכאית להחזר החלק היחסי של התשלום כמבואר בסעיף 5.3 להסכם, בתוספת הפרשי הצמדה וריבית בשיעור של 8%. בנוסף, בהתאם לסעיף 8.1.2 להסכם 94, על המנהלים לשלם לחברה פיצוי בסך 4 מיליון דולר, ללא צורך בהוכחת נזק.

223. רן טען כי הסעדים המבוקשים על ידי המפרקים סותרים זה את זה – מחד גיסא הם טענו כי הסכם 94 הוא בלתי סביר באופן קיצוני ויש לבטלו, ומאידך גיסא, בתביעה נגד המנהלים, הם מבקשים לאכוף את אותו הסכם עצמו.

עוד טוען רן, כי המפרקים לא הוכיחו את טענתם בדבר הפרת ההסכם. לטענתו, משנת 1995 ואילך, פנתה החברה לעסוק בתחומים אחרים ולא עסקה עוד בתחום המימון. לכן, לא נותרו שירותי ניהול לתת לה בתחום זה. לכן, לטענת רן, נבצר מהמנהלים להמשיך להעניק את שירותי הניהול להם התחייבו בהסכם 94, עקב נסיבות אלו שאינן תלויות בהם. רן אף טוען כי בפועל הוא המשיך להעניק שירותי ניהול לחברה עד שהחלו הליכי הכינוס והפירוק שלה, בתחילת שנת 1998.

לטענת רן, טענותיהם של המפרקים בתביעה דנן סותרות את טענותיהם בתביעה אחרת שהגישו נגד רן ונתבעים נוספים (ת.א. 2201/04, בבית המשפט המחוזי בתל אביב), בה טענו המפרקים כי רן המשיך להיות מעורב בענייני החברה, לנהל אותה ולשלוט עליה מרחוק גם לאחר שעזב את הארץ, לפחות עד חודש אוגוסט 1997. רן טוען, כי טענה זו סותרת את טענות המפרקים נגדו בתביעה דנן, לפיהן הוא הפסיק להעניק לחברה שירותי ניהול בשנת 1995.

<u>מתי הפסיקו המנהלים להעניק את שירותי הניהול לחברה?</u>

224. לטענת המפרקים, המנהלים הפסיקו לתת שירותי הניהול לחברה באמצע שנת 1995. מנגד טוען רן, כי המשיך להעניק לחברה שירותי ניהול כל עוד היה אפשר לעשות כן, ולמעשה עד שהחלו הליכי הכינוס והפירוק של החברה בשנת 1998. כל עוד עסקה החברה בתחום המימון, נתן לה רן שירותי ניהול בתחום זה. כאשר צמצמה החברה את עיסוקה בתחום זה והתמקדה בגביה של הלוואות ישנות, נתן לה רן שירותי ניהול בתחום זה כל עוד היה בארץ – עד חודש מרץ 1997, וגם לאחר מכן, בעת שהותו בחו"ל.

לאור האמור בכתב התביעה בת.א. 2201/04, שהוגש על ידי המפרקים נגד המנהלים (להלן: "**התביעה השניה**"), אני סבורה, כי אין מקום לקבל את גירסת המפרקים בעניין זה. בתביעה השניה טוענים המפרקים כדלקמן:

> **"רן (להלן גם: 'יובל רן') היה מנהל ובעל שליטה בחברות בכל התקופות הרלוונטיות לתביעה זו, משנת 1994 ועד בריחתו מהארץ בחודש מרץ או אפריל בשנת 1997. הנתבע מס' 1 המשיך למעשה לפעול כמנהל גם מחו"ל ונתן הוראות לבעלי תפקידים שונים בחברה וזאת לפחות עד לחודש אוגוסט 1997..."** (סעיף 2(א) בתביעה השניה).

וכן:

> "**התובעים יטענו כי גם לאחר בריחתו מהארץ, ולפחות עד אמצע הרבעון השלישי של שנת 1997 המשיך יובל רן להיות מעורב בענייני החברה ושלט עליה מרחוק**" (סעיף 13(ה) בתביעה השניה).

כלומר, לפי טענות המפרקים בתביעה השניה, רן המשיך לנהל את החברה עד שעזב את הארץ, באמצע שנת 1997, וגם לאחר עזיבתו המשיך לנהלה ממקום מושבו בחו"ל.

225. כפי שציינתי לעיל, על פי כללי ההשתק השיפוטי, המפרקים אינם יכולים לטעון טענות עובדתיות סותרות בשתי תביעות המוגשות על ידיהם המתייחסות לאותם אירועים. מסקנה זו אין בה כמובן כדי להביע עמדה ביחס לטענות המפרקים בתביעה השניה לגופן.

226. גם לגופו של עניין אני סבורה שהמפרקים לא הרימו את הנטל להוכיח שהמנהלים חדלו לתת שירותי ניהול לחברה עוד בשנת 1995. רו"ח ברק הררי, רואה חשבון במשרדו של אחד ממפרקי החברה, הצהיר בסעיף 49 לתצהיר עדותו הראשית, כי "**בחודש מרץ 1997 או בסמוך לכך יובל רן נמלט לחו"ל. למרות זאת הוא המשיך לחתום על פרוטוקולים והחלטות דירקטוריון באמצעות הפקס. ניהול ישיבות הדירקטוריון נעשה באמצעות הטלפון**".

עדותו של רו"ח הררי בהקשר זה היא עדות שמיעה, שכן היא מתייחסת להתרחשויות שקרו לפני שמפרק החברה נכנס לתפקידו (ר' ההחלטה בעמוד 139 לפרוטוקול הדיון מיום 9.1.07 בעניין קבילות תצהיר רו"ח הררי). יחד עם זאת, הצהרתו של רו"ח הררי משקפת את עמדת המפרקים בעניין זה, ואין היא עולה בקנה אחד עם טענותיהם כי רן ויתר המנהלים הפסיקו לתת שירותי ניהול לחברה כבר בשנת 1995.

227. מתצהירו של הנתבע 5, מר ישראל קריגר, אשר שימש כדירקטור מטעם הציבור בחברה וחבר ועדת הביקורת שלה עולה, כי המנהלים המשיכו להעניק שירותי ניהול לחברה גם לאחר שנת 1995 ולכל הפחות עד פרישתו של מר קריגר מתפקידיו בחברה ביום 21.11.96 (ר' למשל סעיפים 82 ו-95 לתצהיר קריגר). בעדותו אישר מר קריגר, כי לקראת סוף שנת 1995 "**הצטמצם בצורה מהותית ומשמעותית נושא נתינת האשראי והחברה עסקה בעיקר בגביה**" (עמוד 279 לפרוטוקול הדיון מיום 5.3.07).

על פי מכתב לא חתום מיום 14.5.96, שנמסר לחברי ועדת הביקורת של החברה מאת המנהלים (מוצג נ/15. הוגש גם כנספח 51 לתצהיר העדות הראשית של מר קריגר), החל מהמחצית השניה של שנת 1995 החלה החברה לשנות את אופי פעילותה תוך הפסקת חלק

מהפעילויות, צמצום פעילות האשראי למינימום והתמקדות בגביית חובות. כתוצאה מכך – כותבים המנהלים – נבצר מהם לספק לחברה את התמורה שהובטחה לה על פי הסכם הניהול, והם מציעים לבטל את הקצאת המניות ולהחזיר את המניות שהוקצו לחברה. על פי תצהיר מר קריגר, ועדת הביקורת של החברה דחתה את ההצעה, ועמדה על כך שהמנהלים יוסיפו לתת שירותי ניהול לחברה בדרך של ביצוע פעולות גביה (סעיף 95 לתצהיר). ראיות אלו לא נסתרו.

228. לאור האמור אני סבורה, אם כן, כי רן המשיך להעניק לחברה שירותי ניהול עד ליום עזיבתו את הארץ, בחודש מרץ או אפריל 1997. אולם, בכתב הגנתו טוען רן, כי החברה המשיכה לקבל שירותי ניהול מהמנהלים עד עזיבתם את הארץ (סעיף 26.2 לכתב ההגנה). לפיכך מושתק רן מלטעון כי המשיך להעניק שירותי ניהול לחברה גם לאחר שעזב את הארץ בחודש מרץ או אפריל 1997, כפי שהוא מבקש לטעון בסיכומיו. לפני מועד זה, צומצמו שירותי הניהול במקביל לצמצום היקף הפעילות של החברה, כפי שיתואר בפירוט להלן.

האם המנהלים הפרו את ההסכם?

229. משנקבע כי המנהלים הפסיקו לספק שירותי ניהול לחברה בחודשים מרץ-אפריל 1997, הרי שהם חדלו לקיים את התחייבותם בהסכם 94 ממועד זה ואילך. האם מדובר בהפרה של ההסכם?

רן טוען, כאמור, כי אין מדובר בהפרה, משום שממועד זה ואילך "נבצר מהמנהלים" לקיים את התחייבויותיהם, וזאת - שלא מרצונם ושלא באשמתם, עקב צמצום פעילותה של החברה עד להפסקתה המוחלטת, וכניסתה להליכי פירוק.

230. המפרקים בטיעוניהם אינם חולקים על כך שבמועדים אלה לא היתה אפשרות מעשית להמשיך ולתת שירותי ניהול לחברה. יחד עם זאת הם טוענים, כי מי שקיבל את ההחלטה להפסיק את פעילות המימון של החברה הוא רן בעצמו. בנוסף, טוענים המפרקים, כי לפי סעיף 5.3 להסכם 94, במקרה בו ניתנים רק חלק משירותי הניהול, על המנהלים להחזיר את החלק היחסי מהתמורה שקיבלו.

231. אני סבורה כי יש לפרש את הסכם 94 באופן שהתחייבות המנהלים לתת שירותי ניהול לחברה קיימת רק כל עוד החברה קיימת ופעילה. במקרה בו החברה מפסיקה את פעילותה, ואין עוד פעילות הדורשת שירותי ניהול, הרי שאין עוד אפשרות מעשית להעניק לחברה שירותי ניהול, והסכם הניהול יבוא אל קיצו. באופן דומה, כאשר החברה מצמצמת את תחומי פעילותה והיקפם, הרי כתוצאה מכך משתנה מדרך הטבע גם היקפם ותחומם של שירותי הניהול שנדרשים מנהלי החברה להעניק, ומצומצם אף הוא.

יוער כי ניתן להגיע לתוצאה דומה באמצעות תורת סיכול המטרה האנגלית. תורה זו מתייחסת למצב שבו קיום החוזה הוא אומנם אפשרי, אולם אין בו תועלת לזכאי. לשיטתה של פרופ' ג' שלו בספרה **דיני חוזים** (מהדורה שניה, הוצאה לאור בע"מ, תשנ"ה), יש להחיל את התורה גם בארץ, ולקבוע כי כאשר הנושה אינו יכול להפיק מקיום החוזה את התועלת שהחוזה נועד לה, ניתן לומר שהחוזה שונה באופן יסודי ממה שהוסכם עליו בין הצדדים (**שם**, בע' 510-509). בנסיבות המקרה דנן, כאשר מנהלים נתנו שירותי ניהול מצומצמים משום שהחברה צמצמה את פעילותה, לא ניתן לראות בהתנהלותם הפרה של ההסכם. במאמר מוסגר יצויין, כי רן איננו טוען לסיכול ההסכם, ואכן אינני סבורה כי המצב בענייננו עונה על הגדרת המונח "סיכול" הקבועה בסעיף 18 לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה), תש"ל-1970.

232. יש להדגיש כי בתביעה הנוכחית המפרקים אינם טוענים כי לא היה מקום לצמצם את פעילות החברה או כי החברה צמצמה את פעילותה באשמת המנהלים, וכי לכן על המנהלים לשאת באחריות לצמצום שירותי הניהול שניתנו על ידיהם. לכן, אין מקום להתייחס אל המנהלים כאל מי שצמצום פעילות החברה בתחומי האשראי החוץ בנקאי או הפסקת פעילותה נגרמו בעטיים. בנסיבות אלה, לא ניתן לראות אם כן במנהלים כמי שהפרו את ההסכם, כאשר צמצמו במקביל את שירותי הניהול שלהם.

233. יחד עם זאת יש מקום לבחון, האם שירותי הניהול שניתנו, ניתנו כל עוד היתה פעילות בחברה ובהתאם להיקף הפעילות, או שניתנו שירותי ניהול פחותים משירותי הניהול להם נזקקה החברה. אם יסתבר כי המנהלים לא נתנו בזמן מהזמנים שירותי ניהול בהתאם לצרכי החברה, הרי שמדובר בהפרת הסכם 94 על ידיהם.

לטענת המפרקים, ביום 23.7.95 החליטה החברה להפסיק את פעילות האשראי ולהתמקד בגביית הלוואות. המפרקים מפנים בעניין זה לפרוטוקול ישיבת הדירקטוריון של החברה מיום זה (מוצג כ"ו מטעם המפרקים). לטענתם, החל ממחצית שנת 1995 לא ניתנו עוד שירותי הניהול, ולכל היותר היו המנהלים מעורבים בעסקי הגבייה (סעיף 95 לסיכומי המפרקים). המפרקים מוסיפים וטוענים, כי בתחילת שנת 1997 בסמוך לעזיבתם של הנתבעים 1 ו-2 את הארץ, פסקו גם שירותי הגבייה, ככל שאלו ניתנו במהלך שנת 1996 (סעיף 96 לסיכומי המפרקים).

234. המפרקים לא הציגו ראיות או עדים שהוכיחו מהם בדיוק שירותי הניהול שניתנו על ידי המנהלים בכול התקופה במהלכה צומצמה פעילות החברה עד להפסקתה, ומה היחס בין שירותי הניהול שניתנו על ידי המנהלים, לבין שירותי הניהול להם נזקקה החברה בפועל.

מחומר הראיות שהוצג בפניי אין די על מנת לקבוע מהם שירותי הניהול להם נזקקה החברה בתקופה בה צומצמה פעילותה, והאם שירותי הניהול הללו תואמים את שירותי הניהול שניתנו על ידי המנהלים. אין בחומר הראיות גם כל ממצא באשר לשירותי הניהול להם נזקקה החברה, אם בכלל, במהלך התקופה החל מהמועד בו עזבו הנתבעים 1-2 את הארץ – מועד בו נפסקו שירותי הניהול – ועד למועד כניסתה של החברה לפירוק.

לפיכך, אני סבורה שהמפרקים לא הרימו את הנטל להוכיח ששירותי הניהול שניתנו על ידי המנהלים הופסקו לפני שהופסקה פעילותה של החברה, ומכאן שהם לא הוכיחו כי המנהלים הפרו את התחייבויותיהם לפי הסכם 94.

<u>תוצאות הפסקת שירותי הניהול</u>

235. המסקנה של האמור לעיל עד כה היא כי המנהלים לא הפרו את הסכם 94, אלא הם צמצמו את שירותי הניהול שניתנו על ידיהם בהתאם לצמצום פעולתה של החברה, עד להפסקת פעילות החברה. יש לבחון מהי ההשלכה על מסקנה זו על דרישות המפרקים כנגד המנהלים.

דרישות המפרקים כנגד מנהלים נסמכות על הוראת ס' 8.1 להסכם 94, הקובע:

"**<u>תרופות בשל הפרות התחייבויות המנהלים לפי חוזה זה</u>**

8.1 בכל מקרה שהמנהלים לא ימלאו את התחייבויותיהם למתן שירותי ניהול עד תום תקופת הניהול כהגדרתם בהסכם זה, יהיו קווי אשראי וק.א.מ. זכאיות בנוסף לכל סעד אחר העומד לזכותן מכח חוזה זה ו/או כל דין לתרופות ולסעדים הבאים:

8.1.1. המנהלים יחזירו לקווי אשראי את החלק היחסי של התשלום כמבואר בסעיף 5.3.

8.1.2. המנהלים ישלמו לקווי אשראי פיצוי קבוע ומוסכם מראש בסך בשקלים השווה ל-4 מיליון דולר וזאת ללא צורך בהוכחת נזק. האמור בפסקה זאת לא יחול במקרה שמתן שירותי הניהול ע"י מי מיחידי המנהלים הופסק ו/או הסתיים עקב נסיבות של כח עליון".

236. ראשית – באשר לתביעת הפיצוי המוסכם מראש, הרי משנקבע כי מנהלים לא הפרו את התחייבויותיהם על פי הסכם 94, אין מקום לפסיקת הפיצוי הזה – שתשלומו מותנה בהוכחת הפרת ההסכם.

באשר להוראת סעיף 8 להסכם, הרי על פי כותרתו ונוסחו, הוא מתייחס להפרה מצד המנהלים והתרופות לה. כן אין הוא חל בענייננו.

237. יחד עם זאת, מאחר והסכם הניהול הגיע לקיצו לפני תום התקופה עליה הוסכם, הרי שבעוד שהמנהלים קיבלו את מלוא התמורה על פי ההסכם (כך לטענת המפרקים, בה אדון להלן), הם מילאו את התחייבויותיהם באופן חלקי, רק על פני חלק מתקופת ההסכם. לפיכך, על המנהלים להשיב את התמורה שקיבלו באופן יחסי לתקופה בה קויים ההסכם, קרי עד מרץ-אפריל 1997. יש לבחון מהי תמורה זו.

238. באשר לשיעור המניות שהוקצו למנהלים, טוענים המפרקים כי על פי ההודעה המתוקנת למחזיקי המניות מיום 22.5.94 (מוצג ל"ג שהוגש מטעמם) נקבע כי החברה תקצה 13,876,416 מניות רגילות בנות 1 ₪ ע"נ לניצעים, וכי ההקצאה נכנסה לתוקף מיידי. מנגד טוען רן כי הקצאת המניות נפרסה על פני שש שנים, כאשר המנהלים היו אמורים לקבל מדי שנה מנה של 1/6 מהמניות בלבד. לטענת רן, עד לקריסת החברה נמסרה למנהלים כולם כמות של 1/6 מהמניות שהוקצו להם בלבד, ואילו היתרה לא הגיעה מעולם לרשותם.

239. לגישת המפרקים, הוקצו כל המניות באופן מיידי, אולם הן הוחזקו בידי חברת נאמנות. המנהלים אף היו זכאים באופן מיידי לכל טובות ההנאה שנילוו למניות, כולל קבלת דיבידנד, כאשר המגבלה היחידה היתה על סחירות המניות ועבירותן.

המפרקים מפנים לטענותיהם בעניין זה שהוגשו במסגרת בקשת הנתבעים למחיקת התביעה על הסף, שנדונה בפני השופט עדי אזר ז"ל, ואשר הוגשו כנספח י"ד לתיק המוצגים של המפרקים. לטענת המפרקים שם, הן לשונו של הסכם 94 והן בחינה כלכלית של העסקה, מעידים על כך שמלוא התמורה שולמה והועברה למנהלים מיד עם הקצאת המניות, ולא לשיעורין. לטענתם, משהוקצו המניות ונמסרו לנאמן של המנהלים, בוצע מלוא התשלום על פי ההסכם בסך של 27,195,000 ₪ על ידי החברה, ולכן, ההחזר שמגיע לחברה הינו בכסף ולא במניות.

240. לטענת המפרקים, מאופן ביצוע העסקה ניתן ללמוד שהמניות הוקצו כולן באופן מיידי. מסקנה זו נובעת בין היתר מהעובדה שסכום התמורה על פי חוות הדעת של זיו הוון לפי ערכו במועד ביצוע ההקצאה, במקום להקצותו למנהלים בשיעור יחסי בהתאם לשווי המניות במועד כל הקצאה. בכך הביעו הצדדים את דעתם, כי מדובר בעסקת הקצאה מוחלטת וסופית, במסגרתה שולם מראש סכום השווה לכ-27.2 מיליון ₪. לגירסת המפרקים, גם מלשון הסכם הניהול והמסמכים הנילווים לו ניתן ללמוד כי מדובר בתשלום מראש, ולא בהקצאה של המניות לשיעורין.

.241 אני סבורה שיש לקבל את טענות המפרקים. לטעמי, הן לשון ההסכם והן אופן ביצועו מעידים כי כוונת הצדדים היתה להקצות את מלוא המניות למנהלים במועד ההקצאה, וכי הפקדתן בידי חברת הנאמנות נועדה להבטיח את קיום התחייבויותיהם של המנהלים.

מבחינת לשונו של הסכם 94, הרי ב"הואיל" השני בהסכם, נקבע כי "**הצדדים הסכימו כי קווי אשראי תשלם למנהלים מראש את דמי הניהול העתידיים... באמצעות הקצאת מניות וכנגד העברת מלוא הזכויות לרווחים בק.א.מ. לקווי אשראי...**". עוד נקבע בסעיפים 5.1 ו-5.2 כי הסכום המשולם למנהלים מראש בסך של 27,195,000 ₪, וכי התשלום יבוצע באמצעות הקצאת מניות בתנאים המפורטים בהודעה למחזיקי המניות.

.242 במילים אחרות, על פי לשונו של הסכם 94, התמורה המשולמת למנהלים בגין שירותי הניהול להם התחייבו, היא סכום כספי בשווי המוערך של דמי הניהול העתידיים, כאשר סכום זה משולם באמצעות הקצאה של מניות.

על פי סעיף 5.3 להסכם 94 "**תהיה קווי אשראי, במקרה שהמנהלים יחדלו מקיום התחייבויותיהם כל פי הסכם זה, זכאית לקבל מהמנהלים פיצוי על ההפרה, בגובה החלק היחסי של <u>התשלום</u> ששולם למנהלים בצירוף הפרשי הצמדה וריבית צמודה בשיעור 8%...**" (ההדגשה שלי – ר.ר). כלומר, במקרה של אי קיום התחייבויותיהם של המנהלים על פי ההסכם, לא יוחזר חלק יחסי של המניות, אלא חלק יחסי מהתשלום הכולל (27,195,000 ₪), בצירוף ריבית והצמדה. מסקנה זהה מתקבלת גם מסעיף 10 לפרוטוקול ישיבת ועדת הביקורת מיום 15.3.94 (גירסת הפרוטוקול החתומה צורפה כנספח ח' לסיכומי אלמגור), לפיו "**המנהלים יתחייבו להחזיר את <u>הכספים שקיבלו</u> אם לא יקיימו את התחייבותם להענקת שירותי הניהול...**" (ההדגשה שלי – ר.ר.)

.243 עוד עולה, כי המנגנון שנקבע בהסכם 94 לפיו הועברו המניות לחזקתה של חברת נאמנות, נועד לשמש כבטוחה לכך שהמנהלים ימלאו את התחייבויותיהם על פי ההסכם, ואין משמעותו כי המניות לא הועברו לרשות המנהלים כבר במועד ההקצאה.

כך עולה גם מסעיפים 9.1 ו- 9.2 להסכם הניהול, המצויים תחת הכותרת "בטחונות":

> "**9.1 כבטחון למילוי כל התחייבויותיהם של המנהלים וחברות הניהול על פי חוזה זה תוקצינה המניות המוקצות לשא"ג חברה לנאמנות בע"מ (להלן: "שא"ג"), כמבואר בהודעה למחזיקי המניות.**
>
> **9.2 המניות המוקצות תוחזקנה על ידי שא"ג בנאמנות <u>עבור המנהלים</u> לתקופה של 6 שנים**" (ההדגשה שלי – ר.ר.).

גם לשון ההודעה המתוקנת למחזיקי מניות החברה מיום 22.5.94 (מוצג ה' למוצגי המפרקים, נספח ד' לתביעה), מעידה על כך שהמניות הוקצו מראש למנהלים במועד ההקצאה. בנוסף, על פי ההודעה, זכויות ההצבעה הנלוות לכל המניות נמסרו למנהלים מיד לאחר ההקצאה (סעיף 6.5 להודעה). על פי סעיף 6.3 להודעה, ניתן לבצע עסקאות ופעולות מסויימות במניות, בהתאם לתנאים המנויים בסעיף.

244. מסקנה דומה עולה גם מחוות הדעת מטעם עורך דינה של החברה, שצורפה על ידי החברה לדו"ח המיידי שהוגש על ידה בגין הקצאה זו. באותה חוות דעת חיווה את דעתו עורך דינה של החברה כי:

"5. **סיכום ומסקנות**

5.1 לדעתנו המניות שבדעת חברתכם להקצות כמתואר בטיוטת הדו"ח המיידי המתוקן מיום 12 במאי 1994 ייחשבו למניות נפרעות במלואן ממועד הקצאתן.

5.2 על פי הוראות הדין שסקרנו לעיל, הרי שבהעדר הוראות לסתור שמקורן בחוק או בפסיקה, דירקטוריון חברתכם רשאי ומוסמך לקבוע כי ההתחייבות למתן שירותי הניהול, כשלעצמה, מהווה תמורה מלאה בעד המניות, ואילו הפרת ההבטחה לא תעמיד לחברה אלא זכויות 'משניות' לפיצויים בגין ההפרה כקבוע בהסכם, מבלי לפגוע במעמדן של המניות כמניות נפרעות במלואן.

5.3 חיזוק לדעתנו זו ניתן למצוא גם בנוסח 'ההסכם החדש', הקובע כי החזקת המניות בידי הנאמן אינה אלא החזקת בטוחה בבחינת 'משכון מופקד' להבטחת התחייבויותיהם של המנהלים" (ההדגשות שלי – ר.ר.).

245. באמור בחוות הדעת של עורך דינה של החברה יש כדי לשמש אינדיקציה נוספת באשר לכוונת הצדדים בעניין זה, וכיצד הם ראו את מועד הקצאת המניות וכמותן בזמן אמת (הדו"ח המיידי וחוות הדעת מטעם עו"ד נועם שרון הוגשו כנספח 5 מטעם הנתבעים 9-11).

לאור האמור לעיל אני סבורה, כי המניות הוקצו במלואן למנהלים במועד ההקצאה. המנהלים נהנו מהזכויות שנלוו למניות כבר ממועד הקצאתן, ואין בעובדה שהוחזקו עבור המנהלים בנאמנות לצורך הבטחת קיום התחייבויותיהם כדי לגרוע ממסקנה זו.

246. מסקנה זו עולה בקנה אחד עם הרציונל העומד מאחורי מוסד הנאמנות, לפיו ברגיל לא מוקנית הבעלות בנכס לנאמן אלא נותרת בידי הנהנה. אף אם מוקנית הבעלות לנאמן, הרי שמדובר בבעלות "טכנית", המתקיימת כל עוד ממלא הנאמן את תפקידו, ואין משמעותה שהנאמן הוא הנהנה מהנכס (ר' ש' כרם **נאמנות** (מהדורה רביעית, הוצאת פרלשטיין-גינוסר

– 2004) 8, וכן א' אלתר "זכותו של ה- Cestui Que Trust בנכסי הנאמנות" **הפרקליט לה** (תשמ"ג) 307, בע' 309).

<u>האם המניות הוחזרו לחברה?</u>

247. בישיבת מועצת המנהלים של החברה מיום 3.8.97 (נספח ח' לנספחי המפרקים), הוחלט לבטל את הקצאת המניות למנהלים בהתייחס לשנת 1995 ואילך, כלומר לגבי 5/6 מהמניות שהוקצו. החלטה זו לא יצאה אל הפועל, ובישיבת הדירקטוריון של החברה מיום 11.8.97 הוחלט להקפיא את ביטול ההקצאה לצורך בדיקות נוספות (מוצג נ/18). לטענת המפרקים, בפועל, המניות נשארו בידי המנהלים עד לסוף שנת 1998 לפחות.

המפרקים טוענים, כי בשעה שהוחזרו המניות לחברה, היה ערכן אפסי. טענה זו לא נסתרה. המנהלים לא טענו, וממילא לא הוכיחו, כי המניות שהוחזרו לחברה בסוף שנת 1998 – מועד בו נכנסה החברה לפירוק – היו בעלות ערך כלשהו.

248. אני סבורה, כי הסכם 94 על פי פרשנותו הנכונה (לאור כל המפורט לעיל), קבע כי במקרה של אי קיום התחייבויות המנהלים, יהיה עליהם להשיב חלק יחסי מהתשלום ששולם להם, בסך של 27,195,000 ₪, ולא חלק יחסי של המניות. הדבר עולה מנוסחו של סעיף 5.3 להסכם 94, לפיו:

> **"...תהיה קווי אשראי, במקרה שהמנהלים יחדלו מקיום התחייבויותיהם על פי הסכם זה, זכאית לקבל מהמנהלים פיצוי על ההפרה, בגובה החלק היחסי של <u>התשלום</u> ששולם למנהלים בצירוף הפרשי הצמדה וריבית..."**.

תשלום זה מוגדר בסעיף 5.1 להסכם 94, כסך של 27,195,000 ₪ אשר שולם למנהלים תמורת התחייבויותיהם.

249. סעיף 5.3 עוסק אומנם במקרה בו הפרו המנהלים את התחייבויותיהם, בעוד שכאמור אינני סבורה שבמקרה זה יש לראות הפרה מצד המנהלים. יחד עם זאת, הוא מהווה נדבך נוסף במכלול המסמכים והראיות, מהם עולה, כאמור, כי כוונת הצדדים היתה כי המניות יוקצו למנהלים כתשלום מיידי ומלא עבור שירותי הניהול. מכאן כי אם שירותי הניהול לא יסופקו במלואם, יהיה על המנהלים להשיב את החלק היחסי של אותו תשלום לחברה.

250. רן טוען, כי עוד לפני הגשת התביעה הגיעו המפרקים לפשרה עם אחד המנהלים, מר אלון ליברמן, לפיה ישלם מר ליברמן סך של 1.8 מיליון ₪. לטענת רן, פשרה זו מחייבת את המפרקים גם ביחס לתביעתם כלפיו. לכן, הם יכולים לתבוע ממנו לכל היותר סכום זהה,

משום שהסכם 94 מחייב את כל המנהלים ביחד ולחוד, ולאור הוראת ס' 55 לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג-1973 (להלן: "**חוק החוזים**").

251. המפרקים טוענים כי חלקו של מר ליברמן בהסכם 94 שונה באופן מהותי מחלקם של יתר המנהלים. לטענתם, מר ליברמן נסוג מההסכם, ולא קיבל כל מניות מכוחו. הוא פרש מניהול החברה, אולם עד פרישתו נטל חלק בביצוע הסכם הניהול. נוכח נסיבות אלו הסתפקו המפרקים בדרישת סכום נמוך יותר ממר ליברמן. המפרקים טוענים עוד, כי הסכם הפשרה מול מר ליברמן, אשר קיבל את אישורו של בית המשפט של פירוק, כלל תנאי לפיו הסכם זה איננו פוטר את יתר המנהלים מחבותם, ולכן לא חל סעיף 55(ג) לחוק החוזים.

בעניין זה טען רן, כי הסכם הפשרה לא הוצג כחלק מחומר הראיות בתיק, ולכן לא הוכח שהוא איננו פוטר את יתר המנהלים.

252. הסכם 94 אכן קובע כי התחייבויות המנהלים על פי ההסכם הן ביחד ולחוד. לכן, חיובים הנובעים מהסכם זה מחייבים את כל המנהלים ביחד ולחוד. אולם, המקור לחיוב המנהלים בפסק דין זה להשיב את חלקו היחסי של התשלום למפרקים, אינו בהסכם 94, אלא בחובת ההשבה הנובעת מדיני ההשבה הכלליים. חובת ההשבה של כל אחד מהמנהלים מתייחסת לתשלום שהוא עצמו קבל, ואין מדובר אם כן בחובת השבה "יחד ולחוד". לכן, סכום הפשרה שמכוחו הופטר מר ליברמן, אינו מהווה רף עליון לסכום בו ניתן לחייב את יתר המנהלים ובכלל זה את רן.

לאור כל האמור לעיל, אני קובעת כי על רן להשיב את החלק היחסי בתשלום שקיבל בגין התקופה בה לא ניתנו שירותי ניהול כלל, קרי החל מחודש מרץ-אפריל 1997 ועד לתום תקופת ההסכם – 29.3.2000. כלומר, בגין תקופה של 3 שנים מתוך 7 שנות ההסכם.

253. על פי ההודעה המתוקנת למחזיקי מניות החברה מיום 22.5.94 (נספח ה' למוצגי המפרקים), הוקצו לרן 2,737,783 מניות מתוך 13,876,416 המניות שהוקצו לכל המנהלים, לפי מחיר מניה של 1.959 ₪.

לפיכך, רן ישיב לחברה סך של 2,299,502 ₪ בצירוף ריבית והצמדה מיום 1.4.97. תוספת הריבית וההצמדה יחושבו על פי הריבית בחוק, ולא הריבית שנקבעה בהסכם, שכן כאמור, אין מדובר בהפרת ההסכם, אלא בהשבת החלק היחסי בתמורה.

254. יוער, כי בסיכומיהם טוענים המפרקים כי נוסף לעילה החוזית נגד רן "**אחריות יובל רן ושוורץ נובעת גם ממצב ניגוד העניינים בו העמידו את עצמם, והעדפת עניינם הפרטי על פני עניינה**

של החברה. חובתם נובעת לכן גם מכח דיני החברות ודיני השליחות והנאמנות (ועשיית עושר)" (סעיף 290 לסיכומי המפרקים). זו ההתייחסות היחידה של המפרקים בסיכומיהם לעילות הנובעות מדיני החברות, דיני השליחות ועשיית עושר, כאשר עילות אלו לא פורטו כלל מעבר לאמור לעיל, ולפיכך אין מקום להתייחס אליהן. יחד עם זאת,.ככל שטענות המפרקים מכוונות לכך שעסקת הקצאת המניות למנהלים מהווה עסקה עם בעלי עניין, הרי שהעסקה קיבלה את כל האישורים הדרושים לצורך אישור עסקה כזו.

המפרקים טוענים גם לעילה נזיקית נגד רן. לטענתם, רשלנותו של רן איננה פחותה מרשלנותם של יתר הנתבעים, שכן דווקא רן היה צריך להבין טוב יותר מכל אחד אחר את הכשלים שבבסיס חוו"ד זיו. רן טוען מנגד, כי טענות המפרקים בעניין העילה הנזיקית נגדו מהוות הרחבת חזית.

מכיוון שטענות המפרקים בעניין הכשלים בחוו"ד זיו נדחות, וקבעתי כי חוו"ד זיו איננה רשלנית, יש לדחות גם את טענות המפרקים לגבי רשלנותו של רן בכך שלא זיהה כשלים אלו.

255. באשר לנתבע 2 – מאחר שהוא לא התגונן נגד התביעה, אני מחייבת אותו לשלם את סכום התביעה במלואו. באשר לנתבעים 3-4 – מאחר שהם מצויים בהליכי פשיטת רגל, לא ניתן לקבל את התביעה ביחס אליהם, כאמור בסעיף 20 לפקודת פשיטת רגל [נוסח חדש], תש"ם-1980.

256. לכן, ולאור כל האמור לעיל, אני דוחה את התביעה ביחס לנתבעים 8-13.

אני מחייבת את המפרקים בהוצאות הנתבעים ובשכר טרחת עורכי דינו של הנתבע 8 – בסך 40,000 ₪,

בשכר טרחת עורכי הדין של הנתבעים 12-13 – בסך 60,000 ₪,

ושל הנתבעים 9-11 בסך 100,000 ₪.

אני מחייבת את הנתבע 2 בתשלום סכום התביעה במלואו בצירוף הוצאות המפרקים ושכר טרחתם בסכום של 80,000 ₪.

אני מחייבת את הנתבע 1 לשלם למפרקים סכום של של 2,299,502 ₪ בצירוף ריבית והצמדה כחוק מיום 1.4.97 ₪. כן ישא נתבע 1 בהוצאות המפרקים ובשכר טרחתם בשיעור כולל של 40,000 ₪.

ניתן היום, ד' כסלו תשע"א, 11 נובמבר 2010, בהעדר הצדדים.

רות רונן, שופטת

1