

**בבית המשפט המחוזי  
בתל אביב יפו**

**פר"ק 16-09-32206**  
**בפני כב' הנשיא,**  
**השופט א' אורנשטיין**  
**בקשה מס' 8**

- ובעניין:** עו"ד אייל רוזובסקי ועו"ד רונן מטרי  
**כונסי הנכסים לאכיפת שעבודים על נכסי החברות -**  
**נכסי משפחת פישמן בע"מ ופיש עת בע"מ**  
ממשרד מיתר ליקוורניק גבע לשם טל ושות'  
מדרך אבא הלל 16 רמת גן 03-6103100 פקסי 03-6103111  
ומשרד מטרי מאירי ושות'  
מרח' מנחם בגין 7 רמת גן טל: 03-6109000 פקסי 03-6109009  
**כונסי הנכסים או "הכונסים";**
- ובעניין:** **בנק לאומי לישראל בע"מ**  
ע"י כונסי הנכסים עו"ד אייל רוזובסקי ועו"ד רונן מטרי  
**ובעניין:** **1. נכסי משפחת פישמן בע"מ**  
**2. פיש עת בע"מ**  
שתייהן ע"י ב"כ עוה"ד ש. גולדבלט ואח'  
מנחם בגין 7 רמת גן  
טל: 03-7549933 פקסי 03-7549934
- ובעניין:** **עוה"ד פנחס רובין וירון אלכאוי**  
**בתפקידם ככונסי הנכסים של בר און החזקות**  
אצל: גורניצקי ושות', עורכי דין  
משרד' רוטשליד 45, תל אביב יפו, 6578403  
טל': 03-7109191; פקס: 03-5606555
- ובעניין:** **בנק הפועלים בע"מ, ח.פ. 520000118**  
אצל: גורניצקי ושות', עורכי דין  
משרד' רוטשליד 45, תל אביב יפו, 6578403  
טל': 03-7109191; פקס: 03-5606555
- ובעניין:** **בראון חיים אחזקות בע"מ ח.פ. 511964044**
- ובעניין:** **1. אילקורפ בע"מ ח.פ. 51-077975-4**  
**2. גב' עדנה בר און ת.ז. 8336190**  
**3. גב' אלונה בר און ת.ז. 34377408**  
שלושתן ע"י ב"כ עוה"ד בועז אדלשטיין  
ממשרד גולדמן, ארליך, אדלשטיין, אביגד ושות'  
דרך אבא הלל 14 רמת גן
- ובעניין:** **כ- 120 מעובדי גלובס באמצעות ועד עיתונאי גלובס**  
ע"י ב"כ עוה"ד ני הורנשטיין ו/או גלילה הורנשטיין ואח'  
מרחבו אבן גבירול 121 תל אביב  
אבן גבירול 121 תל אביב 61222  
טל: 035220010 פקסי 03-5270519
- ובעניין:** **מרגלית כהן ועוד כ 100 אחרים מעובדי קבוצת גלובס**  
על ידי עוה"ד לזיה חדש ואח'  
מדרך בן גוריון 2 תל אביב  
טל: 03-6197688 פקסי 03-6198196
- מיופת כוח יחידי הנהלה, סחר ותפעול גלובס;**

**החברות;**

**כונסי הפועלים;**

**בנק הפועלים;**

**בר און החזקות;**

**בר און;**

**ועד העתונאים היציג;**

ובעניין:	<b>מר דוד דוידוביץ'</b> ע"י ב"כ עוה"ד שמוליק קסוטו /או גדעון קינג ואח' כולם ממשרד קסוטו נוף ושות' מרח' דובנוב 10 תל אביב 64732 טל' 03-7525222 ; פקס 03-7527555	<b>דוידוביץ';</b>
ובעניין:	<b>עו"ד יוסף בנקל, מנהל מיוחד לנכסי מר אליעזר פישמן</b> ע"י ב"כ ראב"ד מגריזו בנקל ושות' בית אירופה, שד' שאול המלך 37, תל אביב טל' 03-6060260 ; פקס 03-6060266	<b>המנהל המיוחד;</b>
ובעניין:	<b>כונס הנכסים הרשמי</b> מרח' השלושה 2 תל אביב	<b>הכנ"ר;</b>

### **התנגדות בר און ל"הודעת העדכון" מטעם דוידוביץ' מיום 5.3.17 והתייחסות בר און לעמדת הכונסים והנושים**

בהתאם להחלטת בית המשפט הנכבד מיום 5.3.17 מתכבדות בר און להתייחס ל"הודעת העדכון" מטעם דוידוביץ' שהוגשה בבוקר יום 5.3.2017 (להלן-"הודעת העדכון").

כמו כן, מוגשת בזאת התייחסות בר און לעמדת הכונסים וכונסי הפועלים שבאו בעקבות הודעת העדכון.

#### **עמדת בר און בתמצית:**

1. **במישור הפרוצדוראלי** "הודעת עדכון" זו (שאינה אלא ניסיון מיקוח ציני) הוגשה ללא נטילת רשות, לאחר שהדיון בבקשה הסתיים ומוצה, ביום 2.3.17, לאחר שבית המשפט הנכבד חתם את הדיון במילים "ידחה לעיון ולמתן החלטה".

משכך, יטענו בר און כי יש להתעלם מ"הודעת עדכון" זו ומן האמור בה. כמו כן, יש להתעלם גם מעמדת הכונסים והנושים המאוחרת – אשר תמכו בהצעת דוידוביץ' נשואת הודעת העדכון, במקום לחוות דעתם באשר למצב הדברים כפי שהיה בבית המשפט הנכבד בסיומו של הדיון מיום 2.3.17, ואשר הובאה במפורש ע"י הכונסים הן במהלך הדיון בבית המשפט והן בעצם קבלתם את הסכם הגישור שנערך מול הכונסים, בידיעתם ובאישורם.

2. **במישור העקרוני, יש טעם רב לפגם בהתנהלותו של מר דוידוביץ', הרומסת את זכויות הקניין של בר און, להן זכות קדימה שמומשה ביום 21.2.17, עם העברת 4.5 מ' נח לידי הכונסים** כבקשתם והגשת **הסכם** הגישור לאישור. התנהלות דוידוביץ', המתמקח שוב, שוב ושוב, שמה לא לאל את זכות הקדימה של בעל מניות, מאלצת אותו להתמחר מול מציע, בניגוד לתקנון החברה ובניגוד למנגנון דין הקדימה ולמטרתו. בכך נפגעת זכותו הקניינית של בר און, כאשר הן זכויותיהן אינם בכינוס.

כפי שצוין ע"י בר און בדיון בבית המשפט הנכבד, אין בפנינו שני מציעים אשר הגיעו לקו הגמר ומתחרים ביניהם על הזכות לרכוש את הממכר. אלא בשני מציעים שונים בתכלית:

**מחד, בר און, בעלות מיעוט בחברה מזה שנים, שמימשו את זכות הקדימה המוקנית להן על פי תקנון החברה ואשר הגיעו להסכם עם הכונסים, הסכם שהינו עדיף מבחינה כלכלית ומבחינת מכלול היבטים לבר כלכליים;**

**ומנגד, אדם חיצוני לחברה, דוידוביץ', אשר התמקח שוב ושוב והגיש לא פחות מ-12 הצעות רכישה, מי שהגיש עוד בבוקר הדיון, ואף במהלכו הצעות נחותות מהצעת בר און בהסכם הגישור, הן מבחינה כספית והן מבחינת רבות נוספות, לבר נשייתיות.**

מהות זכות הקדימה הובהרה בחוות דעת כלכלית של פרופ' עדי אייל (נספח 2 לתגובה זו) כך:

**"זכות הסירוב מפשטת את הליך מכירת המניות, שכן מדובר ב-one shot deal בו מגובשת הצעה חיצונית (או הערכה של המוכר) ומתן אפשרות השוואה לבעל זכות הסירוב. מימוש זכות הסירוב מונע התמחרות עם צדדים שלישיים, וחוסך בעלויות של זמן, מאמץ, וכסף בקשירת עסקה עם גורם חיצוני.**

3. **במישור הכלכלי (מבחינת הכנסים):** הצעת דוידוביץ' העדכנית נחותה משמעותית מהצעת בר און. בהיותה נקובה ככברה ולוקה בפגם של ממש היורד לשורשו של עניין בהסכם עם דוידוביץ', לגבי הנכסים האחרים במוניטין: א. אופציית הוט שערכה (על פי הכנסים) הוא הגבוה ביותר בעסקה כולה. ב. חברות הטכנולוגיה המוחזקות על ידי מוניטין:

א. בהסדר אליו הגיעו הכנסים עם דוידוביץ', להבדיל מהסכם הגישור עם בר און, קבעו הצדדים מנגנון התאמה. כך, שכל שאופציית הוט תניב סכום גבוה מן המשוער – תתוסף על ידי דוידוביץ' תמורה בשער של 74.86% מן התוספת – **אך לכך לא נקבעו בטחונות כלשהם, הגם שהשליטה בחלוקת התמורה הנ"ל כדיבדנד נתונה בידי דוידוביץ'.**

מנגד, נקבע כי במקרה שבו התמורה שתקבל בפועל בידי מוניטין כתוצאה ממימוש אופציית הוט תהא נמוכה מן המשוער על ידי דוידוביץ' ישיבו הכנסים לידי דוידוביץ' סך שיהיה שווה ל 74.86% מן ההפרש (סעיף 11.6.2 להסכם בין הכנסים לבין דוידוביץ'). מנגנון לקוי זה יוצר מצב שגוי מהיסוד, בו לדוידוביץ' קיים היעדר תמריץ (ואף תמריץ שלילי) למקסם תמורה – דווקא בכך בעל השווי הכלכלי הגבוה ביותר בעסקה – ממנו הוא כלל לא נהנה, אך בו או לפחות בחלקו הוא שולט. כך, הסיכוי להשגת השווי המשוער אשר נקבע ע"י הכנסים, אשר דורש מאמץ מצד מנהלי האופציה (ובוודאי לשווי עודף), עלול לפחות משמעותית.

זאת ועוד, במצב בו דוידוביץ' רוכש את השליטה במוניטין קיים סיכון לחילוקי דעות בינו לבין אילקורפ (שתיוותר בעלת מניות במוניטין) על ניהול הנכסים האמורים. הדבר עלול להשפיע לרעה על תמורות הנושים (והכנסים) אף התייחסו לכך בדיון עצמו). לענין זה נפנה לטבלת השוואה המצורפת לתגובתנו זו.

**בעוד שבטיטות ההסכם עם דוידוביץ' יש כשל ברכיב הפיננסי המשמעותי ביותר שלו (אופציית הוט), הרי שבמתווה ההסכם בין הכנסים לבין בר און יש זהות אינטרסים שני הצדדים חפצים בהשאת התמורה שתקבל ממימוש אופציית הוט, וכל רכיב התמורה של בר און מגובים בטחונות מלאים**

ב. גם הטיפול בהחזקות בחברות הסטראט אפ בטיטות ההסכם עם דוידוביץ' לקוי וסובל מחוסר היתכנות של ממש. בעוד שבהסכם עם בר און נקבע כי האחזקה בחברות הסטראט-אפ תנוהלה במשותף לתקופה בלתי מוגבלת עד למימוש האחרונה שבהן, הרי שבטיטות ההסכם בין הכנסים לבין דוידוביץ' נקבע כי חברות הסטראט אפ תימכרנה עד ליום 30.10.2017. זהו יעד בלתי אפשרי או הגיוני. משמעותו הינה כי הכנסים לא מקבלים תמורה של ממש בגין רכיב זה בעסקת דוידוביץ', בוודאי שלא את הסכום היומרי של 8 מליון ₪.

ג. נמצא אפוא כי פרטי ההסכם הכלכליים שבין הכנסים לבין דוידוביץ', גם במתכונתו ה"משופרת" נחותים ולקויים ביחס להסכם הגישור עם בר און.

4. בענין זכות הסירוב, נפנה לחוות דעתו של פרופ' עדי אייל המצורפת לתגובתנו זו ובפרט לסיכום בעמ' 13 לחוות דעתו, בה הוא מוצא במקרה הנדון, לאור נתוח משפטי-כלכלי מקיף: "שווי גבוה במיוחד לזכות הסירוב", וכן מוצא כי "בנסיבות שתוארו בפני, לפיהן המציע החיצוני תיקן את הצעתו לאחר סיום הדיון ולאחר מימוש זכות הסירוב בהצעה שנתנה אילקורפ לרכישת מניות מוניטין, זכות הסירוב מאבדת מערכה". "אם אכן הצעה זו מתקבלת כרלוונטית, אילקורפ אינה זוכה למעמד עדיף על מציע חיצוני ושווי הזכות האפקטיבית שלה הוא אפס", וכן מוצא כי לנ"ל השפעות רחב "מעבר לאובדן הערך ואין זכות הסירוב, מתן לגיטימציה להצעה מאוחרת של מציע חיצוני תפגע באינטרסים של בעלי זכות סירוב אחרים, קיימים ועתידיים".

5. נבחר כי מהותה של זכות הקדימה נסובה סביב העקרונות הבאים:
- זכותו של בעל מניות לבחור מי יהיה השותף שלו, שכן אלה יחסים מתמשכים...
  - זכותו של בעל מניות להיעזר במידע עודף שקיים לו כתוצאה מזיקתו ומנכסיו, ולא לגלות אותם במהלך התמחרות שעורך בעל מניות אחר.
  - זכות המאפשרת לבעל זכות הסירוב "לשבת בצד" ולהפעיל אותה בבחינת כדור אחד במחשנית, כשמעשה זה הוא סוף פסוק, המבוסס כולו על "סופיות ההתמחרות".
6. נפנה בהקשר זה לפרש (ת"א) 2118/02 רובננקו שמואל אחזקות בע"מ נ' בוני הבירה בניה והשקעות בע"מ: "חלק בלתי נפרד מזכות הסירוב הינה פריביליגיה שלא להשתתף בהתמחרות, ולא "לעמוד בתור" ביחד עם יתר המציעים". ויש להפנות גם לדברים שצוינו ע"י אחד הכונסים מטעם בנק לאומי, עו"ד רוזובסקי בדיון מיום 2.3.17: "אי אפשר לעשות התמחרות בין שני גורמים שלאחד יש זכות סירוב ראשונה".
7. אין להתעלם מכך שההסכם אליו הגיעו בר און והכונסים נעשה במסגרת הליך גישור ממצה, ארוך ועתיר משאבים אליו נשלחו בר און על ידי בית המשפט הנכבד, בתמיכתה הברורה של המגשרת כבי השופטת (בדימוס) הילה גרסטל.
8. במהלך הדיון שהתקיים בבית המשפט הנכבד ביום 2.3.17 גילו הכונסים, כמו גם נציגת הכני"ר וועד העיתונאים היציג כי הצעת בר און עדיפה בעיניהם וכי הם תומכים בה. זאת, הן בשל ההיבטים הכלכליים – הצעת בר און עדיפה מבחינה כספית – והן בשל ההיבטים הנוספים:
- זיקה;
  - ידע, ניסיון והיכרות רבת שנים עם הענף, החברה ועובדיה – להם יש השפעה של ממש הן על יכולת החברה לפעול בטווח הקצר בו החברה מצויה במשבר ניהולי עמוק, כאשר חלק מתפקידי המפתח עוזבים בימים אלה את תפקידיהם והן על יכולת החברה להמשיך ולפעול בטווח הארוך;
  - פתרון שימנע המשך סכסוך בין בעלי מניות;
  - פתרון שמלווה בהסכמות על עתונות חופשית אליהן הגיעו בר און יחד עם ועד העיתונאים היציג;
9. מרגע שהגיעו בר און להסכם הגישור, על יסוד הצעה משופרת מזו של דוידוביץ', חתמו עליו, שלמו מקדמה מכוחו וזה הוגש לבית המשפט על ידי הכונסים – נפל הפור. מכאן ואילך אין עוד לדוידוביץ' זכות להמשיך ולהתמקח.
10. דוידוביץ', המבקש שוב ושוב להיות זה שאומר את "המילה האחרונה" באמצעות הודעות עדכון שונות, לא רק שמתבסס על הידע של בר און כמו גם על עלויות כספיות רבות שהשקיעו בר און בהליך הגישור ובחווות דעת נלוות לו אלא הופך את עצמו – דוידוביץ' – לבעל זכות הסירוב הלכה למעשה. בר און מציעות, ודוידוביץ' מקבל זכות נמשכת על פני 12 הצעות (נכון למועד הגשת נייר זה) להשוות את הצעתו. אם כך, יצר דוידוביץ' מצב, אליו בודאי לא כיוון בית המשפט הנכבד, כאילו הוא עצמו – דוידוביץ' – הוא בעל זכות הסירוב.
11. המדובר בהשלכת רוחב של מצב בו, עם כניסתו של בעל מניות אחד למצב של חדלות פירעון המביאה לכינוס, נשללת זכות הקדימה של בעל המניות האחר על אף שהוא אינו מצוי בחדלות פירעון, מהווה אנומליה שאין לקבלה. מציע היודע כי יוכל להמשיך ולהתמחר כדי לגבור על בעל זכות קדימה או זכות סירוב, ימנע מלהציע בסיבוב הקודם מול בעל התפקיד, את מלוא הערך הכלכלי שהוא מייחס לממכר. במקרה שבו בעל זכות הקדימה לא יתקש על הפעלתה, יימצא המציע זוכה ברכישה במחיר נמוך מזה אותו היה מציע בנסיבות אחרות. אותו סכף בארנק אותו הותיר – יוותר בארנקו ולא בקופת הנושים.
12. במקרה שלפנינו, תוצאה לא רצויה נוספת היא כי הליך הגישור אליו שלח בית המשפט את בר און היה לא רק יקר וארוך אלא גם מזיק, בכך שגרם לבר און להשתמש בידע העודף שלהן, תחת הנחתן כי עצם ההגעה להסכם מהווה את הפעלת זכות הקדימה הנתונה להן. גם זו בודאי אינה כוונתו של בית המשפט הנכבד.

13. נוסף עוד, כי הסכם הגישור עם בר און הושג על יסוד מחיר "גלובס" אשר נקבע בהתמחרות שבה נטל דוידוביץ' חלק (45 מיליון ₪). כך שהסכם הגישור עם בר און הושג אפוא לאחר התמחרות, ועל יסוד מחיר ההתמחרות, (הגם שזו היתה בלתי תקינה, בהעמדתה למכירה נכס של מוניטין עתונות בע"מ להבדיל ממניות מוניטין עתונות בע"מ – כפי שמצא למעשה בית המשפט הנכבד בדיון הראשון שהתקיים בפניו).
14. הצעה לרכישת מניות מוניטין, העדיפה על הצעת דוידוביץ' באותה עת, גם לדעת למען הסר ספק, זכות הקדימה מומשה על ידי בר און בשני מובנים: א. הן קיבלו על עצמן את מחיר ההתמחרות על גלובס, הנכס המהותי של מוניטין. ב. ניתנה הכונסים.
15. אכן, מכר בידי כונסי נכסים טעון אישור בית המשפט. ברם אישור בית המשפט אין פירושו כי בית המשפט מבצע את המכר ונכנס בנעלי כונס הנכסים. המו"מ נעשה מול הכונסים ומולם בלבד. בעוד אישור בית המשפט הנכבד מהווה **תנאי מתלה** להסכם שנערך עם הכונסים. ההלכה בעניין זה סוכמה בספרו של ישראל גלילי, כינוס נכסים הלכה ומעשה (מהדורה שלישית) בעמ' 265: "**כאמור, הסכם אשר כורת כונס נכסים הינו הסכם שתוקפו כפוף לקיומו של תנאי מתלה, כהגדרתו בסעיף 27 לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג – 1973, קרי אישורו של בית המשפט**".
16. בניבות אלה יתבקש בית המשפט הנכבד שלא להיעתר להודעת העדכון, הן על שום עיתויה, על שום הפגיעה שיש בה בזכות הקניין של בר און (זכות הקדימה) והן לאור נחיתותה בהשוואה להסכם הגישור.
17. בהשלמה, יתבקש בית המשפט הנכבד לקבוע כי הסכם הגישור עם בר און, אשר הומלץ על ידי המגשרת, וזכה לתמיכת הכונסים וכונסי הפועלים (ערב הדיון ו/או במהלכו), הכניר, ועד העיתונאים יתיצג והמנהל המיוחד – הינו הסכם מחייב ותקף.

### **ניסיון פסול לביצוע מקצה שיפורים - לאחר שהדיון הסתיים**

18. הדיון הממושך מיום 2.3.17 נחתם במילים "ידחה לעיון ולמתן החלטה".
19. דיון זה התקיים לאחר שהוגשו על ידי הצדדים כתבי טענות מפורטים, הן בבקשה 8 והן בבקשה 13 (מטעם דוידוביץ'), תוך שניתנת לדוידוביץ' זכות טיעון מלאה ואף למעלה מכך.
20. בבוקרו של יום 2.3.17 הגישו כונסי הנכסים לבית המשפט הנכבד בקשה למתן הוראות נוספת בצירוף **הסכם חדש** אליו הגיעו עם דוידוביץ' בלילו של יום 1.3.17. התמורה הנקובה בהסכם חדש זה עמדה על 100,000,000 ₪. כונסי הנכסים צירפו טבלת השוואה לבקשתם, תוך הבטחת היתרונות שבכל אחת מחלופות המכירה (בר און או דוידוביץ'), כאשר הצעת בר און זכתה ליתרון, באשר התמורה הכלולה בה עמדה על כ 106,000,000 ₪.
21. שעה לאחר מכן הגיש דוידוביץ' הודעת עדכון מצידו, בה העלה את המחיר המוצע על ידו ב 2 מליון ₪ נוספים, שישולמו בעוד 3 שנים, דהיינו על סכום כולל של 102,000,000 ₪.
22. במהלך הדיון מיום 2.3.17 שבו הכונסים וציינו כי התמורה הנקובה בהסכם הגישור עם בר און הינה עדיפה על הצעת דוידוביץ' המועדכנת<sup>1</sup>.
23. במהלך הדיון, שלח בית המשפט הנכבד את דוידוביץ' ופרקליטו, עו"ד קסוטו, להתייעצות של חצי שעה. בית המשפט הנכבד נ אמר להם, שאם דוידוביץ' רוצה לשפר את הצעתו - שעמדה אז על 102 מיליון שקל - זהו הזמן. (וזאת, מבלי לשנות את העובדה שבר און סבורות שגם "זמן זה" אינו אלא "אחרי הזמן").
24. דוידוביץ' שב לאולם וההצעה הועלתה ל-106 מיליון שקל – מהם 100 מיליון במזומן ועוד 6 בעוד 3 שנים. הצעה חדשה זו אף היא נמוכה ב-0.6 מיליון ₪ מהצעת בר און - הפרש העולה פי שלוש מהפרש המקורי שנקבע בהתמחרות הראשונה שנעשתה בין דוידוביץ' לאלו עזור (250

<sup>1</sup> בעמוד 4 שורה 1 לפרוטוקול ציין הכונס עו"ד ר' מטרי: "**אנחנו חושבים שכמות המאזניים נוטים כרגע להצעת אילקורפ**".

אלפי שקלים בלבד) כמפורט בבקשה הראשונה של הכונסים למתן הוראות. בעקבות זאת ציינו הכונסים כי "עדיין קיימת עדיפות להצעת אילקורפ"<sup>2</sup>.

25. זה היה למעשה אקורד הסיום של הדיון, ובית המשפט הנכבד קבע בסיומו: "ידחה לעיון ולמתן החלטה".

משמעות הדבר הינה - כי בכך תמו הטענות וההצעות וכי בית המשפט הנכבד יעיין בחומר שבפניו ויחליט, וזאת לאחר שהעניק לדוידוביץ' הזדמנות להודיע מהי התמורה הגבוהה ביותר אותה הוא מוכן להציע.

26. ביום ו' 3.3.17 הורה בית המשפט הנכבד לכונסים למסור לו את תגובת הנושאים המובטחים מעבר להוראה קצרה ופשוטה זו (אשר נמסרה בפתקית), לא העניק בית המשפט הנכבד זכות טיעון נוסף למי מהצדדים ובוודאי לא איפשר ביצוע "מקצה שיפורים" כלשהו, כלכלי או אחר.

27. למרבה ההפתעה, דוידוביץ' ניצל את ההפוגה האמורה ואת ההמתנה הקצרה לקבלת עמדת הנושאים המובטחים, על מנת להגיש הצעה נוספת מצידו בבוקרו של יום א' 5.3.17.

28. מדובר בהצעה מס' 12! אותה הציע דוידוביץ' (כולל הצעותיו השונות לרכישת גלובס), כמפורט בטבלה המציינת **כנסת 1** המפרטת את גלגולי הצעותיו.

29. יוער, כי דוידוביץ' לא ביקש, ובוודאי שלא קיבל, אישור להציע הצעה חדשה לאחר הדיון. אדרבה, בדיון שנערך ביום 2.3.17 ביקשו הכונסים (באמצעות עו"ד רוזובסקי) שדוידוביץ' יגיד היום (במהלך הדיון) מהו המקסימום שלו ובעקבות דברים אלה התבקש דוידוביץ' ע"י בית המשפט הנכבד לנקוב במחיר המרבי אותו הוא מוכן להציע. וכך הוא עשה.

30. הניסיון להשפיע על ההליך השיפוטי לאחר סיומו, הינו פסול ואף מנוגד לדין.

31. בניסיון שקוף להסתיר את כוונתו להשפיע על ההליך המשפטי לאחר תום הדיון, הכתיר דוידוביץ' את הצעתו האחרונה ככותרת "הודעת עדכון נוספת, בעקבות החלטת בית המשפט הנכבד מיום 3.3.2017".

ברי כי מה שנעשה כאן עלך ידי דוידוביץ' אינו עדכון תמים, אלא ביזוי ההליך, והפיכתו "לשוק", תוך פגיעה בציפייה הלגיטימית של בר און לסופיות הדיון, לאחר דיון ארוך וממצה.

32. הניסיון להיתלות בהחלטת בית המשפט הנכבד מיום 3.3.2017, כמי שמקימה לדוידוביץ' זכות נוספת להגשת הצעה, הוא תואנה קלושה. שהרי בהחלטת בית המשפט הנכבד מיום 3.3.17 התבקשו הכונסים למסור את עמדת הנושאים (הבנקים). הא ותו לא. לא ניתנה לדוידוביץ' הזדמנות נוספת, במסגרת החלטה קצרה וברורה זו, להעלות את המחיר המוצע על ידו, בפרט לא לאחר שדוידוביץ' קיבל (ואף לקח לעצמו, שלא כדין) הזדמנויות קודמות אחרות לעשות כן.

33. לא ניתן להמשיך ולטעון לאחר תום הדיון, לא ניתן להמשיך ולהתמקח לאחר שעת נעילה ולא ניתן להמשיך ולתעתע בבית המשפט ובצדדים האחרים לדיון.

34. הודעתו האחרונה של דוידוביץ' פוגעת גם בציפייה לגיטימית של בר און, לפיה הדיון הסתיים. לו היו יודעות בר און שלמעשה ההמתנה להחלטת בית המשפט אינה אלא יריית הפתיחה של תחרות, היו בר און נוקטות מצידן בפעולות לשיפור מצבם. חשוב לציין שהזמן בו ממתניס הצדדים להחלטה אינו יכול להיות זמן להמשך פעולות וטיעון מול בית המשפט. זאת, בין היתר מן הטעם שפרק הזמן הזה הוא אקראי ואורכו אינו ידוע ותלוי מאילו ציפים מעשיים אקראיים ומשתנים של בית המשפט. הייתכן שהחלטת שופט שלא להחליט באולם אלא להוציא החלטה כתובה למחרת היום היא - ולא תוצאות הדיון שמולו - תאפשר להכריע את הדיון?

<sup>2</sup> בעמוד 18 שורה 2 לפרוטוקול ציין עו"ד מטרי: "אחרי שתיארנו שההצעות שקולות ביקשנו מובהקות, השתדלנו להיות מאוד ברורים גם כלפי מר דוידוביץ' מהו רף המובהקות. אמר עו"ד בנקל 10% תוספת, אמר חברי עו"ד רוזובסקי מעל 15%, נלך עם עו"ד בנקל. שמענו את התיקון שמציע חברי, עו"ד קסטור, ולא הגענו לסף המובהקות, כלומר מסקנתנו והמלצתנו לפני שיצאנו להפסקה, לפיה במכלול השיקולים עדיין קיימת העדפה להצעת אילקורפ".

35. לעקרון סופיות הדיון תכליות של צדק (הסתמכות) וטעמים מעשיים (יעילות). גישה לפיה כל עוד לא חתם בית המשפט על החלטתו אפשר להמשיך ולהציע הצעות, אינה הוגנת ואינה יעילה. ננית, שמר דוידוביץ', במקום להעלות את הצעתו ב-4 מיל' ש"ח במהלך סוף השבוע, היה מגיש הודעה חדשה בכל 6 שעות ובה "תוספת" של מיליון נח להצעתו. אם הדרך להמשיך ולהציע פתוחה, אזי גם פורמט גרוטסקי שזכה של הצעות, היה נתפס כתקין.
36. יתירה מזאת, בית המשפט הנכבד נדרש לזמן ניכר ולדיון מעמיק כדי לשמוע את כלל הדיעות ביחס למאזן שבין שתי הצעות. נשמעו טיעוני הצדדים וטיעוני הנגד, נשמעו העובדים העיתונאים וקבוצות עובדים אחרים וכן שאר הדיעות. שינוי של ההצעות שעל שולחן בית המשפט מחייב אם כך שמיעה מחדש של כל המעורבים. הייתכן שבכל פעם שאדון דוידוביץ' מעונין לשנות את הצעתו יתחיל סבב דיון חדש?
37. כאמור, התנהלותו של דוידוביץ' עומדת בניגוד לכלל סופיות ההליכים המשפטיים. כלל זה חל כהווייתו, ואף ביתר שאר, בהליכי מימוש וכינוס, כפי שעולה מפסיקה עקבית ובכללה:

• רע"א 7311/10 יהודה כהן נ' יצחק דדון (פורסם בנבו, 19.06.2011): "כפי שנקבע בעניין ברכה, בית המשפט לא יתערב, בדרך כלל, בהסכם מכר בין בעל תפקיד בחדלות פרעון לבין הזוכה, שנכרת במסגרת הליך תקינו והוגן ובתמורה סבירה, על דרך של העדפת מציע מאוחר בעל הצעה גבוהה יותר. התערבות כזו תינתן רק במקרים חריגים ונדירים, בנסיבות מיוחדות. בבואו לבחון האם לקבל הצעה מאוחרת גבוהה יותר, יביא בית המשפט בחשבון מכלול שיקולים ואינטרסים נוגדים, ביניהם התועלת הצפויה לקופת פשיטת הרגל אל מול הפגיעה באינטרסים ההסתמכות והציפייה של הזוכה, והחשיבות שבאמון הציבור בהליכי פשיטת הרגל (עניין ברכה). השיקול של השאת התמורה אינו השיקול הבלעדי ואף אינו בעל בכורה."

• ע"א 3301/08 פטל נ' עו"ד שמעון אורי (פורסם בנבו, 23.08.2009): "לצד המטרה של מקסום הרווחים לנושים קיים עקרון נוסף בעל חשיבות רבה, עקרון זה ידוע כעקרון סופיות הליכי המכר..."

• ר"ע (ירושלים) 338/83 חפציבה חברה לבנין עבודות ופיתוח בע"מ נ' ישראל גפני, מא(3) (1984) 449: "...וגם עניין הסופיות, וכי במכרז שנערך כדין יזכה מי שבשלב המתאים הגיש את הצעה הטובה ביותר בהתחשב בתנאי המכרז, הוא עיקרון חשוב מבחינה ציבורית; גם במכרז כגון דא, הטעון אישור בית המשפט, לא בנקל יסטה בית המשפט מעיקרון חשוב זה; ...ואולם, גם כאשר סמכותו של בית המשפט בנדון היא בשיקול-דעת נרחב, אין פירוש הדבר, כי הוא יופעל בנקל; וכפי שאמרה חברתי המכובדת, המשנה לנשיא, גם לעניין סופיות המכרז? רק טעמים רציניים ביותר יביאו לסטייה מהעיקרון האמור, וייתכן גם כי בנסיבות מסוימות הפרש משמעותי במחיר, לעומת השווי האמיתי של נושא המכרז, עשוי להביא לפתיחתו מחדש. נראה לי, כי תחום אותו שיקול-דעת נושא בצורה קולעת על-ידי השופט לנדוי בע"א 380/58... שצוטטו לעיל, וכל מקרה יבחן על-פי נסיבותיו, תוך הנטייה שלא לפתוח מכרזים מחדש, אלא אם יש חשש של נזק משמעותי לפירוק או לנושים, או בקיום גורמים בעלי משקל מיוחד, המצדיקים סטייה מהעיקרון."

38. הודעת העדכון של דוידוביץ' מהווה אפוא הצעה חדשה שנמסרה לאחר תום הדיון, בניגוד לכלל סופיות הדיון, ויש להתעלם ממנה כליל.

39. למרבה הצער, מר דוידוביץ' הצליח לתעתע גם בכונסים ובנושים.

40. בהחלטתו מיום 3.3.17 ביקש בית המשפט הנכבד לקבל את עמדת הנושים המובטחים אך ורק ביחס להודעת העדכון שהוגשה על ידי הכונסים בבוקר יום 2.3.17; ביום 5.3.17 הורה בית המשפט לכונסי הנכסים שעל הנושים המובטחים להתייחס גם להודעת העדכון מטעם מר דוידוביץ'.

41. דא עקא, הנושים המובטחים שעל פי החלטת בית המשפט מיום 3.3.17 אמורים היו, בראש ובראשונה, להתייחס למצב הדברים כפי שהיה בתום הדיון מיום 2.3.17 התייחסו אך ורק ל"הודעת העדכון" שנמסרה על ידי דוידוביץ' בבוקר יום 5.3.17 ולא התייחסו כלל למצב הדברים כפי שהיה ביום 2.3.17. אלא שהצעה זו של דוידוביץ' במסגרת הודעת העדכון כאמור לעיל, הינה בטלה ומבוטלת, בבחינת "אתרוגים לאחר סוכות" יש להתעלם ממנה כליל.
42. הודעת העדכון מטעם דוידוביץ' נמסרה כאמור בחוסר סמכות, ללא זכות למסרה ועמדת הנושים המובטחים - הבנקים שבאה בעקבותיה והתייחסה אך ורק להודעת העדכון אינה רלבנטית.

### זכות הקדימה של בר און

43. בנוסף לאמור לעיל, ומעבר להתנהלות הפרוצדוראלית הקלוקלת של דוידוביץ', גם **במישור העקרוני**, יש טעם רב לפגם בהתנהלותו, הרומסת את זכויות הקניין של בר און, להן זכות קדימה **שמומשה** (כבר עם הגשת הסכם הגישור לאישור).
44. התנהלות דוידוביץ', המתמקח שוב ושוב, ומגיש לא פחות מ- 12 הצעות רכישה, שמה למעשה לאל את דין הקדימה של בעל מניות, מאלצת אותו להתמחר מול מציע, בניגוד לתקנון מוניטין עתונות בע"מ (להלן-"החברה"), בניגוד למנגנון דין הקדימה ולמטרתו, ותוך הפיכת הזירה המשפטית (הלך הגישור וההלך בפני בית המשפט הנכבד) ל"שוק".
45. כפי שצוין ע"י בר און בדיון בבית המשפט הנכבד, אין בפנינו שני מציעים אשר הגיעו לקו הגמר ומתחרים ביניהם על הזכות לרכוש את הממכר.
46. עניין לנו בין מי שהגיש הצעה, שיפר אותה שוב ושוב (דוידוביץ') והגיש הצעה **נחותה**, אל מול בעל זכות קדימה, שהגיע **להסכם עדיף** - לאחר הליך גישור ממצה וארוך אליו נשלח על ידי בית המשפט הנכבד, בתמיכתה הברורה של המגשרת כבי' השופטת (בדימוס) הילה גרסטל.
47. הסכם הגישור עם בר און, אשר הוגש לבית המשפט הנכבד על ידי כונסי הנכסים בבקשתם למתן הוראות מיום 21.2.2017, הינו עדיף על פני הצעת דוידוביץ' האחרונה (באותה עת - הצעה דוידוביץ' החדשה מיום 16.2.17) כפי שצוין, כאמור, על ידי כונסי הנכסים עצמם, הן בבקשתם האמורה, הן בתגובתם לבקשת דוידוביץ' (בקשה מס' 13) והן בדיון באולמו של בית המשפט הנכבד ביום 2.3.17.
48. תמיכה להסכם הגישור עם בר און (אשר לוה בהסכם קיבוצי מתוקן עם ועד העיתונאים שהוצג לבית המשפט הנכבד על ידי בי"כ ועד העיתונאים) התקבלה במהלך הדיון גם מפי נציגת הכני"ר<sup>3</sup>, גם מפי המנהל המיוחד עו"ד י. בנקל<sup>4</sup>, גם כונסי הנכסים מטעם בנק לאומי ומטעם בנק הפועלים וגם מפי באת כח ועד העיתונאים.
49. הסכם הגישור עם בר און הושג על יסוד מחיר "גלובס", אשר נקבע בהתמחרות שבה נטל דוידוביץ' חלק (45 מיליון ₪). הסכם הגישור עם בר און הושג אפוא לאחר התמחרות הני"ל, ועל יסוד המחיר שנקבע על ידי הכונסים כמחיר סופי של ההתמחרות (הגם שזו היתה בלתי תקינה, בהעמדתה למכירה נכס של החברה להבדיל ממניות החברה - כפי שקבע למעשה בית המשפט הנכבד בדיון הראשון שהתקיים בפניו).
50. כלומר, הכונסים נהגו כ"מוכר" הפועל במסגרת כללי זכות הקדימה / הסירוב. הם איפשרו לבר און לרכוש את מניות מוניטין המשועבדות אך ורק על בסיס מחיר ההתמחרות שערכו לגלובס, בהיותו הנכס העיקרי בחברה ושמחירו נתון למו"מ. ובר און, נהגו כבעל מניות המקבל את המחיר שהושג עם הצד השלישי וחתמה על הסכם מכר שעל בסיס תנאי זה ובהתאם למחיר

<sup>3</sup> בי"כ הכני"ר עו"ד אבן ספיר ציינה בעמוד 15 שורה 27 לפרוטוקול: "גם אנחנו סבורים שמבחינה ציבורית זה חשוב. הצדדים פעלו בהתאם להחלטה של אדוני, הלכו להליך גישור, הגיעו לתוצאה שהיא נראית טובה וגם אנחנו תומכים באישור של הצעת אילקורפ".

<sup>4</sup> עו"ד בנקל ציין בעמוד 9 שורה 11 לפרוטוקול: "מבחינתי שכשזה לא מובהק אני תומך בעמדת הכונסים. הצעת דוידוביץ' היא יותר פשוטה וישימה, אבל עדיין לא מגיעה לרמת מובהקות כזאת שמחייבת לתת לו את הרכש. כשהתמורה תושא באופן מובהק לא תהיה לנו ברירה אלא להעדיף אותה".



הני"ל. בזה, תם ההליך ותקנון מוניטין אינו מאפשר עוד המשך שלו.

51. וכאן יש לתמוה: לשם מה נשלחו בר און להליך גישור ארוך ויקר (עלותו כמיליון ש"ח לבר און) – אם ממילא לא מכבדים אותו? אם הסכם הגישור אינו אלא נקודת הפתיחה של התמחרות, אז מה טעם בהסכם הגישור, שהרי להתמחרות יכלו בר און לגשת בלעדיו.

52. הסכם הגישור עם בר און הרי הושג, שעה שבמקביל להליך הגישור מסר דוידוביץ' הצעות לכונסים (ולא לבר און שלא היתה צד למו"מ מקביל זה), לרכישת הממכר (מניות החברה המשועבדות) במחיר ובתנאים נחותים מאלה שהוצעו על ידי בר און.<sup>5</sup>

**וידגש כי ביום 16.2.17 הגיש דוידוביץ' לכונסים את הצעת דוידוביץ' החדשה כפי שכונתה על ידם בסעיף 17 לבקשה למתן הוראות מיום 21.2.17- הצעה שהיתה תקפה ומחייבת למשך חמישה ימים קרי עד וכולל מועד הגשת הבקשה למתן הוראות לבית המשפט ואשר הוגדרה על ידי הכונסים כהצעה נחותה לעומת הצעת בר און בהסכם הגישור.**

53. והנה, מרגע שהוגש הסכם הגישור לאישור בית המשפט הנכבד, בידי הכונסים, ומרגע שהוברר כי מדובר בהצעה עדיפה של פני זו של דוידוביץ', הרי שיש לראות את בר און כמי שמימשו את זכותו על פי דין הקדימה שבידה.<sup>6</sup>

54. לא למוטר לציין כי בר און הפקידו בידי הכונסים שיקים בנקאיים בסכום של 4,500,000 ש"ח, כאשר הסך של 3,450,000 ש"ח מתוכם, אשר נמסר בידי כונסי לאומי – הופקד על ידם לחשבון הכינוס.

55. זכות קדימה כמו גם זכות סירוב ראשון משמעה "הזכות לקבל הזדמנות מלאה לגבור על כל מתחרה במתן הצעה זהה להצעתו של המתחרה" (ע"א (מחוזי ת"א) 3403/00 NAUI ISRAEL נ' רוט שי (פורסם בבנב) (25.9.2003)).

פרופ' עדי אייל מבהיר בחוות דעתו (נספח 2 להלן, בעמ' 7): "זכות הסירוב מאפשרת לבעל מניות נוכחי למנוע מגורם בלתי-רצוי להיכנס לחברה ולהפוך לבעל מניות בה. גורם זה ללוונטי יותר ככל שמדובר בחברה קטנה יותר, ריכוזית יותר, או כזו שמפעילה נכס שיש לו השלכות שאינן כלכליות גרידא".

וכן (עמ' 8 לחוות הדעת):

"זכות הסירוב מפשטת את הליך מכירת המניות, שכן מדובר ב- one shot deal בו מגובשת הצעה חיצונית (או הערכה של המוכר) ומתן אפשרות השוואה לבעל זכות הסירוב. מימוש זכות הסירוב מונע התמחרות עם צדדים שלישיים, וחוסך בעלויות של זמן, מאמץ, וכסף בקשירת עסקה עם גורם חיצוני. מקובל גם לתאר את זכות הסירוב כמנגנון ביטוחי כנגד כשל במו"מ עתידי. גורם זה משפיע יותר ככל שמדובר בחברה מפסידה שיש צורך להתערב ולמנוע את המשך הפסדיה. ככל שמדובר בחברה המתקרבת לחלדלות מירעון, כך קריטי יותר לעצור את הפסדיה בשלב מוקדם יותר, שכן אז מדובר לא רק בהשוואה בין סכום הפסד נוכחי לבין סכום רווחים עתידיים, אלא נוצר אילוץ קטגורי לפיו ירידה מתחת לסף חלדלות הפירעון ותחילת הליכי מירוק מונעת אפשרות תיקון בדיעבד.

56. מרגע שהגיעו בר און להסכם הגישור, על יסוד הצעה משופרת מזו של דוידוביץ', חתמו עליו, שלמו מקדמה מכוחו וזה הוגש לבית המשפט על ידי הכונסים – נפל הפור. מכאן ואילך אין עוד לדוידוביץ' זכות להמשיך ולהתמקח.

57. סעיף 19 (ב) לתקנון החברה קובע:

<sup>5</sup> טענותיו של דוידוביץ' כאילו הצעתו הינה עדיפה הינה זריית חול בעיניים. המצג כאילו דוידוביץ' נותן הכל במזומן ולא תלוי בגורמים שלישיים הוא מצג שווא. הרי התשלום המוצע על ידו בקשר עם אופציית הוט לא באמת מתקבל במזומן בידי הנשים, כפי שציין בצדק עו"ד מטרי. גם יחסו לחברות הטכנולוגיות פגום. הצעת בר און, בניגוד להצעת דוידוביץ', מאפשרת לבנקים למצות את זכויותיהם גם על נכסים אלה.

<sup>6</sup> כפי שפורט לעיל, זכות הקדימה מומשה על ידי בר און בשני מובנים: א. היא קבלה על עצמה את מחיר ההתמחרות על גלובס, הנכס המהותי של מוניטין. ב. ניתנה הצעה לרכישת מניות מוניטין, העדיפה על הצעת דוידוביץ' באותה עת, גם לדעת הכונסים.

- "ב(1). בעל מניות (להלן- המציע) החפץ למכור ו/או להעביר את מניותיו בחברה או חלק מהן (להלן- המניות המוצעות) לאחרים לא יהיה רשאי לעשות כן אלא אם כן הציע לפני כן את המניות המוצעות בכתב ליתר בעלי המניות בחברה (להלן- ההצעה). העתק ההצעה יימסר במשרדי החברה.
- (2) בהצעה יפרט המציע את מספר המניות המוצעות על ידו ואת המחיר והתנאים אשר בהם תמכרנה המניות המוצעות.
- (3) כל בעל מניות בחברה רשאי להודיע, בהודעה בכתב אשר תמסר למציע ולמשרד החברה (להלן- הודעת הקבלה) לא יאוחר מ-20 יום מיום בו נתקבלה ההצעה על ידו, כי ברצונו לרכוש מניות מן המניות המוצעות במספר אשר יהיה נקוב בהודעת הקבלה (להלן- המניות הנרכשות). להודעת הקבלה אשר תמסר במשרד החברה יצרף נותן הודעת הקבלה המחאה לפקודת המציע בסכום השווה למחיר המניות הנרכשות, על פי האמור בהצעה.
- (4) נתקבלו הודעות קבלה במשרד החברה בקשר לכל המניות המוצעות, תועברנה המניות המוצעות על ידי המציע לבעלי המניות אשר נתנו הודעות קבלה, כאמור, לכל אחד בשיעור השווה ליחס שבין מספר המניות הנרכשות שנכללו בהודעות הקבלה שניתנו על ידו לכלל המניות הנרכשות אליהם התייחסו כל הודעות הקבלה שניתנו. המניות תועברנה כאמור כנגד תשלום מחירן למציע.
- (5) לא נתקבלו הודעות קבלה כאמור בפסקה (4) של תקנת משנה זו, יהיה המציע רשאי למכור את המניות המוצעות לאדם שאינו חבר בחברה תוך ארבעה חדשים מיום בו נמסרה ההצעה לכל בעלי המניות שבחב ובמשרד החברה; ובלבד שמכירה כאמור תהיה במחיר ובתנאים שאינם יותר נוחים מבחינת הרוכש מן המחיר והתנאים שפורטו בהצעה".

58. הסכם הגישור לרבות המחיר ושאר רכיבי התמורה הנקובים בו, אשר נוסח על ידי הכונסים ונחתם על ידי בר און, יישם את המנגנון האמור, והוגש על ידי הכונסים לבית המשפט הנכבד לאחר שבר און הפקידו את סכום המקדמה בחשבונם. חתימת בר און על הסכם הגישור שנוסח על ידי הכונסים כאמור מהווה "הודעת קבלה".

59. משכך, יחול ס"ק 19(ב) (4) לתקנון החברה לפיו: נתקבלו הודעות קבלה במשרד החברה בקשר לכל המניות המוצעות, תועברנה המניות המוצעות על ידי המציע לבעלי המניות אשר נתנו הודעות קבלה, כאמור".

60. המו"מ אשר נוהל על ידי הכונסים מול דוידוביץ', במקביל להליך הגישור ועוד לפני סיום הליך הגישור, היה מבחינתם שלב מכין ומקדים, שאיפשר להם לגבש את עמדתם ביחס למחיר המוצע בהצעה המפורטת בס"ק 19(ב) (1). מעת שנמסרה הצעה וניתנה הודעת קבלה – אין הכונסים רשאים להעלות את המחיר, או להציע את המניות המשועבדות לכל גורם אחר (דוידוביץ'). הזכות להציע את המניות לכל גורם אחר היתה נתונה אך ורק אם היתה בר און דוחה את ההצעה. או אז, ורק אז, ניתן היה להציע את המניות לדוידוביץ' בהתאם לס"ק 19(ב) (5) לתקנון החברה.

61. אין הבדל, מבחינת חובת הציות לתקנון, בין מכר על ידי בעל מניות (פישמן, למשל), לבין מכר מניות על ידי מי שמונו ככונסי נכסים. המלומדים פרופ' ני זלצמן ופרופ' עי גרוסקופף מבהירים בחקשר זה בעמ' 138 – 139 לספרם משכון זכויות הוצאת נבו, 2005:

"לעיתים תקנון של חברה קובע הגבלה על עבירותן של מניות...

פעמים..., התקנון קובע זכות "מצרנות" לטובת בעלי המניות

**הקיימים, לאמור: כאשר בעל מניה מחליט על מכירתה מחובתו להציע את המניה תחילה לבעלי המניות הקיימים...**

**לגישתנו אין ההגבלה מונעת את מישכון המניה, אולם הליכי המימוש, אם יבוצעו בדרך מכירת המניה לצד שלישי, יכפפו למגבלות הקבועות בתקנון החברה...**

**כאשר בעל המשכון מבקש לממש את המניה בדרך של מכירתה, צריך הליך המכירה להתבצע תוך הקפדה על הוראות התקנון בעניין עבירות המניות. מכאן שכאשר קיימת זכות "מצרונות", ובעלי המניות מסרבים לוותר עליה, המכירה תהיה בכפוף למתן זכות סירוב ראשונה לבעלי המניות הקיימים."**

62. האמור בתקנון החברה חל ומחייב גם את דוידוביץ', שכן סעיף 17א(א) לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") קובע כי: "**דין התקנון כדין חוזה בין החברה ובין בעלי-מניותיה ובינם לבין עצמם**". תקנון החברה הוא הסכם פומבי, המוגש לרישום עם רישומה של החברה (סי' 8 לחוק החברות). כזוה הוא בעל תוקף מחייב גם ביחס לצדדים שלישיים שלתקנון עשויה להיות השפעה על זכויותיהם. יתרה מכך: קיומה של זכות הקדימה של בר און הובאה לידיעתו של דוידוביץ' והיא נזכרת בהזמנה להציע הצעות מטעם הכונסים, בהצעות הרבו מטעם דוידוביץ' ואף בהסכמים שדוידוביץ' חתם עליהם חדשות לבקרים כולל האחרון שהוגש לבית המשפט בוקר הדין ביום 2.3.17.

63. ניסיון דוידוביץ' לפתוח שוב ושוב את ההליך, ולהציע הצעות חדשה מצידו, לאחר הסכם הגישור, הינו ניסיון פסול לפגוע בזכות הקניינית של בר און, זכות הנובעת מן המניות המוחזקות על ידן בחברת מוניטין ומתקנון החברה.

64. דוידוביץ', המבקש שוב ושוב להיות זה שאומר את "המילה האחרונה" באמצעות הודעות עדכון שונות, מנסה לעצמו – שלא כדין – זכות שמעולם לא הוקנתה לו, המקבילה למעשה לזכות סירוב ראשון לעצמו. וכל זאת תוך התעלמות מהכללים הדיוניים, תוך השקפה מוטעית, כי הכסף יענה את הכל (וכפי שניזכר להלן הצעתו אינה עולה על הצעת בר און).

החיוב להתמחר שוב ושוב מול דוידוביץ' ומתן האפשרות לדוידוביץ' לחזור ולהציע הצעות לרכישת הממכר, תוך שיפור מתמיד של הצעותיו, שוללת למעשה כליל את זכות הקדימה של בר און ומעניקה אותה למעשה לדוידוביץ'.

65. בפשר (ת"א) 2118/02 רובננקו שמואל אחזקות בע"מ נ' בוני הבירה בניה והשקעות בע"מ נפסק ביחס לכך:

**"הנאמן נכנס לנעליהם של בעלי המניות בכל האמור בשליטה בחברה, הבראתה ונקיטת צעדים בשמה, אולם אין בכך בכדי להקנות לו, בדרך-כלל, זכויות אשר לא קמו לבעלי החברה המקוריים. לכן, אם נכפפה בעלותו של בעל השליטה במניות השליטה לזכות סירוב, הרי זכות זו קמה ועומדת אף כנגד הנאמן..."**

**חלק בלתי נפרד מזכות הסירוב הינה פריביליגיה שלא להשתתף בהתמחרות, ולא "לעמוד בתור" ביחד עם יתר המציעים, דבר אשר גורר לקיחת חלק במנגנון מסורבל, ועשוי אף לתרום לעליית מחיר המניות, והוא מנוגד לאינטרס הכלכלי הלגיטימי של בעל הזכות. בעל זכות הסירוב קונה למעשה, בעד הערך שהזרים לחברה, דווקא את אותה זכות שתוקף הנאמן: הזכות "לשבת על הגדר", לבחון את מצב העניינים, את המציעים ואת ההצעות, ובסופו של דבר, בלא לטרוח או להטרד (בכפוף לסייגים שיובאו בהמשך), להודיע לבעל התפקיד כי בעל הזכות בוחר לממשה, ולהשוות את הצעתו להצעה הטובה ביותר שהתקבלה בהתמחרות."**

66. הדברים הוסכמו למעשה גם על ידי כונסי הנכסים, ויש להפנות לדברים שצוינו ע"י אחד הכונסים מטעם בנק לאומי, עו"ד רוזובסקי בדיון מיום 2.3.17 עת ציין בעמ' 16 שורה 29: "אני חושב שאי אפשר לעשות התמחרות בין שני גורמים שלאחד יש זכות סירוב ראשונה".<sup>7</sup>

### המועד הקובע – מועד חתימת הסכם הגישור

67. אכן, מכר בידי כונסי נכסים טעון אישור בית המשפט. ברם אישור בית המשפט אין פירושו כי בית המשפט מבצע את המכר וכנס בנעלי כונס הנכסים. המו"מ נעשה מול הכונסים ומולם בלבד.

68. אישור בית המשפט הנכבד מהווה תנאי מתלה להסכם שנערך עם הכונסים.

69. ההלכה בעניין זה סוכמה בספרו של ישראל גלילי, כינוס נכסים הלכה ומעשה (מהדורה שלישית) בעמ' 265: "כאמור, הסכם אשר כורת כונס נכסים הינו הסכם שתוקפו כפוף לקיומו של תנאי מתלה, כהגדרתו בסעיף 27 לחוק החוזים (חלק כללי), תשל"ג – 1973, קרי אישורו של בית המשפט".

ר"י ע"א 658/87 סם וארשיה הלפרין נ' יגאל ארנון ושלמה זיו ר"ח, פ"ד (מג) 621, 625 :

"קיימא לן, כי הסכם הטעון אישור בית המשפט הוא הסכם שתנאי מתלה בצדו".

70. חוזים הכוללים תנאי מתלה מחייבים את הצדדים להם מיום כריתתם ולא מהיום שבו נתקיים התנאי המתלה. כותבת לעניין זה פרופסור ג. שלו:

"חובה על תנאי הוא חובה שלם מרגע כריתתו. כמו כל חובה אחר, אף חובה על תנאי נוצר בדרך שמתווה פרק א לחוק החוזים, לאמור: בדרך של הצעה וקיבול. חובה על תנאי מחייב הצדדים לו כבר מעת כריתתו..."

מרגע כריתתו של חובה על תנאי מתלה ועד התרחשות התנאי יש לחובה נפקות מלאה".

ראה: ג. שלו דיני חוזים - החלק הכללי 472 (2005).

71. בענייננו, התבקש בית המשפט הנכבד ליתן אישור להסכם הגישור ובכך לקיים את התנאי המתלה, אולם מבחינת הצדדים לחובה, ובהם המשיבים - אלה היו מחויבים בחובה כבר מיום שבו התקיימו הצעה וקיבול.

72. יפים לעניין זה דברי פרופ' פרידמן ופרופ' נ' כהן בספרם חוזים כרך ג' 34 (2003):

"למעשה, גם חובה על תנאי מחייב את הצדדים (כפוף כמובן לכך שתוכנו מסווייג על ידי התנאי). איש מהם איננו רשאי לסגת ממנו, ואיש מהם איננו רשאי לסכל אותו על ידי שיגרום לקיום התנאי (ס' 28 לחוק החוזים). יתר על כן, אפילו כאשר החובה מותנה בתנאי מתלה, "זכאי כל צד לסעדים לשם מניעת הפרתו, אף לפני שנתקיים התנאי" (סעיף 27(ג) לחוק החוזים)".

<sup>7</sup> בעמוד 16 שורה 22 לפרוטוקול ציין עו"ד רוזובסקי: "אנחנו כללנו הכל, כשהגענו לחשבון של 102 מול 106 מיליון ₪ זה אחרי שהבאנו בחשבון את כל הנתונים ובבקשה שלנו כן התייחסנו לענייני המס ונתנו גילוי על הכל. כשאלה שתי הצעות, ואדוני שאל מה העמדה שלנו, אז העמדה שלנו שתי הצעות האלה אנחנו חושבים שההצעה היותר טוב, היותר נכונה היא הצעת אילקורב. כעת בית משפט שאל האם הגענו לקצה הדרך, מאוד יכול להיות שאם אדוני ישלח אותנו לעשות התמחרות אולי התשובה תעלה. מבחינה משפטית חשבנו שאנחנו לא יכולים לקרוא לשני הגורמים להתמחרות. אני חושב שאי אפשר לעשות התמחרות בין שני גורמים שלאחד יש זכות סירוב ראשונה. מה אומר לנו דוידוביץ', הוא אומר שהוא רוצה התמחרות, ז"א שבעצם מה שהוא נתן לנו זה אולי לא המקסימום שלו, אולי הוא מוכן לתת יותר וכאן אני מתחבר למה שאמר עו"ד אלכאוי, שיגיד היום מה המקסימום שלו. אם הוא היה בא היום ואמר אני מציע 115 מיליון ₪ או 120 מיליון ₪ יכול להיות שהיינו חושבים אחרת. אני לא חושב שצריך לשלוח אותנו מכאן לקיים עוד הליך והתליכים נמשכים וזה לא טוב לעיתון, לעובדים ולעסק...אנחנו רוצים שהדברים יתנהלו כראוי ועדיף בעל בית אחד ולא שניים שאין ביניהם חיבה והסכמה. אם דוידוביץ' רוצה לתת הצעה משמעותית יותר טובה זה הזמן ולא לשלוח אותנו שוב להתמחרות."

73. יש להבחין בין הסכם אשר אישור בית המשפט הוא חלק אינטגרלי מגמירות דעתם של הצדדים לו (כגון הסכם עם קטיף) ואשר בלעדיו אין הסכם, לבין הסכם אשר גמירות דעתם של הצדדים משתכללת כבר בעת כריתתו, והוא תקף למפרע מרגע כריתתו עם קבלת אישור בית המשפט.
- במקרה דנא, הכונסים מטעם בנק לאומי כרתו את הסכם הגישור עם בר און. הכונסים גמרו בדעתם למכור את הנכס במחיר הנקוב בהסכם, וכל שנותר הוא לקבל את אישורו של בית המשפט הנכבד. הכונסים אף הבהירו לכבי בית המשפט שהסכם זה, הן מבחינת תנאיו המשפטיים שמבוססים על הסכם המכר שלהם והן מבחינת תנאיו הכלכליים, מועדף עליהם.
74. משכך, המועד הקובע לעניין מימוש זכות הקדימה על ידי בר און הינו מועד הגעת הצדדים להסכם הגישור (20.2.2107) חתימתו על ידי בר און וביצוע התשלום הראשון, או לכל המאוחר מועד הגשתו לאישור (21.2.2017).
75. במועד זה היתה הצעת בר און, נשוא הסכם הגישור ונשוא מימוש זכות הקדימה, עדיפה על פני הצעת דוידוביץ' לאותה עת. משכך, מן הראוי לבחון את סבירות פעולת הכונסים באותו רגע נתון, תוך התעלמות מאירועים מאוחרים יותר, ובכללם ניסיונותיו של דוידוביץ' להעלות את הצעותיו.

### השלכות רחב

76. כאמור לעיל, הכפפת בעל זכות הקדימה להתמחרות עם מציע אחר, צד ג', שוללת למעשה את זכות הקדימה. אמור מעתה: אין כאן בעל זכות קדימה אלא מציעים שווי זכויות כביכול, שכל אחד מהם רשאי לשאת ולתת לכל אורך הדרך, גם לאחר מתן הצעת הקיבול, עבור באולם בית המשפט הנכבד וכלה יומיים לאחר הדיון.
77. קביעת כלל מסוג זה תפגע לא רק בבר און, אלא עלולה להיות לה גם **משמעות רחבת**.
78. זכות קדימה הינה זכות קניינית<sup>8</sup>. הכפפת זכות הקדימה של בעל מניות לצד שלישי וחובו לקיים התמחרות חוזרת ונשנית עם הצד השלישי לאחר מסירת הודעת הקיבול, פוגעת ואף שוללת למעשה את זכות הקדימה.
79. מצב שבו, עם כניסתו של בעל מניות אחד למצב של חדלות פירעון המביאה לכינוס ומכירת מניותיו המשועבדות לנושה המובטח, נשללת זכות הקדימה של בעל המניות האחר – על לא עוול בכפו – על אף שהוא אינו מצוי בחדלות פירעון, מהווה אנומליה שאין לקבלה.
80. יתרה מזו: מדיניות המאפשרת למציע (צד ג'), לשפר את הצעתו, לאחר מתן הצעת הקיבול מצד בעל זכות הקדימה ומימושה בפועל, גם באולם בית המשפט הנכבד, וגם לאחר מכן, פוגעת לא רק בזכותו של בעל זכות הקדימה, אלא גם בנושים.
81. מתן אפשרות למציע לשפר את הצעתו, מביאה עימה למעשה חוסר וודאות וחוסר סופיות. מציע היודע כי יוכל להמשיך ולהתמחר כדי לגבור על בעל זכות קדימה, ימנע מלהציע בסיבוב הקודם מול בעל התפקיד, את מלוא הערך הכלכלי שהוא מייחס לממכר. הוא מותיר "כסף בארנק" לסיבוב הנוסף מול בעל זכות הקדימה.
82. בכך, יפגעו הנושים, באשר לא מובטח להם כי הם יקבלו את התמורה המרבית מן ההליך. במקרה שבו בעל זכות הקדימה לא יתעקש על הפעלתה, יימצא המציע זוכה ברכישה במחיר נמוך מזה אותו היה מציע בנסיבות אחרות. אותו כסף בארנק אותו הותיר – יוותר בארנקו ולא בקופת הנושים.
83. בהקשר זה מופנה בית המשפט הנכבד לחוות דעת כלכלית, שהענתה מצ"ב **כנסת 2**.
84. בית המשפט הנכבד יתבקש על כן, שלא להעניק לדוידוביץ' זכות מעין זו, הפוגעת אנושות בזכות הקניין של בר און, פוגעת בעקרון סופיות הליכי המימוש ופוגעת גם בנושים עתידיים בהליכים אחרים עתידים לבוא

<sup>8</sup> השווה לעניין זכות קדימה במקרקעין ע"א 513/82 עדינה רייזמן נ' גבריאלה ושוצין, פ"ד לז(2) 813.

### הצעת דוידוביץ' האחרונה נחותה מהצעת בר און ולמצער אינה עולה עליה

85. למעלה מן הצורך, ומבלי לגרוע מטענותינו בנוגע לסופיות הדיון ולזכות הקדימה של בר און, נבהיר גם כי הצעת דוידוביץ', גם לאחר שיפוצה, עודנה נחותה ביחס להצעת בר און, בכל פרמטר שהוא, כמפורט בטבלה המצ"ב **כנספח 3**.

86. גם אילו היה יתרון כלשהו להצעת דוידוביץ' (וכאמור – אין) נציין בהקשר זה את דברי הכונסים<sup>9</sup>, כמו גם את דברי המנהל המיוחד<sup>10</sup>, לפיהם רק אם הצעתו של דוידוביץ' תעלה באופן מובהק על פני הסכם הגישור – דבר שלא אירע במקרה דנא – כי אז תהא עדיפות (לדבריהם) להצעת דוידוביץ'.

87. ויודגש – עו"ד מטרי ציין כי מובהקות פירושה 10% תוספת- המשמעות היא 10% מעל הצעת בר און לפי הסכם הגישור קרי תוספת של 10% לסכום של 106.6 מיליון ₪ שהוצע על ידי בר און. גם עו"ד רוזובסקי אמר – "אם הוא היה בא היום ואומר אני מציע 115 מיליון ₪ או 120 מיליון ₪ יכול להיות שהיינו חושבים אחרת...".

88. תוספת של 10% לסכום של 106.6 מיליון ₪ הינה סכום נוסף של 10.66 מיליון ₪ ובסך הכל סכום של 117.26 מיליון ₪. זה סכום המובהקות שנקבע על ידי הכונסים עצמם ובהתאם לכך קביעת הכונסים, כונסי הפועלים והנושים המובטחים כי סכום של 110 מיליון ₪ (שהינו תוספת של 3.4 מיליון ₪ בלבד לעומת הצעת בר און דהיינו תוספת של 3.19% בלבד) עונה על דרישת המובהקות סותרת את העמדה שהוצגה על ידי הכונסים, כונסי הפועלים ואף המנהל המיוחד בדיון שהתקיים בבית המשפט ביום 2.3.17 ויש לדחות אותה מכל וכל.

89. אבל זוהי רק ההתחלה.

90. בחינת ההסכם אליו הגיעו הכונסים עם דוידוביץ' בליל 1.3.2017 ואשר הוגש לבית המשפט הנכבד בבוקר יום 2.3.2017, ואשר על בסיסו הוגשה הודעת העדכון, מלמד כי יש פגם של ממש היורד לשורשו של עניין בהסכם עם דוידוביץ', בשני נושאים מהותיים:

- אופציית הוט.

- חברות הטכנולוגיה המוחזקות על ידי מוניטין.

91. בהסדר אליו הגיעו הכונסים עם דוידוביץ' בנוגע לאופציית הוט יש פגם של ממש, באשר בסעיף 11 לנקבע על ידם סכום שרירותי המיוחס לאופציית הוט, עם מנגנון התאמה. הכונסים ודוידוביץ' הניחו כי אופציית הוט תניב 64 מיליון ₪, שבהפחתת מס ובהכפלה בשעור המניות הנמכרות מתוך הון החברה (74.86%) יניבו 38,747,536 ₪ העתק מן ההסכם (כפי שהוגש הבוקר שוב על ידי הכונסים) מצ"ב **כנספח 4**.

הצדדים קבעו מנגנון התאמה, כך שככל שאופציית הוט תניב סכום גבוה מן המשוער – תתווסף על ידי דוידוביץ' תמורה בשעור של 74.86% מן התוספת – ברם לכך לא נקבעו בטחונות כלשהם.

ואילו במקרה שבו התמורה שתתקבל בפועל בידי החברה כתוצאה ממימוש אופציית הוט תהא נמוכה מן המשוער על ידי דוידוביץ' והכונסים ישיבו הכונסים לידי דוידוביץ' סך שיהיה שווה ל 74.86% מן ההפרש (סעיף 11.6.2 להסכם בין הכונסים לבין דוידוביץ').

נמצא כי לדוידוביץ' אינטרס ברור כי תמורת אופציית הוט תהא נמוכה ככל הניתן, שכן אז הוא יקבל לידיו כספים, בעוד שבמקרה שבו התמורה תהא גבוהה מן המשוער, לא יניב הדבר

<sup>9</sup> עו"ד מטרי הבהיר בעמוד 18 שורה 2 לפרוטוקול: "אחרי שתיארנו שההצעות שקולות ביקשנו מובהקות, השתדלנו להיות מאוד בורים גם כלפי מר דוידוביץ' מהו רף המובהקות. אמר עו"ד בנקל 10% תוספת, אמר חברי עו"ד רוזובסקי מעל 15%, נלך עם עו"ד בנקל. שמענו את התיקון שמציע חברי, עו"ד קסטור, ולא הגענו לסף המובהקות, כלומר מסקנתנו והמלצתנו לפני שיצאנו להפסקה, לפיה במכלול השיקולים עדיין קיימת העדפה להצעת אילקורפ".

<sup>10</sup> בעמוד 9 שורה 11 ציין עו"ד בנקל: "מבחינתי שכשזה לא מובהק אני תומך בעמדת הכונסים. הצעת דוידוביץ' היא יותר פשוטה וישימה, אבל עדיין לא מגיעה לרמת מובהקות כזאת שמחייבת לתת לו את הרכש. כשהתמורה תושא באופן מובהק לא תהיה לנו ברירה אלא להעדיף אותה".

מאומה לדוידוביץ' שכן זו תתחלק בין אילקורפ (בגין מניות המיעוט שלה) לבין הכונסים שיהיו זכאים לתמורה נוספת מדוידוביץ', כאשר תוספת תמורה זו כלל אינה מגובה בבטחונות מצד דוידוביץ'.

טיוטת ההסכם בין הכונסים לבין דוידוביץ' רוקחת ניגוד עניינים מובנה בנוגע לאופציית הוט. דוידוביץ' ישמח לשווי מימוש נמוך מן המצופה, ואילו הכונסים לשווי גבוה מן המצופה, כשיהא עליהם לקוות כי דוידוביץ', שלא העמיד בטחונות, יציית להוראות ההסכם וישלם להם את התמורה הנוספת.

בעוד שבטיוטת ההסכם עם דוידוביץ' יש כשל ברכיב הפיננסי המשמעותי ביותר שלו (אופציית הוט), הרי שבמתווה ההסכם בין הכונסים לבין בר און יש זהות אינטרסים. שני הצדדים חפצים בהשאת התמורה שתקבל ממיימוש אופציית הוט, וכל רכיבי התמורה של הכונסים בהצעת בר און מגובים בבטחונות מלאים.

92. גם הטיפול האחזקות בחברות הסטראט אפ בטיוטת ההסכם עם דוידוביץ' לקוי וסובל מחוסר היתכנות של ממש. בעוד שבהסכם עם בר און נקבע כי חברות הסטראט-אפ תנוהלנה במשותף **לתקופה בלתי מוגבלת** עד למימוש האחרונה שבהן, הרי שבטיוטת ההסכם בין הכונסים לבין דוידוביץ' נקבע כי חברות הסטראט אפ תימכרנה עד ליום 30.10.2017. זהו יעד בלתי אפשרי או הגיוני. משמעותו הינה כי הכונסים לא מקבלים תמורה של ממש בגין רכיב זה בעסקת דוידוביץ', בוודאי שלא את הסכום היומרי של 8 מליון ₪.

93. נמצא אמא כי ההסכם שבין הכונסים לבין דוידוביץ', גם במתכונתו ה"משופרת" נקוב ככברה, ולוקה בתמורה הצפויה להתקבל בידי הכונסים, בהשוואה לזו שתקבל בידם בהתאם למתווה בר און (הסכם הגישור).

94. לכך מצטרפים גם השיקולים לבר נשייתיים, כפי שאלו פורטו במהלך הדיון, ובכלל זה העובדה כי הסכם הגישור מעניק את הבעלות בחברה לבעל מניות יחיד, חלף מצב של מאבקים בקרב בעלי המניות. ציין בהקשר זה עו"ד רוזובסקי: **"אני לא חושב שצריך לשלוח אותנו מכאן לקיים עוד הליך וההליכים נמשכים וזה לא טוב לעיתון, לעובדים ולעסק... אנחנו רוצים שהדברים יתנהלו כראוי ועדיף בעל בית אחד ולא שניים שאין ביניהם חיבה והסכמה"**.

95. לכך תתוסף גם תמיכת ועד העיתונאים, הזיקה של בר און, הניסיון, השיקולים האתיים<sup>11</sup> ויתר השיקולים המצביעים על כך שיש לאשר את הסכם הגישור.

## סוף דבר

96. תגובה זו אינה נתמכת בתצהיר, שכן היא מבוססת על כתבי בית דין ומסמכים שהוגשו לתיק בית המשפט הנכבד.

97. נוכח כל האמור לעיל, יתבקש בית המשפט הנכבד להתעלם מכל מה שאירע לאחר הדיון מיום 2.3.17, לאשר את הסכם הגישור עם בר און ולהימנע מכל פעולה העומדת בניגוד לכלל סופיות הדיון ובעיקר מפגיעה בזכות הקדימה.

כמו כן, יתבקש בית המשפט הנכבד להשית על דוידוביץ' הוצאות ריאליות, בשים לב לדרך הילוכו.



**בוזא אדלשטיין, עו"ד**  
גולדמן, ארליך, אדלשטיין, אביגד ושות'  
ב"כ בר און

<sup>11</sup> בניגוד לדברי דוידוביץ' בדיון: "אתיקה שמתיקה".

## תוכן עניינים

עמוד	נספח	נספח
	טבלה המפרטת את גלגולי הצעותיו של דוידוביץ'	1
	חווי"ד הכלכלית של פרופ' עדי אייל	2
	טבלת השוואה בין הצעת דוידוביץ' להצעת אילקורפ	3
	העתק מן ההסכם (כפי שהוגש ביום 07.03.2017 על ידי הכונסים)	4



## נספח 1:

טבלה המפרטת את גלגולי  
הצעותיו של דוידוביץ'

## טבלת התפתחות הצעותיו של דוד דוידוביץ'

תאריך	אירוע	סכום ההצעה	הערות
12.12.2016	הצעה שניתנה בעקבות הזמנה להציע הצעות מטעם הכונסים	₪ 33,000,000	ההצעה הינה עבור רכישת פעילות גלובס (ניתן היה להציע הצעות לרכישת מניות פישמן המשועבדות בחברת מוניטין).
13.12.2016	זכיה בהתמחרות שערכו הכונסים, מול חברת ג'רוולס פוסט-אלי עוזר	₪ 45,000,000	רכישת פעילות העיתון
30.01.2017	מכתב לכונסים ולאילקורפ בו שב דוידוביץ' על הצעתו לרכישת גלובס, ומתן אופציה לאילקורפ לרכוש עד 25% מפעילות העיתון על פי השווי היחסי בהתאם לרכישתו	₪ 45,000,000	במהלך הליך הגישור בין אילקורפ לכונסים
04.02.2017	פניה לכונסים והצעה לרכישת 74.86% ממניות מוניטין	₪ 65,000,000	במהלך הליך הגישור בין אילקורפ לכונסים
07.02.2017	פניה נוספת לכונסים במכתב והצעה לרכישת 74.86% ממניות מוניטין	₪ 90,000,000	במהלך הליך הגישור בין אילקורפ לכונסים
15.2.2017	שליחת טיוטת הסכם (שהוכן על ידי ב"כ דוידוביץ') לכונסים לרכישת 74.86% ממניות מוניטין	₪ 100,000,000	במהלך הליך הגישור בין אילקורפ לכונסים
16.02.2017	שליחת הסכם חתום (שהוכן על ידי ב"כ דוידוביץ') לכונסים לרכישת 74.86% ממניות מוניטין	₪ 100,000,000	במהלך הליך הגישור בין אילקורפ לכונסים
<b>20.2.2017</b>	<b>נחתם הסכם הגישור על ידי אילקורפ</b>		<b>הוגש לבית המשפט על ידי הכונסים ביום 21.2.2017. הכונסים עורכים טבלת השוואה בה הם מציינים כי הסכם אילקורפ עדיף על הסכם דוידוביץ' העדכני (16.2.2017)</b>
21.2.2017	בקשה למתן הוראות מטעם דוידוביץ' (בקשה 13) בה ביקש לאשר את רכישת גלובס / רכישת 74.856% ממניות מוניטין		התבקשה גם בקשה לחתום על הסכם נוסח הסכם הגישור + 5 מליון ₪. הוגשו התנגדויות של אילקורפ ושל הכונסים. נקבע דיון ליום 2.3.17.
1.3.2017	פגישה לילית בין דוידוביץ' לכונסים במסגרתה הוסכם על נוסח הסכם להנחת דעת הכונסים	₪ 100,000,000	הודעה על ההסכם העדכני נמסרה ע"י הכונסים לבית המשפט ביום 2.3.17 בבוקר, בצירוף טבלת השוואה. הכונסים עדיין מעדיפים את הצעת אילקורפ
02.03.2017	הודעת עדכון מטעם דוידוביץ' נשלחת לביהמ"ש שעה לפני הדיון. בגין 74.86% ממניות מוניטין	₪ 102,000,000	100 מיליון תמורה מיידית, 2 מיליון תמורה נדחית בשלוש שנים. עדיין הכונסים תומכים בבר - און במהלך הדיון
02.03.2017	לאחר הפסקה בדיון אליה נשלח דוידוביץ' על ידי השופט נמסרה הצעה משופרת	₪ 106,000,000	100 מיליון תמורה מיידית, 6 מיליון תמורה נדחית בשלוש שנים. + הטבות לעובדים
05.03.2017	במסגרת הודעת עדכון נוספת לתיק ביהמ"ש לרכישת 74.86% ממניות מוניטין	₪ 110,000,000	100 מיליון תמורה מיידית, 10 מיליון תמורה נדחית בשלושה חודשים.

**נספח 2:**

חו"ד הכלכלית של פרופ' עדי אייל

## הערכת זכות סירוב אילקורפ במניות מוניטין – ניתוח כלכלי

אני, הח"מ, פרופ' עדי אייל, נושא ת.ז. שמספרה 02307315-8, נתבקשתי להעריך את זכות הסירוב של אילקורפ ברכישת מניות חברת מוניטין בע"מ, במסגרת התדיינות בנושא בפני כבוד הנשיא אורנשטיין בבית המשפט המחוזי תל-אביב. כל האמור להלן מתבסס על עובדות המקרה כפי שתוארו בפני על ידי אלונה בראון ובאי כוחה.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית המשפט ואני מצהיר בזאת כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר בשבועה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו, כשהיא תתומה על ידי, כדון עדות בשבועה שנתתי בבית המשפט.

על התחום:



פרופ' עדי אייל

### תוכן עניינים:

תמצית הממצאים	--	עמ' 2
רקע מקצועי רלוונטי	--	עמ' 4
כללי – מהות זכות הסירוב	--	עמ' 6
מן הכלל אל הפרט: יישום לעובדות המקרה	--	עמ' 9
מן ההווה אל העתיד: השלכות מצרפיות	--	עמ' 12
סיכום	--	עמ' 13
נספח – קורות חיים	--	עמ' 14

## הערכת זכות סירוב אילקורפ במניות מוגיטין – תמצית הממצאים

### כללי:

- זכות סירוב המוקנית לצד בחוזה נובעת מהערכה מוקדמת של הצדדים בדבר יתרונות מצרפיים ואישיים לכל הצדדים המדוברים, בהעדרת בעל זכות הסירוב על-פני הצעה מתחרה זהה.
- כאשר מדובר בזכות סירוב לרכישת מניות חברה, הזכות זו נקובה בתקנון, היא בחזקת "מידע פומבי" שמשפיע על השיקולים האסטרטגיים של כלל המציעים העתידיים, פנימיים וחיצוניים.
- ככלל, **זכות סירוב מגבילה את סחירות הנכס המדובר**, ומקטינה את שווי הצעותיהם של רוכשים עתידיים, בשל ידיעתם על האפשרות שבעל זכות הסירוב יסכים לרכוש את הנכס בתנאים שהציע הרוכש החיצוני.
- יש לאזן בין השפעה זו של הגבלת הסחירות העתידית בדיעבד (בעת מכירה עתידית של המניות), לבין השפעת קיומה של זכות הסירוב מלכתחילה. מדובר בהשתת עלות חיובית ex post, שכדאית לצדדים רק אם היא מייצרת תועלות מספיקות ex ante. בדרך כלל מדובר בתועלות מסוגים שונים, שניתן להלקם על-פי התקופה בה הן רלוונטיות:
  - **בעת הקמת החברה/רכישת המניות**: שיפור מעמדם של בעלי זכות הסירוב מלכתחילה, והגדלת הסכום אותו יהיו מוכנים לשלם עבור המניות ברכישה הראשונית.
  - **בעת ניהול עסקי החברה/מהלך חייה**: הגדלת אינטרס בעלי המניות להשקיע בעסקי החברה במהלך חייה, בשל הבטחת יכולתם לקצור את פירות השקעתם בעתיד.
  - **בעת מכירת המניות**: חיסכון בעלויות עסקה, אפשרות לממש יתרונות מידע שבידי בעלי המניות הקיימים, ומניעת התמתרות ארוכה ומסורבלת שתגרום לפגיעה בערך הנכסים שבידי החברה.

### מן הכלל אל הפרט:

- שווי זכות הסירוב של אילקורפ תלויה במספר גורמים, וביניהם: מעורבות בעלי העניין בה (משפחת בראון) בנכסי חברת מוניטין, ובעיקר בעיתון גלובס; המידע הפרטי שבידיהם על התנהלות העיתון ושווי הכלכלי; אי-הוודאות ביחס למציעים עתידיים שעשויים להחליף בעלי מניות קיימים; השפעתם הפוטנציאלית של בעלי המניות האחרים על האינטרסים של בראון בעיתון גלובס ובחברת מוניטין; חשיבות ההשקעה בזמן, כסף, ומאמץ בעיתון גלובס ושאר נכסי החברה במהלך חיי חברת מוניטין; ומידת ההגנה לה תזכה זכות הסירוב בעת התדיינות משפטית עתידית.
- מהות זכות הסירוב היא ביכולת לקבל הצעה מוגמרת לגבי המניות המועמדות למכירה, כולל כמות המניות, מחירן, ותנאי המכירה. ס' 19 לתקנון חברת מוניטין בע"מ מקנה לבעלי מניותיה (כאן, אילקורפ ומשפחת בראון) את הזכות לבחון הצעה מפורטת ומלאה, ולהחליט על קיבול או דחיית הצעה. העובדה שמדובר בהצעה מלאה מפורטת וסופית, היא מרכיב מהותי וקריטי בזכות הסירוב, ובהערכת שוויה.
- שימוש בזכות הסירוב כדי להסכים על תנאי רכישת מניות, נועד להיות צעד חד-פעמי, שקושר את הצדדים בהווה וסופי ומחייב. המצב שתואר בפני, בו לאחר הסכמת אילקורפ/בראון לרכוש את המניות (מימוש זכות הסירוב), ממשיכה התמחרות בה מציע החיצוני מגיש הצעות חדשות או מתקנות, מאיין את זכות הסירוב ופוגע בערכה. במצב זה, אין יתרון במימוש זכות הסירוב, אלא להיפך – בפועל ניתנה זכות סירוב למציע החיצוני – לאחר שזה זוכה ליתרון בחשיפת מידע לגבי כדאיות העסקה מצד אילקורפ/בראון. במצב זה, שווי זכות הסירוב בדיעבד הוא אפס, ומלכתחילה – מדובר בעסקת הפסד.

### מן ההווה אל העתיד:

- מצב כפי שתואר בפני, בו זכות הסירוב מתאינת בשל אפשרות תגובה למציע החיצוני, גורם לפגיעה בערך כל תניה חוזית דומה במקרים אחרים, שכן צדדים נוכחיים יחששו שגורל דומה נכון לזכות הסירוב שלהם. במצב זה, תיפגע נכונות צדדים לשלם עבור הכללת זכות סירוב בהווה או תקנון חברה, ותיפגע נכונותם להשקיע בהשבת נכסים במהלך חיי ההווה או החברה.
- כאשר זכות הסירוב אינה ברורה, אין בה כדי להקטין את חוסר הוודאות ביחס למיהות בעלי המניות העתידיים. מצב זה פוגע בבעלי מניות קיימים ובחברה עצמה, שכן קטנה נכונותם של בעלי עניין להשקיע בהשבת נכס שדורש מעורבות אישית וקטנה מוכנותם לחשוף מידע אסטרטגי לגבי כוונותיהם העתידיות. משמעות פגיעה בוודאות האכיפה של זכות סירוב קיימת, היא ביטול התמריץ להתקשר בעסקאות עתידיות.

## רקע מקצועי

עיסוקי העיקרי הוא בהוראה ומחקר בתפר שבין משפטים וכלכלה, כפרופסור חבר בפקולטה למשפטים באוניברסיטת בר-אילן. דרכי האקדמית החלה בתוכנית הבין-תחומית לטיפוח המצויינות באוניברסיטת תל-אביב, שם גם הוענק לי תואר ראשון במשפטים. תואר שני במשפטים (בהצטיינות יתירה) וכן דוקטורט במשפטים (בציון מעולה) הוענקו לי באוניברסיטת בר-אילן. במהלך לימודי אלה זכיתי להימנות עם סגל ההוראה באוניברסיטת בר-אילן, אוניברסיטת חיפה, המכללה למינהל, מכללת שערי משפט, מכללת נתניה, והמרכז האקדמי אונו (גם בגירסתו הקודמת כשלושה של אוניברסיטת מנצ'סטר).

**השכלתי הכלכלית** החלה בתוכנית אישית במסגרת התוכנית הבינתחומית, ובמהלך כתיבת הדוקטורט במשפטים (שנבדק, וקיבל ציון מעולה, פה-אחד בידי ארבעה אקדמאים מובילים, שני כלכלנים ושני משפטים, כולל Dennis Carlton מבית הספר למינהל עסקים באוניברסיטת שיקגו, שכיהן ככלכלן ראשי של רשות ההגבלים העסקיים במשרד המשפטים האמריקאי וכנשיא Lexecon, מחברות הייעוץ הכלכלי לליטיגציה המובילות בארה"ב).

לאחר סיום הדוקטורט במשפטים, המשכתי לדוקטורט נוסף בכלכלה ב- UC Berkeley תחת הנחייתם של Daniel Rubinfeld ו- Joseph Farrell, שניהם מהמובילים בעולם בתחום, שגם כיהנו ככלכלנים ראשיים של רשות ההגבלים העסקיים במשרד המשפטים האמריקאי. Farrell גם כיהן ככלכלן ראשי של ה- FCC, משרד התקשורת הפדראלי בארה"ב, וככלכלן ראשי של ה- FTC, נציבות הסחר הפדראלית. באותה תקופה גם נמנית עם סגל ההוראה בפקולטה למשפטים של UC Berkeley, זכיתי למספר מלגות ופרסי הצטיינות, כולל הפרס הגבוה ביותר של האוניברסיטה לתלמידי מחקר, Regents Scholarship וכן, John Dean's Normative Time Award; Best Research Proposal; Olin Foundation Fellowship in Law and Economics (פעמיים).

בנוסף לעיסוקי בארץ, שהיתי בחו"ל כעמית מחקר ב- London School of Economics וב- University of Chicago Law School. זכיתי להימנות על סגל ההוראה של פקולטת למשפטים וללמד במספר מוסדות מצוינים, ביניהם University of California, Berkeley, Monash University, University of Colorado, מעבר לאלה זכיתי בפרסים ומלגות הצטיינות, כולל פרס קרן וולף לתלמידי מחקר והיכולות בכנס The Next Generation of Antitrust שנערך ב- NYU בשיתוף האוניברסיטאות המובילות ומחלקת ההגבלים של ה- American Bar Association. מאמר שכתבתי בנושא זכיינות הוצג בכנס International Society of Franchising וזכה בפרס על היותו המאמר המצטיין לשנה זו. פירוט מאמרים שכתבתי ופעילויות נוספות נמצא בדף קורות החיים שלי, שצורף כנספח לחוות דעת זו.

Prof. Adi Ayal  
Phd Law  
Phd Economics

פרופ' עדי אייל  
ד"ר למשפטים  
ד"ר לכלכלה

Adi.Ayal@biu.ac.il

כתובת לדואר:  
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן  
חמת גן, 52900

מעבר להשכלה אקדמית בתחום, כתבתי ספר על הגינות בהגבלים עסקיים (בהוצאת Hart Publishing, Oxford), ומאמרים רבים בכלכלה ומשפט על הגבלים עסקיים, דיני חברות, שוקי תקשורת, זכויות, אסטרטגיה עסקית, ועוד. כמו-כן עסקתי בייעוץ למספר חברות בארץ, מהמשמעותיות במשק, וכן למשרדי עורכי דין גדולים. עבדתי גם בחו"ל, עבור חברת Law and Economics Consulting Group (LECG), מהמובילות בתחום ייעוץ הליטיגציה בארה"ב, ואני משמש כמזמחה בישראל מטעם Compass-Lexecon, חברת ייעוץ בינלאומית מהמובילות בעולם. בין השאר, סיעתי בעניין מיוזג בין Verizon לבין MCI, שתי החברות המובילות בארה"ב בטלפוניה ניחת וטלפוניה בין-עירונית, בהתאמה. בשנים האחרונות אני מוזמן תדירות להרצאות במגוון אקדמיות ואחרות, כולל המכון להשתלמות שופטים. לשכת עורכי הדין, פרקליטות מיסוי וכלכלה, והמרכז למשפט מסחרי. מעבר לכך, מונית על-ידי שר התקשורת לעמוד בראש הוועדה הציבורית לבהיגת הפקות המקור בטלוויזיה המסחרית, והגשתי את מסקנותיה לשר התקשורת וראש הממשלה.

בעשרים השנים האחרונות לימדתי קורסים אקדמיים ומקצועיים במגוון מוסדות מחקר, בדגש על כלכלת תחרות, הגבלים עסקיים, דיני חברות, הקר שוקים, ושיטות מחקר.



## הערכת זכות סירוב אילקורפ במניות מוניטין – ניתוח כלכלי

מתבקשתי להעריך את זכות הסירוב של אילקורפ ברכישת מניות חברת מוניטין בע"מ, במסגרת התדיינות בנושא בפני כבוד הנשיא אורנשטיין בבית המשפט המחוזי תל-אביב. כל העובדות המצוינות מטה נמסרו לי על-ידי אלונה בראון ובאי כוחה והניתוח מבוסס על הנחה כי מדובר בתיאור מדויק של המציאות הרלוונטית.

### דיון כללי – מהות זכות הסירוב ופרמטרים להערכתה:

זכות הסירוב (right of first refusal) מעניקה לבעליה את האפשרות להגיב להצעת מכירה של הנכס המדובר. מדובר באופציה רכישה (call option) על הנכס המדובר, כאשר מחיר האופציה אינו נקוב מראש אלא נקבע לפי הצעה עתידית אפשרית של מציע חיצוני המעוניין לרכוש את הנכס. מכיוון שמחיר האופציה אינו נקוב מראש, הערכת שווייה מורכבת יותר, אך עדיין ניתן לאפיין את הפרמטרים הרלוונטיים שמעלים או מורידים את שווי הזכות.

מהות זכות הסירוב היא התחייבות של בעל הנכס שלא למכור לגורם חיצוני טרם שנתן הזדמנות רכישה שווה לבעל הזכות. כאשר מדובר במניות חברה, כמו במקרה הנדון כאן, זכות הסירוב בדרך כלל מעוגנת בתקנון החברה, על-מנת לעגן את הזכות ביחסים בין הצדדים, להפוך את החברה לצד להסכם, וליידע צדדים שלישיים על המגבלה הקיימת ביחס לעבירות המניות. בדרך זו, זכות שמקורה חוץ להתחייבות בין בעלי המניות הראשוניים, הופכת לזכות כלפי כולי על-אמא. הפיכת החברה לצד להסכם מאפשרת את עיגון הזכות המהותית גם בפרוצדורת-מגן, למשל באיסור רישום בעל מניות חדש כחבר בחברה, זולת אם עמד בתנאי זכות הסירוב הנקובה בתקנון.

זכות הסירוב משמשת בדרך כלל למתן עדיפות ברכישת המניות לבעלי מניות קיימים על-פני חדשים, ובכך מגבילה את סחירות המניה. הספרות המקצועית מכירה במגבלה זו על הסחירות כאלמנט מהותי והכרחי בזכות הסירוב, שלכאורה פוגעת בערך המניה אלא שהיתרונות הגלומים בקיומה מלכתחילה של אותה זכות סירוב עולים בדרך כלל על הפגיעה בדיעבד במחיר שניתן להשיג עבור אותן מניות.<sup>1</sup> בפועל, מדובר באיזון בין מוכנות הצדדים לשלם מחיר בעתיד (פגיעה בסחירות, הקטנת התמורה עבור המניות) אל מול רצונם להשיג יתרונות בהווה שנובעים מהוודאות הקשורה בקיומה של זכות הסירוב. **הערכה כלכלית של שווי זכות הסירוב דורשת התחשבות הן במחיר העתידי שזו תגבה והן ביתרונות הנוכחיים הצומחים לחברה ולבעלי המניות מהגנה על זכות זו.**

<sup>1</sup> ראו, 47 Mercer & Harins, BUSINESS VALUATION: AN INTEGRATED THEORY (2<sup>nd</sup> ed., 2007), at 47. לעיתים קרובות זכות הסירוב מאופיינת כחלק מהתחייבות לערוך התמחרות בין הצדדים במקרה של פריקות עתידית. בשני המקרים יש משמעות גדולה לתנאים לבר-כלכליים ולנסיבות עתידיות שקשה לצפותן מראש. ראו, עדי אייל ושלומי תורג'מן, "במבוי – כשלים בעסקת ההתמחרות", **תאגידים** ה(1) 1 (2011).

ניתן לתמצת את היתרונות העיקריים שבהקניית זכות סירוב, לכמה קטגוריות רלוונטיות. מידת התממשות כל אחד מהם בנסיבות הרלוונטיות תשפיע על הערכת השווי הכלכלי של זכות הסירוב:

- הגדלת התמורה עבור מניות החברה מלכתחילה:** בעל המניות הראשוני, שרוכש אותן בצמוד לזכות הסירוב הגלווית להן (בדרך כלל עם הקמת החברה), יהיה מוכן לשלם תמורתן סכום גבוה יותר, שמשקף את שווי המניה + שווי האופציה הגלומה בזכות הסירוב. גורם זה רלוונטי בכל סוג חברה, והופך דומיננטי יותר ככל ששווי האופציה גבוה יותר (לאור השפעת הפרמטרים האחרים).
- הגדלת השליטה על מיהות בעלי המניות העתידיים:** בעל מניות נוכחי עשוי לראות בבעלי המניות האחרים גורם משמעותי לשווי החברה כולה, או לתועלת המופקת ממעורבות בעסקי החברה. זכות הסירוב מאפשרת לבעל מניות נוכחי למנוע מגורם בלתי-רצוי להיכנס לחברה ולהפוך לבעל מניות בה. גורם זה רלוונטי יותר ככל שמדובר בחברה קטנה יותר, ריכוזית יותר, או כזו שפעילה נכס שיש לו השלכות שאינן כלכליות גרידא.<sup>2</sup>
- הגדלת מוכנות בעלי המניות להשקיע בחברה במהלך חייה:** זכות הסירוב מגינה על בעל המניות מפני חדירת גורם זר, ומבטיחה לו את האופציה ליהנות בעצמו מעליית ערך נכסי החברה. התמריץ להשקיע זמן, מאמץ, וכסף בהשקחה נכסי החברה גדל ככל שהצדדים מסוגלים לקצור בעתיד את פירות השקעתם בהווה.<sup>3</sup> זכות הסירוב המקנה אופציית רכישה, מגדילה את הודאות שצמיחה עתידית בערך החברה תמומש על-ידי בעלי המניות הנוכחיים. גורם זה רלוונטי יותר ככל שלחברה נכסים מורכבים יותר שקשה לצפות מראש את מועד ואופן צמיחתם ביחס להווה.<sup>4</sup>
- מידת מעורבותו של בעל זכות הסירוב בענייני החברה וכמות/איכות המידע הפרטי המצוי בידו:** זכות הסירוב מאפשרת לבעליה לרכוש את המניות במחיר בו נקב המציע החיצוני. בדומה למכרז מחיר שני ולמכירה פומבית, בעל זכות הסירוב אינו צריך להצהיר על הסכום אותו הוא מוכן לשלם, אלא להשוות להצעה קיימת. מכיוון שכך, ככל שבעל זכות הסירוב מעורב יותר בעסקי החברה ומצוי יותר בפרטיה, כך גדלים הסיכויים שיוכל להפיק מהחברה רווח עודף לעומת מציע החיצוני. בנסיבות אלו, נוצר לו רווח מזכות הסירוב בשווי ההפרש בין מוכנותו לשלם עבור המניות לבין ההצעה החיצונית. גורם זה רלוונטי כאשר מדובר בהפרש חיובי, קרי יתרון לבעל זכות הסירוב על-פני המציע החיצוני וכאשר מעורבות בחברה מיתרגמת ליתרונות פרטיים מהמשך הפעילות בחברה, בעיקר כאשר מדובר בתועלות לבר-כלכליות כמו המשך העסקה, פיתוח עסק בו בעל זכות הסירוב מעורב רגשית, וכו'.

<sup>2</sup> לניתוח והרחבה של נסיבות אלו, ראו אייל ותורג'מן, במבוי – כשלים בעסקת ההתמחרות, הערה 1 לעיל.

<sup>3</sup> ראו, Chouinard and Yoder, "Repeated Auctions with the Right of First Refusal", 7 *BE Journal of Theoretical Economics* (2007) 1

<sup>4</sup> ראו, Kahan, Lesbem, and Sundaram, "First-Purchase Rights: Rights of First Refusal and Rights of First Offer", 14 *American Law and Economics Review* 331 (2012)

5. **היקף עלויות העיסקה, העיכובים, והקשיים הכרוכים במכירת המניות:** זכות הסירוב מפשטת את הליך מכירת המניות, שכן מדובר ב- one shot deal בו מגובשת הצעה חיצונית (או הערכה של המוכר) ומתן אפשרות השוואה לבעל זכות הסירוב. מימוש זכות הסירוב מונע התמחרות עם צדדים שלישיים, והוסף בעלויות של זמן, מאמץ, וכסף בקשירת עסקה עם גורם חיצוני. מקובל גם לתאר את זכות הסירוב כמנגנון ביטוחי כנגד כשל במו"מ עתידי.<sup>5</sup> גורם זה משפיע יותר ככל שמדובר בחברה מפיסדה שיש צורך להתערב ולמנוע את המשך הפסדיה. ככל שמדובר בחברה המתקרבת להדלות פירעון, כך קריטי יותר לעצור את הפסדיה בשלב מוקדם יותר, שכן אז מדובר לא רק בהשוואה בין סכום הפסד נוכחי לבין סכום רווחים עתידיים, אלא נוצר אילוץ קטגורי לפיו ירידה מתחת לסף חדלות הפירעון ותחילת הליכי פירוק מונעת אפשרות תיקון בדיעבד.
6. **חיסכון בהתאמות ומניעת סכסוכים בין בעלי מניות:** מימוש זכות הסירוב משאיר בחברה בעלי עניין מוכרים ומנוע צורך בהתאמות בתוך החברה או בין בעלי המניות בשל כניסתו של גורם חדש. כאשר קיים פוטנציאל של סכסוכים בין בעלי מניות, זכות הסירוב מונעת הפעלת לחץ של בעלי מניות קיימים על החדשים או להיפך. מניעת סכסוכים שיפגעו בערך וניהול החברה היא הציודק העיקרי להכללתה של זכות סירוב בתקנון חברות פרטיות, כולל זכות המצרנות המכלילה זכות זו כלפי כלל בעלי המניות בחברה. גורם זה רלוונטי יותר ככל שמדובר בחברה הדורשת מעורבות רבה מצד בעלי המניות בה, וככל שנדרשות הסכמות בין בעלי המניות לגבי גיבוש אסטרטגיה עסקית (למשל, צורך בהורמת כספים, מינוי מנהלים, וכיו"ב).
- כפי שניתן לראות, זכות הסירוב מקנה יתרונות ותועלות מסוגים שונים, שניתן לסווגם לפי עיתוי יצירתם:**
- בעת יצירת זכות הסירוב, במהלך חיי החברה, ובעת מכירת המניות.** בכל אחד מן השלבים יכולה זכות הסירוב להקנות יתרונות כלכליים ולבר-כלכליים (דוגמת התועלת הרגשית/ערכית הנוצרת כאשר מדובר בנכס בעל משמעות סובייקטיבית ו/או סמלית). כדי להעריך את שווי זכות הסירוב, למשל בעת בחירה אם לקבוע כזו בתקנון, יש צורך בעריכת איזון בין הפגיעה שהזכות יוצרת בסחירות המניות לבין התועלות המופקות ממנה בשלבים השונים.
- בכל חברה ומכלול נסיבות יש להעריך עד כמה כל אחת מהתועלות לעיל רלוונטית ובעלת משמעות, ולכך אפנה כעת ביישום לנסיבות הקונקרטיות כפי שהובאו בפני.

<sup>5</sup> Jonathan F. Mitchell, "Can a Right of First Refusal Be Assigned?", 68 *Univ. Chicago Law Rev.* (2001) 985; David I. Walker, "Rethinking Rights of First Refusal", 5 *Stanford J. Law, Business & Finance* (1999) 1

### מן הכלל אל הפרט: יישום למקרה אילקורפ/בראון

מדובר כאן בזכות סירוב לרכישת מניות חברת מוניטין בע"מ, כאשר הנכס העיקרי במורד שרשור החברה הוא העיתון הכלכלי "גלובס". מדובר בעיתון בעל נוכחות משמעותית בנוף התקשורת והעסקי, שניתן לסווגו כגוף דו-מהותי בשל מחויבותו לאתיקה עיתונאית ומעמדו בנוף הציבורי. מעבר לערך הכלכלי של העיתון עבור בעלי מניותיו, מדובר בנכס המייצר טובין ציבוריים (סיקור והבאת מידע בפני כלל הציבור) ומעסיק עיתונאים המחויבים לא רק ל"בעל הבית" אלא גם לרמה מקצועית ואתית היוצרים מחויבות כלפי כולי עלמא וציבור הקוראים בפרט.

מעמדו המיוחד של העיתון ניכר גם במסמכי היסוד שלו. התקנון כולל התייחסות מפורטת למטרות בתחום העיתונות, דפוס, עיצוב – ואף עזרה לעובדים ובני משפחותיהם. ס' 20(ב) לתקנון קובע זכות לסרב לרשום בעל מניות חדש, אם לדעת מועצת המנהלים אין הוא רצוי לטובת החברה. טובת החברה ותכליתה אינם מפורטים בתקנון, אך המשך קיום העיתון ועצמאות הסיקור בו כנראה כלולים תחת הגדרות אלו. מעבר להגדרות הפורמאליות, היסטוריית הבעלות ומידת מעורבותה של משפחת בראון בניהול והפקת העיתון ממחישים שמדובר בנכס בעל משמעות ערכית ואידיאולוגית עבורם, ולא רק נכס כלכלי מניב פירות. בנסיבות כאן, מטרות בעל המניות המיועד רלוונטיות ומשפיעות על העיתון והנהגים ממנו, העובדים, וגם בעלי המניות הנותרים. זכות הסירוב בהקשר זה משמעותה גם מניעת השתלטות של גורם זר שעלול לאיים על אופי העיתון, למשל כאשר מדובר בגורם עסקי המעוניין להשתמש בעיתון ככלי לצבירת כוח כלכלי או פוליטי.

כדי להעריך את שווי זכות הסירוב והבסיס להענקתה, יש ליישם את הקריטריונים שפורטו לעיל בדיון הכללי, ולהראות את מידת הרלוונטיות של כל אחד מהם בנסיבות הספציפיות כאן:

- הגדלת התמורה עבור מניות החברה מלכתחילה:** אין בידי נתונים על התמורה שניתנה בעת יצירת החברה, אך ניתן להניח כי אם בעלי המניות המקוריים בחרו להגן על עצמם באמצעות זכות סירוב, הם ידעו כי מדובר גם בפגיעה בסחירות העתידית של המניה. סביר שמידת ההשקעה שלהם בחברה בעת יצירתה גדלה בהתאם, אך בהיעדר נתונים ספציפיים לקולא או לחומרא, אני מעריך את השפעת פרמטר זה כבינונית.
- הגדלת השליטה על מיהות בעלי המניות העתידיים:** מתקיימות כאן נסיבות המיוחדות וצורך ברור להגן מפני אינטרסים עסקיים שעלולים לרצות בעיתון כלכלי על מנת להשפיע על אופן הסיקור. בנוסף, העובדה שלאורך השנים משפחת בראון הייתה מושקעת ומעורבת מאוד בהפקת העיתון וניהולו, אני מעריך את השפעת פרמטר זה כגבוהה מאוד.
- הגדלת מוכנות בעלי המניות להשקיע בחברה במהלך חייה:** בשל מיעוט בעלי המניות ומידת מעורבותם הגבוהה, חשובה במיוחד ההגנה על התמריצים שלהם להשקיע בחברה במהלך חייה. היבט זה מודגש בשל אופי העיתון והאידיאולוגיה הכרוכה בהפעלתו לטובת הציבור, ולכן אני מעריך את השפעת פרמטר זה כגבוהה מאוד.

4. **מידת מעורבותו של בעל זכות הסירוב בענייני החברה וכמות/איכות המידע הפרטי המצוי בידו:** מדובר בנכס מורכב, בעל השפעה על עולם העסקים והשיח הציבורי. משפחת בראון הייתה מעורבת לאורך כל הדרך בפנים שונים של ניהול והפקת העיתון, ובשל כך חשופה למידע פרטי רב ומגוון לגבי התנהלותו, יתרונותיו וחולשותיו. סביר שמידע פרטי זה מאפשר לבעלי המניות בעלי זכות הסירוב להעריך באופן מדויק יותר את מצבו הכלכלי של העיתון, כמו גם את עתידו המסחרי וכיווני ההתפתחות האפשריים לו. בשל כך, יש לבעלי זכות הסירוב יתרון גדול על מציעים חיצוניים, ולכן אני מעריך את חשיבות פרמטר זה כגבוהה.
5. **היקף עלויות העיסוק, העיכובים, והקשיים הכרוכים במכירת המניות:** מכירת המניות, כפי שנראתה ex ante בעת יצירת זכות הסירוב, לא צפויה להיות מורכבת במיוחד. עיכובים יכולים להיות בעייתיים, בעיקר בעת שמדובר בנכס מפסיד וכאשר נעדרת שדרת הניהול המרכזית (מנכ"ל, עורך ראשי). בנסיבות הקיימות העלות המושתתת על העיתון בשל העיכובים בהעברת המניות עלולה להיות גבוהה מאוד, אך מצב זה לאו דווקא נצפה מראש. מכיוון שכך, אני מעריך את חשיבות פרמטר זה כבינונית בעת יצירת הזכות וגבוהה כעת.
6. **חיסכון בהתאמות ומניעת סכסוכים בין בעלי מניות:** אם ללמוד מההיסטוריה של משפחת בראון ומידת מעורבותה בניהול העיתון, נראה שנדרשת מעורבות מתמשכת של בעלי המניות. סכסוך בין בעלי מניות עלול לדרדר את העיתון ולפגוע בהתנהלותו, כמו גם בעתידו הכלכלי. בפן התאגידי, מדובר בחברה פרטית עם מספר קטן במיוחד של בעלי מניות שנדרש תיאום ביניהם. ספציפית כיום, העובדה שנדרש לשכור מנכ"ל ועורך ראשי, כמו גם לעבוד איתם לאורך זמן מדגישה את החשיבות של מניעת סכסוך והדיינות ממושכת בין בעלי המניות, ולכן אני מעריך את חשיבות פרמטר זה כגבוהה מאוד.

**ניתן לראות כי ברוב הפרמטרים הרלוונטיים, זכות הסירוב מקבלת חשיבות גבוהה בשל אופיו המיוחד של הנכס בו מדובר.** סביר להניח כי הדבר היה ברור לצדדים בעת יצירת התקנון, ולא בכדי נכללה גם זכות סירוב וגם הוראה להימנע מרישום בעל מניות כאשר הדבר אינו לטובת החברה. ככל שמדובר בנכס ייחודי יותר, וככל שמדובר בתועלות רבות יותר החורגות ממיקסום התשואה הכלכלית הישירה, כך חשוב יותר להגן על בעלי המניות מפני שינויים עתידיים בגורמים המעורבים בחברה, ולכן עולה שווי זכות הסירוב.

אין בידי נתונים מספיקים על-מנת לתת הערכה מספרית מדויקת לשווייה של הזכות, אך ניתן לבחון את הערכתה הבסיסית לאור האמור לעיל, לעומת שוויה כעת לאור התנהלות הדיון סביב מימושה. שווי אופציית הרכישה הגלומה בזכות הוא הפער בין המחיר שבעל מניות היה מוכן לשלם תמורת מניותיו כאשר אלו כוללת את זכות הסירוב. לבין המחיר שהיה משלם על מניות זהות אך נטולות זכות כאמור. מהות הזכות היא באפשרות לרכוש את מניות הצד השני בתנאים נקובים וברורים בהם הוצעו למכירה. הפרוצדורה אמורה להיות ישירה ופשוטה: בעל המניות המעוניין למכור מניותיו נוקב במחיר ותנאי תשלום, בעל זכות הסירוב שוקל ומחליט אם להסכים ולבצע קיבול להצעה.

אם הסכים, מחויב המוכר להעביר את מניותיו לבעל זכות הסירוב. רק אם זה דחה את ההצעה, ראוי בעל המניות המוכר להציע מניותיו למכירה לצד ג' – בתנאים זהים לאלו שהוצגו בפני בעל זכות הסירוב.

נסיבות המקרה כפי שהוצגו בפני שונות. להבנת, המציע החיצוני, דוידוביץ', הציע מספר הצעות שונות, כאשר בכל פעם חזר ותיקן ושיפר את הצעתו, כדי לגבור על הצעת אילקורפ/בראון. כך, עם סיום הליך הגישור, כאשר הצעת בראון הוערכה על ידי הכונסים כעדיפה, התאפשר לדוידוביץ' לתקן את הצעתו ולשפרה. במילים אחרות, דוידוביץ' נהנה מהאפשרות לצפות בהצעת בראון, ולהתאים הצעתו אליה. מנגנון זה סותר את זכות הסירוב של אילקורפ ומאיין את תוכנה. ניתן לומר אף הפוך, שבפועל קיבל דוידוביץ' זכות סירוב מבלי שזו הוקנתה לו בתקנון, שכן הוא נהנה מחשיפה למידע הגלום בהצעת בראון, ואפשרות להציע הצעה דומה ולזכות במניות.

כפי שהוסבר לי, ומעיון בהחלטת בית המשפט ותגובת הנושים המובטחים, בתאריך 3.3 נתבקשו הנושים המובטחים להביע עמדה ביחס להצעות שנדונו בישיבת בית המשפט יום קודם לכן, ולהגיש עמדתם עד 5.3. לאחר מכן, תיקן דוידוביץ' שוב את הצעתו על-מנת לשפרה אל מול הצעת אילקורפ/בראון, והנושים הגיבו להצעה המתוקנת במקום להצעה שנדונה בבית המשפט. מצב זה מנוגד למהות זכות הסירוב שנועדה להיות אופציה לקיבול או דחייה של הצעה שמפרט בעל המניות המעוניין למכור את מניותיו. במילים אחרות, אילקורפ כבעלת מניות במוניטין, אמורה לראות מול עיניה הצעה מוגמרת, ולהגיב בכך/לא – ולא להימשך להתמתרות נוספת.

אם אכן כך, והמציע החיצוני זוכה לאפשרות תיקון ההצעה בדיעבד, זכות הסירוב של אילקורפ שהוערכה לעיל כמשמעותית במיוחד, מאבדת מערכה. במצב זה אילקורפ לא זוכה ליתרון מיוחד מכוח זכות הסירוב הצמודה למניותיה, והיא מתפקדת ככל מציע חיצוני בהתמחרות בלתי-מוגבלת. זכות הסירוב הפורמאלית אינה זוכה ליישום מעשי, ושוויה יורד לאפס. הסיבה לכך היא שנעלם הפער בין ערך המניות עם האופציה הכרוכה בזכות הסירוב לבין ערכן ללא אופציה זו, שכן אותה אופציה בדיוק מוענקת לצדדים שלישיים ונעלם היתרון היחסי שהוענק לאילקורפ כבעלת מניות קיימת, על פי תקנון חברת מוניטין בע"מ.

### מן ההווה אל העתיד: השלכות רוחב והשפעות על מקרים עתידיים

כפי שהוסבר לעיל, אם אכן יתאפשר למציע החיצוני לתקן הצעתו פעם נוספת לאחר עיון בהצעת אילקורפ/בראון, זכות הסירוב בפועל מבוטלת, וערכה יורד לאפס. מעבר לפגיעה בזכות המוקנית של אילקורפ על פי תקנון חברת מוניטין בע"מ, יש לקחת בהשבון את השלכות מקרה זה אל מקרים אחרים ועתידיים. יתרונה העיקרי של זכות הסירוב הוא בהקטנת אי-הוודאות של בעלי מניות ביחס למיחות שותפיהם העתידיים. היכולת למנוע כניסתו של גורם בלתי רצוי, למנוע סכסוכים עם בעלי מניות עתידיים, ולתמרץ השקעה מתמשכת במהלך חיי החברה – כולם תלויים באכיפה ברורה וצפויה מראש של זכות הסירוב.

מתן אפשרות למציע חיצוני ליהנות מאותם תנאים שאמורים להיות בלעדיים לבעל זכות סירוב, יאיון את הזכות עצמה וימנע מבעלי מניות עתידיים את האפשרות המעשית לקבוע לעצמם זכות סירוב דומה. גם אם יכללו בתקנון (או יקבעו בהוזה) הגדרה ברורה לזכות הסירוב בהם מעוניינים, ודאות האכיפה נשחקת, ומוכנותם לשלם עבור הכללת זכות כאמור – תיעלם.

יתר על כן, חברות קיימות שבתקנונן קבועה זכות סירוב, תעמודנה בפני מצב בו אכיפת התניה החוזית אינה ברורה, דבר שיגרום לבעלי מניות אופורטוניסטיים לנצל את המצב ולבקוע חורים בהגנה שנחפשה עד עתה כחוקה. כל היתרונות שסקרתי לעיל בנובעים מזכות סירוב – ייעלמו. כך, בעלי מניות ששקלו להתקשר בעסקים בהם מיהות שותפיהם העתידיים חשובה להם, יידעו שעתידם אינו ודאי, ולכן יימנעו מהתקשרות כאמור או ידרשו עבודה מחיר גבוה הרבה יותר. מוכנותם של בעלי מניות כאמור להשקיע בחברה במהלך חייה תפתח, שכן נפגעת יכולתם לבנות על קצירת פירות ההשקעה.

יתכן שבהסתכלות שבדיעבד, נראה שמתן אפשרות למציע חיצוני לשפר את הצעתו, מועילה לנישים ומגדילה את ערך העסקה עבור החברה, אך הסתכלות זו צרה ומתעלמת מהשפעת קביעה כאמור לעתיד לבוא. סביר שפתיחת פתח כזה וביטול למעשה של זכות הסירוב, יגרור יצירת סכסוכים חדשים בין בעלי מניות קיימים, והבאתם לבית המשפט בשל האפשרות שהזכות לא תיאכף כלשונה. פתיחת פתח כאמור תפגע בצדדים קיימים שחשבו שהם מוגנים בזכות דומה, ויפגע בצדדים עתידיים שלא יוכלו להסתמך על זכות סירוב כמנגנון חזוי שנועד לשפר את רווחתם המצרפית.

## סיכום

זכות הסירוב שנסקרה כאן מעניקה לבעל מניות קיים את האפשרות לרכוש מניות של בעל מניות אחר המעוניין למכור את מניותיו. לפי הפרוצדורה הנקובה בתקנון, בעל המניות המוכר מחויב להציע ראשית לבעלי מניות קיימים, תוך פירוט מחיר ותנאי העסקה, ואינו רשאי למכור לאחר טרם שסירבו בעלי המניות הקיימים לרכושן באותם התנאים. מטרת זכות הסירוב היא לאפשר לבעלי מניות קיימים מידת שליטה על מיהותם של בעלי מניות חדשים, והשפעה על אופי החברה וניהול עסקיה שעלולים להשתנות עם כניסתם של בעלי מניות חדשים.

זכות הסירוב מהווה בעצם אופציית רכישה בפרוצדורה נקובה מראש, אך במחיר ובתנאים שייקבעו בהמשך הדרך. הכללתה בתקנון, או בהסכם אחר, מגבילה בהכרח את סחירות המניה בעתיד, שכן מציע חיצוני יצטרך לקחת בחשבון שגם אחרי שלמד על החברה וגיבש הצעה לרכישת מניותיה, עלול בעל מניות קיים להיכנס בנעליו ולהסכים לשלם בעצמו את אותו המחיר ובאותם התנאים. בנסיבות אלו, על המציע החיצוני לקחת בחשבון שלבעלי מניות קיימים יש עדיפות עליו, וזכותם גוברת. אל מול חיסרון זה שידוע מראש לצדדים, יש שורה של יתרונות הגלומים במתן זכות סירוב לבעלי המניות הקיימים. יתרונות ותועלות אלו מתחילות בעת מתן זכות הסירוב, שמעלות את ערך המניות לבעליהן, ממשיות במהלך חיי החברה, כאשר בעלי מניות מוכנים להשקיע מזמנם, כספם, ומרצם בשל ודאות גבוהה שיוכלו לקצור את פירות השקעתם, ומתמשים עד יום המימוש, אז בעלי המניות מסוגלים להשפיע על אופי החברה ומיהות בעלי מניותיה העתידיים. ככל שמדובר בחברה בה מספר בעלי המניות קטן יותר, ומעורבותם גבוהה יותר, גדל שווי זכות הסירוב. ככל שהחברה מנהלת נכסים בעלי אופי ייחודי, שהורג משווי כלכלי סחיר אובייקטיבי, כך זכות הסירוב חשובה יותר ובעלת ערך רב יותר. במקרה הנדון כאן, בשל המעורבות משפחת בראון בעיתון גלובס, הנכס העיקרי בשרשרת החברות שתחת מוניטין בע"מ, רוב הפרמטרים מצביעים על שווי גבוה במיוחד לזכות הסירוב.

**בנסיבות שתוארו בפני, לפיהן המציע החיצוני תיקן את הצעתו לאחר סיום הדיון ולאחר מימוש זכות הסירוב בהצעה שנתנה אילקורפ לרכישת מניות מוניטין, זכות הסירוב מאבדת מערכה.** בפועל, נראה שהמציע החיצוני לקח לעצמו זכות סירוב ביחס להצעה של אילקורפ, בניגוד גמור לפרוצדורה המקובלת והנקובה בתקנון. אם **אכן הצעה זו מתקבלת כרלוונטית, אילקורפ אינה זוכה למעמד עדיף על מציע חיצוני ושווי הזכות האפקטיבית שלה הוא אפס.** מהות זכות הסירוב והסיבה לקביעתה, הוא בדיוק להימנע מהתמחרות שכזו, ולאפשר לבעל הזכות שלא לחשוף מידע מיותר, מעבר להסכמה (או סירוב) לרכוש את המניות המדובר במחיר ידוע ובתנאים נקובים.

**מעבר לאובדן הערך ואיון זכות הסירוב, מתן לגיטימציה להצעה מאוחרת של מציע חיצוני תפגע באינטרסים של בעלי זכות סירוב אחרים, קיימים ועתידיים.** בעלי מניות בחברות אחרות בעלות תניה דומה בתקנוניהן, כמו צדדים להסכמים אחרים בהם נקובה זכות סירוב, יבינו שאכיפת הזכות אינה ודאית, דבר שצפוי לעורר סכסוכים והתדיינות מיותרות. מעבר לכך, בעלי מניות שמאבדים את ודאות אכיפת הזכות שבידם, צפויים לחדול מלהשקיע מאמץ וכסף בחברה בה הם פעילים, שכן רבים הסיכויים שלא יוכלו לקצור את פירות השקעתם.



Prof. Adi Ayal  
Phd Law  
Phd Economics

פרופ' עדי אייל  
ד"ר למשפטים  
ד"ר לכלכלה

[Adi.Ayal@biu.ac.il](mailto:Adi.Ayal@biu.ac.il)

כתובת לדואר:  
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן  
רמת גן, 52900

נספה - קורות חיים ורשימת פרסומים

#### השכלה:

2006

**דוקטורט בכלכלה, אוניברסיטת ברקלי, קליפורניה.**

תחום המחקר: "יצירת שוקי מערכת ופגיעתם בתחרות: תאוריה כללית ויישום בשוק התקשורת הסלולארית".

מנחים: Prof. Daniel Rubinfeld, Prof. Joseph Farrell, שניהם כיהנו ככלכלנים ראשיים של רשויות ההגבלים העסקיים בארה"ב (DOJ and FTC).

2002

**דוקטורט במשפטים – בציון מעולה (Ph.D. with Highest Distinction), אוניברסיטת בר-אילן.**

תחום המחקר: "מונופולין כבעיה דמוקרטית: מודל מוצע להצדקת דיני ההגבלים העסקיים".

מנחים: פרופ' ידידיה שטרן, **הפקולטה למשפטים**. פרופ' אבי וייס, **המחלקה לכלכלה**.

קורא חיצוני: Prof. Dennis Carlton, *University of Chicago* GSB (כיהן ככלכלן ראשי של רשות ההגבלים העסקיים בארה"ב (DOJ) ונשיא Lexecon).

2001

**תואר שני (עם תיזה) – בהצטיינות יתירה (LL.M. Summa Cum Laude), הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן**

נושא המחקר: "ניתוח כלכלי ומשפטי של דיני ההגבלים העסקיים".

1997

**תואר ראשון במשפטים (L.L.B.), אוניברסיטת תל-אביב**

1993 – 1988

**התוכנית הבינתחומית לטיפול המצויינות**, אוניברסיטת תל-אביב. התוכנית כוללת לימודים בתחומים מגוונים בפקולטות השונות באוניברסיטה. הלימודים כללו פיזיקה, מתמטיקה, פילוסופיה, כלכלה ומשפט. מנחה אישי: פרופ' חיים גנן, **הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב**.

Prof. Adi Ayal  
Phd Law  
Phd Economics

פרופ' עדי אייל  
ד"ר למשפטים  
ד"ר לכלכלה

[Adi.Ayal@biu.ac.il](mailto:Adi.Ayal@biu.ac.il)

כתובת לדואר:  
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן  
רמת גן, 52900

### השתלמויות, הוראה וביקורים אקדמיים:

Law School, Monash University, מרצה בתורת המשפטים ואסטרטגיות תחרותיות  
Law School, University Of Colorado at Boulder, חוקר ומרצה אורח  
Boalt Hall, School of Law, UC Berkeley, מרצה בדיני חברות  
University of Chicago Law School, חוקר אורח  
London School of Economics and Political Science, חוקר אורח  
מרצה מן החוף: אוניברסיטת חיפה, המכללה למינהל, המכללה האקדמית נתניה, שערי משפט, מכללת אונו

### תפקידים שאינם אקדמיים:

יו"ר הוועדה הציבורית לבחינת יישום הוראות החוק בעניין הפקת מקור (משרד התקשורת)  
בודק מומחה מטעם בית המשפט המחוזי-מרכז לעניין תובענה ייצוגית צרכנית בתחום התקשורת  
מרצה בתוכניות ההשתלמות לשופטים ומכון עוזמ"ת: תורת המשפטים וקבלת החלטות; דיני חברות והגבלים עסקיים  
מרצה בהשתלמויות לעורכי דין: דיני חברות והגבלים עסקיים  
מרצה בימחשבות: קורסי הכנה לבחינות לשכת עורכי הדין  
מנחה ובודק מומחה חיצוני: *Erasmus Program in Law and Economics*  
מרצה בקורסים להכשרת מגשרים: המרכז למשפט מסחרי ומכון גישור נוה-צדק  
מרצה בתוכנית התנדבותית "טוענים משפטיים": משרד המשפטים ותוכנית ברוקדייל-בר אילן  
סגן מנהל המרכז למשפט מסחרי, אוניברסיטת בר-אילן  
סמנכ"ל תפעול: Avenant Asbestsanering B.V.  
חבר ועדת הכספים: מועצה אזורית משגב וחבר ועדת ביקורת: מושב יעד  
מנחה "תקשורת הישגית": בית הספר לפיקוד ומטה של צה"ל, קרן קרב של משרד החינוך, מרכז השלטון המקומי, רשת "אורטי", ועוד  
עמית מחקר: המכון הישראלי לדמוקרטיה

Prof. Adi Ayal  
Phd Law  
Phd Economics

פרופ' עדי אייל  
ד"ר למשפטים  
ד"ר לכלכלה

Adi.Ayal@biu.ac.il

כתובת לדואר:  
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן  
רח' ג, 52900

### תחומי מחקר והוראה:

ניתוח כלכלי של המשפט, הגבלים עסקיים, דיני חברות, ארגון תעשייתי ותורת הרשתות (כלכלה), כלכלה ופסיכולוגיה, רגולציה ותחרות בשוקי תקשורת, תורת המשחקים ויישומיה במשפט.

### פרסומים:

#### ספרים

**FAIRNESS IN ANTITRUST: PROTECTING THE STRONG FROM THE WEAK** (2014, Hart Publishing, Oxford)

#### מאמרים בעברית

- "רטוריקה כלכלית: כלכלה וספרות בניתוח המשפט", **מחקרי משפט** יח (2002) 263
- "המונופוליסט כקורבן: זכויות חוקתיות בדיני ההגבלים העסקיים", נייר עמדה מס' 47, **המכון הישראלי לדמוקרטיה** (2004)
- "הגישה הפמיניסטית והגישה הכלכלית למשפט: יריבות נצה או אי-הבנה בין ידידים?", **תרבות דמוקרטית**, כרך 10 (2005)
- "המעגל לעולם חוזר: האם 'הכלכלה החדשה' תדרוש פתרונות ישנים בפיקוח על התקשורת הסלולארית?", **מחקרי משפט** כג (2007) 629
- "הבסיס הכלכלי לדיני ההגבלים העסקיים", פרק בספר **ניתוח משפטי וכלכלי של דיני ההגבלים העסקיים בישראל** (גל ופרלמן עורכים, 2008)
- "רגולציית שכר הבכירים בישראל: פופוליזם זול וערכים יקרים", **תאגידים** ז(3) 15 (2010)
- "הרהורי כפירה אודות חשיבות חקר הכלכלה והמשפט", פרק בספר **האם המשפט חשוב?** (סידרת **משפט, חברה, ותרבות**, הקר וזיו עורכות, 2010)
- "במבי – כשלים בעסקת ההתמחרות", **תאגידים** ה(1) 1 (2011)
- "מנגנונים משפטיים התומכים בריכוזיות", 170 **הרבעון לבנקאות** 20 (2011)
- "השימוש הציבורי בדיני התאגידים: הריכוזיות הכלכלית ושכר הבכירים כסוכני שינוי", **דין ודברים** ז(1) (2012)

31

Prof. Adi Ayal  
Phd Law  
Phd Economics

פרופ' עדי אייל  
ד"ר למשפטים  
ד"ר לכלכלה

Adi.Ayal@biu.ac.il

מנובת לדואר:  
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן  
רחת גן, 52900

"על הסכנה ההגבלית שהסכמי זכיינות – פטור ולא פטור", *הפרקליט* נב(2) 519 (2013)  
"המאבק המשפטי בקרינה סלולרית: העדפת פרוצדורה על מהות – וכישלונה", *המשפט* כא 47 (2016)  
"רגולציה בתנאים של ביזור", פרק בספר רגולציות (משפט, חברה, ותרבות, הוצאת אוניברסיטת תל אביב, בלנק  
ואח' עורכים) (עם אורן פרז וציפי איסר-איציק)

#### מאמרים באנגלית

- "Can We Compensate for Incompensable Harms?", 40 *San Diego Law Review* 1123 (2003)
- "Monopolization via Voluntary Network Effects", 76 *Antitrust Law Journal* 799 (2010)
- "On Consumers' Freedom of Choice: Lessons from the Cellular Market", 74 *Law and Contemporary Problems* 91 (Duke University Press, 2011)
- "Fairness in Antitrust: Protecting the Monopolist and Balancing Among Competing Claims", 8 *Journal of Competition Law and Economics* 627 (Oxford University Press, 2012)
- "Protecting the Strong from the Weak: The Rights of Monopolists", 16 *Hokkaido Journal of New Global Law and Policy* 285 (2012)
- "Science, Politics and Transnational Regulation: Regulatory Scientific Institutions and the Dilemmas of Hybrid Authority" 2 *Transnational Environmental Law* 45 (2013). (with Ronen Hareuveny and Oren Perez)
- "The Market for Bigness: Economic Power and Antitrust Agencies' Duty to Curtail It", 2 *Journal of Antitrust Enforcement* 1 (Oxford University Press, 2013)
- "Anti-Anti Regulation: The Supplanting of Industry Regulators with Competition Agencies", forthcoming in *Competition Law as Regulation?* (Di Porto & Drexl (eds.), Edward Elgar)
- "Incorporation Rules" (with Ya'ad Rotem), 10 *Review of Law and Economics* 1 (2014)
- "Fair Economy: Crises, Culture, Competition and the Role of Law", 45 *International Review of Intellectual Property and Competition Law* 734 (2014)

Prof. Adi Ayal  
Phd Law  
Phd Economics

פרופ' עדי אייל  
ד"ר למשפטים  
ד"ר לכלכלה

[Adi.Ayal@biu.ac.il](mailto:Adi.Ayal@biu.ac.il)

כתובת לדואר:  
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן  
רח'ת גן, 52900

"Is Monopoly Really Unfair?", 5 *Journal of European Competition Law and Practice* 386 (2014)

"Revitalizing the Case for Good Cause Statutes" (with Uri BenUliel), 19 *Stanford Journal of Law, Business, and Finance* 331 (2014)

"Good Cause Statutes Revisited: An Empirical Assessment" (with Uri BenUliel), 90 *Indiana Law Journal* 1177 (2015)

#### חברות במוסדות מחקר:

האגודה הישראלית למשפט וכלכלה (נשיא)  
American Law and Economics Association  
American Economic Association  
European Law and Economics Association

#### מלגות ופרסים:

2014: פרס המאמר המצטיין, International Society of Franchising  
2013: The Next Generation of Antitrust Scholars, NYU and American Bar Association  
2010: פרס הרקטור למרצה מצטיין, אוניברסיטת בר-אילן  
2003-2007: מילגת ההצטיינות הגבוהה ביותר של אוניברסיטת ברקלי לתלמידי דוקטורט (חמש-שנתית): **UC Regents Intern Scholarship**  
2006: Dean's Normative Time Fellowship, UC Berkeley  
2005: פרס על הצעת המחקר הטובה של השנה, המרכז למשפט וכלכלה, אוניברסיטת ברקלי  
**John Olin Foundation Fellowship in Law and Economics**  
2004: פרס על הצעת המחקר הטובה של השנה, המרכז למשפט וכלכלה, אוניברסיטת ברקלי

Prof. Adi Ayal  
Phd Law  
Phd Economics

פרופ' עדי אייל  
ד"ר למשפטים  
ד"ר לכלכלה

**Adi.Ayal@biu.ac.il**

כתובת לדואר:  
הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת בר-אילן  
רמת גן, 52900

**John Olin Foundation Fellowship in Law and Economics**

- 1999-2002: מילגת הנשיא לתלמיד תואר שלישי מצטיין (ארבע-שנתית), אוניברסיטת בר-אילן
- 2001: דובר מטעם כלל מקבלי תעודת דוקטור באוניברסיטת בר-אילן, טקס חלוקת התארים
- תעודת הרקטור למרצה מצטיין, אוניברסיטת בר-אילן
- 2000: פרס קרן וולף להצטיינות במחקר
- 1998: מילגת אימוץ לתלמיד תואר שני מצטיין, אוניברסיטת בר-אילן

### נספח 3:

טבלת השוואה בין הצעת דוידוביץ  
להצעת אילקורפ

## טבלת השוואה בין המציעים

דוידוביץ'	אילקורפ / בר און	
<b>מצד הנושאים המובטחים</b>		
<p>106 מ' שם (או 110 מ' שם) כמפורט בהצעתו שהוגשה ביום 5.3.17 לאחר הדיון) אבל... האם זה באמת המספר?</p> <p>מבנה העסקה בעניין אופציית הוט ונכסים נוספים יוצר סיכון רב לנושאים המובטחים, לגבי שווי כולל של עשרות מיליוני ש"ח ומעלה, בבמה דומת:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- היעדר תמריץ לדוידוביץ' (ושמא אף תמריץ שלילי) למקסם תמורה, בה אין לו למעשה כל חלק.</li> <li>- היעדר בטוחות לנושאים היה והתמורות יעלו על אומדן השווי על פי ההסכם.</li> <li>- סיכון למאבק שליטה בין דוידוביץ' לבר און בגיהול הנכסים.</li> <li>- היעדר ידע לדוידוביץ' לגבי הנכסים.</li> </ul>	<p>106.6 מ' שם וגם...</p> <p>מבנה העסקה מעניק ודאות לכונסים, ומאפשר לכונסים למנות את מלאו מוטנציאל השווי הקיים בכספי מוניטין לבר מולבוס. מוטנציאל זה עשוי להסתכם בעשרות מיליוני ש"ח ומעלה:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- לנושאים המובטחים ובר און זהות אינטרסים ותמריץ זהה למיקסום התמורה.</li> <li>- גם התמורה העודפת מובטחת באמצעות חלוקה בעין / השעבוד על מניות הוט.</li> <li>- בר און בעלות ידע רב בגיהול הנכסים הנוספים. כך, עד כה כבר פעלו רבות להשאת התמורות העתידיות באופציית הוט, עבור כלל בעלי המניות. ללא מעורבותן עלולה התמורה שתתקבל להיפגע באופן ניכר.</li> </ul>	<p><b>השיקול המרכזי:</b></p> <p><b>תקבולי הנושאים המובטחים</b></p>
<p>כפי שאמר עו"ד רוזובסקי בדיון: "זת שיקול מאד מרכזי, העובדה שיהיה לנו גורם אחד, ואיך שלא מסתכלים על זה מגיעות לנו תמורות עתידיות... אנתנו רוצים שהדברים יתגלו כראוי ועדיף בעל בית אחד ולא שניים שאין ביניהם חיבה והסכמה".</p> <p>וכפי שאמר עו"ד מטרי בדיון: "מבחינת השקט התעשייתי ביום שאחרי... ביום שאחרי הצעת אילקורפ, אילקורפ הופכת לבעלת המניות היחידה וכל הפעולות, כולל החלוקות וכל האירועים בהסכמה. ביום שאחרי קבלת הצעת דוידוביץ' יש מצב שהוא קנה 75%, יש 25% לאילקורפ שעדיין בחברה והם צריכים להיות ביחד כולל טענות על הלוואות בין חברתיות, איך מנהלים את אופציית הוט וזה כן נוגע לכונסים".</p>		
<p>61 מ' שם במוזמן -</p> <p>10-6 מ' שם עוד 3 חודשים / 3 שנים -</p> <p>39 מ' שם עוד חודשים ספורים (מימוש אופצית הוט) - ברמת ודאות נמוכה לאור מבנה העסקה</p>	<p>48 מ' שם במוזמן -</p> <p>46 מ' שם עוד חודשים ספורים (מועד משוער למימוש אופציית הוט) - ברמת ודאות גבוהה, עם שעבודים ומוטנציאל נוסף.</p> <p>12.6 מ' שם כשימושו התברר הקטנות ונלווה סקום - ברמת ודאות גבוהה לאור מבנה העסקה ועם פוטנציאל נוסף</p>	<p><b>עוד היבטים:</b></p> <p><b>תזרים</b></p> <p><b>נוחות ההסכם</b></p>
<p>פחות נוח לכונסים.</p> <p>עו"ד רוזובסקי: "הסכם שאמרנו שאפשר 'לבלוע' אותו"</p>	<p>יותר נוח לכונסים.</p> <p>עו"ד רוזובסקי: "הכונסים מרגישים יותר בנוח עם החזה שנושב אצל המגשרת מאשר החזה שנוטה עם דוידוביץ'"</p>	
<b>מצד שמירה על העתון כגוף ציבורי ועל העתונאים כמשרתי האינטרס הציבורי</b>		
<p>מר דוידוביץ' אינו תושב ישראל, ואינו מוכר בה מקורות הונא אינם ידועים. נסיגות (מפוטרים) לברר אודותיו, למשל, במנועי חיפוש, העלו חרס. שמות שנקשרו בשמו: ניר חפץ אשר עובד עימו, רומן אברמוביץ' ולב לביב. האם הוא הרוכש? האם עומד מאחוריו מישהו אחר? לא ניתן כל מידע בנושא.</p> <p><b>ולדברי רונן מטרי: "דוידוביץ' הוא דמות פחות מוכרת"</b></p> <p>בסעיף 14.2 להסכם עם דוידוביץ' (הוגש ביום 7.3.17) מובהר כי יש אפשרות כי הרוכש פועל באמנות עבור מישהו אחר. עבור מי?</p>	<p>משפחת בר און היא משפחה ישראלית מושרשת זה דורות בציבוריות, בחברה ובכלכלה הישראלית, מוכרת ופועלת שנים רבות בשוק הישראלי ומוכרת בו בכלל ובשוק התקשורת והעתונות בפרט.</p> <p>מקורות הונה והיקפיו ידועים לכל הרשויות בישראל. אלונה בר און היא רו"ח ישראלית, בוגרת אוניברסיטת תל אביב ו-INSEAD, בוגרת עתון "במחנה", שותפה לשעבר במשרד פרופי יצחק סוארי, מנהלת רבע מיליארד ש"ח של כספי מוסדיים בתחום הנדל"ן למגורים, דחי"צית לשעבר בחברות ציבוריות ועוד.</p>	<p><b>זכות הרוכשים</b></p>

<sup>1</sup> בהקשר זה נפנה לסעיף 4(נ) לחוק לקידום התחרות ולמצמצום הריכוזיות, תשע"ד-2013 המגדיר "גורם בעל בשפעה בתחום השידורים או העיתונות הכתובה" – אחד מהמנויים להלן:  
 (1) עיתון יומי המופץ במרבית רחבי המדינה וכן כל אדם שהוא המוציא לאור של עיתון כאמור".



<p>התנהלות דוידוביץ' לפיה הוא נוקב בבית המשפט במחירי האחרון הגבוה ביותר שהוא יכול לנקוב וכ- 48 שעות לאחר מכן הוא מעלה את הצעתו, עשויה ללמד כי הוא אינו פועל לבדו.</p>		
<p>אין לדעת איש לא קיבל תשובה, הגם שהשאלת עלתה מספר רב של פעמים.</p> <p>בא כוח דוידוביץ' הפטיר במהלך הדיון: "אתיקה שמתקחה", דבר העלול להצביע על אומדן דעת שאינו מייחס חשיבות מספקת לתחום זה.</p> <p>בשיבה שקיים דוידוביץ' עם עיתונאי גלובס בסוף חודש ינואר, במענה לשאלת העובדים כיצד מר דוידוביץ' רואה את העובדה העיתונאית, הוא השיב: "עיתונאי לא חייב לפעול לפי כללי האתיקה, אם הוא יעיל בדברים אחרים מבחינתי זה בסדר".</p>	<p>מטרתה המוצהרת של בר און, אשר הוצגה בכתב גם לעובדים, היא שמירה על אתיקה, האינטרס הציבורי, שקיפות, אמון וזכות הציבור לדעת, לצד קיומו העתון כעסק כלכלי בר קיימא.</p> <p>חיים בר און ז"ל, אבי המשפחה ייסד את העתון ובר און מחזיקים בו זה עשרות שנים, נוסף על כך אלונה בר און עבדה בעתונות בכלל ובעתון עצמו בתפקידים שונים, לרבות שירות בעתון "במתנה".</p> <p>משפחת בר און מחזיקה בבעלות בגלובס זה עשרות שנים והוא מעולם לא שימש אותה לקידום אגנדות כלכליות נוספות.</p>	<p><b>מטרת הרוכשת בהפעלת העתון</b></p>
<p>גלילה הורנשטיין, ב"כ ועד העיתונאים היציג:</p> <p>"ההתנערות של דוידוביץ' מצעם ההכרה במערכת העתון היא יחידת מיקוח נפרדת... למרות פסיקה ברורה של בית הדין הארצי לעבודה המאיים להחזיר את עיתונאי גלובס 4 שנים אחורה למאבקים מיותרים"</p> <p>על התייחסותו של דוידוביץ' לעיתונאים ניתן היה ללמוד במהלך הדיון עת נטל דוידוביץ' עותק מהסכם שבר און, נציג העיתונאים ונציג ההסתדרות הגישו אליו בעמל רב ובמספר רב של פגישות ושעות ושרבט עליו בהתיימט ידו אפילו בלי לקרוא. הסכם שכזה הוא כהסכם נישואין. התיימה על חוזה שכזה בין אנשים צריכה לבטא גמירות דעת שאם לא כן ההסכם מועד לחמרה.</p> <p>הנה, בהסכם שהגישו הכוננים הבוקר (7.3.17) לא נזכרת התחייבות זו.</p>	<p>לאחר מאמץ רב ופגישות רבות נחתם הסכם קיבוצי במסגרתו נקבעו לדברי ב"כ ועד העיתונאים היציג: "כללי אתיקה אשר נתנו חיזוק לחופש העיתונאי בגלובס"</p> <p>"העיתונאים ועובדי המערכת של גלובס, כתבים, פרשנים, עורכים, תחקירים, חפכה, צלמים, מתרגמים וגרפיקאים תומכים בהצעת בראון"</p> <p>"העיתונאים תומכים בביראון גם מבחינת מבנה העסקה, ככל שממיות מוניטין יהיו בידיה, כן תוכל לנהל את העתון טוב יותר, ללא חילוקי דעות לטובת העתון ועובדיו".</p> <p>"ביסוסו של החליף, נציגות העיתונאים התרשמה שהצד הנכון לעתון ולציבור הרחב היא תמיכה חרי משטעית כבר און, לא רק בשל עברה הידוע וזיקתה למערכת גלובס, אלא גם רצונה לעמוד מאחורי ההצהרות וההבטחות ולעגן זאת בהסכם קיבוצי"</p>	<p><b>תמיכת העיתונאים לאור היכרות, התחייבויות אלויות והסכם הקיבוצי</b></p>
<p><b>מצד קימום החברה כגוף כלכלי בר קיימא פעיל בטווח הארוך</b></p>		
<p>120 עיתונאים באמצעות ועד עיתונאים יציג</p> <p>150 עובדים שאינם עיתונאים – תומכים בדוידוביץ' מאחר וקיבלו ממנו הבטחה לשימור מקום עבודה במהלך 18 חודשים או פיציזים בסך 150%.</p> <p>בהקשר זה אמר עו"ד רוזובסקי: "בין העובדים לבין העיתונאים יש מחלוקת, כי עובדים מביעים עמדה אחת ועיתונאים עמדה אחרת. גם בעניין הזה, אחרי ששמענו, אני תושב שהעמדה של העיתונאים היא הרבה יותר מובהקת לטובת אילקורם. העובדים אומרים... אנחנו מודאגים כי היא מוציאה נכסים או אנחנו לא בטוחים ביכולת שלה, אבל לא נמוגים שהיא לא נתנה התחייבויות, בעוד שהעיתונאים באים עם עמדה מאד נחושה".</p>	<p>120 עיתונאים באמצעות ועד עיתונאים יציג – תומכים כבר און בצורה מובהקת המנוגה בהסכם קיבוצי, ולא רק בגין שיקולים כספיים, אלא גם משיקולי יציבות, זיקה ואתיקה.</p> <p>בר און מסרה כי כוונתה להעניק לעובדים שאינם עיתונאים את ההטבות הכלכליות שתיונתה לעיתונאים – ככל שיתיו כאלה, כפי שיעלה במימם עתידים בינה לבין ועד העיתונאים היציג – הנוגעות בעיקר להרחבת קרנות השתלמות ובנוסף רווחיות ככל שיהיה.</p> <p>כמו כן אמרה בר און במהלך הדיון בבית המשפט, כי כוונתה לשמור על משרות העובדים שאינם עיתונאים, ולהמנע עד סוף שנת 2017 מפיטורי צמצום, בעוד שלעיתונאים הבטיחה בר און במסגרת ההסכם הקיבוצי, 6 חודשים נוספים ללא פיטורי צמצום, אשר התוספו על אלה שכבר הובטחו להם בהסכם הקיבוצי הקיים, עובר להליך הכינוס.</p>	<p><b>עובדים</b></p>

<sup>2</sup> בניגוד להסכם הקיבוצי הקיים של העיתונאים, אשר מחריג עורכים, מנהלים ומקבלי שכר גבוה, מקרב העובדים האחרים שאינם עיתונאים לא הורגו עשרות מנהלים ובכירים מקבלי שכר גבוה (עשרות אלפי ש' לחודש).

<p>דוידוביץ' מבטיח כי ישאר כספים בקופה. לא ברור מה נפקות הכטחה זאת, בפרט שלפחות 25% מהכספים האמורים שייכים לבר און.</p>	<p>בר און הציגה לעובדים כי היא אומדת את סך ההשקעה הנדרשת בגלובס בכ-85 מ' ש, כולל הרכישה, כאשר הסכום הנוסף נועד להשקעות נדרשות ולמימון הפסדים במהלך יישום תכנית להשגת רווחיות.</p> <p>לבר און עצמה יש נכסים ששוויים עולה משמעותית על שווי הרכישה של גלובס וכספים, והיא מכניסה משקיעים נוספים, בימים אלה ממש (על חלקם ניתן היה ללמוד דרך העתון ובדיעת הנושים המובטחים) אשר יבטיחו בסיס הון רחב במיוחד להמשך הדרך.</p> <p>בר און אינה "מרוקנת את החברה" כפי שניסה עו"ד קסטו להטעות את בית המשפט הנכבד, אלא מעלה לכונסים את נכסיהם – המזומנים בקופת חברה אחת של גלובס הנובעים ממימוש מניות חברת הט בעבר ובכוונתה להשאיר לפחות כ-10 מ' ש בקופת העתון באופן מיידי.</p> <p><b>רוזובסקי: "אני חושב שכולנו צריכים להניח שמי שמוציא 100 מיליון ש" או 106 מיליון ש" יש לו תוכנית שהעתון לא ייסגר"</b></p>	<p>כספים נוספים לתפעול העתון</p>
<p>למיטב ידיעתנו למר דוידוביץ' אין כל רקע, הבנה, עניין מהותי וידע בתחום התקשורת והעתונות בכלל ובישראל בפרט.</p>	<p>למשפחת בר און קיימת הויקה, הידוע והמומחיות בשוק המקומי, בענף התקשורת והעתונות ובגלובס עצמו. לכן, קיימת בידת היכולת להפעיל את העתון באופן מידי, ולכן חשיבות רבה בפרט לאור היעדר שדירת הניהול הבכירה בעתון החל מחודש זה.</p> <p>כמו כן, קיימת לכן חשיבות רבה לגבי יכולת הפעלת העתון בטווח הארוך כעסק כלכלי בר קיימא.</p> <p>חיים בר און ז"ל, אבי המשפחה, ייסד את העתון ובר און מחזיקים בו עשרות שנים, נוסף על כך אלונה בר און עבדה בעתונות בכלל ובעתון עצמו בתפקידים שונים לרבות כחוננה כדירקטורית במוניטין ובגלובס זה כ-20 שנה וניהול תחום האון-ליין של גלובס במשך כ-3 שנים.</p> <p>כשבר און רוכשים את העתון, מפעל חיים של אבי המשפחה המנוח, ברי כי הדבר אינו נועד לרכישה קצרת מועד או לתמיכה בשיקולים זרים.</p> <p>עו"ד מטרי: "שיקול חוץ תשואתי. היכרות עם השוק הרלוונטי ועם העתון, בראש אילקורפ עומדת הגברת בר און שהיא מכירה שנים את העתון."</p>	<p>זיקה, ידע ומומחיות</p>
<p>למקרה בו דוידוביץ' ובר און יישארו זה עם זה בחתונה שאינה מבחירה עלולות להיות השפעות רעות מאד על פעילות החברה.</p> <p>עו"ד רוזובסקי: "כולנו נוכחנו בענין ומה יקרה ביום שאחרי אם לא בעלים אחד אלא אם שני בעלים יהיו בעתון, ז"א אהנו ימולים לדמיין איך זה יהיה"<sup>3</sup></p>		<p>יחסים בין בעלי מניות שלא נחרו זה בזה</p>
<b>היבטים, עמדות ונקודות נוספות</b>		
<p>בבחירה בהצעת דוידוביץ' לאחר הסכם הגישור יש למעשה "איון" של זכות קניינית של אילקורפ, שאינה בכינס, ולכן השפעות במקרה הספציפי כמו גם השלכות רחב.</p>		<p>"איון" זכות קניינית והשלכות רחב</p>
	<p>הסכם אילקורפ נערך ונוסח בהשתתפות המגשרת כבוד השופטת (בדימוס) הילה גרסטל ונהנה מתמיכתה.</p>	<p>תמיכת המגשרת כבוד השופטת (בדימוס) הילה גרסטל</p>

<sup>3</sup> בהקשר זה יפים דבריו של פרופ' עדי אייל בעמי לחוות דעתו: "כאשר קיים פוטנציאל של סכסוכים בין בעלי מניות, זכות הסירוב מונעת הפעלת לחץ של בעלי מניות קיימים על החדישים או להיפך. מניעת סכסוכים שיובעו בערך וניהול החברה היא הצידוק העיקרי להכללתה של זכות סירוב בתקנון חברות פרטיות, כולל זכות המצרנות המכלילה זכות זו כלפי כלל בעלי המניות בחברה".

	<p>נוכר כי בית המשפט הנכבד, הוא ששלח את הכונסים ובר און להליך הגישור, לאחר שקיבל את עמדת בר און כי הכונסים פעלו בחוסר סמכות.</p> <p>בהליך הגישור הוציאה אילקורם זמן וכסף רב על מנת לייצר הסכם שייחגה מתמיכת כלל הצדדים.</p> <p>להלן דברי המגשרת: "מתוך נאמנות להחלטת הנשיא... התמקד הליך הגישור שנוהל לפני, במציאת מתווה סדור ומוסכם על בעלי המניות, אותם הינם מייצגים, למכירת מניות מונטיין, תוך התחשבות מרבית בגורל עובדי העתון, הן עתונאים, הן עובדים אחרים, לנוכח העובדה שמדובר במקור המרנסה של מאות אנשים.</p> <p>"המתווה נוסח בזהירות רבה על ידי כל מי שנטל חלק בתהליך הגישור, תוך היוועצות בגורמים שונים, ובסיוע, כמגשרת.</p> <p>"מציאת הדרך הנכונה להשלמת הגישור באופן שיבטיח את עתיד פעילות העתון תוך רצון להבטיח את מקור פרנסת העובדים והעיתונאים, ואת יכולתם למעול באופן מקצועי, עצמאי ואתי, כראוי לעתון במדינת דמוקרטיה".</p> <p>ע"ד מטרי: "הצעת אילקורם זכתה לתמיכת המגשרת שצריך לקחת אותה בחשבון".</p>	
	<p>במהלך הדיון בבית המשפט תמכו כל בעלי התפקיד – כונסי לאומי, כונסי פועלים, המנהל המיוחד והכניר - בהצעת אילקורם.</p> <p>עמדת הכניר, כפי שהובאה בדיון ע"י ע"ד אבן סמיר:</p> <p>"כמוס רשמי גם אנחנו שוקלים עוד שיקולים, יש כאן עניין של אומי הממכר, יש עסק שהוא עסק חי ואנחנו רוצים לעזור. לעסק הזה להתקיים. גם אנחנו סבורים שמבחינה ציבורית זה חשוב. הצדדים פעלו בהתאם להחלטה של אדוני, הלכו להליך גישור, הגיעו לתוצאה שהיא נראית טובה וגם אנחנו תומכים באישור של הצעת אילקורם".</p> <p>עמדת המנהל המיוחד, כפי שהובאה בדיון: "יש מצד אחד תפקיד שמוטל על כולנו לחשיא את התמורה, מצד שני יש מה עסק חי עם מאות משפחות שתלויות בו ומצד שלישי עיתון על כל המשמעות של חופש הדיבור".</p>	<p><b>עמדת כל בעלי התפקיד</b></p>

## נספח 4:

העתק מן ההסכם (כפי שהוגש  
ביום 07.03.2017 על ידי הכונסים)

**AGREEMENT**

Made and entered into on \_\_\_\_\_, \_\_\_\_, 2017

**By and Between**

- 1. Adv. Ronen Matry and Eyal Rosovsky,  
Receivers (hereinafter, respectively: the "Receivers") of the assets of  
Fishman Family Assets Ltd. (private company number 510756026)  
and Fish Et Ltd. (private company number 512696543)  
(hereinafter: the "Companies")**
- 2. Adv. Pinhas Rubin And Yaron Elhawi  
Receivers (hereinafter the "Hapoalim Receivers") of the assets of  
Bar On Haim Holdings Ltd. (private company number 511694044)  
(hereinafter: "Bar On Holdings")**
- 3. The Companies by the Receivers and Bar On Holdings by Hapoalim  
Receivers (hereinafter: the "Sellers")**

**On the one hand;**

**And**

**David Davidovich**

by Adv. Shmulik Cassouto

(Hereinafter: the "Buyer")

**On the other hand;**

**WHEREAS** on September 29, 2016, the District Court in Tel Aviv - Yaffo issued an order appointing the Receivers as receivers of the assets of the Companies (Liquidation, case no. 32206-09-16), attached as **Annex "1"** to this Agreement;

**AND WHEREAS** on September 29, 2016, the District Court in Tel Aviv - Yaffo issued a judgment appointing Hapoalim Receivers as receivers of the shares of Monitin owned by Bar On Holdings (Liquidation, case no. 1165-09-16), attached as **Annex "2"** to this Agreement;

**AND WHEREAS** the Sellers desire to sell and transfer to the Buyer, and the Buyer desires to purchase and accept from the Sellers, the Shares, as hereinafter defined, subject to the approval of the Court and as set forth and stipulated in this Agreement below;

**AND WHEREAS** the Consideration according to this Agreement is based on the working assumption that the HOT option, as hereinafter defined, is valued for the purpose of this Agreement in a total sum of 64 Million new Israeli Shekel (NIS) including tax, as described in greater details in Section 11 of this Agreement and subject to the matching mechanism described in said Section;

**NOW THEREFORE, it is hereby stipulated and agreed by and between the Parties as follows:**

1. **General**

- 1.1. The Introduction to this Agreement constitutes an integral part thereof.
- 1.2. The section headings contained in this Agreement are for convenient reference only and shall not be used for interpretation of this Agreement or for any other purpose.
- 1.3. In this Agreement, the terms set out below shall have the meaning stated beside them:

The "**Companies**" - Fishman Family Assets Ltd. (private company number 510756026) and Fish Et Ltd. (private company number 512696543).

"Bar On Holdings" -	Bar On Haim Holdings Ltd. (private company number 511694044)
The "Receivers" -	Adv. Ronen Matry and Eyal Rosovsky, in their capacity as Receivers of the assets of the Companies.
The "Hapoalim Receivers"	Adv. Pinhas Rubin and Yaron Elhawi, in their capacity as receivers of the assets of Bar On Holdings.
The "Sellers" -	the Companies, represented by the Receivers, and Bar On Holdings, represented by the Hapoalim Receivers.
"Monitin" -	Monitin Itonut Ltd., private company number 510783186.
"Monitin Subsidiaries" -	the companies listed in <u>Annex 4</u> hereto.
"Monitin Group" -	Monitin and Monitin Subsidiaries as above defined.
"The Start Up Companies"	the Monition's Subsidiaries listed in Annex 8.
"Globes & Ksafim" -	Globes Publisher Itonut (1983) Ltd., private company number 510989940 And Ksafim (Globes House) Ltd. private company number 510866312.
The "Acquired Assets" and/or the "Shares" -	102,082 ordinary shares of Monitin with a par value of NIS 0.1 each, as follows: (i) 78,357 ordinary shares with a par value of NIS 0.1 each which are owned by the Companies and are held in trust by Bank Leumi Nominee Company Ltd., and any right pertaining to the shares or derive from them, and (ii) 23,725 ordinary shares with a par value of NIS 0.1 each which are owned by Bar On Holdings and which are held in trust by Hapoalim Trust Services Ltd. For the avoidance of doubt, the Shares shall include all and any right pertaining to the shares or derive from them, all as specified in the Registrar of Companies report on Monitin, attached as <u>Annex "3"</u> to this Agreement.

The " <b>Holding Ratio</b> " -	the ratio between the number amount of shares held by the Receivers and Hapoalim Receivers in the Acquired Assets, which is as follows: the Receivers – 76.76%, Hapoalim Receivers – 23.24%.
The " <b>Secured Creditors</b> " -	Bank Leumi to Israel Ltd. And Bank Hapoalim Ltd.
The " <b>Court</b> " -	The District Court of Tel Aviv – Yafo, in the matter of Liquidation, case no. 32206-09-16.
" <b>Conditions Precedent</b> " -	The cumulative Conditions Precedent set out in Section 5 below.
" <b>Incorporation Documents</b> " -	The incorporation documents of Monitin, attached as <b><u>Annex "5"</u></b> to this Agreement.
" <b>Ilcorp</b> " -	Ilcorp Ltd., private company number 510779754.
The " <b>Right of Refusal</b> " -	The right of first refusal available to Ilcorp under the Incorporation Documents.
The " <b>Closing Date</b> " -	2 business days following the fulfilment of the Conditions Precedent.
The " <b>Deduction List</b> " -	the list of assets as detailed in Annex 8.
The " <b>Account of the Receivers</b> " -	Bank account No. 33249/86 in branch No. 813 in Bank Leumi (10) under the name of Adv. Ronen Shlomo Matry, Eyal Rosovsky as receivers of the assets of Fishman Family Assets Ltd. and Fish Et Ltd.
The " <b>Account of Hapoalim Receivers</b> " -	Bank account No. 366038/86 in branch No. 781 in Bank Hapoalim (12) under the name of Adv. Pinhas Rubin and Yaron Elhawi receivers of the assets of Bar On Haim Holdings Ltd.
" <b>Monitin Holdings</b> " -	Monitin Itonut Holdings (1985) Ltd. which is a 100% owned subsidiary of Monitin.
The " <b>HOT Option</b> " -	Rights of Monitin Holdings according to an agreement between Monitin Holdings and Cool Holdings Ltd.



(hereinafter: "Cool") last updated on 14.12.2016 (hereinafter: "Cool Agreement"), attached as Annex "7" to this Agreement.

The Annexes listed below constitute an integral part of this Agreement:

<b>Annex "1"</b> -	Receiver Appointment Order.
<b>Annex "2"</b> -	Hapoalim Receiver Appointment Order.
<b>Annex "3"</b> -	Registrar of Companies report on Monitin.
<b>Annex "4"</b> -	List of Monitin Subsidiaries and assets within Monitin Group.
<b>Annex "5"</b> -	Incorporation Documents.
<b>Annex "6"</b> -	Share transfer deeds.
<b>Annex "7"</b> -	Cool Agreement.
<b>Annex "8"</b> -	the Deduction List.

## **2. The Sellers Representations**

As of the date hereof and as of the Closing Date and subject to the fulfilment of the Conditions Precedent the Sellers warrants as follows:

- 2.1. Each Seller is entitled to transfer the Shares to the Buyer free and clear from any encumbrances, liens, claims or rights of any third parties, subject to the Incorporation Documents.
- 2.2. The Sellers represents that according to the Registrar of Companies' report attached hereto as Annex "3" the issued share capital of Monitin is 136,363 ordinary shares of NIS 0.1 par value each, thus the Shares constitute 74.86% of the issued share capital of Monitin, with the remaining shares held by Ilcorp.
- 2.3. The Receivers and the Hapoalim Receivers are duly and validly authorized to sell the Shares to the Buyer on behalf of the Sellers and their authority was not revoked, suspended or terminated.

- 2.4. The Receivers and the Hapoalim Receivers did not make any agreement with Ilcorp or any of its shareholders, as to the debt of Ilcorp to any company in Monitin Group and are not aware of any such agreement since the date of their appointment.
- 2.5. The Sellers deny the allegations and claims in Section 3.2 below.
- 2.6. Any representation or liability of the Receivers and Hapoalim Receivers is separate (and not mutual) and thus shall apply only to the shares held by the Receivers or Hapoalim Receivers, respectively.

### **3. Buyer's Representations**

As of the date hereof the Buyer represents and warrants as follows:

- 3.1. That the Buyer itself and its experts and professionals have viewed and examined Monitin Group as well as the Shares and the Companies' rights in the Shares, articles of association and Incorporation Documents of Monitin Group, the legal status of the Acquired Assets, the other shareholders of Monitin, the assets of Monitin Group as well as the HOT Option and anything relates to it, the financial condition of the Monitin Group, its rights and obligations, agreements with related companies and all other matters and documents pertaining to this transaction all as presented to the Buyer, inter alia, in the "data room" for the purpose of this transaction, and after the Buyer examined all that is mentioned above, the Buyer found the Acquired Assets suitable for its purposes, excluding:
  - 3.1.1. The sellers warrants detailed in Section 2 above.
  - 3.1.2. The value of the Hot Option which is according to Section 11 below.
- 3.2. The Buyer reserves all his allegations and claims regarding the procedure managed by Adv. Matry and Adv. Rosovsky to sell all the holdings of Monitin Itonut in Globes & Ksafim; regarding the Buyer's win in that procedure; regarding the Buyer's right to enforce the sale he won; and regarding the obligations imposed to the Buyer in light of these proceedings. Nevertheless it is agreed that if the court shall approve any deal with the Buyer agreed by him, then such approval shall constitute a full and irrevocable waiver of the Buyer regarding any of his allegations and claims against the Receivers.
- 3.3. The Buyer represents that he acquires the Shares AS IS.

- 3.4. The Buyer represents that he is aware that the Sellers have no responsibility for the scope and quality of the rights included in the Acquired Assets nor for Monitin, except as mentioned in sections 3.1.1, 3.1.2. Any change and/or inconsistency between the Buyer's assessments and the actual condition are the sole responsibility of the Buyer, and the Receivers and/or the Hapoalim Receivers shall have no responsibility with respect thereto except as mentioned in sections 3.1.1, 3.1.2. The Buyer hereby waives any claim and/or action against the Receivers and/or the Hapoalim Receivers and/or anyone on their behalf with respect to the quality of the Acquired Assets, Monitin and the scope of the rights included therein except as mentioned in sections 3.1.1 3.1.2 & 3.2.
- 3.5. The Buyer acknowledges that it enters into this Agreement as part of a judicial proceeding and the closing of the Agreement is subject, inter alia, to the Court Approval referred to in Section 5.1 below.
- 3.6. The Buyer represents that he had read and is familiar with the Incorporation Documents of Monitin, and with all the rights and obligations related to the Shares, including the Right of Refusal, and that the closing of the Agreement is subject, inter alia, to completion of the proceedings required for this purpose under the Incorporation Documents.
- 3.7. The Buyer represents that to his knowledge there is no legal, factual or other impediment preventing the Buyer from entering into this Agreement or from fulfilling its obligations thereunder.

#### **4. The Sale the Purchase and Dates of Payment Thereof**

- 4.1. Upon the terms and subject to conditions set forth in this section and in Section 5 below, the Sellers agree to sell and the Buyer agrees to purchase the Shares and the Acquired Assets in exchange for an amount of **NIS 110,000,000** (in words: **One hundred and ten million new Israeli shekel**) (hereinafter: the "**Consideration**").

The Consideration shall be paid as follows:

- 4.1.1. Upon the Buyer's signing of this Agreement, the Buyer shall deposit bank guarantees in an amount of **NIS 10,000,000** (in words: **ten million new Israeli shekel**) in the hands of the Receivers and the Hapoalim Receivers by. These bank guarantees shall serve also as the security to the Buyer's obligations under this

Agreement. Taking into account the bank guarantees already been deposited by the Buyer in the Receivers' hands in a sum of NIS 4.5 M', the Buyer shall furnish the Receivers, upon execution of this Agreement, with additional autonomic bank guarantee of NIS 5.5 M' that shall sum all the bank guarantees furnished by the Buyer to a total amount equal to 10% of the Consideration.

The realization of the bank guarantees shall be deemed as the first payment according to this Agreement and the Receivers and the Hapoalim Receivers shall have the authority to execute these bank guarantees immediately after the court's approval of this Agreement.

- 4.1.2. At the Closing Date, the Buyer shall pay to the Receivers and the Hapoalim Receivers an additional amount of **NIS 90,000,000** (in words: **Ninety million new Israeli shekel**).
- 4.1.3. Three (3) months after the court's approval of this Agreement, the Buyer shall pay to the Receivers and the Hapoalim Receivers the balance of the Consideration, in the amount of **NIS 10,000,000** (in words: **Ten million new Israeli shekel**).
- 4.2. Any amount paid on account of the Consideration shall be paid by the Buyer to the Sellers divided between the Receivers and Hapoalim Receivers according to the Holding Ratio.
- 4.3. Should a bidding process be conducted, in any manner whatsoever, either by the Sellers or by the Court, in which the Buyer is the winning bidder, the winning price determined in the bidding shall be deemed to be the amount stated in this Agreement for all intents and purposes, and this amount will constitute the Consideration, as defined in this Agreement.
- 4.4. It is agreed by the parties that the Shares transferred to the Buyer shall be clear of any debt and/or attachment and/or lien and/or third party rights in accordance with Section 34A of the Sale Law, 5728-1968, in the manner and on the terms stipulated in this Agreement, all subject to the fulfillment of the Conditions Precedent set out in Section 5 below and the Incorporation Documents.
- 4.5. It is hereby agreed by the parties that upon a case where the Buyer finds after the Closing Date that part of the shares detailed in the Deduction List are not in the ownership of Monitin and/or Monitin Subsidiaries, directly or indirectly, then the

Consideration shall be deducted in the sum detailed in the Deduction List in relation to the relevant missing asset, and in case of partial deficiency, a proportional part of the sum shall be deducted accordingly. It is agreed that deficiency resulted out of dilution will not be considered as a deficiency but the Receivers and Hapoalim Receivers will inform the Buyer about the information received by them regarding that dilution upon receiving such information, if and when received by them. It is clarified that the Deduction List will not be considered a representation from the Receivers and/or the Hapoalim Receivers and that such deficiency will not be considered as misrepresentation or breach of this Agreement.

- 4.6. Immediately after the full payment of the Consideration, the Parties shall act as follows:
- (a) The Sellers (acting personally or via the Receivers and the Hapoalim Receivers) shall sign and deliver to the Buyer a signed Share Transfer Deed for the transfer of the Shares into the Buyer's name in the form attached hereto as **Annex "6"**.
  - (b) The Sellers shall procure that the Shares are registered on the Buyer's name and provide the Buyer with an original proof of such registration. However, upon a case such transfer is prevented due to a reason connected to the Buyer in that case the Sellers shall be exempt from said obligation.
  - (c) The Parties shall sign any document and issue any approval required to carry out the transaction and transfer the rights in the Acquired Assets into the Buyer's name (including and without limitation any and all documents that are needed for the respective Court approval of this Agreement and transactions contemplated thereon) subject however that the Receivers and Hapoalim Receivers shall not be obliged to sign any document that incurs any pecuniary liability upon them which is not specifically incurred on them according to this Agreement.
- 4.7. Any amount of the Consideration shall be paid by the Buyer to the Receivers and the Hapoalim Receivers by bank check or wire transfer to the Account of the Receivers. If the payment is made by wire transfer, the Buyer shall bear the costs of the transfer and the payment shall only be deemed paid after the actual crediting of the payment to the Account of the Receivers and the Hapoalim Receivers.
- 4.8. The Sellers hereby undertake that, on the Closing Date, the Shares purchased: (a) will be fully paid-up, non-forfeitable and clear and free of any debt, attachment, pledge, lien,

option related thereto or any other right of any party whatsoever, including the Company; (b) shall confer upon the holders thereof the rights set out in this Agreement and in the articles of association of Monitin.

- 4.9. The Buyer hereby undertakes that, until the full payment of the Consideration, he shall not transfer or pledge the Shares or any part thereof to any third party (Negative pledge).

#### **5. Conditions Precedent**

The Obligations of the Sellers and of the Buyer under Section 4 of this Agreement shall be subject to the fulfillment of the following cumulative Conditions Precedent:

- 5.1. The grant of Court Approval for the Agreement.
- 5.2. The Right of Refusal was not exercised or had been waived by its owner according to Section 6 below.
- 5.3. Should the approval of the Antitrust Commissioner be required for this Agreement, the Buyer shall apply to the Antitrust Commissioner to obtain its approval for the Agreement, no later than 5 days of receipt of Court Approval to enter into the Agreement, as provided in Section 5.1 above. In such case, this Agreement shall be deemed valid for all purposes immediately upon receipt of the Antitrust Commissioner's approval.

#### **6. Additional Pre-Closing Covenants – Right of Refusal**

- 6.1. Immediately following the Court's approval to this Agreement, the Sellers shall contact Ilcorp and give notice in accordance with Section 19(B) of the Incorporation Documents.
- 6.2. Until Closing Date the Receivers and Hapoalim Receivers shall: (a) not declare, distribute and/or pay any dividends on behalf of Monitin and/or any companies of Monitin Group; (b) not restructure any of the debts owed by any third parties to Monitin, Monitin Subsidiaries and/or Monitin Group; and (c) not sell, distribute, alienate any of the Acquired Assets; (d) do their best effort that Monitin will not adopt such decisions.

#### **7. Taxes and Payments**

- 7.1. All taxes or levies, if and to the extent they apply by virtue of law to the seller of Shares, shall be borne by the Receivers or the Hapoalim Receivers, each one according to the tax liability imposed on him due to this ratio in the Consideration, subject to the creditors' order of priority prescribed by law.
- 7.2. All taxes or levies, if and to the extent they apply by virtue of law to the buyer of Shares shall be borne by the Buyer.
- 7.3. All taxes that apply on Monitin Holdings and/or Monitin on the basis of the HOT Option and/or the execution of it, shall be paid by the relevant company obliged to pay it according to law and will not apply directly to the Sellers or the Buyer and the results of any such payment shall be in accordance with Section 11 below.
- 7.4. Each party shall bear its expenses in connection with the preparation and implementation of this Agreement. Each party shall indemnify the other, immediately upon its first demand, in respect of any payment and/or amount incurred by the other, which he is obliged to pay under this Agreement.

#### **8. Breaches and Remedies**

- 8.1. Should either party to this Agreement breach any of its provisions, the injured party shall be entitled to all the remedies prescribed in the Contract Law (Remedies for Breach of Contract), 5731-1970.
- 8.2. Either party shall be entitled to cancel this Agreement due to a material breach thereof by the breaching party, provided that a 30-day prior warning of its intention to do so has been given and the breaching party failed to cure such breach within the aforementioned period.
- 8.3. Any payment not made on due date shall bear interest at the CLA interest rate then acceptable by Israel Leumi Bank Ltd. for unauthorized credit overdraft, starting from three days after the date fixed for payment thereof under this Agreement and until actual payment in full. A delay of more than 14 days in any payment of the Consideration shall constitute a material breach of this Agreement. It should be noted that, if, with the consent of the Sellers, the Consideration under this Agreement is denominated in foreign currency, then any payment not made on due date will be made in new Israeli shekels based on the Index known on the date prescribed for making the payment or the Index known on the date of actual payment, whichever is higher.

- 8.4. The parties agree that the breach of one or more of the following sections shall be deemed a material breach of this Agreement: 2, 3, 4, 5, 7 and 11.
- 8.5. For the avoidance of doubt, it should be clarified that nothing in the provisions of this section 8 shall derogate from any other rights and remedies available to the Sellers and the Buyer in the event of a breach of any of the Sellers or the Buyer's obligations (respectively), nor from any right and/or remedy pursuant to the Contract Law (Remedies for Breach of Contract), 5731-1970.
- 8.6. Without derogating from Section 8.1 above, it is hereby agreed that a breach of the Buyer's obligation according to Section 4.1.2 above shall confer upon the Sellers the right to fixed, pre-estimated and agreed damages, in an amount in new Israeli shekels equal to 10% of the amount of the Consideration, by way of exercising the bank guarantees delivered to them by the Buyer according to Section 4.1.1 above, whether they elected to proceed with the Agreement or cancel it, and without derogating from any other right and/or remedy available to the Sellers under the circumstances.

**9. Dispute and Conflict Resolution**

The sole jurisdiction for resolution of any dispute or conflict in connection with this Agreement, with the implementation and/or interpretation thereof, is hereby conferred upon the Court, as defined in this Agreement, and by signing this Agreement, the Buyer hereby expresses its consent to resolve any dispute between the Buyer and the Sellers by means of a motion for instructions. This Agreement shall be governed and construed by Israeli law.

**10. Terms of this Agreement**

This Agreement shall be valid until the earlier of one of the following: (i) the Court's approval of other offer concerning the Shares and the Buyer decided to cancel this Agreement; (ii) the Conditions Precedent have not been fulfilled within 45 days since the date this Agreement is signed by the Buyer and one of the Parties decides to cancel this Agreement; (iii) this Agreement have been approved by the Court but a stay of proceedings has been granted and the Buyer canceled this Agreement within 90 days since the stay of proceedings as long as the stay is still valid.

**11. The Matching Mechanism of the HOT Option**

- 11.1. The parties hereby agree that the Consideration in this Agreement takes into account, only for the purpose of the matching mechanism according to this Section 11



- (hereinafter: the "**Matching Mechanism**"), a valuation of **NIS 64,000,000** (in words: **sixty four million new Israeli shekel**) for the HOT Option (hereinafter: the "**Base Amount**").
- 11.2. In addition, the Consideration is based on the assumption that the tax base for the HOT Options is NIS 13,000,000. Therefore the taxable income is NIS 51,000,000.
- 11.3. With that being said, and taking into account that according to the Israeli capital gains tax regime, the taxable income stated in section 11.2 should be taxed for 24%, the tax payable regarding the HOT Option shall be NIS 12,240,000.
- 11.4. As a result, the parties hereby mutually agree, for the purpose of the Matching Mechanism, that according to sections 11.1-11.3 of the Agreement, 100% of the HOT Option worth a sum of NIS 51,760,000 after tax deduction.
- 11.5. Therefore, and based on the assumptions mentioned in this section 11, it is understood that for calculation of the Consideration in this Agreement that the HOT Option worth a total net sum of **NIS 38,747,536** (in words: **thirty eight million seven hundred and forty seven thousands five hundred and thirty six new Israeli shekel**) hereinafter: the "**the Estimated Net Value of the HOT Option**".
- 11.6. Due to the above the parties agree to the Matching Mechanism in connection of the HOT Option according to the following terms and conditions:
- 11.6.1. For this Matching Mechanism: **the Actual Net Value of the HOT Option** means: 74.86% of the actual amount that shall be received from Cool in exchange to the HOT Option after deduction of the relevant taxes and any other direct expenses and other costs, all incurred by Monitin and/or Monitin Holdings or any other company in the Monitin Group, that shall be paid in order to realize the HOT Option including: attorney fees, valuation fees, etc.
- 11.6.2. In a case where the Actual Net Value of the HOT Option shall be, for any reason, of an amount which is less than the Estimated Net Value of the HOT Option, the Sellers (represented by the Receivers) shall have to reimburse the Buyer with the delta between the Actual Net Value of the HOT Option and the Estimated Net Value of the HOT Option (hereinafter: the "**Consideration's Deduction**").

- 11.6.3. In a case where the Actual Net Value of the HOT Option shall be, for any reason, of an amount which is higher than the Estimated Net Value of the HOT Option, the Buyer shall have to reimburse the Sellers with 100% of the delta (net, after all tax deductions required by law, expenses and other costs that have to be paid in order to liquidize the HOT Option including: attorney fees, valuation fees, etc.) between the Actual Net Value of the Estimated Net Value of the HOT Option (hereinafter: the "**Additional Consideration**").
- 11.7. It is hereby agreed that as from the Closing Date all matters regarding the Hot Option will be managed exclusively by a management which shall include two representatives of the Receivers, one representative of Hapoalim Receivers and one representative of Monitin (hereinafter: the "**Management**"). All decisions of the Management shall be decided by simple majority. The Buyer undertakes to take care for any needed decisions by Monitin for the appointment of the Management, if needed and to provide the Management in the closing date with irrevocable power of attorney to conduct all matters regarding the Hot Option on behalf of Monitin and/or Monitin Holdings.
- 11.8. The parties hereby agree that upon a case where the proceeds from the HOT Option are not received by the Monitin company entitled to it within 12 months from signing this Agreement by the Buyer (hereinafter: "**the Realization Date**"), then the Sellers shall have the right to choose between the following options: (i) pay back to the Buyer the Estimated Net Value of the Hot Option including the interest actually received by the Sellers regarding that sum, against full and irrevocable assignment to the Sellers of 74.86% of the rights related to the Hot Option; (ii) the Sellers shall try to realize the HOT Option on their sole discretion within additional 3 months. In such case the Matching Mechanism shall apply regarding the actual net amount that shall be received as a result of said realization. If the sellers did not realized the Hot Option within the abovementioned 3 months and did not act according to option (i) above within the additional 3 months period then Monitin will realize the Hot Option in that manner and the Matching Mechanism shall apply as mentioned above.
- 11.9. Until the Realization Date, the Estimated Net Value of the HOT Option (out of the full consideration according to this Agreement) shall be deposited with the Receivers' Bank Account, which will be open especially for this section's provisions, as trustees.

**12. Start-Up Companies additional mechanism**

- 12.1. The Buyer shall make his best efforts (subject to the purchase of the Shares) that Monitin shall sell the Start Up Companies until 30 October 2017 for any price that shall be higher than 8 Million NIS (after expenses and tax) (hereinafter: the "**Minimum Price**"). The Buyer shall do its best effort to appoint the Management to conduct said sales.
- 12.2. Upon a case were the Buyer shall succeed to sell the Start Up Companies in a net price (after all direct expenses and tax) exceeding the Minimum Price ("**the Delta**") than in such a case the Receivers and the Hapoalim Receivers shall have the right to get 74.86% of the Delta according to the Holding Ratio.

### **13. Employees of Globes & Ksafim**

The Buyer hereby undertakes regarding the employees of Globes & Ksafim (hereinafter: the "**Employees**") as follows: The buyer shall maintain the current Employees for the period of 18 months from the Court's approval of this agreement. If there will be a need to dismiss any employee in the period of 18 months from the Court's approval of this Agreement (unless the dismissal is due to the employee's behavior), than the dismissed employee will be entitled to increased redundancy payments of 150%.

### **14. Miscellaneous**

- 14.1. Either party to this Agreement (hereinafter: the "**Paying Party**") may make any payment imposed in this Agreement on the other party (hereinafter: the "**Liable Party**"), provided the Paying Party has warned the Liable Party in writing seven (7) days prior to making such payment, unless a different arrangement to ensure the payment has been stipulated in the Agreement.
- 14.2. Any delay on the part of the Sellers in meeting the terms of this Agreement for any reason beyond the control of the Sellers, inter alia, a delay due to the decisions of the Court and/or the Registrar of Companies and/or any other authority and/or any third party, which is beyond control of the Sellers, shall not be deemed a breach of this Agreement, but the date on which the Buyer is obliged to meet those obligations which, as provided in the Agreement, are subject to the fulfillment of the Sellers' obligations, will be postponed accordingly.
- 14.3. Should any payment be made by the Paying Party as mentioned above, the Paying Party shall be entitled, unless otherwise provided in this Agreement, to reimbursement of the

amount paid, within seven (7) days of the date of payment thereof, bearing interest at the CLA interest rate then acceptable by Israel Leumi Bank Ltd. for unauthorized credit overdraft, from the date of payment by the Paying Party until the date of reimbursement. In any case it should be clarified, that the Buyer may not pay debts of the Sellers if such debts were created prior to the date of the Appointment Order and the Receivers and/or the Hapoalim Receivers are not obliged by law to pay, nor offset such debts from the Consideration.

- 14.4. It is hereby clarified that, to the extent the Court does not approve the sale under this Agreement and/or as long as such approval is not brought to the attention of the Receivers and/or the Hapoalim Receivers, the Receivers and/or the Hapoalim Receivers shall be entitled to accept higher offers than the Buyer's offer for the Acquired Assets, provided that they allow the Buyer to compare the highest offer received, within 10 days of the Receivers and the Hapoalim Receivers notice to the Buyer regarding all details of such offer in writing.
- 14.5. It is hereby agreed that this Agreement does not constitute a contract for the benefit of any third parties, including any authority, and that the Agreement regulates only the relationship between the Buyer and the Sellers.
- 14.6. The failure of either party to enforce, or delay in enforcing, any of the rights granted to such party under this Agreement and/or any law, in a single event or a series of events, shall not be regarded as a waiver of such or other rights. No extension and/or delay shall be in effect unless granted in writing and in advance.
- 14.7. The parties undertake to take all additional steps (including, and without derogating from the above, the execution of additional documents) which are required or desirable for the implementation and performance of this Agreement, in letter and in spirit.
- 14.8. No amendment to this Agreement will be valid unless made in writing and signed by all the parties thereto.
- 14.9. By signing this Agreement and subject to: a) the Court's approval of the contractual agreement according to it; and b) the transfer of the Acquired Assets to the Buyer's possession, the Buyer waives any right of offset and/or lien towards the Sellers with respect to any payment and/or reimbursement due to the Sellers and/or any one of them under this Agreement.

- 14.10. It is clarified that charges or liabilities with respect to which this Agreement provides that they will be paid by the Receivers and/or the Hapoalim Receivers shall be paid in their capacity as Receivers. The Receivers and/or the Hapoalim Receivers shall have no personal liability to the Buyer and/or others regarding the execution of payments or actions other than liability in their capacity as Receivers. It is further agreed that the Receivers and/or the Hapoalim Receivers do not represent the Buyer in connection with this Agreement.
- 14.11. In the event that this Agreement is executed for a company in incorporation (hereinafter: the "**Company**"), the responsibility for fulfilling the Buyer's obligations under this Agreement shall apply to the founding shareholder signing it (hereinafter: the "**Founding Shareholder**"), until the Company is established and an attorney's written approval is served on the Sellers within 10 days after obtaining Court Approval, stating that this Agreement has been duly ratified by the Company and is binding upon it for all intents and purposes. Following the issue of such approval on the aforementioned date, the responsibility shall apply, jointly and severally, to the Founding Shareholder and the Company.
- 14.12. In the event that this Agreement is executed by the Buyer in trust for other/s (hereinafter: the "**Beneficiary**"), the responsibility for fulfilling the Buyer's obligations under this Agreement shall apply to the trustee signing it (hereinafter: the "**Signing Trustee**"), until the Beneficiary provides the Sellers with an approval signed by the Beneficiary and authenticated by an attorney within 10 days after obtaining Court Approval, stating that the Agreement has been signed for its benefit as beneficiary and is binding upon it for all intents and purposes. Following the issue of such approval on the aforementioned date, the responsibility shall apply solely to the Beneficiary.
- 14.13. Notices in connection with this Agreement will be sent by registered mail or delivered by personal delivery to the parties' addresses indicated below, or any other address in Israel notified in writing, or by fax to the fax number stated next to their addresses or any other fax number properly notified in writing.

Each notice shall be deemed delivered to the proper address at the earlier of the following dates: if delivered by hand - upon actual delivery thereof (or offer thereof to the recipient in case of refusal to accept it); and if sent via fax - on the first business day after the date stated in the transmission confirmation printed out from the fax machine:

The Receivers – C/o Matry Meiri & Co. - Law Firm, 7 Menachem Begin St., Ramat-Gan 52681, tel.: 972-3-6109000, fax: 972-3-6109009;

Or C/o Meitar Liquornik Geva Leshem Tal & Co. – Law Firm, 16 Aba Hillel Rd., Ramat-Gan 5268102, tel.: 972-3-6103100, fax: 972-3-6103111

The Hapoalim Receivers – C/o I. Gornitzky & Co., Law Firm, Rotchild Bulivard 45, Tel Aviv, 6578403, tel: 03-7109191, fax: 03-5606555

**In witness thereof the parties have signed this Agreement:**

**The Receivers -** \_\_\_\_\_

**The Hapoalim Receivers -** \_\_\_\_\_

**The Companies by the Receivers -** \_\_\_\_\_

**Bar On Holdings by the Hapoalim Receivers -** \_\_\_\_\_

**The Buyer -** 16.07.17 חשׁבׁה 17/17 17