



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

מספר בקשה: 7

בפני כב' השופטת רות רונן

המבקשת: כלל תעשיות בע"מ  
ע"י ב"כ עוה"ד סול, אשכנזי, לנדסמן יוגב ומכלוף

נגד

המשיבים: 1. שטראוס, לזר חברה לנאמנות (1992) בע"מ  
2. רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ  
ע"י ב"כ עו"ד אברבנאל  
3. יונתן רון  
ע"י ב"כ עוה"ד אבירם ובן-מאיר  
4. כונס הנכסים הרשמי

### פסק דין

- 1 בקשה לאישור פדיון מוקדם של מלוא אגרות-החוב שהונפקו לציבור על-ידי המבקשת  
2 (שתכונה להלן גם: "החברה"), וזאת מכוח ס' 25(ו) ו-ו(ח) לחוק לקידום התחרות ולצמצום  
3 הריכוזיות, התשע"ד – 2013 (להלן: "חוק הריכוזיות" או "החוק").  
4  
5 רקע – הוראות חוק הריכוזיות  
6 2. חברת שכבה הוגדרה בחוק הריכוזיות (בס' 20(א) בו) כחברה או חברת חוץ שהן תאגיד  
7 מדווח. הסעיף מוסיף כי יראו גם חברת איגרות-חוב שהיא תאגיד מדווח כחברת שכבה.  
8 חוק הריכוזיות אוסר על מבנה שליטה הכולל יותר משתי שכבות של תאגידי מדווחים. ס'  
9 21 לחוק הריכוזיות קובע: "לא תשלוט חברת שכבה שנייה בחברת שכבה אחרת".  
10  
11 כלומר, בהתאם להוראות החוק, תאגיד מדווח שהוא "חברת שכבה שנייה" הנשלט על-  
12 ידי תאגיד מדווח שלו בעל שליטה – "חברת שכבה ראשונה" - אינו רשאי לשלוט בתאגיד  
13 מדווח אחר. במילים אחרות, החוק מתיר פירמידות של תאגידי מדווחים הכוללים שתי  
14 שכבות לכל היותר.  
15  
16 הסנקציה בשל הפרת האיסור על מבנה פירמדלי של יותר משתי שכבות, קבועה בסעיף 22  
17 לחוק. סעיף זה קובע הסדר במקרים בהם חברת שכבה שולטת שליטה אסורה בחברת  
18 שכבה אחרת, הסדר הכולל בין היתר מינוי נאמן מטעם בית-המשפט שיוקנו לו אמצעי  
19 שליטה בחברת השליטה האחרת עד למכירתם על-ידיו.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1  
2 3. מטבע הדברים שיישומו של חוק הריכוזיות כרוך אם כן בביצוע שינויי מבנה בחברות  
3 במשק. לפיכך, ס' 25(ד) לחוק קובע תקופת מעבר - תקופה שתחילתה שישה חודשים ממועד  
4 פרסום החוק, ביום 11.12.2013, ועד שש שנים מיום הפרסום (ס' 25(ג)(1)). בתקופה זו  
5 הסנקציה האמורה של מינוי נאמן מושעית, ואולם על "חברת השכבה האחרת" חלות מספר  
6 הוראות מגבילות המתייחסות לדירקטורים בלתי-תלויים ודירקטורים חיצוניים בחברה.  
7  
8 בנוסף לכך, החוק מעניק גושפנקא להסדר שביצעה חברת שכבה במטרה לקיים את הוראות  
9 החוק לרכישת כלל מניות הציבור בחברה או לפדיון מוקדם של אגרות-החוב של החברה -  
10 ובלבד שההסדר עומד בתנאים שקובע החוק לצורך הבטחת הוגנות ההסדר, ושהוא קיבל  
11 את אישור בית-המשפט (ס' 25(ו)). החוק מעניק תוקף להסדר כאמור גם אם הוא לא אושר  
12 באסיפת נושים כנדרש ברגיל על-פי סעיף 350(ט) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.  
13

14 4. סעיף 25(ו) לחוק קובע כי:

15 "בתקופה שתחילתה שלושים ימים מיום הפרסום ועד תום  
16 התקופות הקבועות בסעיף קטן (ג), לפי העניין, הסדר שחברת שכבה  
17 עשתה לקיום הוראות פרק זה, יחייב את החברה ואת כל בעלי  
18 המניות או בעלי ניירות הערך הניתנים להמרה או למימוש למניות או  
19 את כל מחזיקי אגרות-החוב, לפי העניין, גם אם לא התקבלה  
20 הסכמה כאמור בסעיף 350(ט) לחוק החברות, ובלבד שמתקיים  
21 האמור בסעיף קטן (ז) או (ח); הוראות סעיף קטן זה וסעיפים קטנים  
22 (ז) ו-(ח) יחולו על אף הוראות סעיף 350(ט) לחוק החברות".

23  
24 לענייננו, רלבנטיים התנאים שבסעיף 25(ח) לחוק הריכוזיות, אשר קובע כי:

25 "הוראות סעיף קטן (ו) יחולו על הסדר שעניינו פדיון מוקדם של כלל  
26 איגרות החוב מסדרה או מסדרות שהנפיקה החברה, אם בית-  
27 המשפט אישר את ההסדר לאחר ששוכנע כי ההסדר הוגן וצודק  
28 ביחס לכל סוג איגרות חוב, ובכלל זה שהתמורה בעבור איגרות החוב  
29 משקפת את שווי ההוגן; לעניין זה, "שווי הוגן" – הגבוה מבין אלה:  
30 (1) שווי השוק של יתרת איגרות החוב שבידי הציבור, על פי מחיר  
31 הנעילה הממוצע של איגרות החוב בשלושים ימי המסחר  
32 שקדמו למועד קבלת החלטת הדירקטוריון בדבר הפדיון  
33 המוקדם;

34 (2) הערך המתואם של איגרות החוב, שייקבע לפי סכום הערך  
35 הנקוב של איגרות החוב בתוספת הפרשי הצמדה וריבית



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 שנצברו עד ליום התשלום בפועל בהתאם לתנאי איגרות החוב;  
2 ואולם בית-המשפט רשאי, מנימוקים מיוחדים שיירשמו, לקבוע  
3 שווי גבוה יותר לאחר ששוכנע, בין השאר וככל הנדרש על יסוד  
4 הערכת שווי החברה שהגיש מומחה מטעמו או מטעם הצדדים  
5 הנוגעים לעניין, כי התקיימו נסיבות מיוחדות שבשלן השווי כאמור  
6 אינו משקף את שווי איגרות החוב".

### הבקשה לפדיון מוקדם

9 5. המבקשת היא חברה פרטית שמלוא ההון המונפק והנפרע שלה (100% ממנו) מוחזק על-  
10 ידיחברת אקסס איי. אי בע"מ (להלן: "AI"). המבקשת הנפיקה לציבור אגרות-חוב  
11 הנסחרות בבורסה, והיא לכן "תאגיד מדווח" כמשמעותו של מונח זה בחוק ניירות-ערך  
12 התשכ"ח-1968 ו"חברת אגרות-חוב" כמשמעותו של המונח בחוק החברות.

13  
14 המבקשת שולטת בשלוש חברות ציבוריות המהוות "שכבה שנייה" כהגדרתו של מונח זה  
15 בחוק הריכוזיות. אחת מהחברות הללו, כלל תעשיות ביוטכנולוגיה בע"מ (להלן: "כת"ב")  
16 שולטת בשתי חברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה – ביוקנסל בע"מ ודי-פארם  
17 בע"מ. חברות אלה מהוות "חברת שכבה אחרת" בהתאם לחוק הריכוזיות.

18  
19 מכאן שהוראות חוק הריכוזיות חלות על המבקשת – ועליה לפעול תוך 6 שנים מיום פרסום  
20 החוק כדי "לקפל" את אחת השכבות בפירמידה, כדי לעמוד בהוראות ס' 21 בחוק ולהימנע  
21 משליטה של חברת שכבה שנייה בחברת שכבה אחרת.

22  
23 6. לגישתה של המבקשת, הותרתה של החברה כתאגיד מדווח בתקופת הביניים, עלול לפגוע  
24 באופן מהותי בעסקי הקבוצה. זאת, לאור המגבלות שקבע החוק על פעילותה של חברת  
25 שכבה שנייה. כך בין היתר נאסר על חברות השכבה השנייה להנפיק את מניותיהן בישראל  
26 או להנפיק אגרות-חוב או כל נייר-ערך אחר, שכן הנפקה כזו תהפוך אותם ל"חברות שכבה  
27 אחרת", בניגוד לאיסור בחוק הריכוזיות. לגישת המבקשת, מגבלה זו היא בעלת משמעות  
28 ביחס לכת"ב, שהיא חברה העוסקת בחברות הזנק במדעי החיים, תחום בו מקובל מימון  
29 באמצעות גיוס הון מהציבור. חברות השכבה השנייה אף לא יוכלו – לאור הוראות החוק-  
30 לרכוש שליטה בתאגיד מדווח אחר.

31  
32 7. לכן, מבקשת המבקשת לפדות את אגרות-החוב המוחזקות על-ידיהציבור, כדי לאפשר לה  
33 לעמוד בהוראות החוק. הבקשה הנוכחית הוגשה מכוח סעיפים 25(ו) ו-25(ח) לחוק שהובאו  
34 לעיל. בבקשה עתרה המבקשת כי בית-המשפט יתיר לה לפדות אגרות-חוב משלוש סדרות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 אג"ח שהיא הנפיקה לציבור (סדרות י"ג, י"ד וט"ו) בפדיון מוקדם, באופן שלאחר מכן היא  
2 תחדל להיות תאגיד מדווח ולא תחשב עוד ל"חברת שכבה" כהגדרתו של המונח בחוק  
3 הריכוזיות.

4  
5 המבקשת פירטה בבקשה את יישום הוראות ס' 25(ח) על אגרות-החוב נושא הבקשה – היא  
6 הפנתה ל"שווי השוק" של אגרות-החוב ול"ערך המתואם" שלהן. היא ציינה כי שווי השוק  
7 של כל אחת מסדרות אגרות-החוב עולה על הערך המתואם שלהן (בהתאם לחלופה (2) בס'  
8 25(ח)). לכן, תמורת הפדיון המוקדם חושבה בהתאם לשווי השוק של כל אחת מסדרות  
9 אגרות-החוב.

10  
11 8. המבקשת הוסיפה וציינה כי תמורת הפדיון הכוללת עבור שלוש סדרות אגרות-החוב הוא  
12 סכום של כמיליארד וחצי ₪. מדובר בסכום שאינו מצוי בקופתה של המבקשת, ולכן היא  
13 התקשרה בהסכם עם קונסורציום מממנים לצורך קבלת המימון הנדרש לפדיון המוקדם.  
14 המבקשת ציינה כי התקשרות זו מטילה עליה עלויות כספיות כלפי הקונסורציום, שיגדלו  
15 עד לקבלת המימון בפועל. לכן – כך צוין, קיים צורך אובייקטיבי בקבלת אישור בית-  
16 המשפט להסדר הפדיון המוקדם בהקדם האפשרי.

### תגובת הנאמנים

17  
18  
19 9. הנאמנים לשלוש סדרות אגרות-החוב הגיבו לבקשה. הם ציינו בתגובתם כי לצורך בחינת  
20 הבקשה, הם פנו לחברת MNS ייעוץ בע"מ (להלן: "MNS"), ובקשו לקבל חוות-דעת  
21 כלכלית עצמאית בדבר הוגנות התמורה המוצעת למחזיקי האג"ח (חוות-הדעת צורפה  
22 כנספח א' לתגובת הנאמנים). הנאמנים ציינו כי מחוות-הדעת עולה כי התמורה המוצעת  
23 למחזיקי אגרות-החוב במסגרת הבקשה היא אכן שווי השוק של אגרות-החוב, וכי שווי  
24 השוק הנ"ל הוא אכן גבוה מהשווי המתואם של אגרות-החוב. התמורה המוצעת משקפת  
25 אם כן את ה"שווי ההוגן" של אגרות-החוב בהתאם לחוק הריכוזיות. לכן, הנאמנים לא  
26 התנגדו לבקשה.

27  
28 גם ב"כ כונס הנכסים הרשמי לא התנגד לבקשה.

### טענות המתנגד

29  
30  
31 10. לבקשה הוגשה התנגדות על-ידי המשיב 3, מר יונתן רון (שיכונה להלן: "המתנגד"). המתנגד  
32 טען בהתנגדותו טענות משני סוגים: ראשית נטען כי לא היה מקום לביצוע ה"קיפול"  
33 בפירמידה במועד ובאופן בו המבקשת מבקשת לפעול. כך, נטען כי אין דחיפות לביצוע  
34 המהלך כבר עתה (לאור תקופת המעבר בת שש השנים שקבע החוק), וכי היה על המבקשת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 להמתין ולבצע את הפדיון רק בעוד שלוש שנים (בהן יזכו מחזיקי האג"ח לקבל ריבית על  
2 האג"ח המוחזקות על-ידיהם למשך תקופה נוספת). כן נטען כי היו דרכים אחרות לצמצום  
3 הפירמידה, דרכים שיפגעו פגיעה קטנה יותר במחזיקי אגרות-החוב. כפי שיפורט להלן,  
4 המתנגד חזר בו מטענות אלה במסגרת הודעתו מיום 25.12.14.

5  
6 מעבר לכך, העלה המתנגד טענות ביחס לשווי המוצע על-ידי המבקשת לרכישת אגרות-החוב  
7 מהמחזיקים, וטען כי שווי זה אינו "שווי הוגן". המתנגד הדגיש בהתנגדותו כי רכישת  
8 האג"ח על-ידי המבקשת כמבוקש בבקשה היא רכישה כפויה הפוגעת בזכות הקניין של  
9 מחזיקי האג"ח. המתנגד ציין כי בשטרי הנאמנות של האג"ח נושא הבקשה, לא קיימת כלל  
10 אפשרות לפדיון מוקדם.

11  
12 11. בישיבת יום 23.12.14, הבהיר ב"כ המתנגד כי הוא אינו חולק על שווי השוק של אגרות-  
13 החוב ולא על המחיר המתואם שלהם, והוא אף מסכים כי שווי השוק עולה על המחיר  
14 המתואם. טענתו העיקרית של המתנגד – כפי שהיא הובהרה במהלך ישיבת יום 23.12.14,  
15 התבססה על הסיפא לסעיף 25(ח) לחוק, כאשר המתנגד טען כי קיימים נימוקים מיוחדים  
16 לקבוע כי שווי אגרות-החוב הוא גבוה יותר הן משווי השוק שלהן והן משווי המתואם.  
17 נימוקים אלה נובעים מהעובדה שאגרות-החוב נסחרות בתשואה נמוכה לפדיון, אך בריבית  
18 נקובה גבוהה יחסית לסביבת הריבית הנמוכה הקיימת היום בשוק. לגישתו של המתנגד,  
19 המחלוקת מתייחסת להיוון ולאחוז ההיוון, כשגישתו יש לערוך חישוב של הריביות  
20 שיצברו אגרות-החוב עד יום הפירעון, ולהוון אותן נכון להיום.

21  
22 המתנגד אף טען בהתנגדותו כי יש לפצות את המחזיקים בשל הפירעון המוקדם של אגרות-  
23 החוב, כשהפיצוי צריך להיות מחושב בהתאם לעמלת הפירעון המוקדם שנקבעה על-ידיבנק  
24 ישראל.

### תגובת החברה להתנגדות

25  
26 12. החברה הגיבה להתנגדות. לטענתה, התמורה שהוצעה על-ידיה היא תמורה ראויה והוגנת,  
27 ויש לדחות לכן את ההתנגדות. החברה טענה כי למתנגד אין מעמד להגיש התנגדות בשם  
28 מחזיקי אגרות-חוב אחרות, ואף לא בשם מחזיקי אגרות-החוב בסדרה י"ד בה הוא מחזיק  
29 – משום שרק לנאמנים יש זכות כזו. הנאמנים הם המוסמכים לטעון בשם מחזיקי האג"ח,  
30 משום שהם אמונים על האינטרסים של כלל המחזיקים בסדרה. במקרה דנן, אף מחזיק  
31 אחר לא הגיש התנגדות, והנאמנים הודיעו כי אינם מתכוונים להתנגד לאור חוות-הדעת  
32 שהתקבלה על-ידיהם.  
33  
34



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1 עוד נטען כי הסדר הפדיון המוקדם המוצע על-ידי המבקשת עולה בקנה אחד עם הוראות  
2 חוק הריכוזיות, והוא בוצע בהתאם ל"כללים" שהחוק יצר לצורך "קיפול" שכבה משכבות  
3 הפירמידה. החברה טענה כי יש לדחות את טענות המתנגד המתייחסות לאופן ביצוע  
4 ה"קיפול" או למועד הפדיון המוקדם.  
5  
6 באשר לטענות ביחס לתמורה, נטען כי החוק קבע נוסחת מחיר שנועדה למנוע אפשרות של  
7 סחטנות נגד בעל השליטה. את הנוסחה הזו יש ליישם בדרך-כלל, למעט כאשר קיימות  
8 נסיבות מיוחדות. על מי שטוען כי השווי אינו הוגן – מוטל להוכיח זאת. במקרה דנן,  
9 המתנגד לא עמד בנטל, שכן הוא לא תמך את התנגדותו בתצהיר ואף לא בחוות-דעת מומחה  
10 מטעמו. מנגד, החברה ואף הנאמן בססו את טענותיהם על חוות-דעת של מומחים מטעמם,  
11 שמהן עולה כי השווי המוצע בהסדר הוא שווי הוגן.  
12  
13 עוד נטען כי המנגנון שנקבע בחוק מעניק בפועל עמלת פירעון מוקדם. מסקנה דומה עולה  
14 מחוות-הדעת שהוכנה עבור הנאמן על-ידי חברת MNS, בה נקבע כי בהשוואה למנגנון  
15 המקובל של פדיון מוקדם, כולל ההסדר עמלת פדיון מוקדם מקובלת. כאמור, המתנגד  
16 הפנה בהתנגדות לנוסחת פדיון מוקדם של בנק ישראל. ואולם, מחו"ד MNS עולה כי  
17 התמורה לפי נוסחה זו היתה נמוכה יותר ממה שקבלו מחזיקי האג"ח בפועל.  
18  
19 ההתייחסות המשלימה של המתנגד לחוות-הדעת של רו"ח בהיר  
20 14. לאחר ישיבת יום 23.12.14, ניתנה למתנגד לבקשתו אפשרות להגיב לחוות דעת המומחה  
21 מטעם המבקשת, חוות-דעת שלא צורפה לבקשה המקורית של המבקשת (אלא רק לתגובתה  
22 להתנגדות), ולכן לא ניתנה למתנגד הזדמנות להגיב לאמור בה.  
23  
24 המתנגד ציין במסמך הנוסף שהגיש כי עמדתם של כל הצדדים ובכלל זה כונס הנכסים  
25 הרשמי, היא כי מחזיקי האג"ח זכאים לעמלת פירעון מוקדם, וכי המחלוקת היא רק  
26 בשאלה באיזה שיעור היוון יש לחשבה. המתנגד סבור כי דווקא משום שבאגרות-החוב נושא  
27 הבקשה לא קיים מנגנון המאפשר פדיון מוקדם, יש לזכות את המחזיקים בעמלת פירעון  
28 מוקדם. לגישתו, יש לחשב עמלה זו באופן הבא – אם הריבית בפועל על האג"ח (היא  
29 התשואה לפדיון) גבוהה מריבית ההיוון (ריבית קבועה מראש במסגרת הסכמית או ריבית  
30 על אג"ח דומה במצב אחר), זכאי מחזיק האג"ח לעמלת פירעון מוקדם שתפצה אותו על  
31 זרם התקבולים שהיה אמור לקבל מול השקעה תחליפית דומה.  
32  
33 המתנגד מוסיף וטוען כי במקרה דנן מתקיימות נסיבות מיוחדות המחייבות תשלום נוסף  
34 למחזיקי האג"ח מעבר לשווי השוק ול"פארי". זאת משום שמדובר באגרות-חוב שהשוק



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1 רואה בהן אגרות-חוב מצוינות. הן נסחרות בתשואה נמוכה לפדיון, למרות שמראש הן כללו  
2 ריבית גבוהה, היות והסיכון בהן נמוך מאשר הסיכון שהיה בעבר. לגישת המתנגד, כדי  
3 שמחזיק האג"ח לא יינזק, עליו לקבל את שווי האג"ח עד לסוף התקופה כשהוא מהוון  
4 להיום, ואת ההיוון יש לעשות בהתאם לדירוג בפועל של האג"ח.  
5  
6 המתנגד מציין כי רו"ח בהיר, המומחה מטעם המבקשת, הודה בחוות הדעת כי אגרות-החוב  
7 של החברה נסחרות באופן עקבי בתשואות המאפיינות אג"ח קונצרניות בדירוג A ואף  
8 למעלה מכך, בדירוג +A.  
9  
10 המתנגד טוען כי יש לבחון את אגרות-החוב בתנאי דירוג +A לצורך היוון עמלת הפירעון  
11 המוקדם. כלומר לגישתו יש לבצע היוון בריבית נמוכה יותר, בהתאם לקביעתו של רו"ח  
12 בהיר. החישוב של רו"ח בהיר ביחס לעמלת הפירעון המוקדם נעשה – כך נטען – תוך הנחה  
13 שאגרות-החוב הן בדירוג של A-, בעוד שהיה מקום לבצע את החישוב בהתאם לדירוג של  
14 +A, שהוא הדירוג בפועל של אגרות-החוב דנן.  
15  
16 המתנגד טוען כי בחוות-הדעת המשלימה שהגיש רו"ח בהיר, הוא משנה את עמדתו וקובע .16  
17 כי יש לבחון עמלת פירעון מוקדם יחסית לאגרות-חוב אחרות בדירוג A-, וזאת – בניגוד  
18 להצהרתו שלו. יש להתעלם מהשינוי בעמדתו של רו"ח בהיר בחווה"ד המשלימה. טענות  
19 דומות מועלות על-ידי המתנגד גם כנגד חוות דעתו של המומחה מטעם הנאמנים, MNS,  
20 שגם הוא ערך את החישוב שלו מול שיעור היוון שנתי מגולם של אג"ח בדירוג A-.  
21  
22 המתנגד חולק על המסקנה לפיה המשקיעים יוכלו לעשות שימוש בכספי הפדיון המוקדם .17  
23 כדי לרכוש אגרות-חוב במח"מ זהה ובדירוג זהה, בתשואה גבוהה יותר מזו שהיתה מושגת  
24 אילו המשיכו להחזיק באגרות-החוב של החברה עד הפדיון. המתנגד טוען כי מאחר  
25 שאגרות-החוב של החברה הן בדירוג A או +A, לא ניתן יהיה למצוא אג"ח בדירוג זה  
26 בתשואה גבוהה יותר אלא בתשואה נמוכה בהרבה.  
27  
28 המתנגד חוזר ומדגיש כי הצעת הרכש במקרה דנן היא הצעה כפויה, וכי לכן יש מקום לשלם  
29 למחזיקי האג"ח את השווי ההוגן ביותר, וזאת כדי לצמצם את הפגיעה בזכות הקניין של  
30 המחזיקים. המתנגד עותר כי בית-המשפט ימנה מומחה מטעמו על מנת שייחשב את ערך  
31 התזרימים העתידיים באג"ח כשהם מהוונים להיום בהיוון מתאים בדירוג +A, או שבית-  
32 המשפט יורה למומחה מטעם הנאמן או מטעם החברה לערוך חישוב כזה. לגישתו, בכל



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 אחת מהדרכים ברור שלמחזיקי האג"ח מגיעה תוספת, ויש לפסוק כי על החברה לשלמה  
2 להם.

3  
4 המבקשת הגיבה למסמך הנוסף שהוגש על-ידיהמתנגד, במסמך מטעמה מיום 28.12.14.

### דיון

#### חוק הריכוזיות וההוראות בדבר הגבלת השליטה בחברות פירמידה

5  
6  
7  
8 בקשה זו היא אחת הבקשות הראשונות המוגשות מכוח הוראות ההסדר שנקבע בפרק ג'  
9 לחוק הריכוזיות "הגבלת השליטה על חברות במבנה פירמידלי". כפי שתואר לעיל, החוק  
10 אוסר על קיומן של פירמידות של חברות הכוללות יותר משתי שכבות. דברי ההסבר להצעת  
11 החוק מבהירים את הטעמים להסדר שקבע המחוקק בחוק הריכוזיות ביחס לחברות בעלות  
12 מבנה פירמידאלי. כך, נקבע בדברי ההסבר בין היתר כי "החזקת חברות במבנה פירמידלי  
13 מאפשרת הפרדה בין שליטה להון. בעל-השליטה שולט בכל אחת מהחברות אך שרשור  
14 החזקות מאפשר לו להגיע לשליטה בהשקעה נמוכה יחסית בהון" (ר' הצעות חוק  
15 הממשלה – 706, 9.7.2012, עמ' 1101).

16  
17 עוד צוין בדברי ההסבר כי מבנה זה מאפשר לעקוף את המגבלה שנקבעה בחוק ניירות-ערך,  
18 לפיה מניות המוצעות לציבור יהיה מסוג אחד. כן צוין כי "השילוב של פירמידות 'עמוקות'  
19 ורמות חוב גבוהות, משמעותו במציאות הישראלית היא שגורמים מעטים שולטים במבנים  
20 עסקיים גדולים, מורכבים וממונפים, בעיקר באמצעות כספים של אחרים, ובהשקעה  
21 נמוכה יחסית" (שם בעמ' 1101). דברי ההסבר מפרטים מספר סוגים של בעיות הנובעות  
22 ממבנה האחזקה הפירמידאלי, ומציינים כי "בעיות אלה... מעוררות חששות משמעותיים  
23 לפגיעה במשקיעים, פגיעה בתחרותיות ופגיעה ביציבות המשקית, ולכן הם מחייבות  
24 התערבות רגולטורית מתאימה. הן אינן יכולות לבוא לידי פתרון בכלי הממשל התאגידי  
25 הקיימים בלבד" (שם).

26  
27 לאור האמור – קרי החשש של המחוקק מהבעיות שגורמים מבני החזקה פירמידליים,  
28 וחוסר האפשרות להתמודד איתם בכלים הקיימים, בחר המחוקק להתערב במבנים אלה  
29 בכלים רגולטוריים. ההסדר שנקבע בחוק הוא הסדר המתערב במצב הקיים – במובן זה  
30 שחברות הכוללות יותר משתי שכבות, נדרשות "לקפל" את השכבות האחרות, וזאת לכל  
31 היותר תוך פרק זמן של שש שנים.

32  
33 מדובר אם כן בהסדר הכולל התערבות כופה על אופן ניהול העסקים של חברות אלה,  
34 התערבות המחייבת אותן לפעול באופן שהוא שונה אולי מהכוונות העסקיות המקוריות  
35 שלהן, ולהפחית את מספר השכבות באמצעים שאינם פשוטים, ושעשויים להיות כרוכים





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1 בהוצאות משמעותיות. זאת כדי לקדם את מטרות החוק, קרי מניעת הפגיעה במשקיעים,  
2 בתחרותיות וביציבות המשקית, פגיעות שהמבנה הפירמידלי גורם להן. חברה שלא תפעל  
3 תוך תקופת המעבר ולא תצמצם את מספר השכבות בפירמידה, תהיה חשופה למנגנון  
4 האכיפה שבס' 22 לחוק, מנגנון הכולל – כפי שצוין לעיל, אפשרות למינוי נאמן שישלוט  
5 באמצעי השליטה בחברת השכבה האחרת, ואף למכירתם בכפייה. מדובר כמובן בהליך  
6 מרחיק לכת, הכולל התערבות משמעותית בשליטה בחברת השכבה האחרת – ובקניינם של  
7 בעלי-מניותיה.  
8  
9 20. לאור החיוב שהוטל בפועל על קבוצת חברות שהחוק חל עליהן לפעול כדי לצמצם את  
10 מספר השכבות בפירמידה, הוסיף המחוקק וקבע מנגנון שיאפשר צמצום כזה. ככל שמדובר  
11 בפדיון מוקדם של אגרות-חוב, נקבע מנגנון להסדרת ההליך באישור בית-המשפט. המחוקק  
12 בקש לייצר מנגנון פשוט וברור, תוך הגדרה פשוטה יחסית ליישום של "שווי הוגן" של  
13 אגרות-החוב, ומתן אפשרות לבעל-השליטה לרכוש את אגרות-החוב מהציבור הרחב  
14 בכפייה, כל עוד בית-המשפט ישוכנע כי שוויין של אגרות-החוב הוא "שווי הוגן" כהגדרתו  
15 בחוק.  
16  
17 הסדר זה נועד להגשים את התכלית שביסוד פרק ג' לחוק הריכוזיות כפי שפורטה לעיל, תוך  
18 איזון בין הזכויות והאינטרסים של בעל-השליטה בחברת השכבה מחד גיסא, ושל מחזיקי  
19 האג"ח (או בעלי-מניות המיעוט, לפי העניין), מאידך גיסא.  
20  
21 21. כפי שהובהר לעיל, כדי לקדם את התכלית העומדת ביסוד פרק ג' לחוק, המחוקק פגע  
22 בזכויותיו של בעל-השליטה – על-ידי כפייה שלו לצמצם חלק מהשכבות בפירמידת החברות  
23 בהן הוא שולט. כדי שפגיעה זו תהיה מידתית, יצר המחוקק את ההסדר לקביעת המחיר  
24 שישולם למחזיקי האג"ח על-ידי בעל-השליטה. קביעת המחיר נועדה לצמצם באופן  
25 משמעותי את העלויות של ההליך, הן משום שהליך בעל כללים מוגדרים מצמצם את  
26 האפשרות להתנגדויות לו וכך חוסכת את עלויות ההתדיינות בשאלה מהו השווי ההוגן, והן  
27 ובעיקר משום שהכללים הברורים לקביעת המחיר מצמצמים באופן משמעותי את יכולת  
28 המיקוח והסחטנות של בעלי אגרות-החוב.  
29  
30 22. כאשר בעל-השליטה חייב לרכוש את אגרות-החוב ממחזיקיהן, הדבר עלול לאפשר  
31 למחזיקים לנהל משא-ומתן סחטני עם בעל-השליטה, כשמחזיקי האג"ח מנצלים לרעה את  
32 הכורח של בעל-השליטה לרכוש מהם את אגרות-החוב שלהם תוך פרק זמן מוגבל מראש  
33 שוהגדר על-ידי המחוקק. המחוקק היה סבור כי משא-ומתן כזה אינו רצוי (שכן הוא עלול  
34 להביא לכך שאגרות-החוב יירכשו על-ידי בעל-השליטה במחיר שאינו משקף את שוויין



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 ההוגן). לכן, המחוקק – שכפה את קיומו של תהליך הרכישה, מצא לנכון להתערב גם  
2 בקביעת המחיר בו הרכישה תבוצע.

3  
4 מר אבי ליכט – המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי – פסקאלי) אמר בישיבת ועדת  
5 הכספים של הכנסת בנושא חוק הריכוזיות, כי מאחר שבעל-השליטה מחויב למכור את  
6 אגרות-החוב היה חשש "שאם ניצור את ההסדר הרגיל של חוק החברות, יהיה אפשר  
7 לסחוט את בעלי-השליטה" (ר' פרוטוקול מס' 56 של הוועדה מיום 26.5.2013, עמ' 100).

8  
9 23. מנגד, כאמור ביקש המחוקק להגן גם על זכויותיהם של מחזיקי אגרות-החוב, אשר פדיון  
10 האג"ח המוקדם נכפה עליהם, כך שהפגיעה בזכויותיהם תהיה אף היא מידתית. הגם  
11 שהמחוקק שלל מהם במידה רבה את היכולת להתמקח על מחיר אגרות-החוב שבהן הם  
12 מחזיקים, והגם שההסדר שנקבע בחוק כופה עליהם למכור את אגרות-החוב שלהם –  
13 הסדיר המחוקק את שאלת מחיר הרכישה, באופן שהמחיר יהיה "הוגן" לגישתו. כך עולה  
14 גם מדבריו של מר אבי ליכט בפרוטוקול הנ"ל של ישיבת ועדת הכספים של הכנסת, שם הוא  
15 ציין כי ההסדר שנקבע הוא כזה ש"בעלי מניות המיעוט לא ייפגעו, וההסדר יהיה הוגן  
16 באופן כללי".

### ההסדר החוקי ביחס לקביעת השווי ההוגן של אגרות-חוב

17  
18 24. כזכור, על-פי סעיף 25(ח) לחוק, על בית-המשפט לאשר את ההסדר "לאחר ששוכנע כי  
19 ההסדר הוגן וצודק ביחס לכל סוג איגרות חוב, ובכלל זה שהתמורה בעבור איגרות החוב  
20 משקפת את שווי ההוגן". הסעיף קובע כי "שווי הוגן" הוא הגבוה מבין שתי שיטות חישוב:  
21 האחת, שיטת "שווי השוק", בה מחושב מחיר הנעילה הממוצע של אגרות-החוב בשלושים  
22 ימי המסחר עובר להחלטת הדירקטוריון בנוגע לפדיון המוקדם; השנייה, "הערך המתואם"  
23 של אגרות-החוב, אשר נקבע לפי סכום הערך הנקוב של האג"ח, בתוספת הפרשי הריבית  
24 וההצמדה שנצברו עד למועד התשלום בפועל בהתאם לתנאי האג"ח. לצד זאת, קובע החוק  
25 כי "בית-המשפט רשאי, מנימוקים מיוחדים שיירשמו, לקבוע שווי גבוה יותר לאחר  
26 ששוכנע... כי התקיימו נסיבות מיוחדות שבשלן השווי כאמור אינו משקף את שווי איגרות  
27 החוב".

28  
29  
30 25. כפי שהובהר במסגרת תשובת החברה להתנגדותו של המתנגד, "הערך המתואם" של  
31 אגרות-חוב הוא מונח הידוע גם בשם "פארי". משמעותו היא שוויה של אגרות-החוב לו  
32 מועד הפדיון שלה היה היום (כלומר לולא היו לה תשלומים עתידיים). חישוב הערך  
33 המתואם נעשה – כמפורט בס' 25(ח) לחוק- על-ידי חישוב הערך הנקוב של אגרות-החוב  
34 בצירוף הפרשי הצמדה (אם מדובר באגרות-חוב צמודה) ובצירוף ריבית שנצברה ממועד  
35 התשלום האחרון. לתשלומים עתידיים אין השפעה כלשהי על הערך המתואם.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1  
2 אף שמהתנגדות המתנגד ניתן היה אולי להבין כי המתנגד חולק על הגדרה זו של הערך  
3 המתואם (ר' למשל ס' 58 להתנגדות שם צוין כי "התחשיב בחוק בערך המתואם אינו  
4 תחשיב של פארי"), הרי מהדיון שהתקיים ביום 23.12.14 עולה כי ב"כ המתנגד מסכים  
5 להגדרה זו ומסכים גם לאופן החישוב של הערך המתואם של אגרות-החוב בשלוש הסדרות  
6 נושא הבקשה הנוכחית.  
7  
8 סעיף 25(ח) לחוק הריכוזיות מניח כי ככלל, השווי הגבוה מבין שתי שיטות החישוב הנ"ל  
9 יהיה השווי ההוגן של אגרות-החוב. מסקנה זו עולה גם מדבריה של גב' טלמור, הממונה על  
10 דיני תאגידים במשרד המשפטים, במסגרת דיוני ועדת הכספים של הכנסת בנושא חוק  
11 הריכוזיות (עמד 107 לפרוטוקול 56 נספח 1 לתגובת החברה). הגב' טלמור ציינה שם כי  
12 "מקובל שהגבוה מבין שני אלה הוא בהחלט ברוב הגדול של המקרים מחיר הוגן וצודק  
13 שמשקף את מלוא השווי ואת מלוא התמורה".  
14  
15 יחד עם זאת, וכעולה מהסיפא של סעיף 25(ח) לחוק, המחוקק בקש להגן על מחזיקי אגרות-  
16 החוב בהגנה נוספת. לכן נקבע כי באותם מקרים – שהם בהגדרה מקרים חריגים, בהם בית-  
17 המשפט שוכנע כי השווי הגבוה מבין השניים אינו משקף את שווי אגרות-החוב בשל נסיבות  
18 מיוחדות, הוא רשאי לקבוע לאגרות-החוב שווי גבוה יותר. הגב' טלמור ציינה בדיוני הוועדה  
19 (שם) בהקשר זה כי "הצענו, ליתר ביטחון, וכדי להיות הכי זהירים, להשאיר בסעיף קטן  
20 (ב) אפשרות לבית-המשפט מקרים מיוחדים לקבוע שווי אחר, אם יש נסיבות מיוחדות  
21 שבהם מחיר השוק למשל בגלל כשלים מסוימים אינו משקף בצורה מספיק טובה את  
22 השווי של אגרות-החוב".  
23  
24 האם במקרה דנן יש לקבוע שווי גבוה יותר לאג"ח?  
25 השאלה העיקרית השנויה במחלוקת בין הצדדים היא מהן אותן "נסיבות מיוחדות", והאם  
26 המקרה דנן הוא אחד מהם.  
27  
28 כאמור, כדי לסטות מההסדר שנקבע ברישא לסעיף 25(ח) על בית-המשפט להשתכנע כי  
29 השווי המתקבל לפי ההסדר שברישא, אינו משקף את השווי ההוגן של אגרות-החוב. ואולם  
30 - וזאת יש להדגיש - הנחת המוצא של המחוקק היא כי שווי השוק של אגרות-החוב הוא  
31 מנבא טוב לשווי ההוגן שלהן. אלמלא כן, לא היה המחוקק קובע את ההסדר שברישא,  
32 שהוא ההסדר שחל כאמור ברוב רובם של המקרים, שעל-פיו שווי השוק הוא אחד הערכים  
33 שיש לבחון אותם לצורך בחינת השווי ההוגן.  
34



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

29. אם אכן בדרך-כלל משקף שווי השוק את השווי ההוגן של אגרות-החוב, על הטוען כי קיימות נסיבות מיוחדות בשלהן אין להסתמך על שווי זה, להסביר מדוע מדובר במקרה המסוים, שווי השוק אינו משקף שווי הוגן. נסיבות כאלה יכולות להיות למשל נסיבות בהן הסחירות של אגרות-החוב היא נמוכה, ולכן מחיר השוק שלהן אינו משקף את שווי ההוגן. יכולות להיות גם נסיבות אחרות (העדרו של מידע לבעלי האג"ח וכיו"ב). מובן שאין מדובר ברשימה סגורה. אולם, בכל מקרה יש מקום לבחון האם שווי השוק של אגרות-החוב יכול לשמש אינדיקציה טובה ומדויקת לשוויין – או שמא קיימות נסיבות השוללות את ההנחה הזאת.
30. במקרה דנן, אני סבורה כי המתנגד לא הוכיח כי שווי השוק – שאין חולק כי הוא גבוה מהערך המתואם של אגרות-החוב, אינו משקף את שווי ההוגן בשל קיומן של נסיבות מיוחדות. כך, במסגרת חוות-הדעת שהוזמנה מטעם הנאמנים, בדק עורך חוות-הדעת את היקף הסחירות של כל אחת מסדרות אגרות-החוב. כן נבדקו התשואות על אג"ח בדירוג דומה במאגר שווי הוגן, כדי לשלול את האפשרות שמחיר השוק של אגרות-החוב אינו מייצג שווי הוגן עקב סחירות דלה של מי מהן. על פי האמור בחוות-הדעת בדבר תוצאות הבדיקות שנערכו על-ידי MNS, הרי לא מתקיים מצב בו מחיר השוק של אגרות-החוב או מי מהן אינו מייצג שווי הוגן בשל סחירות דלה (ר' עמ' 8 לחוות-הדעת נספח א' לתגובת הנאמנים).
- המתנגד לא תמך את התנגדותו בחוות-דעת מטעמו. לכן, לא נסתרה המסקנה שבחוות-הדעת מטעם הנאמנים. יצוין כי מדובר בחוות-דעת עצמאית, שהתבקשה מטעמם של הנאמנים על אגרות-החוב - שהם הגורמים האמונים מכוח החוק על האינטרסים של כלל המחזיקים בסדרה. ההנחה היא אם כן שחוות-הדעת מטעם הנאמנים היא חוות-דעת אובייקטיבית, שנועדה לבחון את מצב הדברים לאשורו. היא לא נועדה לסייע למזמין חוות-הדעת לעגן את טענותיו, אלא נועדה לאפשר לו לגבש את עמדתו ביחס לבקשה.
31. מסקנה דומה עולה גם מחוות-הדעת שהוזמנה על-ידי החברה, שניתנה על-ידי יוסי בהיר (נספח 5 לתגובת החברה להתנגדות). מר בהיר קבע כי מחירי השוק של אגרות-החוב של החברה משקפים היטב את הערכות המשקיעים לגבי שווי ההוגן של אגרות-החוב, וכי לכן ניתן להסתמך על שווי השוק של אגרות-החוב כמשקף את השווי ההוגן שלהן.
- כך או אחרת בהעדרה של חוות-דעת אחרת, אין מניעה כי בית-המשפט יאמץ את המסקנות של חוות-הדעת מטעם הנאמנים ואת זו שנמסרה לחברה. ניתן לכן לקבוע כי לא קיימות במקרה דנן נסיבות השוללות את ההנחה לפיה מחיר השוק של אגרות-החוב מייצג את שוויין ההוגן.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1  
2  
3  
4  
5  
6  
7  
8  
9  
10  
11  
12  
13  
14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33
32. כאמור, טענתו העיקרית של המתנגד התייחסה לעובדה כי אגרות-החוב דנן נסחרות בתשואה נמוכה לפדיון, אך בריבית נקובה גבוהה יחסית לסיבית הריבית הנמוכה שקיימת היום בשוק.
- ואולם, עצם העובדה שהריבית הנקובה באגרות-החוב גבוהה משיעור הריבית במשק כיום, אינה מהווה נסיבה "מיוחדת" שמצדיקה לסטות מההסדר הקבוע ברישא לסעיף 25(ח). אין סיבה לקבוע אחרת – לא לאור לשון החוק ולא לאור הרציונל העומד מאחוריו. הנושאים שצוינו על-ידי המתנגד כנושאים המאפיינים את אגרות-החוב דנן, הם בדיוק הנושאים שבאים לידי ביטוי בתמחור שהשוק נותן לאגרות-החוב בדרך-כלל ובהעדרן של נסיבות מיוחדות. במילים אחרות, מחיר השוק של האג"ח אמור בדרך-כלל לשקף בין היתר את גובה הריבית הנקובה, ואת ההפרש בינה לבין הריבית שניתן להשיג באפיקי השקעה אלטרנטיביים.
33. כך אכן קרה במקרה דנן – כפי שעולה מטענותיהם של החברה ושל הנאמנים. כך מסביר את הדברים המומחה מטעם החברה, מר יוסי בהיר, בחוות-הדעת המשלימה מטעמו (נספח 6 לתגובת החברה להתנגדות). מר בהיר קובע שם כך –
- "מחירי השוק הנוכחיים של אגרות-חוב, ובכלל אלו אגרות-החוב של כלל תעשיות, מגלמים היוון כל זרם התקבולים העתידי הנובע מהן. התשואה לפדיון של אגרות-החוב, הינה כאמור התשואה על אגרות-חוב ממשלתיות במח"מ [משך חיים ממוצע – ר.ר.]. זהה בתוספת מרווח הסיכון. מניתוח מחירי השוק עולה כי מרווח הסיכון באג"ח כלל תעשיות נמוך יותר ממרווח הסיכון באגרות-חוב קונצרניות בדירוג A- במח"מ דומה. קרי השוק מהוון את אגרות-החוב של כלל תעשיות בריבית הנמוכה מהריבית המקובלת באגרות-חוב קונצרניות בדירוג A-.**
- מכאן, בכל האמור לפדיון מוקדם של אגרות-החוב, היוון בריבית נמוכה יותר משמעו פדיון במחירי שוק גבוהים יותר למחזיקי אגרות-החוב (ביחס לאגרות-חוב בדירוג A- במח"מ דומה) ועלות פדיון מוקדם גבוהה יותר לכלל תעשיות".
- אכן, אין חולק כי סביבת הריבית הקיימת היום היא נמוכה יותר משיעור הריבית שנקבעה באגרות-החוב נושא הבקשה. יחד עם זאת, וכפי שמסביר המומחה מר בהיר, עובדה זו באה לידי ביטוי במחיר שהשוק קבוע לאגרות-החוב:



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 "הטענה כי אנו נמצאים בסביבת ריבית נמוכה היא נכונה, אך כאמור  
2 התשואה על אגרות-החוב של החברה (או של כל אגרות-חוב אחרות) היא לא  
3 הריבית הנקובה כפי שטוען המתנגד, אלא התשואה לפדיון, והיא כאמור  
4 נמוכה יותר, ומשקפת את סביבת הריבית הנמוכה".

5  
6 עוד עולה מחוות-הדעת של מר בהיר כי:

7 "מחירי השוק והתשואה לפדיון של אגרות-החוב של כלל תעשיות כמו גם  
8 מחירי השוק של אגרות-חוב נוספות שהונפקו לפני מספר שנים, משקפים  
9 את ירידת הריבית שהיתה בישראל ובעולם בשנים האחרונות – וזאת בניגוד  
10 לנטען על-ידי המתנגד. לפיכך, מחיר השוק של אגרות-החוב הנ"ל כולל גם  
11 רווחי הון שנצברו עקב ירידת הריבית. משקיע אשר רוכש או מחזיר את  
12 אגרות-החוב הנ"ל ובכלל אלו את אגרות-החוב של כלל תעשיות, לא יקבל  
13 ואינו צופה לקבל תשואה בגובה הריבית הנקובה על אגרות-החוב הנ"ל, אלא  
14 את התשואה לפדיון אשר היא בדרך כלל נמוכה יותר, כפועל יוצא מכך  
15 שמחיר השוק של אגרות-חוב אלו גבוה מערכן המתואם".

16  
17 34. המסקנה של האמור לעיל היא כי אין מקום לקבל את עמדת המתנגד לפיה יש לערוך חישוב  
18 של הריביות שייצברו עד יום הפירעון ולהוון אותן נכון להיום. זאת משום שחישוב כזה בא  
19 לידי ביטוי – כעולה מחוות-הדעת שתוכנה לא נסתר – במחירי השוק, המשקפים בדיוק את  
20 כל זרם התקבולים העתידי הנובע מאגרות-החוב כשהוא מהוון. בסביבת ריבית נמוכה,  
21 השוק מהוון את התשלומים בריבית נמוכה יותר, ולכן נותן לבעל האג"ח מחיר גבוה יותר  
22 עבור אגרת-החוב שבבעלותו. מסקנה דומה עולה גם מחוות-הדעת של המומחה מטעם  
23 הנאמנים, MSN בעמוד 7 לחוות-דעתו.

### דירוג אגרות-החוב

24  
25  
26 35. מהמסמך המשלים שהגיש המתנגד ביום 25.12.14, עולה כי טענתו היחידה היא כי לא היה  
27 מקום להוון את אגרות-החוב בהתאם לדירוג A-. המתנגד טען כי גם מחוות-דעתו של  
28 המומחה מר בהיר עולה כי יש לדרג את החברה בדירוג גבוה יותר: A או A+. לגישתו, כפי  
29 שנטענה על ידיו בישיבת יום 23.12.14 (אף כי לא בהתנגדות עצמה), הפער בין דירוג A+  
30 לבין דירוג A- הוא 10 מיליון ₪ לשנה, והכל לפי נתוני מר בהיר. אלה – כך טען ב"כ המתנגד  
31 – הנסיבות המיוחדות של האג"ח הזה.

32  
33 אינני מקבלת את הטענה. מעבר לעובדה שמדובר בטענה שלא הועלתה במסגרת ההתנגדות,  
34 אני סבורה כי אין לקבלה גם לגופה. לו היה המתנגד מבקש לטעון כי הדירוג של אגרות-



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1 החוב צריך להיות גבוה יותר – היה עליו להוכיח זאת באמצעות חוות-דעת מומחה מטעמו.  
2 בהעדרה של חוות-דעת כזו, אין מקום לערוך את החישוב באופן שהמתנגד מבקש לערוך  
3 אותו, כלומר חישוב היוון בהתאם לדירוג גבוה יותר של אגרות-החוב, וקביעה כי מחיר  
4 השוק אינו משקף את הדירוג ה"נכון" של אגרות-החוב.  
5  
6 יתרה מזאת, וזה העיקר - טענתו של המתנגד לוקה לטעמי בסתירה פנימית. המתנגד הבהיר .36  
7 בישיבת יום 23.12.14 כי טענתו ביחס לדירוג הנטען של האג"ח היא משום ש"מדובר באג"ח  
8 טוב, ואג"ח שאנשים רוצים אותו כי הוא מבטיח תשואה בריבית גבוהה" (ר' עמ' 5  
9 לפרוטוקול 23.12.14, ור' גם דבריו בעמוד 4 שורות 21-23 לפרוטוקול). כלומר, המתנגד  
10 מבסס את טענותיו על השוק, והמחיר שנקבע במסגרתו - לאור ההערכה של השוק את  
11 אגרות-החוב.  
12  
13 ואולם, אם מבקש המתנגד לסמוך על ה"שוק" ועל הרצון הקיים בשוק לרכישת אגרות-  
14 החוב של החברה שכן הן מבטיחות תשואה בריבית גבוהה, הרי יש מקום לסמוך על השוק  
15 גם בכך שהוא תמחר את הנתונים הללו באופן שמחיר האג"ח משקף אותם. כל עוד לא  
16 הוכח אחרת, זוהי ההנחה שיש להניח אותה, הן לאור הכללים העומדים ביסודו של שוק  
17 הון, והן לאור הקביעה של המחוקק בחוק הריכוזיות בהקשר זה.  
18  
19 כך עולה גם מעמדת החברה (במסמך המשלים מטעמה מיום 28.12.14), שם צוין כי העובדה .37  
20 שאגרות-החוב של החברה נסחרות בפועל בתשואה נמוכה לפדיון המשקפת דירוג של A+,  
21 היא בדיוק זו שבשלה מחיר השוק של אגרות-החוב (שהוא המחיר המוצע למחזיקים) הוא  
22 גבוה.  
23  
24 זאת ועוד. המתנגד טען כי הוא מבסס את טענותיו ביחס לדירוג ה"נכון" של אגרות-החוב על .38  
25 האמור בחוות הדעת של המומחה מר בהיר. הוא הפנה לחוות דעתו של מר בהיר, בס' 48-50  
26 בה, שם מנתח המומחה את אגרות-החוב משלוש הסדרות נושא הבקשה, וקובע כי **השוק**  
27 **מעריך** כי הדירוג הנכון של אג"ח י"ג הוא לפחות A, הדירוג הנכון של אג"ח י"ד אמור  
28 להיות בין A- A+, והדירוג הנכון של אג"ח ט"ו אמור להיות בין A ל-A+.  
29  
30 ואולם – וכפי שצוין לעיל, המומחה רו"ח בהיר (ובעקבותיו גם המתנגד) סומך את מסקנתו  
31 בדבר הדירוג הנכון של אגרות-החוב, על **השוק** – קרי על ההנחה כי השוק מעריך את הסיכון  
32 בצורה נכונה. מר בהיר בחן איזה דירוג משתקף לאגרות-החוב של החברה על בסיס  
33 המחירים בהם אגרות-החוב נסחרות בשוק. הוא מצא כי מחירי השוק של אגרות-החוב



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 גבוהים מאלה של אג"ח בעלות מח"מ דומה וסיווג הצמדה זהה בדירוג A-, והם דומים  
2 לאלה של אגרות-חוב בעלות דירוג של בין A ל-A+.

3  
4 אם אלה הם פני הדברים, הרי המסקנה המתבקשת היא כי מחירי השוק של אגרות-החוב  
5 משקפים את שווי ההוגן, ואת היוון זרם התקבולים העתידי שלהן לפי שיעור ההיוון  
6 המתאים. משהניתוח של ר"ח בהיר מבוסס כל כולו על מחירי השוק ככאלה המגלמים את  
7 כל הנתונים הרלוונטיים לאגרות-החוב, הרי המסקנה המתבקשת מהדברים היא כי מחיר  
8 השוק הוא המשקף את השווי ההוגן של אגרות-החוב, ולא קיימות נסיבות מיוחדות במקרה  
9 דן המחייבות מסקנה אחרת. במילים אחרות, התמורה היא הוגנת משום שהיא משקפת  
10 את שווי השוק - המשקף שווי גבוה, המתאים לאגרות-חוב דומות בדירוג גבוה יותר.

11  
12 הטענות ביחס לעמלת הפירעון המוקדם

13 39. מסקנה דומה עולה מניתוח טענות הצדדים ביחס לעמלת הפירעון המוקדם. המתנגד ציין  
14 במסמך המשלים שהוגש מטעמו, כי אין מחלוקת כי המחזיקים זכאים לקבל עמלת פירעון  
15 מוקדם, והמחלוקת היא רק באיזה היוון יש לחשבה (ר' ס' 2 למסמך המשלים).

16  
17 אני סבורה כי טענה זו אינה מדויקת.  
18 לגישת החברה, זכאים המחזיקים לקבל את השווי ההוגן של אגרות-החוב שלהם – ולא  
19 עמלת פירעון מוקדם. יחד עם זאת, נטען כי שווי זה מגלם בחובו פיצוי על הפירעון המוקדם  
20 של האג"ח.

21  
22 40. עמלת פירעון מוקדם היא עמלה הנקבעת ביחס ללווים המבקשים לפרוע הלוואה ב"פירעון  
23 מוקדם" כפיצוי כלכלי על ירידת הריבית במועד הפירעון. העמלה מאפשרת לבנק המלווה  
24 לקבל את השווי ההוגן של הלוואה במועד פירעונה (ר' ס' 28.1.6 לחוות הדעת המשלימה  
25 של ר"ח בהיר).

26  
27 אולם, בניגוד לפיקדון בבנק שהוא השקעה לא סחירה, אגרות-חוב היא הלוואה סחירה. ככל  
28 שהדבר נוגע לאגרות-חוב סחירות – השינוי בשיעור הריבית מגולם במחיר האג"ח בשוק.  
29 כאשר שיעורי הריבית יורדים, ערך האג"ח עולה באופן שמכירתו מניבה רווח - המגלם  
30 בצורה מלאה את שינויי הריבית ואת התשלומים העתידיים שהאג"ח היה אמור להניב  
31 לבעליו. רווח ההון הזה הוא למעשה "עמלת הפירעון המוקדם" (ר' חווה"ד המשלימה של  
32 ר"ח בהיר, ס' 28.2.3 – 28.2.4). מכאן שהשווי ההוגן כפי שהוא נקבע בחוק הריכוזיות  
33 מגלם עמלת פירעון מוקדם, ללא שימוש במונח.

34





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1 המתנגד ציין בהתנגדותו כי "אם מבקש בעל-השליטה לקפל את הפירמידה, והוא עושה  
2 זאת רק לצרכיו ולא לצרכי כל אדם אחר, יתכבד וישלם בעבור כך... לצורך כך הפיצוי הנכון  
3 כפי שהוא מחושב לפי הנוסחה לעמלת פירעון מוקדם שקובע בנק ישראל" (ר' ס' 53-54  
4 להתנגדות). המתנגד הוסיף כי לא יתכן לוותר על עמלת פירעון מוקדם (ס' 59 להתנגדות).  
5  
6 ב"כ הנאמנים התייחס לנושא זה בתגובתו ובדבריו בישיבת יום 23.12.14. הוא ציין כי  
7 "באג"ח הזו אין אפשרות לפדיון מוקדם בתנאי האג"ח, אבל ישנם אג"ח אחרות בשוק  
8 בתנאים דומים מבחינת דירוג ומח"מ שכן יש אפשרות לפדיון מוקדם, ומה שמקובל בשוק  
9 האג"ח זה לקבוע מרווח סיכון מסוים, מעל התשואה של אג"ח ממשלתית שהיא חסרת  
10 סיכון, לצורך קביעת המחיר בפדיון המוקדם. מה שראינו והוכחנו שאם לוקחים אג"ח  
11 בתנאים דומים, המחיר בפדיון שמוצע כאן משקף מרווח פדיון מוקדם בטווח הסביר  
12 ואפילו טוב ממנו" (ר' עמ' 4-3 לפרוטוקול).  
13  
14 הדברים באים לידי ביטוי בחוות-דעת המומחה MSN, בה ציין המומחה כי הוא בחן מנגנון  
15 של פדיון מוקדם כדרך נוספת להעריך את השווי ההוגן של התמורה למחזיקי האג"ח.  
16 המומחה התייחס לאגרות-חוב בדירוג A-, ומסקנתו היתה כי הצעת החברה לפדיון סדרות  
17 אגרות-החוב י"ג וי"ד מגלמת מרווח שהוא בטווח הסביר, ואילו ההצעה עבור סדרה ט"ו  
18 משקפת מרווח שהוא טוב יותר מבחינת בעלי האג"ח (ר' עמ' 8 לחווה"ד).  
19  
20 בהמשך חווה"ד, ובהתייחס לאמור בהתנגדותו של המתנגד, בחן המומחה גם את טענת  
21 המתנגד לפיה יש לחשב את הפיצוי לפי הנוסחה לעמלת פירעון מוקדם שקובע בנק ישראל  
22 (כללים החלים על פירעון מוקדם של משכנתאות). יישום מנגנון עמלת הפירעון המוקדם של  
23 בנק ישראל מעלה – כך קובע המומחה מטעם MSN - כי התמורה המוצעת על-ידי החברה  
24 עבור פדיון אגרות-החוב, גבוהה מזו שהיתה מתקבלת לו היה מיושם מנגנון בנק ישראל  
25 לחישוב עמלת פירעון מוקדם כמוצע על-ידי המתנגד (ר' עמ' 10-9 לחוות-הדעת).  
26  
27 סיכומה של נקודה זו – אינני מקבלת את טענות המתנגד לפיהן השווי שהוצע על-ידי החברה  
28 למחזיקי האג"ח בתמורה לאגרות-החוב שלהם אינו שווי הוגן.  
29  
30 **הטענות ביחס לעיתוי הפדיון ואופן ביצוע "קיפול" השכבות**  
31 כפי שצוין בראשית הדברים, המתנגד העלה במסגרת התנגדותו גם מספר טענות כלליות  
32 ביחס לאופן ולמועד ביצוע פדיון האג"ח על-ידי החברה. המתנגד חזר בו מטענות אלה  
33 במסמך המשלים שהוגש מטעמו ביום 25.12.14. יחד עם זאת, ומאחר שמדובר בבקשה  
34 ראשונית בנושא שטרם נדון, אתייחס בקצרה גם לטענות הללו.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1
- 2 45. המתנגד טען כי היה על החברה להמתין ולא לפדות את אגרות-החוב למשך פרק זמן של
- 3 שלוש שנים. במהלך תקופה זו ישנן סדרות של אג"ח שיגיעו לפירעון, וביחס למחזיקים
- 4 האחרים – הם ירוויחו ריבית גבוהה כמובטח להם למשך 3 שנים נוספות. עוד נטען כי היה
- 5 על החברה להמתין ולא לפדות את אגרות- החוב עד לתום תקופת המעבר בת 6 השנים
- 6 שהחוק קבע.
- 7
- 8 אינני מקבלת את הטענה. ראשית, החוק לא קבע כל מגבלה ביחס למועד בו על החברה
- 9 לבצע את ה"קיפול" שנועד לצמצום מספר השכבות בפירמידה. יחד עם זאת, הדעת נותנת כי
- 10 בהקשר הזה ישנה עדיפות לביצוע מהיר של צמצום מספר השכבות, שכן מדובר בתופעה
- 11 שכפי שהובהר לעיל, המחוקק ראה אותה כתופעה שלילית, בעייתית ומסוכנת.
- 12
- 13 יתרה מזאת, המחוקק אף הטיל מגבלות שונות על קבוצות חברות במבנה פירמידלי במהלך
- 14 תקופת המעבר עד לצמצום מספר השכבות, מגבלות שלא חלות על חברות אחרות שאינן
- 15 חברות פירמידה. גם מכאן ניתן להסיק כי המחוקק בקש להאיץ את התהליך ולא לעכב
- 16 אותו (ורי' בהקשר זה דבריו של מר אבי ליכט בפרוטוקול מספר 60 של ועדת הכספים של
- 17 הכנסת נספח 2 לתגובת החברה להתנגדות, בעמ' 37-38) .
- 18
- 19 46. זאת ועוד – כפי שטענה החברה בתגובתה להתנגדות, ביצוע הפדיון המוקדם על-ידיה הוא
- 20 תהליך מורכב בעל עלות כספית משמעותית של מיליארד וחצי ₪ לערך. החברה השכילה
- 21 כיום לגבש הסכמה עם קונסורציום מלווים לצורך קבלת מימון שיאפשר לה לפדות את
- 22 אגרות-החוב בהתאם להסדר שנקבע בחוק. יחד עם זאת, אין ביטחון שהחברה היתה
- 23 מצליחה לקבל מימון כזה לו היה ביצוע ההסדר נדחה למועד לא ברור בעתיד. הדברים
- 24 הללו מקבלים משנה תוקף לאור העובדה שתקופת המעבר תסתיים ביחס לחברות רבות
- 25 באותו מועד עצמו (11.12.19). סביר להניח שלקראת מועד זה יבקשו חברות רבות לבצע
- 26 "קיפול" מה שעלול להקשות את האפשרות לקבלת מימון, ולהפוך את תנאי המימון לנוחים
- 27 פחות.
- 28
- 29 47. המתנגד טען עוד כי החברה היתה יכולה לנקוט בדרכים חלופיות כדי להגיע לתוצאה של
- 30 צמצום מספר השכבות בפירמידה. כך ציין המתנגד למשל, כי ניתן היה למזג את החברות
- 31 הבנות של כת"ב לתוך כת"ב (מה עוד שאלה חברות שוליות מאוד אצל כת"ב). ניתן היה גם
- 32 למזג את כת"ב לתוך החברה, באופן שהחברה תשלוט ישירות בחברות ההזנק של כת"ב.
- 33
- 34 אינני מקבלת גם טענה זו. כמו הטענה הקודמת, גם לטענה זו אין כל ביסוס לשוני בלשון
- 35 החוק. יתרה מזאת, היא אינה עולה בקנה אחד גם עם הפרשנות התכליתית של החוק. כפי



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1 שהובהר לעיל, החוק ניסה לייצר מנגנון מאוזן, במסגרתו נפגעות במידה מסוימת זכויותיהם  
2 של בעלי-השליטה בחברות הפירמידה, וגם זכויותיהם של מחזיקי אגרות-החוב. הפגיעה  
3 הזאת מוצדקת לצורך קידום המטרה של צמצום מספר השכבות בקבוצות פירמידליות.  
4  
5 כאמור, הפגיעה בבעלי-השליטה באה לידי ביטוי בכך שהם חויבו, תוך פרק זמן מוגבל,  
6 לבצע עסקאות שיביאו בסופו של דבר ל"קיפולי" של שכבות בפירמידה, באופן שבסופו של  
7 דבר בתום תקופת המעבר לא יהיו פירמידות בעלות יותר משתי שכבות. אינני סבורה כי יש  
8 לפרש את החוק כמטיל על בעלי-השליטה חובה נוספת מעבר לכך, חובה שמשמעותה היא  
9 לבחון מהי הדרך הפוגעת פחות במחזיקי אגרות-החוב, ולפעול בדרך זאת – גם אם היא  
10 אינה הדרך הטובה ביותר עבור החברה.  
11  
12 אני סבורה כי על החברות באמצעות נושאי המשרות בהן לפעול בהתאם להוראות החוק,  
13 כדי להגשים את מטרותיו, ותוך שהבחירה בין האפשרויות השונות לכך צריכה להיעשות  
14 בהתאם לשיקולים העסקיים של החברות כפי שהם נשקלים על-ידי האורגנים הרלוונטיים  
15 בהן. שיקול-הדעת בהקשר זה הוא של החברה (ור' בהקשר זה את דבריה של הגב' טלמור  
16 בדיוני ועדת הכספים של הכנסת, פרוטוקול 56 בעמ' 103).  
17  
18 השיקולים העסקיים של החברה היו השיקולים שנשקלו בפועל על-ידיה בהתייחס לקבלת .48  
19 ההחלטה על ביצוע הפדיון, כפי שעולה מהבקשה שהוגשה על-ידיה ומהתצהיר שתמך בה.  
20 באשר לזכויותיהם של מחזיקי האג"ח – הרי כפי שהובהר מספר פעמים לעיל, זכויות אלה  
21 מוגנות בשל המנגנון שקבע המחוקק ביחס לאופן הפדיון של אגרות-החוב, והמנגנון לקביעת  
22 מחירן, בפיקוח בית-המשפט.  
23  
24 זאת ועוד, האפשרויות החלופיות אותן הציע עשויות היו אולי בנסיבות מסוימות לפגוע  
25 בצדדים שלישיים אחרים (כמו בעלי מניות המיעוט בחברות הבנות של כת"ב), ולכן לא ניתן  
26 לקבוע כי היה על החברה לבחור דווקא בהן כדי למנוע פגיעה במחזיקי האג"ח.  
27  
28 יוער עוד כי המתנגד ציין בהתנגדותו כי הוא מבסס אותה בין היתר על הפגיעה בזכות .49  
29 הקניין של בעלי אגרות-החוב, אשר נכפים למכור את רכושם שלא בדרך של חוזה מוסכם.  
30 כפייה כזו מנוגדת לזכות היסוד של המחזיקים בקניינם, ולכן על בית-המשפט לוודא כי  
31 הרכישה הכפויה נעשית בהגינות, תוך מתן שווי הוגן. בפועל – כך נטען - נעשית הרכישה  
32 במקרה דנן רק כדי לאפשר לחברה להרוויח, ומדובר בניסיון של החברה להרוויח כסף על  
33 חשבון הציבור בניגוד לכוונת המחוקק.  
34



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 אינני מקבלת את הטענה. כפי שהובהר – החוק אכן פוגע במידה מסוימת במחזיקי האג"ח,  
2 אולם פגיעה מקבילה וחמורה לא פחות קיימת גם לבעלי-השליטה. המחוקק ניסה לאזן את  
3 הפגיעות הללו- באשר לבעלי-השליטה, ניתנה להם האפשרות לבחור את המועד בתוך  
4 תקופת המעבר ואת האופן בהם יצומצם מספר החברות בפירמידה למספר המותר (שתי  
5 שכבות). באשר למחזיקי האג"ח, ניתנה להם הגנה באמצעות קביעת המנגנון למחיר האג"ח  
6 שאמור לשקף את המחיר ההוגן שישולם עבורו.

### הבקשה לגילוי מסמכים

9 50. בשולי התנגדותו, ציין המתנגד כי הוא מבקש שביית-המשפט יראה את התנגדותו כבקשה  
10 לגילוי מסמכים, וכי הוא מבקש במסגרת זו לחייב את החברה למסור לעיונו את הסכם  
11 הקונסורציום או פרטי המימון שהחברה קבלה, כולל ריביות והפרשי הצמדה. הטעם  
12 לבקשה זו הוא משום שלגישת המתנגד, אם החברה משלמת לבנקים בקונסורציום פחות  
13 מהריבית באג"ח, הרי היא תרוויח ועליה להעביר רווח זה למחזיקי האג"ח (ואם היא  
14 משלמת יותר – "זה בכל הכבוד – עניינה" סי' 67 להתנגדות).

15  
16 אינני סבורה כי יש מקום להיעתר לבקשה. זאת משום שאינני סבורה כי תנאי ההלוואה  
17 אותה מקבלת החברה מהבנקים בקונסורציום הם רלוונטיים לצורך הכרעה בהתנגדות  
18 ובבקשת החברה לאשר את הפדיון המוקדם. המחוקק קבע מה על בית-המשפט לבחון  
19 במסגרת בקשה לפדיון מוקדם: בית-המשפט צריך לבחון את הדברים מנקודת המבט של  
20 מחזיקי האג"ח, ולוודא כי השווי שהם מקבלים תמורת אגרות-החוב שלהם הוא שווי הוגן.  
21 הוא אינו צריך לבחון את הדברים מנקודת המבט של החברה, ואין צורך אם כן לבחון האם  
22 הפדיון המוקדם "משתלם" לה אם לאו.

### נטלי ההוכחה

23  
24  
25 51. המתנגד טען כי "הנטל להוכיח את ההוגנות הוא על החברה המבקשת" (ר' סי' 76  
26 להתנגדות). אכן, בבקשה לפדיון המוקדם היה על המבקשת להוכיח כי המחיר המוצע על-  
27 ידיה למחזיקי האג"ח משקף את השווי ההוגן של אגרות-החוב כפי שהוא מוגדר בחוק  
28 הריכוזיות. המבקשת עמדה בנטל הזה, כאשר טענה (טענה שמסתבר כי המתנגד אינו חולק  
29 עליה) כי המחיר שהוצע תמורת אגרות-החוב הוא שווי השוק של האג"ח, וכי שווי זה עולה  
30 על הערך המתואם שלהן.

31  
32 משרכיבים אלה הוכחו, עובר הנטל למתנגד – להוכיח כי במקרה דנן חלות הנסיבות  
33 המיוחדות נושא הסיפא של סעיף 25(ח) לחוק, וכי שווי השוק (שהוא גבוה מהערך המתואם)  
34 אינו משקף את שווי אגרות-החוב. כאמור, המתנגד במקרה דנן לא עמד בנטל הזה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

### הבקשה למינוי מומחה מטעם בית-המשפט

52. המתנגד אף עתר במסגרת ההתנגדות כי בית-המשפט ימנה מומחה מטעמו, שיחוה את דעתו בשאלה אחת ויחידה "מהו ההפסד שייגרם לבעלי האג"ח בין הפדיון פי ההסדר לבין התמורה שהם זכאים לקבל עד לתקופות פירעון האג"ח המקוריות כשהיא מהוונת להיום בריבית הנמוכה בשוק" (ר' ס' 76 להתנגדות).

אינני מקבלת את הבקשה. ראשית, השאלה כפי שהוגדרה על-ידי המתנגד איננה השאלה אותה על בית-המשפט לבחון בבואו להכריע בבקשה לפדיון מוקדם – כפי שהובהר בפירוט בפסק-דין זה לעיל. יתרה מזאת, כפי שהובהר לעיל, הנטל להוכיח כי במקרה דנן מן הראוי שבית-המשפט יקבע כי השווי ההוגן הוא שווי גבוה יותר משווי השוק והערך המתואם של אגרות-החוב, מוטל על המתנגד, הטוען זאת. כדי להרים את הנטל – היה על המתנגד להציג חוות-דעת מטעמו (או ראיה טובה אחרת). לו הוא היה עושה כן, ובית-המשפט היה נוכח מחוות-הדעת כי יש צורך בחוות-דעת נוספת של מומחה מטעמו של בית-המשפט, היה מקום לשקול מינוי כזה. אולם, משהמתנגד לא תמך את התנגדותו בחוות-דעת, כאשר קיימות בפני בית-המשפט שתי חוות-דעת אחרות - האחת היא חוות-דעת אובייקטיבית לכאורה מטעם הנאמנים, אין מקום וצורך במינוי מומחה לצורך הכנתה של חוות-דעת נוספת.

### התביעה הנגזרת

53. בתגובה להתנגדותו של המתנגד, טענה החברה בין היתר כי המתנגד הגיש את ההתנגדות לא משום שהוא סבור כי השווי שהוצע עבור המניות איננו שווי הוגן, אלא משיקולים זרים וחיצוניים ושלא בתום-לב. לגישתה של החברה, הבקשה הוגשה כדי לנסות להגן על עניינו האישי של המתנגד אשר הגיש בקשה אישור תביעה נגזרת, וכדי לשמר לו את האפשרות "לגזור קופון" בדמות של גמול לתובע ושכר טרחה לעורכי-דינו (ר' ס' 13 לתגובת החברה להתנגדות).

ואכן המתנגד ציין הן בהודעה שהגיש לבית-המשפט ביום 16.12.14, כי הוא מתכוון לבקש כי אגרות-החוב שבבעלותו לא ייפדו גם אם התנגדותו תידחה, על-מנת לשמר את מעמדו כתובע בתביעה הנגזרת. דברים דומים צוינו על-ידיהמתנגד בס' 79 להתנגדות, שם הפנה המתנגד לבקשה לאישור תביעה נגזרת שהוגשה על-ידיו. הוא עתר כי בית-המשפט יאפשר למבקשים בתביעה הנגזרת (המתנגד וחברת קידוחי סי אף איי בע"מ – שתכונה להלן: "סי אף איי") שאגרות-החוב שלהם לא ייפדו, שכן פדיון כזה עלול למנוע מהם ומהחברה את ניהול התביעה הנגזרת שהינה לטובת החברה.

54. המתנגד הגיש כאמור, יחד עם חברת סי אף איי בקשה לאישור תביעה נגזרת בשם החברה, נגד 15 נושאי משרה בה. בקצירת האומר יצוין כי עניינה של התביעה הנגזרת הוא בחלוקת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 14-12-3347 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

- 1 דיווידנד בחברה בשיעור כולל של כ-241 מיליון ₪, שלגישת המתנגד היתה חלוקה אסורה  
2 משום שלא התקיים בה מבחן הרווח, ובלא שלשם ביצוע החלוקה פנתה החברה לבית-  
3 המשפט לקבלת אישורו כנדרש.  
4
- 5 55. אינני סבורה כי יש לקבל את עמדתו של המתנגד. ס' 204 לחוק החברות מאפשר – באופן  
6 חריג - לבעלי אגרות-חוב של חברה להגיש נגד החברה בקשה לאישור תביעה נגזרת, וזאת -  
7 רק במקרה של טענות בדבר חלוקה אסורה של דיווידנד. הטעם לקביעה זו הוא משום  
8 שחלוקה אסורה של דיווידנד, עלולה לפגוע ביכולת פירעון החובות של החברה – כלומר  
9 לפגוע בנושיה ובכלל זה במחזיקי האג"ח שלה. נושה של חברה (וכזה הוא מי שמחזיק  
10 באגרת-חוב שלה) רשאי להגיש תביעה נגזרת כאשר ישנה סכנה ליכולת הפירעון של החברה.  
11
- 12 ואולם – במקרה דנן, לאחר שהתנגדות המתנגד תידחה, ייפדו כל אגרות-החוב של החברה  
13 ממחזיקי האג"ח בשווי שבהתאם לקביעת המחוקק הוא שווי הוגן. מעבר להשלכה  
14 האפשרית של פדיון זה על טענות המתנגד בתביעה הנגזרת (השלכה שאין מקום לקבוע  
15 מסמרות לגביה במסגרת הבקשה הנוכחית), הפדיון הזה ייתר הלכה למעשה את הדיון  
16 באישור התביעה הנגזרת.  
17
- 18 56. כך, לאחר שאגרות-החוב ייפדו, החברה תהפוך להיות חברה פרטית בבעלותו של בעלת  
19 המניות היחידה בה – חברת AI. במקרה כזה, אם התביעה הנגזרת תתקבל, יעברו כספי  
20 התמורה לחברה. לא יהיו בחברה עוד מחזיקי אג"ח, ולכן הגורם היחיד שייחנה מהזכייה  
21 הוא בעל-המניות. אם בעל-המניות איננו חפץ בהגשת התביעה הנגזרת, לא ניתן יהיה לקבוע  
22 כי הגשת תביעה כזו על-ידיאחד ממחזיקי האג"ח היא "לטובת החברה".  
23
- 24 גם לו היתה מתקבלת בקשת המתנגד, והאג"ח שבבעלותו ובעלות חברת סי אף איי לא היו  
25 נפדות – לא היה טעם בבירור הבקשה לאישור התביעה הנגזרת והתביעה עצמה רק כדי  
26 להחזיר לחברה כספים, כאשר ה"סיכון" של המתנגד וחברת סי אף איי כי האג"ח  
27 שבבעלותם לא ייפרעו – הוא סיכון שלמעשה אינו קיים.  
28
- 29 לכן, אינני נעתרת לבקשת המתנגד כי האג"ח שבבעלותו לא ייפדו.  
30

### סמכות המתנגד להעלות טענותיו

- 31  
32 57. המבקשת העלתה במסגרת תגובתה להתנגדות, גם טענות ביחס לסמכותו של המתנגד  
33 להעלות את טענותיו. בהקשר זה נטען כי המתנגד אינו מוסמך להעלות טענות בשם של  
34 מחזיקי אג"ח בסדרות שהוא אינו נמנה עמן, והוא אף אינו מוסמך להעלות טענות בשם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"א 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ ואח'

תיק חיצוני:

1 מחזיקי האג"ח בסדרה בה הוא מחזיק, לאור עמדתו של הנאמן – שהוא האמון לייצג את  
2 האינטרסים של כלל המחזיקים.

3  
4 לאור התוצאה של פסק-דין הזה לעיל, אינני סבורה כי יש צורך לדון בטענה זו (שהמתנגד  
5 לא השיב לה). אציין רק כי ככלל, יש לתת משקל לעמדת הנאמן בהתייחס לשאלות  
6 המתעוררות בבקשה כמו הבקשה דנן. יחד עם זאת, לא מן הנמנע שיהיו מקרים בהם בית-  
7 המשפט יקבל טענות של מחזיק באג"ח – אם הוא יוכיח כי המחיר שהוצע למחזיקי האג"ח  
8 אינו מחיר הוגן. אין מקום במקרה דנן לדון בנסיבות בהן טענות מסוג זה יתקבלו.

9  
10 58. לכן, אני מקבלת את בקשת המבקשת כמבוקש בה:

- 11 • אני מאשרת למבקשת לבצע בהתאם לאמור בבקשה הסדר לפדיון מוקדם ומלא של
- 12 סדרות אגרות-החוב י"ג, י"ד וט"ו שהנפיקה המבקשת לציבור ושעדיין נותרו במחזור,  
13 בתמורה ל"שווין ההוגן" כמשמעו בחוק הריכוזיות וכפי שזה פורט בבקשה;
- 14 • ואני פוטר את המבקשת שהיא תאגיד מדווח מהגילוי הנדרש בהתאם לתקנות 7(א) ו-  
15 7(ב) לתקנות החברות (בקשה לפשרה או הסדר) התשס"ב – 2002, מתוקף סמכותי  
16 בהתאם לתקנה 8 לתקנות אלה, ולאור האמור בס' 5.3 לבקשה והדוחות הכספיים של  
17 המבקשת שצורפו כנספחים 2-3 לבקשה, הכוללים את המידע שנדרש לפרטו בהתאם  
18 לתקנות הנ"ל.

19  
20 אני דוחה את ההתנגדות.

21  
22 59. באשר להוצאות - מדובר בבקשה ראשונית, ובהתנגדות ראשונית לבקשה, ומאחר שהכללים  
23 ביחס לבקשות מעין אלה טרם גובשו בפסיקה. לכן, אני סבורה כי אין מקום לעשות צו  
24 להוצאות.

25  
26 ניתן היום, ו' טבת תשע"ה, 28 דצמבר 2014, בהעדר הצדדים.

27  
28   
29 רות רונן, שופטת  
30  
31