

"נפלו פגמים בהערכת השווי, החלופות הנכונות לא נשקלו כראוי"

סימני השאלה סביב העסקה: פרופ' חיים קידר-לוי טוען כי הערכת השווי הגבוהה שנתן בנק ההשקעות מריל לינץ' ל-yes לפני מכירתה לבזק לא הביאה בחשבון משתנים חשובים – כמו האפשרות שהסינרגיה בין החברות לא תתממש • קידר-לוי חיבר חוות דעת משלימה התומכת בתביעה נגזרת שהוגשה נגד בזק בגין העסקה ומתנהלת אצל השופטת הכלכלית רות רונן

אפרת נוימן

האם מכירת yes לבזק, בתנאים שבהם נעשתה, היתה עסקה בלתי-סבירה שמנוגדת לטובתה של בזק ומיטיבה בעיקר עם בעל השליטה בשתי החברות, שאול אלוביץ'?

שאלה זו עומדת במרכז של בקשה לתביעה נגזרת שהוגשה לפני כשנתיים על ידי גיל אמיר, בעל מניות בבזק, באמצעות עו"ד רונן עדיני. התיק מתנהל אצל השופטת הכלכלית רות רונן. באחרונה הוגשה בתיק השלמה לחוות הדעת הכלכלית התומכת בתביעה, שחיבר פרופ' חיים קידר-לוי מהפקולטה לניהול באוניברסיטת בן-גוריון, ובה נטען בין השאר כי נפלו כשלים באומדן השווי שנתן בנק ההשקעות מריל לינץ'. קידר-לוי היה המומחה הכלכלי מטעם התביעה במשפט הפלילי נגד נחמי דנקנר.

עסקה זו וספיחיה גם נמי צאים במוקד של חקירת רשות ניירות ערך שנהפכה בשבוע שעבר לגלויה. בעסקה, במאסר 2015, רכשה בזק כ-50% ממניות yes מחברת יורוקום, שגם היא בשליטת אלוביץ', תמורת 680 מיליון שקל. ההסכם קבע כי תשלום נוסף של עד 200 מיליון שקל יועבר ליורוקום אם בזק תורשה לנצל לצורכי מס הפסדים שצברה yes בסכום של 2.4 מיליארד שקל, ועוד 170 מיליון שקל ישולמו בכפוף לתוצאותיה הכספיות של yes בשלוש השנים שלאחר העסקה.

רשות ניירות ערך חושדת כי ב-2015-2016 ביצעו נושאי משרה בבזק, ובהם בכירים ב-yes ובבזק, פעולות מלאכותיות שונות בקשר לעסקת רכישת yes. לטענת הרשות, הפעולות הללו השפיעו על דיווחיה של בזק. בעל השליטה בבזק, אלון ביץ', חשוד בכך שפעל בניגוד עניינים בעסקה הזאת, משום שהיה משני עברי המתרג.

אלוביץ': "אין עילה לבקשה"

בבקשה לתביעה נגזרת – שהוגשה זמן רב לפני שנודע על החקירה הפלילית בבזק – נטען בין השאר כי התמורה ששילמה בזק ליורוקום היתה מופרזת, בל-



עו"ד רונן עדיני צילום: אייל טואג



פרופ' חיים קידר-לוי צילום: עופר וקנין

שפעל מתוך רצון לפגוע בבזק או שבזק אכן נפגעה – וההפך הוא הנכון. הדיון המקדמי הבא בבקשה ייערך בתחילת יולי ולאחר מכן צפוי להתחיל שלב ההוכחות.

חוות הדעת המשלימה של קידר-לוי הוגשה עם הבקשה המתוקנת. הוא מתייחס בה בין השאר להערכת השווי של yes שהזמינה בזק מבנק ההשקעות מריל לינץ' לפני העסקה. בבנק ההשקעות קבעו כי שווי מניות יורוקום ב-yes הוא כ-200 מיליון שקל – אך ישנו שווי גבוה נוסף המיוחס לסינרגיה של יס עם בזק.

"מסיבה בלתי-מוכנת, מריל

נאור. השופטת אמנם מצאה פגמים מסוימים בשתי הבקשות, אך העדיפה את זאת של עדיני, מכיוון שהיתה הראשונה מבחינה כרונולוגית.

אחרי הליך של גילוי מסמכים, הוגשה במאסר השנה בבקשה מתוקנת, ואחריה הגישו המשיבים – בזק, אלוביץ' ודירקטורים בבזק – את כתב התשובה. אלוביץ' טען כי יש לדחות את הבקשה על הסף; כי אין עילה להתערבות בעסקת yes; וכי אין ולא הונחה תשתית ראייתית ראויה לכך שהוא השתמש בכוחו כבעל השליטה בהכרזה כדי להביא לאישור העסקה,

עד כה התקיימו כמה דיונים מקדמיים בבקשה. בין השאר, נמחקה בקשה נוספת שהוגשה באותו עניין על ידי עו"ד אופיר

למה בזק לא חימשה אופציה בחינם?

בחוות הדעת מתייחס קידר-לוי גם לחלופות שהיו לרכישת yes. הוא מסביר כי גם ועדת המשנה שהקים דירקטוריון בזק (שכללה דירקטורים חיצוניים בבזק וניהלה את המשא ומתן לעסקה בשם בזק) וגם הדירקטוריון, לא שקלו כראוי את החלופות הנכונות והמתבקשות.

קידר-לוי מסביר שדירקטוריון בזק יכול היה לממש ללא תמורה אופציה להגדיל את החזקה ב-yes ב-8.6%, כך שבזק תהפוך לבעלת השליטה, מבלי להזרים ל-yes ולו שקל אחד. בשלב הבא, כשהיא כבר בעלת שליטה, בזק יכולה לנהל משא ומתן מתוך עמדת כוח מול יורוקום ולממש יתרונות אסטרטגיים, ככל שישגם, באמצעות יישום שיתופי פעולה עם הנהלת yes. מאחר שאלוביץ' הוא בעל השליטה בשתי החברות, אמור להיות לו תמריץ לעודד שיתופי פעולה כאלה, וכך להרוויח בשתי החברות. באופן כזה ניתן היה אף להעריך את הפוטנציאל של הסינרגיות הנטענות ולהסיר חלק ניכר מאי-הוודאות הכרוכה בעסקה.

בעסקה לרכישת yes היה גם תמריץ מס מבחינתה של בזק. ל-yes יש הפסדים צבורים גדולים, וגלגולם לחברה הרוכשת ימנע ממנה תשלום מס בהיקפים גבוהים. ואכן, רשות המסים העניקה לבזק בספטמבר 2016 אישור מקדמי לניצול מלוא ההפסדים הצבורים של yes, בסך 5.5 מיליארד שקל, על פני שמונה שנים. ההפסד יקוזז עם רווחי בזק ויאפשר לה לשלם פחות מס.

על כך אומר קידר-לוי כי "אף שהנהלת בזק ניסתה לצייר את התמריץ העיקרי ברכישת yes כניצול סינרגיות תפעוליות בין החברות, בפועל הסינרגיות התפועוליות הן כסימן שאלה גדול, בשעה שהתמריץ הלא פחות חשוב היה המס. בספרות האקדמית זה נחשב לתמריץ מהפכני. חות מוצדקים לקיומו של מיוזג. הסיבה היא שמי שמשלם את המחיר זה הציבור, מכיוון שמדובר במהלך עסקי שנועד להחמק מתשלום מס".

לדירקטוריון בזק היתה אופציה להגדיל ללא תמורה את החזקה ב-yes ב-8.6% כך שבזק תהפוך לבעלת השליטה, מבלי להזרים ל-yes ולו שקל אחד

בחוות הדעת המשלימה כתב קידר-לוי כי אם הניתוח של מריל לינץ' היה זהיר יותר, סביר שהיה מחליץ על מיזוג בין בזק ל-yes "במחיר נמוך בהרבה מזה שסוכם"

בעל מניות בבזק מאיים בתביעה: "גלו מסמכים – והוכיחו שדו"חות yes לא נופחו"

השינויים שנעשו בדו"חות בנוגע לספקים והתחייבויות אחרות היו הדומיננטיים ביותר: "שינוי חיובי חריג בנתון המשחזר משקף בסבירות גבוהה דחיית תשלומים לספקים ונותני שירותים, ואילו שינוי שלילי חריג משקף בסבירות גבוהה האצת תשלומים לספקים ונותני שירותים". לדבריו, קיימת סבירות גבוהה לכך ש-yes דחתה תשלומים משמעותיים לספקים מהרבעון הרביעי של 2016 לרבעון הראשון של 2017, וכי המטרה של הפעולה הזאת היתה להעלות את תודרים החופשי של החברה ב-2016.

שלי אפלברג

החקירה המתנהלת. המבקשים צירפו חוות דעת של מר-מחה, ד"ר אורי רונן, שסקר את הדו"חות הכספיים של בזק ודיווחי yes הכלולים בהם. מסקנתו היתה כי "עולה אינדיקציה על ביצוען של פעולות מלאכותיות ודריגות, שאינן במהלך העסקים הרגיל של yes, אשר נועדו לתמרן את הנתון של התודרים החופשי של yes ל-2015 ו-2016 באופן שיעלה בקנה אחד עם האינטרסים של בעל השליטה בחברת בזק". השחוזרים שביצע בהיעדר פרסום הדו"ח המלא של yes, הובילו את רונן למסקנה כי

בסוף השבוע שעבר הוגשה לבית המשפט המחוזי הכלכלי בתל אביב, בקשה מחברת בזק והחברה הבת yes, לגילוי מסמכים לפני הגשת בקשה לתיביעה נגזרת.

המבקש, עו"ד עמית גנסיין, המחזיק ב-500 מניות של בזק שאותן רכש ב-2012, מיוזג על ידי צורכי הדין שלו מי מושקוביץ ונתי פולניגר, טוען כי בזק ו-yes ביצעו מניפולציות מלאכותיות בדו"חות הכספיים שלהן, כמו דחיית תשלומים לספקים והקטנה של סעיף ההשקעות. טענה זו נבדקת בימים אלו במסגרת