



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

משרד המשפטים
פרקליטות המדינה
07-03-2012
מחוז תל-אביב

בפני כב' השופטת רות רונן

הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ
ע"י ב"כ עו"ד נאור, שלו וסולומון

המבקשת:

נגד



1. MBM ACQUISITION INC
ע"י ב"כ עו"ד אוחיון וע"ד לביא
2. רשות ניירות ערך
ע"י ב"כ עו"ד ויינבאום

המשיבים:

פסק דין

- 1
- 2 1. המבקשת (שתכונה להלן: "הנאמן") היא הנאמן עבור מחזיקי אגרות החוב סדרה א' ובי של
- 3 חברת ליטו גרופ בע"מ (להלן: "החברה"). המשיבה 1 (להלן: "המשיבה") מחזיקה באגרות
- 4 החוב של החברה.
- 5
- 6 הנאמן עתר במסגרת התובענה הנוכחית כי בית המשפט יצהיר כי אגרות החוב המוחזקות
- 7 בידיה של המשיבה הן נחותות במעמדן יחסית לאגרות החוב המוחזקות בידי הציבור, היינו
- 8 כי הן ייפרעו לאחר פירעון מלוא החוב של החברה לבעלי אגרות החוב מטעם הציבור (קרן
- 9 וריבית); וכן כי בית המשפט יורה למשיבה להימנע מלבצע דיספוזיציה כלשהי באגרות
- 10 החוב; וכי הוא יורה לה להעביר לידי הנאמן את פירוט החוזקות והעסקאות שבוצעו
- 11 באגרות החוב מיום 7.3.11 ואילך.
- 12
- 13 לחלופין, התבקש בית המשפט להורות למשיבה להבהיר מראש לרוכשי אגרות החוב להם
- 14 היא תמכור את אגרות החוב שלה, בטרם רכישתן, את מעמדן הנחות של אגרות החוב הללו.
- 15
- 16 2. במסגרת ההליך, ביקש הנאמן גם כי בית המשפט יוציא תחת ידיו צו מניעה זמני. ביום
- 17 27.7.11 ניתנה החלטה הדוחה את הבקשה הזו (להלן: "החלטת הביניים"). לאחר מכן,
- 18 בישיבת יום 10.10.2011, הגיעו הצדדים להסכמה דיונית, במסגרתה מיקדו את המחלוקת
- 19 ביניהם שהם מבקשים שבית המשפט יכריע בה. הוסכם כי פסק הדין יינתן ביחס לפרשנות
- 20 טעיף 52י' לחוק ניירות ערך והתשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך"). במסגרת זו, ויתר

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 הנאמן על הטענות שהיו לו בהתאם לסי 6 לחוק החברות, והמשיבה ויתרה על טענותיה
2 הנוספות, שאינן קשורות לפרשנותו של הסעיף הנ"ל.

העובדות

3 החברה הנפיקה בשנים 2005 ו-2006 שתי סדרות של אגרות חוב – סדרה א' וסדרה ב'.
4 ביום 11.9.2007, רכשה המשיבה את השליטה בחברה.
5 לאחר רכישת השליטה בחברה, רכשה המשיבה גם אגרות חוב בשוק המשני – 31.55%
6 מאגרות החוב מסדרה א', ו-51.37% מאגרות החוב מסדרה ב'.
7 ביום 12.8.2008, הודיעה החברה כי היא לא תוכל לפרוע את כל סכום הקרן למחזיקי אג"ח
8 סדרה א', וכי היא מבקשת לגבש הסדר עמם. לגרסת הנאמן, התנהל בין המשיבה לבין
9 מחזיקי אגרות החוב משא ומתן בשנים 2008 ואילך, ביחס לפירעון אגרות החוב. הנאמן טען
10 כי במסגרת זו דובר על כך כי יינתן יחס שונה לאגרות החוב אותן החזיקה המשיבה, מאשר
11 לאגרות החוב שהוחזקו על ידי הציבור.
12 ביום 6.3.11 נמסרה הודעה לפיה המשיבה מכרה את השליטה בחברה לצד ג'.

סעיף 52ד1 לחוק ניירות ערך

13 התובענה מבוססת על סעיף 52ד1 לחוק ניירות ערך הקובע:
14
15
16
17
18
19 "52ד1. (א) בעל שליטה, בתאגיד מדווח בקשיים, המחזיק
20 בתעודות התחייבות של התאגיד, לא יהיה זכאי לפירעון
21 ההתחייבויות כלפיו מאת התאגיד אלא לאחר שהתאגיד פרע במלואן
22 את כל התחייבויותיו כלפי מחזיקים אחרים בתעודות התחייבות,
23 לרבות תשלום ריבית והפרשי הצמדה, על פי הקבוע בשטר
24 הנאמנות; בסעיף זה –
25 'תאגיד מדווח בקשיים' – תאגיד מדווח שהודיע כי אין באפשרותו
26 לפרוע את התחייבויותיו לפי תעודות התחייבות, תאגיד מדווח שלא
27 פרע את התחייבויותיו כאמור או תאגיד מדווח בהליכי פירוק או
28 כינוס נכסים לפי פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983;
29 'החזקה' – כהגדרתה בסעיף 1, למעט החזקה בתעודות התחייבות
30 של בעל שליטה בתאגיד מדווח בקשיים באחד מאופנים אלה:
31 (1) באמצעות חברה שהתאגיד המדווח בקשיים שהנפיק תעודות
32 התחייבות מחזיק במניותיה, ובלבד ששאר המחזיקים במניות
33 החברה כאמור אינם נשלטים בידי בעל השליטה בתאגיד המדווח
34 בקשיים;
35 (2) באמצעות משקיע מהמשקיעים המנויים בפרטים (1) עד (4)
36 לתוספת הראשונה;
37 (3) בנאמנות עבור אחר ובלבד שאינו בעל שליטה בתאגיד המדווח
38 בקשיים;
39 'תעודות התחייבות' – כהגדרתן בסעיף 35א.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 (ב) הוראות סעיף קטן (א) לא יחולו בהתקיים אחד מאלה:
 2 (1) נקבע אחרת, במפורש, במסגרת פשרה או הסדר שאושרו
 3 בהחלטה מיוחדת באסיפה של מחזיקי תעודות ההתחייבות מאותה
 4 סדרה, או במסגרת פשרה או הסדר שאושרו לפי סעיף 350 לחוק
 5 החברות; לעניין הצבעה באסיפה לא תבוא בחשבון הצבעתם של
 6 בעלי שליטה המחזיקים בתעודות ההתחייבות;
 7 (2) בעל השליטה מחזיק בתעודות ההתחייבות משעה שהונפקו
 8 לראשונה."
 9

10 סעיף זה (שיכונה להלן: "הסעיף") נכלל בחוק ניירות ערך מכוח תיקון 44 לחוק, שנכנס
 11 לתוקפו ביום 12.1.2011.

12
 13 5. הסעיף מתייחס לתאגיד שהודיע כי אינו יכול לפרוע את התחייבויותיו, או שלא פרע את
 14 התחייבויותיו. באשר לתאגיד כזה, כך קובע הסעיף, נדחות זכויותיו של בעל השליטה בו.
 15 בעל השליטה זכאי לכך כי ההתחייבויות של התאגיד כלפיו מכוח תעודות ההתחייבות בהן
 16 הוא מחזיק, ייפרעו רק לאחר פירעון כל יתר ההתחייבויות של התאגיד למחזיקים אחרים
 17 בתעודות ההתחייבות. בס"ק (ב)(1) נקבע כי הסעיף לא יחול במקרים בהם נקבעה קביעה
 18 אחרת במסגרת הסכם פשרה או הסדר שאושרו כדין. כעולה מס"ק (ב)(2) לסעיף הנ"ל,
 19 הסעיף אינו חל על בעל שליטה המחזיק בתעודות ההתחייבות מהנפקתם הראשונה.
 20

21 6. יוער עוד, כי המונח "תעודות ההתחייבות" מוגדר בס' 35 לחוק ניירות ערך כך:

22 "תעודות המונפקות בסדרה על ידי חברה, אגודה שיתופית או כל תאגיד אחר,
 23 והמקנות זכות לתבוע מתאגיד כאמור בסף, בתאריך קבוע או בהתקיים תנאי
 24 מסויים, ואינן מקנות זכות חברות או השתתפות באותו תאגיד, וכן תעודות כאמור,
 25 הניתנות להמרה במניות או ניירות ערך המקנים זכות לרכישת תעודות כאמור, אך
 26 למעט תעודות שמנפיקה המדינה או המונפקות על פי חוק מיוחד וניירות ערך
 27 מסחריים".

28 להלן יכוננו "תעודות ההתחייבות" למען הנוחות גם "אגרות חוב".
 29

טענות הצדדים

30
 31
 32 7. לגישת הנאמן, הפרשנות הנכונה לסעיף, היא כי אגרות החוב שנרכשו בשוק המשני על ידי
 33 בעל שליטה בחברה, הן נדחות לעומת אגרות החוב המוחזקות על ידי הציבור, וזאת – בין
 34 אם בעל השליטה עודנו בעל שליטה בחברה, ובין אם הוא כבר מכר את השליטה בה. לכן,
 35 חרף העובדה כי המשיבה דן: מכרה את השליטה בחברה, צריך לחול עליה ההסדר שנקבע
 36 בסעיף, קרי כי היא תיפרע מהחברה רק לאחר פירעון חובה של החברה ליתר מחזיקי
 37 האג"ת.
 38

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 3655-07-11 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 לגישת הנאמן, הפרשנות המוצעת על ידי היא אפשרית מבחינת לשון החוק. פרשנות זו
2 עולה לטענתו בקנה אחד עם התכלית האובייקטיבית של החוק, כאשר לטענתו החוק נועד
3 למנוע תופעה של "בריחת" בעלי שליטה מהחברה כאשר היא בקשיים. הנאמן טוען כי
4 פרשנות המשיבה תעודד בעלי שליטה למכור חברות בקשיים, בעוד פרשנותו שלו מעודדת
5 את בעלי השליטה לפעול להצלת החברה ולשמירה על נכסיה.
- 6
- 7 לגישת הנאמן, החוק נועד להגן על אמון הציבור במגזר האג"ח, ויש בו כדי לתרום לעיצוב
8 ערכי השוק שהמדינה מבקשת לעודד. הסעיף לא נועד לאפשר לבעל שליטה לחמוק
9 מתחולתו, ויש לפרש אותו, לכן, כחל גם על בעל שליטה שרכש אג"ח בהיותו בעל שליטה,
10 כאשר החברה מצויה בקשיים, וכאשר הוא מכר את השליטה כדי לחמוק מהסעיף.
- 11
- 12 לכן, כך טען הנאמן, לצורך בחינת תחולת הסעיף, יש לבחון האם במועד רכישת האג"ח היה
13 הרוכש בעל שליטה בחברה. אם כן, יחול עליו הסעיף, וזאת כאמור בין אם מכר בהמשך את
14 השליטה ובין אם לאו, שכן ממועד הרכישה ואילך, יכול היה בעל השליטה להשפיע על אגרת
15 החוב על ידי כיוון פעולות החברה.
- 16
- 17 מבחינת הפרשנות הסובייקטיבית לסעיף, טען הנאמן כי דברי ההסבר להצעת החוק
18 תומכים בגישתו. עולה מהם כי הסעיף נועד לצמצם את הפער בין בעל השליטה לבין יתר
19 מחזיקי אגרות החוב, שכן לבעל השליטה יש יכולת לכוון את פעילות החברה ולכלכל את
20 צעדיו על פי המידע שיש בידיו. הסעיף נועד למנוע מבעל השליטה לדווח דיווח מזיק ביחס
21 לחברה, לאחר מכן לרכוש במחיר זול אג"ח בשוק המשני, ובהמשך למכור את המניות כדי
22 להתחמק מהנחתת האג"ח. עוד נטען כי המחוקק התכוון להחיל את החוק למפרע, וכך יש
23 לנהוג, לצורך קידום ערכי צדק והגינות.
- 24
- 25 הנאמן הפנה להסדרים שהושגו בשוק ההון, במסגרתם הסכימו בעלי שליטה לכך כי אגרות
26 החוב שלהן יונחתו לעומת אגרות החוב של הציבור. הוא ביקש להסיק מכך כי הפרשנות
27 שהוא מציע משקפת את ההבנה המקובלת לסעיף. עוד נטען כי זכות הקניין של המשיבה לא
28 נפגעה, וככל שהייתה פגיעה, היא נעשית למטרה הולמת, לתכלית ראויה, ובמידה שאינה
29 עולה על הנדרש.
- 30
- 31 המשיבה טענה כי אין לקבל את הפרשנות המוצעת על ידי הנאמן לסעיף. לטענתה, פרשנות
32 הנאמן אינה פרשנות שלשון החוק יכולה לשאתה. פרשנות זו אף אינה עולה בקנה אחד עם
33 התכלית הסובייקטיבית של החוק – שהתייחס ל"בעל השליטה", ולא למי שכבר אינו כזה.
34 פרשנות הסעיף בהתאם לגישת הנאמן, הופכת אותו לנטע זר בחוק ניירות ערך, שכן מדובר
35 בפרשנות המגבילה באופן דרקוני את סחירותם של ניירות ערך, ופוגעת בחופש החוזים

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 בצורה משמעותית. כן נפגעת, לפי פרשנות זו, זכות הקניין של בעל השליטה באופן לא
2 מידתי ושלא לתכלית ראויה.
- 3
- 4 לגישת המשיבה, האינטרס שהחוק נועד להגן עליו, הוא אינטרס של משקיע סביר. תכלית
5 התיקון הייתה להגן על בעלי האג"ח במסגרת משא ומתן שחם מנהלים עם בעל השליטה,
6 שמטרתו הסכמה על השבה של חלק מהחוב בלבד. במשא ומתן כזה, ידו של בעל השליטה
7 על העליונה, לאור היתרונות שיש לו - עודף המידע שיש בידיו, ויכולתו לשלוט בפעילות
8 החברה. שני היתרונות הללו חדלים מלהתקיים כאשר בעל השליטה מכר את השליטה שלו
9 בחברה. לכן, משעה שבעל השליטה מכר את השליטה, הסעיף אינו חל עליו עוד.
- 10
- 11 עוד טענה המשיבה כי לא ניתן במקרה זה להורות על החלה רטרואקטיבית של התיקון
12 לחוק. טענת הנאמן היא כי המועד הקובע הוא המועד בו החברה הודיעה לראשונה כי היא
13 אינה יכולה לפרוע את האג"ח, ומאז בעל השליטה אינו יכול למכור את האג"ח שבבעלותו.
14 אולם, במועד זה החוק עדיין לא נכנס לתוקף, וייתכן אם כן שבוצעו על ידי בעל השליטה
15 עסקאות שהושלמו בניגוד לפרשנות הנטענת של החוק.
- 16
- 17 המשיבה טענה כי בניגוד לטענת הנאמן, היא רכשה אג"ח במחיר יקר, ושיפרה את מצבם של
18 אותם מוכרים מהם היא רכשה את אגרות החוב שלהם. לטענתה, היא בקשה למכור את
19 השליטה בחברה משיקולים עסקיים גרידא, ולא כדי לחמוק מהוראות הסעיף.
- 20
- 21 רשות ניירות ערך (להלן: "רשות ני"ע") הביעה גם היא את עמדתה ביחס למחלוקת בין
22 הצדדים, בהיותה הגוף האמון על הסדרת שוק ההון ושמירת עניינם של המחזיקים בניירות
23 הערך השונים, ובהיותה הגוף העוסק בין היתר בפירוש החוק. לגישתה של רשות ני"ע,
24 תחולת הסעיף על תעודות התחייבות שנרכשו על ידי בעל השליטה, אינה מסתיימת כאשר
25 אותו בעל שליטה מכר את השליטה לאחר, כאשר התאגיד היה בקשיים.
- 26
- 27 לגישתה, יש לפרש את הסעיף מבחינה לשונית כך ש"בעל שליטה" יתפרש כמי שהיה בעל
28 השליטה במועד רכישת תעודות ההתחייבות. מבחינה תכליתית, סבורה הרשות כי אחת
29 מתכליות החוק היא לצמצם את היתרון המובנה שיש לבעל שליטה הרוכש תעודות
30 התחייבות של חברה בשליטתו, לעומת שאר המחזיקים בתעודות כאלה, לאור יכולתו של
31 בעל השליטה לכוון את פעולות התאגיד ואת מחירי האג"ח. תכלית זו רלוונטית גם מקום בו
32 בעל השליטה רכש את האג"ח ומכר את השליטה בחברה לאחר מכן, כאשר התאגיד היה
33 בקשיים. זאת, משום שהמטרה היא לכוון את התנהגותו של בעל השליטה בעודו כזה.
- 34

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

14. הסעיף נועד גם להמריץ בעל שליטה לסייע לחברה על ידי הזרמת כספים לחברה עצמה, ולא להשקיע כספים ברכישה של אגרות חוב בשוק המשני. הפרשנות המוצעת על ידי רשות ני"ע מגנה גם על אינטרס ההסתמכות של יתר מחזיקי האג"ח, שכן הסעיף יוצר אצלם ציפייה כי אם החברה תהיה בקשיים, אגרות החוב שלהם ייפרעו לפני אלה של בעל השליטה. ציפייה זו נוצרת – כך נטען – כאשר בעל השליטה בתאגיד רוכש את תעודות ההתחייבות שלא במועד הנפקתן, והתאגיד נקלע לקשיים.

7
8 עוד טענה הרשות כי פרשנות אחרת לסעיף תאיין אותו למעשה, שכן היא תאפשר לבעל השליטה להימנע מתחולתו. לכן, וחרף העובדה כי הרשות התנגדה לסעיף בעת חקיקתו, עמדתה היא כי יש לצקת תוכן בסעיף בהתאם לתכליתו המשוערת.

15. עוד טענה רשות ני"ע, כי כאשר מוכר בעל השליטה את אגרות החוב המוחזקות על ידיו, יש לקבוע כי הן נמכרות כתעודות התחייבות "נדחות" בהשוואה ליתר תעודות ההתחייבות מאותה סדרה, כאשר ההדחייה מקבלת ביטוי רק כאשר התאגיד הוא בקשיים. הרשות סבורה כי הפרשנות המוצעת על ידיה היא הפרשנות הנכונה, חרף המגבלות המוטלות על זכות הקניין של בעל השליטה, משום שרק פרשנות זו תטפל בשתי הדרכים העיקריות להימנע מתחולת הסעיף – מכירת השליטה ומכירת האג"ח, ותגשים את תכליתו.

18
19

16. כאמור, השאלה המרכזית שיש לבחון אותה במסגרת פסק דין זה, היא שאלה של פרשנותו של סעיף 1ד52 לחוק ניירות ערך. כפי שנראה להלן, המסע הפרשני שנועד לברר את משמעות הסעיף, מתחיל בבחינה של מילות הסעיף, המשמשות עוגן ראשוני ובסיסי להבנת האמור בו. כן תיבחן כוונתו של המחוקק – הן הכוונה הסובייקטיבית, והן הכוונות האובייקטיביות שניתן לייחס למחוקק היפותטי.

17. כפי שקבעתי בהחלטת הביניים, שאלת פרשנותו של סעיף 1ד52 איננה שאלה פשוטה. מחד גיסא, קבלת טענת המשיבה אכן תביא לכך שבעל שליטה שיקבש להתחמק מתחולת הסעיף, יוכל למכור את השליטה בחברה לאחר – ומאותה שעה ואילך, לא יחול עליו עוד הסעיף, ואגרות החוב בבעלותו לא יהיו נחותות יחסית ליתר אגרות החוב שבבעלות הציבור. קבלת פרשנות המותרת לבעל השליטה "פתח מילוט" קל מתחולת הסעיף, היא ככלל בלתי רצויה. יתרה מזאת, וכפי שציין ב"כ רשות ני"ע, פתח מילוט נוסף קיים לבעל השליטה על ידי מכירתן של אגרות החוב לאחרים, שאינם בעלי השליטה בחברה.

33

34 מאידך גיסא, מדובר בפרשנות מרחיקת לכת, הן מבחינת ההתאמה שלה ללשון החוק, והן מבחינת התוצאות להן היא מביאה, כפי שיתואר בפירוט להלן. כפי שיובהר להלן, התכלית



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 המשוערת של המחוקק בחקיקת הסעיף איננה חד-משמעית, לכן, ומאחר שלא ברור כי
2 פרשנות המשיבה תשלול מיניה וביה את התכלית הזו, ולאור ההשלכות מרחיקות הלכת
3 שיש לקבלת עמדת הנאמן, אינני סבורה כי יש מקום להוסיף על האמור בסעיף תנאים
4 נוספים לתחולתו שאינם קבועים בו במפורש, ויש להעדיף את הפרשנות הברורה והפשוטה
5 ליישום לה טוענת המשיבה.

6
7
8
9

פרשנות מילולית – לשון החוק

10 הדרך הראשונה שיש לנקוט בה בתהליך של פרשנות דבר חקיקה, היא בחינה של לשון
11 החוק. הלשון – כך נפסק – היא לעולם המסגרת שבתוכה פועל הפרשן, ושאותה הוא אינו
12 רשאי לפרוץ (ר' בג"ץ 4562/92 זנדברג נ. רשות השידור, פ"ד (2) 793, בע" 803). לכן, תנאי
13 מוקדם לפרשנות דבר חקיקה הוא כי "מבחינה בלשנית תוכל לשון החוק לשאת את
14 הפרשנות המוצעת" (ר' רע"א 4539 3527/96 אקסלברד נ. מנהל מס רכוש אזור חדרה, פ"ד
15 נ"ב(5) 385, בע" 399). פרשנות שלשון החוק אינה יכולה לשאת אותה – איננה פרשנות שניתן
16 לפרש את החוק על פיה. ההלכה הפסוקה קבעה לא אחת לכן, כי בפרשנות דבר חקיקה,
17 צריך הפרשן לבחור - מבין כלל הפרשנויות שלשון החוק מסוגלת לשאת - בפרשנות המביאה
18 לידי ביטוי את תכלית החוק.

19

20 הסעיף דנו, מתייחס על פי לשונו ל"בעל שליטה, בתאגיד מדווח בקשיים, המחזיק
21 בתעודות התחייבות של התאגיד". הסעיף קובע כאמור כי בעל שליטה כזה, לא יהיה
22 זכאי לפירעון התחייבויות התאגיד כלפיו, אלא לאחר שהתאגיד פרע במלואן את
23 התחייבויותיו כלפי מחזיקי תעודות התחייבות אחרים.

24

25 המסקנה המיידית העולה מקריאת הסעיף, היא כי הסעיף מתייחס ל"בעל שליטה" בעודו
26 בעל שליטה, המחזיק – בהיותו כזה – באגרות חוב של תאגיד בו הוא שולט. במילים
27 אחרות, התייחסות ל"לשון הערומה" של הסעיף, בלא לבחון את תכליתו או את המטרות
28 שהוא נועד להשיג, מביאה למסקנה כי הוא חל על מי שהינו בעל שליטה, ולא על מי שהיה
29 כזה ואינו עוד. פרשנות אחרת – גם אם היא אפשרית מבחינת מילולית, היא דחוקה יותר,
30 ואינה הפרשנות הראשונה ללשון החוק.

31

32 בסי' 34 לסיכומים, מציין הנאמן את האופן שבו הוא מבקש לקרוא את הסעיף. לגישתו יש
33 לקרוא את הסעיף כאילו נאמר בו כי "בעל שליטה, כולל בעל שליטה שמכר את השליטה

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 3655-07-11 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 בחברה, ובלבד שרכש את האג"ח במהלך היותו בעל השליטה בחברה, וניווט את דרכי
2 הפעולה של החברה, וכתוצאה ממעשיו נקלעה החברה לקשיים".

3
4 גם בהנחה שהפרשנות המוצעת על ידי הנאמן, היא פרשנות שלשון החוק יכולה "לשאת"
5 (ואני סבורה כי לשון החוק אכן יכולה לשאת פרשנות זו), הרי שהיא פרשנות דחוקה ללשון
6 הסעיף, המוסיפה לטקסט תוספת משמעותית, שכלל לא קיימת בה. מדובר בתוספת שאינה
7 מופיעה בסעיף, לא במפורש ולא במרומז.

8
9 יתרה מזאת, מדובר בתוספת היוצרת מצב משפטי עמום, וחוסר ודאות ביחס לשאלת מעמד
10 אגרות החוב של בעל השליטה לעומת יתר אגרות החוב. כך, לאור הפרשנות שמציע הנאמן,
11 כדי לדעת אם אגרות החוב שבבעלותו של בעל השליטה הן נחותות אם לאו, יהיה מקום
12 להכריע בשאלה האם רק כתוצאה מ"ניווט" החברה על ידי בעל השליטה, נקלעה החברה
13 לקשיים. המקרה הנוכחי יעיד כי ההכרעה בנקודה זו אינה תמיד פשוטה וברורה. במקרה
14 דנו טוענת המשיבה כי הגירעון בחברה החל עוד בטרם היא רכשה את השליטה בה,
15 ובתקופה בה החברה נשלטה על ידי בעלי השליטה הקודמים. אולם המשיבה לא ידעה על
16 כך. עמדתו של הנאמן היא כמובן שונה.

17
18 אין זה רצוי כי שאלת מעמד אגרות החוב – המשפיעה כמובן על מחירן ועל היכולת לסחור
19 בהן, תיגזר משאלה שהתשובה לה איננה ברורה, ועלולה להיות טעונה הכרעה שיפוטית –
20 האם בעל השליטה הוא זה שגרם לקשיי החברה, או שאלה נגרמו מסיבות אחרות.

21
22 יתרה מזאת, מדברי ההסבר להצעת החוק, שיובאו להלן, עולה כי המחוקק ביקש במסגרת
23 הסעיף,

24 ליצור הסדר שאינו כרוך בהפעלת שיקול דעת של בית המשפט (ר' הצעת תיקון חוק ניירות
25 ערך (תיקון מס' 44) (דחיית פירעון התחייבות של תברה ציבורית כלפי בעל שליטה) התשע"א-
26 2010, (ה"ח 356, עמ' 32), להלן: "דברי ההסבר להצעת החוק"). דברי ההסבר להצעת החוק
27 מתייחסים להסדר חוקי נוסף בו נדרש המחוקק לסוגיית פערי הכוחות בין בעלי מניות
28 בחברה ובין בעלי חוב אחרים. מדובר בסי' 6(ג) לחוק החברות, התשנ"ט-1999.

29
30 גם סעיף 6(ג) הנ"ל קובע הסדר מכוחו יכול בית המשפט להורות על השעיית זכותו של בעל
31 מניות לפירעון חובו מהחברה עד שהחברה תפרע את כל חובותיה. בסעיף נקבע, כי:

32 "ג) בית משפט רשאי להשעות זכותו של בעל מניה לפירעון חובו
33 מאת החברה עד לאחר שהחברה פועה במלואן את כל התחייבויותיה
34 כלפי נושים אחרים של החברה, אם מצא כי התקיימו התנאים
35 לייחוס חוב של החברה לבעל המניה כאמור בסעיף קטן (א)".

36



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 ס"ק (א) בסעיף 6 הנ"ל, אליו מפנה ס"ק (ג), קובע את התנאים בהם רשאי בית המשפט להרים
2 את מסך ההתאגדות, כשעל פיו:

3 "(א) בית משפט רשאי לייחס חוב של חברה לבעל מניה בה, אם
4 מצא כי בנסיבות הענין צודק ונכון לעשות כן, במקרים החריגים
5 שבהם השימוש באישיות המשפטית הנפרדת נעשה באחד מאלה:
6 (א) באופן שיש בו כדי להונות אדם או לקפח נושה של החברה;
7 (ב) באופן הפוגע בתכלית החברה ותוך נטילת סיכון בלתי סביר
8 באשר ליכולתה לפרוע את חובותיה,
9 ובלבד שבעל המניה היה מודע לשימוש כאמור, ובשים לב
10 לאחזקותיו ולמילוי חובותיו כלפי החברה לפי סעיפים 192 ו-193
11 ובשים לב ליכולת החברה לפרוע את חובותיה.
12 (2) לענין סעיף קטן זה, יראו אדם כמודע לשימוש כאמור בפסקה
13 (1)(א) או (ב) גם אם חשד בדבר טיב ההתנהגות או בדבר אפשרות
14 קיום הנסיבות, שגרמו לשימוש כאמור, אך נמנע מלבררן, למעט אם
15 נהג ברשלנות בלבד".

16
17 בדברי ההסבר להצעת החוק צוין כי ההסדר בסי' 6(ג) הוא הסדר דומה לזה שבסעיף 1ד52,
18 אולם "הסדר זה (בסי' 6(ג) - ר.ר.) מותנה בשיקול דעת מצד בית המשפט ובתנאים, ואין בו
19 כדי להתמודד עם מקרים שבהם בעל שליטה הוא גם נושה של חברה מכוח תעודות
20 התחייבות".

21
22 כלומר - הגם שמבחינת התוצאה ישנו דמיון בין הוראת סעיף 1ד52 לבין סעיף 6(ג) לחוק
23 החברות, קיים ביניהם הבדל משמעותי. כך, לפי סי' 6(ג), התוצאה של השעיית חוב של בעל
24 מניות תלויה בהכרעה של בית המשפט ובהוכחה של רכיבי סי' 6(א) לחוק - קרי הוכחה כי
25 התקיימו הנסיבות החריגות להרמת מסך ההתאגדות. מנגד, נראה כי מטרתו של סי' 1ד52
26 היא להימנע מהצורך בהוכחה כזו.

27
28 בשולי הדברים אציין כי מהוראתו של סי' 6(ג) אין זה ברור אם סעיף זה חל גם לאחר שבעל
29 השליטה מכר את השליטה בחברה (שכן הסעיף חל על "בעל מניה"), אולם אין מקום
30 במסגרת פסק דין זה להתניח לשאלה זו. עוד יש לציין כי מדברי ההסבר לסעיף 1ד52
31 שהובאו לעיל, עולה לכאורה כי סעיף 6(ג) אינו חל על בעל מניה שהוא "נושה של החברה
32 מכוח תעודות התחייבות", אף שמסקנה זו אינה עולה מלשונו של סעיף 6(ג) עצמו.

33
34 מחאמור לעיל עולה כי סעיף 1ד52 ביקש, ככל הנראה, לקבוע הסדר סטטוטורי קל ליישום,
35 במסגרתו בכול המקרים בהן חלות הנסיבות המפורטות בו, ידחה פירעון חובה של החברה
36 לבעל השליטה עד לאחר פירעון חובה ליתר בעלי האג"ח. סעיף 1ד52 קובע, אם כן, מעין
37 חזקה חלוטה, לפיה בהתקיים הנסיבות המפורטות בו, ישנה הצדקה ל"הרמת מסך
38 סטטוטורית". פרשנות אחרת, לפיה גם לצורך השעיית זכויות בעל השליטה מכוח סעיף
39 1ד52 על הטוען לכך להוכיח את הנסיבות הספציפיות של פעולתו של בעל השליטה, ואת

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 העובדה כי הוא גרם לחברה למצבה, תייתר במידה רבה את הייחוד שהמחוקק רצה ליצור
2 בסעיף 152ד1.
3
- 4 26. יצוין כי עמדתה של רשות ני"ע ביחס לפרשנות הסעיף שונה במקצת מעמדתו של הנאמן.
5 רשות ני"ע טענה במסגרת העמדה שהגישה לבית המשפט, כי יש לפרש את הסעיף כך ש"בעל
6 שליטה" יוגדר מי שהיה בעל שליטה במועד רכישת תעודות ההתחייבות. פרשנות זו - שאף
7 היא מוסיפה על לשון הסעיף, היא קלה יותר ליישום, ואינה כרוכה בבחינת השאלה האם
8 החברה נקלעה לקשיים כתוצאה ממעשיו של בעל השליטה, אם לאו. די בכך - בהתאם
9 לפרשנות זו, כי מי שהיה בעל השליטה בחברה רכש אג"ח בשוק המשני - כדי שתחול עליו
10 המגבלה הקבועה בסעיף, וזאת - ממועד רכישת האג"ח ואילך, בין אם הוא מכר את
11 השליטה ובין אם לאו, וכן - בין אם האג"ח נמכרו לצד שלישי ובין אם הן נותרו בידיו של
12 מי שהיה בעל השליטה.
13
- 14 כפי שיובהר להלן, אני סבורה כי אין מקום לקבל גם את פרשנותה של רשות ני"ע לסעיף, הן
15 לאור הקושי הלשוני, הן לאור הקושי באיתור תכלית הסעיף, והן לאור ההשלכות של
16 הפרשנות המוצעת על ידי רשות ני"ע על זכות הקניין ועל הסחירות באגרות החוב של
17 החברה.
18
- 19 27. סיכומה של נקודה זאת - לשון החוק כשלעצמה מאפשרת אולי מספר פרשנויות, אולם
20 הפרשנות הטבעית ביותר שלה, שלא מצריכה הוספת תוספות משמעותיות לסעיף שלא
21 נכללו בו, היא הפרשנות לה טוענת המשיבה.
22
- 23 **התכלית הסובייקטיבית של הסעיף**
- 24 28. הפרשנות הסובייקטיבית של דבר חקיקה, היא אותה פרשנות הנותנת משקל לכוונת
25 המחוקק הממשי, קרי למטרות וליעדים שיוצר הנורמה הקונקרטי ביקש להגשים. פרשנות
26 אפשרית אחרת של דבר חקיקה, היא הפרשנות הנותנת משקל לא לכוונה של יוצר החוק,
27 אלא לכוונה המשתמעת מהחוק עצמו, כיצירה נפרדת.
28
- 29 29. הגישה הפרשנית השמה דגש על כוונתו של המחוקק, מכונה במאמרם של המחברים שחר
30 ליפשיץ ואלעד פינקלשטיין "מבט הרמנויטי על פרשנות חוזים" (טרם פורסם; להלן:
31 "ליפשיץ ופינקלשטיין"), "גישת היוצר", שכן היא נותנת מעמד מכריע לכוונתו של מי שיצר
32 את דבר החקיקה - המחברים מבחינים באותו מאמר בין גישה זו, לבין הגישה
33 השמה דגש על הטקסט עצמו, אותה הם מכנים "גישת היצירה". כן הם מבחינים בין גישות
34 הנותנות משקל ללשון הטקסט, לבין גישות התכליתיות, הנותנות משקל לתכליתו של
35 החיקוק.

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1

2

כך, לשיטתם:

3

"גישת היוצר התכליתית ממוקדת במטרות שעמדו בפני היוצרים הממשיים

4

של החוק, וגישת היצירה התכליתית מבקשת לגזור את התכליות

5

החקיקתיות מתוך דבר החקיקה הקונקרטי המפורש".

6

7

30. באיתור התכלית הסובייקטיבית של המחוקק, מושם כאמור דגש על המטרות של המחוקק

8

הקונקרטי. על מטרות אלה ניתן ללמוד בין היתר מההיסטוריה החקיקתית, כגון הצעת

9

החוק ודברי ההסבר לה.

10

11

במקרה דן, נקבע בדברי ההסבר להצעת החוק כך:

12

"הצעת החוק נועדה להתמודד עם יתרון שיש לבעל שליטה בחברה ציבורית

13

שרכש תעודות התחייבות של אותה חברה על מחזיקים אחרים בתעודות

14

ההתחייבות. בניגוד לשאר המחזיקים בתעודות התחייבות, לבעל השליטה

15

הייתה יכולת לכוון את פעילות החברה כדי שזו תעמוד בהתחייבויותיה

16

ולכלכל את צעדיו בהתאם למידע על החברה שיש בידו. מצב מעין זה טעון

17

הסדר בייחוד אם החברה מתקשה לפרוע את חובותיה ובעל השליטה מבקש

18

לעמוד בשורה אחת עם שאר מחזיקי תעודות ההתחייבות".

19

20

מהאמור בדברי ההסבר, עולה כי המחוקק היה סבור כי ייחודו של בעל השליטה הוא בשני

21

מישורים - ראשית, הוא יכול היה לכוון את פעילות החברה ולהביא לכך שהיא תעמוד

22

בהתחייבויותיה; ושנית - הוא יכול היה לכלכל את צעדיו על פי מידע שיש לו על החברה.

23

24

31. נראה, אם כן, כי המחוקק התייחס לשני נושאים - האחד, למקרה בו בעל השליטה הוא זה

25

שגרם בהתנהלותו למצבה הקשה של החברה, מצב שבשלו היא אינה יכולה לעמוד

26

בהתחייבויות שיש לה כלפי נושיה, מחזיקי אגרות החוב האחרים.

27

28

תרחיש אחר אליו מרמז, ככל הנראה, המחוקק הוא מקרה בו בעל השליטה רכש אגרות חוב

29

בשוק המשני במחיר נמוך, משום שהיה לו, כבעל שליטה, מידע שמשמעותו כי המחיר

30

הריאלי של אגרות החוב הוא גבוה יותר. במקרה כזה, ייתכן כי בסופו של דבר במסגרת

31

הסדר של החברה עם כלל מחזיקי אגרות החוב, יקבלו מחזיקי האג"ח תשלום העולה על

32

המחיר אותו שילם בעל השליטה עבור אגרות החוב אותן הוא רכש (לדוגמא - בעל השליטה

33

רכש את אגרות החוב תמורת 30 אג"ח, והחברה מגיעה להסדר לפיו היא תשלם להם 50 אג"ח

34

לכל אג"ח). בעל השליטה "הרוויח" אם כן מרכישת אגרות החוב, בעוד שייתכן שבעלי



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 האג"ח האחרים מהציבור, שחלקם רכש את אג"ח במחיר גבוה יותר (בהנפקה הראשונה או
 2 בשוק המשני), הפסידו, משום שהחברה לא שילמה להם את החוב המלא במסגרת ההסדר.
 3
 4 יוער, כי הנזק שנגרם במקרה כזה, נגרם למי שמכר את אגרות החוב שלו לבעל השליטה,
 5 ומוכר זה לא יפיק תועלת מההסדר שבחוק שימנע מבעל השליטה לחלוק בתמורה שמשלמת
 6 החברה לבעלי האג"ח יחד עם יתר בעלי האג"ח מהציבור (אם כי מובן שקיומו של הכלל
 7 בסעיף, ימנע את המוטיבציה של בעל השליטה לרכוש אג"ח במחיר זול בשוק המשני).
 8
 9 להלן נבחן, אם כן, את מטרות הסעיף כפי שהן עולות מדברי ההסבר, וננסה לבדוק – לאור
 10 מטרות אלה – איך יש לפרש את הסעיף ביתס למי שהיה בעל שליטה בחברה, ומכר את
 11 שליטתו בה.

יכולתו של בעל השליטה להביא לכך כי החברה תעמוד בהתחייבויותיה

12
 13
 14 32. המטרה הראשונה העולה מדברי ההסבר, מעידה על כך כי המחוקק הטיל מעין "סנקציה"
 15 על בעל השליטה, מתוך הנחה כי הוא זה שהביא למצבה הקשה של החברה.
 16
 17 יוער, כי מטרה זו עולה גם מדבריו של מר מוטי בן ארי, כפי שנאמרו באחת הישיבות של
 18 ועדת העבודה, הרווחה והבריאות בה נדונה הצעת החוק. מר בן ארי אמר שם:
 19 "בעת ההנפקה אין שום משבר. חברה שהצליחה להנפיק, בשנה, בתחילת
 20 הדרך, אין שום בעיה בכלל... אבל הבעיה מתחילה כמה שנים אחרי זה,
 21 כשהוא (בעל השליטה, ר.ר.) לקח את הכסף והוא בזבז אותו... גם ההון של בעל
 22 השליטה וגם הכסף שגויס באגרות החוב, איננו כדי לשרת את החוב ביום
 23 אחרון, במשבר. איפה הכסף הזה הלך? אם הוא הלך להשקעות כושלות, גם
 24 פה בעל השליטה צריך לתת את הדין. כי מה הוא אמר? ההצלחה שלי במידה
 25 והיא תהיה, כישלון ושלחם במידה ויהיה" (ר' פרוטוקול ישיבת ועדת
 26 העבודה, הרווחה והבריאות מיום 14.12.10, בעמ' 12-13).

27
 28 33. בהחלטת הביניים נקבע בהקשר זה כי התכלית המתייחסת ליכולתו של בעל השליטה לכוון
 29 את פעילות החברה אינה פגה ככל הנראה עם מכירת השליטה על ידי בעל השליטה (ר' סי' 20
 30 להחלטת הביניים). הרשות לני"ע התייחסה לנושא זה בעמדה שהגישה, תוך שציינה כי
 31 התכלית הזו לא פגה, שכן "המטרה היתה לכוון את התנהגות בעל השליטה בעודו מכהן
 32 כבעל השליטה" (ר' סי' 10 לעמדת רשות ני"ע).
 33



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 אני סבורה כי יש קושי לקבל את עמדת הנאמן, ביחס לתכלית נטענת זו של הסעיף. מעמדת
2 הנאמן עולה כי הוראת הסעיף תוסיף לחול על בעל השליטה גם לאחר שמכר את השליטה
3 בחברה, וזאת - לפרק זמן בלתי מוגבל.
4
5 אולם, לאחר שבעל השליטה מכר את השליטה, אין לו עוד יכולת "לכוון את פעילות
6 החברה". לכן, ובעיקר ככל שחולף זמן ממכירת השליטה ועד להסדר בין החברה לבין בעלי
7 האג"ח, מצבה של החברה במועד הסדר החוב עשוי שלא להיות קשור לפעילותו של מי
8 שהיה בעל השליטה בעבר, אלא קשור לפעילותו של מי שרכש את השליטה מידי. בנוסף,
9 ייתכן גם מצב בו בעל השליטה רכש את השליטה כאשר מצבה של החברה היה בכי רע,
10 והאחריות לכך מוטלת לכן על כתפי בעל השליטה שקדם לו (כך טוענת כאמור המשיבה
11 שקרה במקרה דנן, ואין בידי להכריע בשאלה האם יש ממש בטענה אם לאו).
12
13 במילים אחרות, אם הסעיף נועד לשמש כמעין "סנקציה" לבעל השליטה על כך שהוא הביא
14 את החברה למצבה הנוכחי, יש לבחון האם אמנם בעל השליטה אחראי למצבה הקשה של
15 החברה אם לאו. לא בכל מקרה בו נמכרה השליטה והחברה מצויה בקשיים, חל הרציונל
16 שלפיו "לבעל השליטה היתה יכולת לכוון את פעילות החברה כדי שזו תעמוד
17 בהתחייבויותיה".
18
19 כפי שהבהרתי לעיל, אינני סבורה כי נכון לפרש את הסעיף כאילו הוא מתנה את זכותו של
20 בעל השליטה לחלוק יחד עם יתר בעלי אגרות החוב בפירעון החוב, בשאלה (שאינה פשוטה
21 לכירור) – האם ובאיזו מידה תרם בעל השליטה למצבה הקשה של החברה, והאם הוא היה
22 יכול לכוון את פעילותו בצורה שונה, כדי שהיא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה. כפי שפורט
23 לעיל, נראה כי סעיף 1ד52 נועד להחיל הסדר פשוט וברור, בניגוד לסעיף 6ג) לחוק החברות,
24 אשר במסגרתו נבחנת באופן מלא התנהגותו של בעל השליטה.
25
26 עוד יש לציין בהקשר זה כי הסעיף אינו מתנה את תחולתו בכך שבעל השליטה הוא שהביא
27 לכך שהתאגיד נמצא "בקשיים". על פי הסעיף, די בכך כי מדובר בבעל שליטה בתאגיד
28 מדווח בקשיים (יהיה מקורם של הקשיים אשר יהיה), כדי להביא לתוצאה לפיה בעל
29 השליטה "לא יהיה זכאי לפירעון ההתחייבויות כלפיו מאת התאגיד אלא לאחר
30 שהתאגיד פרע במלואן את כל התחייבויותיו כלפי מחזיקים אחרים בתעודות
31 התחייבות".
32
33 מנגד, הפרשנות לה טוענת המשיבה היא קלה יותר לבירור. בהתאם לפרשנות זו, אם בעל
34 השליטה שולט בחברה גם במועד עריכת ההסדר, המחוקק מניח כהנחה חלוטה, שמי שהוא
35 בעל השליטה במועד ההסדר, הוא מי שאפשר לייחס לו את האחריות למצב החברה. ההנחה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 שאינה ניתנת לסתירה היא כי בעל השליטה במועד ההסדר יכול היה למנוע את חוסר
2 יכולתה של החברה לעמוד במלוא התחייבויותיה, לו היה מכוון את פעילות החברה בצורה
3 שונה.

4
5 מנגד, אם בעל השליטה חדל להיות בעל השליטה במועד כלשהו לפני מועד פירעון האג"ח,
6 ובמועד הפירעון שולט בחברה בעל שליטה אחר, הסעיף אינו מייחס את מצב החברה וחוסר
7 יכולתה לעמוד בהתחייבויותיה דווקא לבעל השליטה הקודם. בעל השליטה הקודם יוכל אם
8 כן לחלוק יחד עם יתר בעלי האג"ח כפי חלקו היחסי במכלול אגרות החוב, אלא אם כן
9 מוכיחים בעלי האג"ח נסיבות אחרות שבשלחן לא זכאי בעל השליטה לפירעון חובה של
10 החברה כלפיו.

11
12 יש להעיר עוד, כי הפרשנות לפיה תרצינול של הסעיף הוא הטלת "סנקציה" על בעל השליטה
13 שהביא את החברה למצבה, היא בעייתית מטעם נוסף. סעיף 152ד1, כפי שצוטט לעיל,
14 מחריג בס"ק (ב)(2) בו, את המקרים בהם בעל השליטה מחזיק באג"ח "משעה שהונפקו
15 לראשונה". ואולם, בעל שליטה עשוי להיות אחראי למצבה הכושל של החברה, גם אם רכש
16 את אגרות החוב בהנפקה הראשונה שלהן. כלומר, הדגש בכוונת המחוקק איננו, ככל
17 הנראה, רק בהטלת אחריות על בעל השליטה שהביא את החברה למצבה הכושל, אלא
18 שלהסדר שבסעיף יש טעמים נוספים (להבחנה בין רכישת האג"ח ע"י בעל השליטה בהנפקה
19 הראשונה לבין רכישה של אג"ח בשוק המשני נתייחס להלן).

ידע עודף שיש לבעל השליטה

20
21
22 כאמור, מדברי ההסבר עולה נימוק נוסף להסדר בסעיף – העובדה כי לבעל השליטה יש ידע
23 על החברה, באמצעותו הוא יכול "לכלכל את צעדיו". אף שלא קיים פירוט בדברי ההסבר,
24 נראה כי הדברים מתייחסים למצב בו בעל השליטה רוכש אגרות חוב בשוק המשני
25 במחירים נמוכים, משום שהוא סבור – לאור מידע שיש לו, ושאינו ידוע לשוק, כי מחירים
26 אלה אינם משקפים את יכולת הפירעון הממשית של החברה.

27
28 מסקנה זו בדבר כוונתו הסובייקטיבית של המחוקק, עולה גם מהדברים שנאמרו בישיבת
29 ועדת העבודה, הרווחה והבריאות בכנסת, על ידי מי שיזם את הצעת החוק, חה"כ כץ. חה"כ
30 כץ אמר בישיבת יום 14.12.10 (בתגובה לדברים שנאמרו על ידי נציגת משרד המשפטים
31 בוועדה), כי:

32 "הוא (בעל השליטה, ר.ר.) קונה, יש לו נתונים על החברה, הוא יודע בדיוק מה
33 שלא יודע בן אדם מהיישוב. הוא יודע כמה כסף, הוא יודע. הוא יודע הכול



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 ואם הוא יודע שהחברה במשבר, אולי אסור לו אבל הוא גם מוכר. ואז תגידי
2 זה ניצול מידע פנים, אבל הוא עושה את זה".
- 3
- 4 תכלית זו נזכרה אף היא בהחלטת הביניים (ר' ס' 20 להחלטה), ובעמדת הרשות לני"ע (ר' ס'
5 9-10 לעמדת רשות ני"ע). ואכן, לכאורה לבעל השליטה ישנו מידע עודף ביחס לחברה
6 וליכולותיה במועד בו הוא רוכש את אגרות החוב בשוק המשני. יחד עם זאת, וכפי שיובהר,
7 לבעל השליטה אין עוד מידע עודף ביחס לחברה, משעה שהוא מוכר את השליטה בה ואילך.
8
- 9 לכן, אני סבורה כי אין מקום לקבל את הפרשנות המוצעת על ידי הנאמן, גם ככל שהדבר .42
10 נוגע לתכלית אפשרית זו של הסעיף. קשה לטעמי להסכים לתוצאה לפיה אגרות החוב של
11 בעל השליטה יוסיפו להיות במעמד נדחה, גם לאחר שבעל השליטה מכר את השליטה וחדל
12 להיות כזה (וללא מגבלת זמן).
- 13
- 14 כאמור, הסיטואציה העובדתית הנבחנת בהליך דנו, הינה כזו בה בעל השליטה, לאחר שרכש .43
15 את אגרות החוב, מכר את מניותיו לצד שלישי כלשהו, שהוא שהפך להיות בעל השליטה.
16 ממכירת השליטה ועד למועד בו החברה מגיעה להסדר לפירעון חלקי של חובותיה לבעלי
17 האג"ח, עשוי לחלוף זמן. ככל שפרק הזמן שחולף ממכירת השליטה ועד הסדר פירעון
18 החובות ארוך יותר, קשה יותר למי שהיה בעל השליטה (ואיננו עוד) לצפות מה יהיה מצב
19 החברה במועד הסדר הפירעון, ומה יהיה תוכנו של ההסדר, שהוא אינו יכול עוד לשלוט בו.
20
- 21 במילים אחרות, עם חלוף הזמן, נעלם יתרון המידע העודף שהיה לבעל השליטה ביחס
22 לתנאי ההסדר, ומצבו הופך אם כן להיות דומה למצבם של יתר בעלי אגרות החוב. גם
23 מטעם זה, אין מקום לטעמי לקבל את פרשנותו של הנאמן לסעיף.
- 24
- 25 עוד יש לציין ביחס לטענות הנאמן בהקשר זה, כי הבעיה של מידע עודף שיש לבעל השליטה, .44
26 אינה מאפיינת בהכרח רק את הסיטואציה של רכישת אג"ח בשוק, במחיר נמוך מהשווי
27 הממשי שלהן. על כל פנים, ככל שמדובר בשימוש במידע פנים, המחוקק אסר זאת, במסגרת
28 האיסור הפלילי בחוק ניירות ערך.
- 29
- 30 **תכלית אובייקטיבית**
- 31 כאמור, מעבר לניסיון לאתר את המטרה הסובייקטיבית של המחוקק, נדרש פרשן החוק .45
32 לבחון גם מהי המטרה האובייקטיבית של החיקוק, כפי שהיא נגזרת מהחיקוק עצמו – בין
33 במפורש ובין במשתמע. המחברים ליפשיץ ופינקלשטיין, התייחסו לכך במאמרם הנ"ל,
34 וציינו כי:



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 "פעילות שגרתית של פרשן החקיקה מערבת בדרך כלל ניתוח מעמיק יותר
 2 של המטרות שאותן דבר החקיקה מבקש להגשים, ואת הערכים שאותם הוא
 3 משקף. מטרות וערכים אלה משמשים בהיזון חוזר אמצעי להענקת מובן
 4 לטקסטים שונים המצויים בדבר החקיקה. במקרים מסוימים הערכים
 5 והמטרות הללו, שיש המכנים אותם תכלית החקיקה, מופיעים במפורש
 6 בחוק. עם זאת, בדומה לגישות ההרמנויטיות המודרניות, במקרים רבים
 7 פרשני החקיקה תרים אחר רבדים סמויים בחקיקה, שבלעדיהם החקיקה
 8 אינה שלמה".

9
 10 46. כפי שצוין לעיל, סי' 52ד1 הוא סעיף המאפשר ביצוע חלקי של מעין "הרמת מסך
 11 סטטוטורית". משמעותה של הרמת המסך היא בכך שהמחוקק קובע כי דינו של בעל
 12 השליטה ביחס לחברה בשליטתו לא יהיה כדינם של נושים אחרים של החברה. יחד עם
 13 זאת, אין מדובר בהרמת מסך מלאה, והמחוקק אינו קובע כי יש להתעלם לחלוטין מ"מסך
 14 ההתאגדות", ולראות את בעל השליטה כמי שחייב בכל חובותיה של החברה. כל שהסעיף
 15 קובע הוא כי ביחס לאגרות החוב שבעל השליטה מחזיק בהן, דינו של בעל השליטה לא יהיה
 16 כדינם של יתר מחזיקי אגרות החוב באותה סדרה, אלא הוא יקבל את חלקו בנשייה
 17 מהחברה רק לאחר שהחברה פרעה במלואן את התחייבויותיה כלפי יתר מחזיקי האג"ח
 18 בסדרה זו.

19
 20 47. עיקרון האישיות המשפטית הנפרדת של החברה, נקבע עוד בפסק הדין האנגלי בעניין
 21 סלומון *Salomon v A Salomon & Co Ltd* [1897] AC 22, שהשאלה שנבחנה בו הייתה
 22 אותה שאלה עצמה – יכולתו של בעל שליטה בחברה להיפרע את חובו כלפיה יחד עם יתר
 23 מחזיקי האג"ח. באותו עניין קבע בית המשפט, לאור עיקרון האישיות המשפטית הנפרדת,
 24 כי ככלל בעל השליטה זכאי להיפרע בנושה של החברה כמו כל נושה אחר:

25 "A company, too, can raise money on debentures, which an
 26 ordinary trader cannot do. Any member of a company, acting in
 27 good faith, is as much entitled to take and hold the company's
 28 debentures as any outside creditor".

29
 30 48. עיקרון האישיות המשפטית הנפרדת הוא עיקרון יסודי בדיני החברות. עיקרון זה סווג
 31 כאמור בחקיקה הישראלית בין היתר במסגרת סי' 6(ג) לחוק החברות, המאפשר השעיה של
 32 פירעון חובה של החברה לבעל מניה, עד פירעון חובות החברה ליתר בעלי מניותיה, אולם
 33 זאת כאשר מתקיימים תנאי סי' 6(א) לחוק החברות להרמת המסך. בנוסף, קיים סעיף
 34 52ד1, שגם בנסיבות בהן הוא חל, מושעה תשלום חובו של בעל השליטה בחברה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1
2 מעניין לציין כי גם בעניין סלומון הנ"ל, התחבט בית המשפט בשאלה באיזה אופן ניתן לפרש
3 דבר תקיקה, והאם ניתן "להוסיף" לו הוראות שלא נזכרו בו במפורש, לאור התכלית
4 המשווערת של המחוקק. כך קבע שם בית המשפט:

5 "It is, of course, easy to say that it was contrary to the intention
6 of the Legislature - a proposition which, by reason of its
7 generality, it is difficult to bring to the test; but when one seeks
8 to put as an affirmative proposition what the thing is which the
9 Legislature has prohibited, there is, as it appears to me, an
10 insuperable difficulty in the way of those who seek to insert by
11 construction such a prohibition into the statute".

12
13 ביחס לתכלית האובייקטיבית של הסעיף, התייחסו הצדדים בסיכומיהם למספר מטרות
14 אפשריות.

15 הנאמן הדגיש את המטרה כי בעל השליטה בחברה בקשיים לא "יברח" מהחברה, אלא
16 יתמוך בחברה, ינסה לפעול להצלת נכסיה, תוך פירעון מלוא החוב למחזיקי אגרות החוב.
17 לגישתו, קבלת הפרשנות לה הוא טוען, תמנע מבעל השליטה למכור את השליטה ב"נוזיד
18 עדשים", רק כדי לחמוק מתחולת הסעיף. הנאמן חזר וטען, כי הסעיף נועד למנוע מבעל
19 השליטה לנצל את המצב הגרוע של החברה ולרכוש אגרות חוב, כשלגישתו, נועד הסעיף
20 לחזק את אמון הציבור במגזר אגרות החוב.

21
22 מנגד, סבורה המשיבה כי תכליתו של המחוקק הייתה לדאוג לבעלי אגרות החוב מהציבור,
23 במועד בו נערך משא ומתן ביניהם לבין בעל השליטה ביחס לפירעון חלק מהחוב לבעלי
24 אגרות החוב, כאשר החברה מצויה בקשיים. המשיבה טוענת כי כדי לא לתת לבעל השליטה
25 לנצל את עדיפותו מול יתר בעלי אגרות החוב במועד זה, במסגרת המשא ומתן שהוא מנחל
26 עימם, יש לקבוע כי אגרות החוב שבידיו יהיו נחותות לעומת אלה שבידי הציבור.

27
28 לשיטת המשיבה, הדגש מבחינת תכלית הסעיף מתייחס, אם כן, לתקופת ניהול המשא ומתן
29 בין בעל השליטה לבין בעלי האג"ח על הסדר החוב, והשאלה היא לכן מי הוא בעל השליטה
30 במועד זה.

31
32 כאמור, רשות ני"ע התייחסה למטרה נוספת - מתן תמריץ לבעל שליטה המבקש לסייע
33 לחברה בקשיים, לעשות זאת באמצעות הזרמת כספים לחברה או רכישת מניות של החברה

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 שיונפקו על ידי החברה, ולא באמצעות רכישה בזול של תעודות התחייבות של החברה
2 במטרת השוק המשני.

3
4 להלן נבחן את המטרות הנטענות הללו.

5
6 מניעת מכירת השליטה על ידי בעל שליטה של חברה בקשיים

7 51. כאמור, הנאמן טען כי אחת מהתכליות בסעיף היא לעודד בעל שליטה השולט בחברה
8 בקשיים, לא למכור את מניותיו תמורת "נויד עדשים", אלא להישאר בעל שליטה, ולנסות
9 להציל את החברה.

10
11 בהקשר זה יש לציין קודם כל כי אם החברה היא אכן בקשיים, ואם הקשיים גלויים
12 וידועים (וזוהי הנחתו של הנאמן, שטוען שבשל כך בעל השליטה הצליח לרכוש את אגרות
13 החוב בשוק המשני במחיר זול) – הרי לא בהכרח יוכל בעל השליטה למכור את השליטה לצד
14 שלישי, ובוודאי שיהיה לו קושי למכור אותה במחיר שהוא מעוניין לקבל עבורה.

15
16 52. כפי שצינתי בהחלטת הביניים, במקרה דנן, רכשה המשיבה את השליטה במחיר של 11
17 מיליון ש"ח, ומכרה אותן בהפסד משמעותי – במחיר של 2 מיליון ש"ח בלבד. אין ספק, כי
18 לבעל השליטה אין מוטיבציה מלכתחילה כי זו תהיה התוצאה, וודאי שיש לו מוטיבציה
19 לנסות להעלות את שווי החברה, כדי שיוכל למכור את השליטה במחיר גבוה ככל האפשר –
20 יהיה ההסדר החוקי ביחס לאגרות החוב אשר יהיה.

21
22 עוד יש לציין כי לו הייתה מטרתו העיקרית של המחוקק לעודד את בעל השליטה שלא
23 למכור את השליטה כאשר החברה מצויה בקשיים, לא היה מקום לשלול את תחולת הסעיף
24 מבעל שליטה שרכש אגרות חוב בהנפקה ראשונה. העובדה שהמחוקק החריג מתחולת
25 הסעיף בעל שליטה שרכש אג"ח בהנפקה ראשונה, מעידה אם כן על כך כי לא זו הייתה
26 מטרתו העיקרית של המחוקק.

27
28 53. הנאמן העלה גם אפשרות לפיה בעל השליטה "יפזר רמזים" בשוק ביחס למצבה הקשה של
29 החברה, ולאחר שאלה ייקלטו, ומחיר האג"ח ירד כתוצאה מכך, הוא ירכוש אג"ח מהציבור.
30 מעבר לעובדה כי התנהלות כזו מהווה עבירה פלילית (אם ה"רמזים" המתייחסים למצבה
31 של החברה אינם משקפים את המצב לאשורו), אני סבורה כי בדרך כלל אין לחשוש שבעל
32 השליטה ינהג באופן זה – אם הוא אכן מבקש למכור את השליטה בסמוך לאחר מכן. זאת
33 משום שה"רמזים" בדבר מצבה הקשה של החברה, ישפיעו כמובן גם על מחיר המניות של
34 בעל השליטה. כלומר, בעל שליטה המבקש למכור את השליטה, יעדיף דווקא בדרך כלל כי
35 השוק יניח כי מדובר בחברה בעלת יכולת פירעון.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1

2

החשש כי בעל השליטה ימכור את השליטה רק כדי לחמוק מתחולת הסעיף

3

54. כפי שצוין, לגישת הנאמן, קבלת פרשנות המשיבה לסעיף, יוצרת מוטיבציה אצל בעל

4

השליטה למכור את השליטה; רק כדי לחמוק מהוראות הסעיף.

5

6

אכן, אין ספק כי קבלת הפרשנות לה טוענת המשיבה (כלומר - קביעה כי הסעיף יחול רק על

7

בעל השליטה בעודו כזה), יוצרת מוטיבציה אצל אותם בעלי שליטה שהסעיף חל עליהם,

8

ואשר רכשו כבר אגרות חוב של החברה - למכור בנסיבות מסוימות את השליטה בחברה.

9

קבלת הפרשנות הזו, תשפיע כמובן גם על המחיר שבעל השליטה יהיה מוכן למכור בו את

10

השליטה.

11

12

55. כך, על פי פרשנות המשיבה, מכירת השליטה מוסיפה לבעל השליטה תועלת בשיעור ההפרש

13

בין הסכום שהוא היה מקבל כנגד אגרות החוב אילו היה נותר בעל השליטה (כאשר אגרות

14

החוב שלו היו נדחות מכוח הסעיף), לבין הסכום שהוא עשוי לקבל בגין אגרות החוב כאשר

15

מעמדו ישווה לזה של יתר מחזיקי האג"ח (לאחר מכירת השליטה, אם תתקבל פרשנות

16

המשיבה לסעיף). ההפרש הזה הוא סכום שבעל השליטה יביא אותו בחשבון כתוספת למחיר

17

המוצע לו עבור המניות שלו.

18

19

מכאן, כי לפי גישתה הפרשנית של המשיבה, בעל השליטה אכן יסכים למכור את השליטה

20

תמורת מחיר נמוך יותר, מאשר אילו הייתה מתקבלת פרשנותו של הנאמן לסעיף (פרשנות

21

לפיה אין הבדל מבחינת זכויות בעל השליטה באגרות החוב - בין אם הוא מוכר את

22

השליטה ובין אם לאו).

23

24

56. יחד עם זאת, יש לזכור כי במכירת השליטה, בעל השליטה גם לוקח סיכון, המקשה עליו

25

לערוך את החישוב של ה"דלתא" שמכירת השליטה תסב לו. כך, לאחר המכירה בעל

26

השליטה אינו יכול עוד להשפיע על פעילות החברה. לכן, אם מצב החברה יתדרדר לאחר

27

המכירה, ייתכן כי הדבר ישפיע על שווי אגרות החוב שבידיו, ועל יכולת החברה לפרוע אותן.

28

כפי שציינתי לעיל, לאחר מכירת השליטה, במועד פירעון אגרות החוב, אין עוד לבעל

29

השליטה מידע עודף, ואף לא יכולת לכוון את פעילות החברה. אובדן השליטה בחברה, עשוי

30

אם כן לתמרץ את בעל השליטה שלא למכור אותה לצד שלישי - שעלול, בין היתר, גם

31

לדרדר את יכולת החברה לפרוע את אגרות החוב שלה.

32

33

57. מעבר לאמור לעיל, יש לציין כי מכירת השליטה כשלעצמה, אינה מזיקה בהכרח למחזיקי

34

אגרות החוב מקרב הציבור. כך, בהחלט ייתכן ואף סביר להניח, כי מי שרוכש את השליטה

35

בחברה - עשוי לנסות להשביח את החברה ולהעלות את ערכה. הוא עשוי לעשות כן,

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 באמצעות הזרמת כספים נוספים לחברה, או באמצעות ניהול יעיל ומוצלח יותר שלה. אם
2 כך ייעשה – מכירת השליטה תועיל לבעלי האג"ח מקרב הציבור, ולא תזיק להם – כפי
3 שסבור הנאמן. לכן, לא בהכרח על המחוקק לנסות למנוע מכירה כזו בכל מחיר, גם מבחינת
4 האינטרס של מחזיקי אגרות החוב מקרב הציבור.
5
- 6 סיכומו של דבר, הגם שקבלת פרשנות המשיבה לסעיף אכן יוצרת תמריץ לבעל השליטה .58
7 למכור את השליטה, כדי להתחמק מתחולת הסעיף, בשל הערך הנוסף שהוא מקבל כתוצאה
8 משיפור תנאי פירעון אגרות החוב שלו, אין באמור כדי להביא למסקנה חד-משמעית וברורה
9 ביחס לפרשנות הסעיף. זאת, בין היתר, משום שלא תמיד ברור שלא כדאי שהשליטה
10 תימכר – וייתכנו מקרים בהם מוטב גם לבעלי האג"ח שהשליטה תימכר לבעל שליטה אחר.
11 בנוסף, קבלת פרשנות המשיבה לסעיף, לא תביא לכך שמעתה ואילך יהיה כדאי בכל מקרה
12 לבעלי שליטה לרכוש אג"ח של החברה בשליטתם במחיר זול, תוך ציפייה ודאית שהם יוכלו
13 למכור את השליטה ולהיפרע מאגרות החוב באופן שיביא להם לרווח.
14
- 15 הנאמן התייחס בטענותיו לאפשרות כי השליטה תימכר על ידי בעל השליטה ב"נוזיד .59
16 עדישים". יש לציין, כי מבחינת בעלי האג"ח מקרב הציבור, אין משמעות לשאלה אם
17 השליטה נמכרה ב"נוזיד עדישים" או במחיר גבוה, שכן ממילא התמורה אינה מגיעה לחברה
18 אלא לבעל השליטה (אם בכלל, הם יעדיפו שהרוכש ישלם מחיר נמוך, כדי שלרוכש יהיו
19 יותר משאבים אותם הוא יוכל להזרים לחברה). דווקא בעל השליטה יעדיף כמובן למכור
20 את מניותיו במחיר הגבוה ביותר האפשרי.
21
- 22 זאת ועוד - השיקול עליו מצביע הנאמן הוא שיקול המתייחס לאותם בעלי השליטה שכבר .60
23 רכשו אגרות חוב בשוק המשני. אולם, השאלה החשובה יותר מתייחסת לאופן ההתנהלות
24 מכאן ולהבא של בעלי שליטה, שטרם רכשו אג"ח, וששוקלים לעשות זאת. אני סבורה, כי
25 אין חשש ממשי כי מעתה והלאה, ולאור הוראות הסעיף, ירבו המקרים בהם בעל שליטה
26 ירכוש אגרות חוב בשוק המשני, תוך ניצול המידע המיוחד שיש בידיו כבעל שליטה, רק תוך
27 כוונה למכור לאחר מכן את השליטה, ולקבל את חלקו בהסדר החוב שיערך עם בעלי
28 אגרות החוב כמו כל יתר מחזיקי האג"ח.
29
- 30 כדי לפעול באופן הזה, צריך בעל השליטה להניח כי הוא יוכל לקבל תמורה הולמת עבור
31 מניות השליטה שלו, וכי תמורה זו – יחד עם ההחזר שהוא יקבל במסגרת ההסדר של בעלי
32 אגרות החוב עם בעל השליטה החדש, תחפוך את העסקה למשתלמת עבורו. כעולה
33 מהתיאור שלעיל, ישנם משתתפים רבים שאינם יודעים לבעל השליטה במועד רכישת האג"ח,
34 ולכן ההנחה שהוא יפעל באופן הזה, ויוכל להרוויח, היא הנחה בעייתית.
35

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

62. קבלת העמדה הפרשנית של המשיבה (כמו גם זו של הנאמן), תפחית ככל הנראה את מספר העסקאות של רכישת אג"ח שבעלי שליטה יבצעו בשוק המשני. נראה, כי המחוקק היה מעוניין בתוצאה זו – שכן רכישה בשוק המשני איננה מועילה ישירות לחברה, שאינה מקבלת את התמורה עבור העסקה. נראה כי המחוקק העדיף משום כך כי בעלי שליטה ירכשו אגרות חוב בהנפקה הראשונה שלהן, תוך שהם משלמים עבורן את המחיר המלא, כמו כל יתר המחזיקים, הם נושאים באותם סיכונים כמו יתר המחזיקים, והתמורה שהם משלמים עבור האג"ח – מגיעה לחברה, ולא למוכר האג"ח.

עמדה זו לפיה מוטב שבעל השליטה ישקיע ישירות בחברה, עולה מהדברים שנאמרו בישיבות ועדת העבודה, הרווחה והבריאות בכנסת על ידי יו"ר הוועדה ויוזם הצעת החוק, חה"כ כץ, שאמר בין היתר כי "למה הוא מחזיק תעודות התחייבות, למה הוא לא השקיע את זה בחברה? למה, הוא רצה להרוויח כסף? הוא ראה שהאג"ח 40 אגרות, הוא רצה להרוויח כסף? אם החברה הייתה מצליחה והכול היה בסדר, מי היה הנהנה הגדול? בעל השליטה, בעל החברה. למה הוא לא השקיע בחברה? למה הוא קנה אגרות חוב? למה הוא לא לקח את הכסף והשקיע בחברה?" (רי' ישיבת יום 14.12.10, עמ' 6; ורי' גם דבריו בעמ' 2).

כאמור, תכלית זו של הפחתה משמעותית בתמריץ לבעל השליטה לרכוש אג"ח בשוק המשני כאשר החברה מצויה בקשיים, מושגת גם אם מתקבלת פרשנות המשיבה לסעיף.

63. עניין נוסף שצוין על ידי הנאמן, הוא הטענה לפיה קבלת עמדתה הפרשנית של המשיבה תרוקן את הסעיף מתוכו, משום שתמיד יבחר בעל השליטה למכור את השליטה, ולהתחמק באופן זה מתחולת הסעיף. אינני סבורה כי יש לקבל טענה זו.

אכן, אין ספק כי ייתכנו מקרים (והמקרה דגן יעיד), בהם בעל השליטה ימכור את השליטה ויחמוק מתחולת הסעיף. מקרים אלה מתייחסים כמובן בעיקר לאותם בעלי שליטה אשר רכשו כבר אג"ח של החברה, ומבקשים להימנע מכך שהאג"ח הללו יהיו נדחות לעומת אג"ח אחרות באותה סדרה.

64. יחד עם זאת, אין פירוש הדבר כי כך יפעל בעל השליטה בכל המקרים. כאמור, ייתכנו בהחלט מקרים בהם בעל השליטה לא ימצא רכש שירכוש את ממנו את המניות במחיר המבוקש על ידיו, או שבעל השליטה יהיה סבור כי מוטב לו להחזיק במניות ולנסות להשביח אותן – למרות הנזק שהדבר עלול לגרום לו כמחזיק אג"ח (אם הוא רכש כבר אג"ח בשוק המשני). במקרים אלה, יוסיף בעל השליטה לשלוט בחברה גם במועד פירעון אגרות החוב, והוראת הסעיף תחול עליו.

35

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 כאמור, ביחס לאותם בעלי שליטה שטרם רכשו אג"ח, השיקולים שלהם ביחס לרכישה
2 אפשרית של אג"ח בשוק המשני, יהיו מעתה שונים. כפי שצינתי, קשה להניח כי יהיו
3 מקרים רבים בהם בעל השליטה בחברה בקשיים יבקש לרכוש אג"ח במחיר זול, תוך שהוא
4 מודע לתחולת הסעיף, רק מתוך הנחה שהוא יוכל בעתיד למכור את השליטה בחברה,
5 ולקבל את התמורה שיקבלו יתר בעלי האג"ח באותה סדרה, תוך שהוא יניח כי עסקה זו
6 תשתלם לו – חרף הנעלמים הרבים הקיימים בה. כפי שצוין לעיל, להוראת הסעיף יהיה אם
7 כן אפקט מצנן מפני רכישת אג"ח על ידי בעלי שליטה בחברה, תוצאה העולה בקנה אחד עם
8 כוונת המחוקק, שהעדיף כאמור כי בעל השליטה המבקש להשקיע בחברה – יעשה זאת על
9 ידי השקעה בחברה עצמה, ולא על ידי רכישה של אג"ח בשוק המשני, באופן שאינו מועיל
10 לחברה כלל.

11

12

ניצול כוחו היחסי של בעל השליטה במשא ומתן על הסדר חוב באג"ח

13 65. כפי שצוין לעיל, לגישתה של המשיבה, זוהי המטרה העיקרית של הסעיף. הרציונל של
14 הסעיף על פי טענת המשיבה, הוא שלא לאפשר לבעל השליטה, במסגרת משא ומתן עם בעלי
15 אג"ח אחרים ביחס להסדר חוב, לעשות שימוש בכוחו כאחד הנושים של החברה, ולדרוש
16 מבעלי האג"ח האחרים, שכנגד ויתור של החברה על חובה כלפיה, יסכימו הם לתנאים אותם
17 הוא דורש במסגרת הסדר הפירעון (לרבות הסכמה לתנאים שכוללים ויתורים מפליגים מצד
18 יתר בעלי אגרות החוב).

19

20 66. מטרה זו היא אחת המטרות של הסעיף, שכן היא מקטינה את כוח המיקוח של בעל
21 השליטה במסגרת המשא ומתן שלו עם יתר בעלי אגרות החוב. אכן, כאשר בעל השליטה
22 הוא גם בעל אגרות חוב, הוא נמצא במצב של ניגוד עניינים, בין העניין שיש לו כבעל שליטה
23 בחברה לבין העניין שלו כבעל אגרות חוב.

24

25 נושא ניגוד העניינים הזה עלה גם במסגרת הדברים שנאמרו על ידי נציגת משרד המשפטים,
26 הגב' נויפלד, בישיבת ועדת העבודה, הרווחה והבריאות שנוכרה לעיל. גב' נויפלד אמרה שם
27 כי:

28 "ההצעה של אדוני (של חה"כ כץ, ר.ר.), נוגעת לניגוד עניינים מובנה שיש בין
29 בעל השליטה כבעל שליטה, ובין בעל השליטה שגם מחזיק באותו זמן
30 באגרות חוב של החברה. הוא נמצא בכפל תפקידים, בתפקיד כפול, זה יוצר
31 אצלו ניגוד עניינים בין ההחלטות שלו כמי שמחזיק במניות החברה לבין מי
32 שמחזיק באגרות החוב של החברה. הבעיה הזאת מובילה לכל מיני בעיות
33 שאדוני מדבר עליהן" (עמ' 2 לפרוטוקול הישיבה מיום 25.11.10).

34



המחלקה הכלכלית, בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

- 1 יוער כי בהמשך הדברים מתייחסת הגבי' נויפלד לפיתרון אפשרי אחד לבעיית ניגוד העניינים
2 הזו, לפיו קולות בעל השליטה לא ייספרו במניין קולות בעלי אגרות החוב (ר' עמ' 3, שם).
3
- 4 מובן שבמקרה בו בעל השליטה הוא גם בעלים של אג"ח בחברה, קיים פער כוחות בין יתר
5 בעלי האג"ח לבין בעל השליטה. בדברי ההסבר להצעת החוק, התייחס המחוקק לנושא זה
6 וקבע כי "המחוקק כבר נדרש בעבר לסוגיית פערי הכוחות בין בעלי מניות בחברה ובין
7 בעלי חוב אחרים, למשל בס' 6(ג) לחוק החברות, התשנ"ט-1999...".
8
- 9 אולם, פערי הכוחות הללו קיימים רק כל עוד בעל השליטה עודנו בעל השליטה בחברה. הם
10 אינם קיימים עוד אם במועד עריכת ההסדר בין בעלי האג"ח לבין החברה, מי שהיה בעל
11 השליטה אינו שולט עוד בחברה. במקרה כזה, משתנה מאזן הכוחות בין הצדדים, לעומת
12 המצב בו בעל השליטה שלט עדיין בחברה. אם הדגש מושם על מטרה זו בסעיף, הרי
13 שמטרה זו חלה רק על מי שהוא "בעל השליטה הנוכחי", המנהל את המשא ומתן על ההסדר
14 עם בעלי אגרות החוב, ולא על מי שהיה בעל השליטה ואינו עוד כזה. ניגוד העניינים המובנה
15 אליו התייחסה גבי' נויפלד, כפי שזכרו לעיל, אינו חל עוד משעה שבעל השליטה מכר את
16 השליטה בחברה.
17
- 18 לכן, בהיות מטרה זו אחת המטרות האפשריות של הסעיף, יש בכך כדי לחזק את עמדתה
19 הפרשנית של המשיבה, באשר מטרה זו מתייחסת כאמור רק לבעל השליטה הנוכחי בחברה,
20 ולא למי שכבר מכר את השליטה ונותר רק בעלים של אגרות חוב.
21
- 22 יכולתו של בעל השליטה לבצע עסקאות באג"ח
- 23 עניין נוסף שיש להביאו בחשבון בבחינת התכלית האובייקטיבית שיש לייחס למחוקק, הוא
24 התוצאה הבעייתית של קבלת טענת הנאמן מבחינת זכות הקניין של בעל השליטה באג"ח
25 שלו. כאמור, המשיבה – שהייתה בעלת השליטה בחברה, מכרה את מניותיה לצד שלישי,
26 ונותרו בחזקתה אגרות החוב – אותן היא רכשה בהיותה בעלת השליטה. יש לבחון את
27 השאלה מה דינו של אגרות החוב הללו, במקרה שהמשיבה תבקש למכור, עוד בטרם הושג
28 הסדר ביחס לפירעון האג"ח, בהתאם לגישתו הפרשנית של הנאמן.
29
- 30 מהסעדים שהתבקשו במסגרת המרצת הפתיחה הנוכחית, עולה כי הנאמן מודע לבעיה זו,
31 והוא עתר לכן במסגרת המרצת הפתיחה לשני סעדים חלופיים: הסעד העיקרי שהתבקש
32 היה כי בית המשפט יורה למשיבה להימנע מלבצע דיספוזיציה כלשהי באגרות החוב; הסעד
33 החלופי היה כי בית המשפט יורה למשיבה להבהיר מראש לרוכשי אגרות החוב שהיא
34 מבקשת למכור להם את האג"ח שלה, בטרם רכישתן, את מעמדן הנחות של אגרות החוב
35 הללו.

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1
2 עולה אם כן כי קבלת עמדתו הפרשנית של הנאמן, תביא לאחת משתי תוצאות: 71
3 הראשונה, כי ייאסר על מי שחיה בעל השליטה בחברה ואינו עוד כזה, לבצע עסקה של מכר
4 או כל דיספוזיציה אחרת באגרות החוב שבבעלותו. מסקנה כזו כרוכה בפגיעה מרחיקת לכת
5 מאוד בזכות הקניין של בעל השליטה באגרות החוב שלו, וביכולתו לממשן. כך, תיפגע
6 הסחירות של אגרות החוב, עניין שהוא בעייתי כאשר מדובר בניירות ערך שאמורים להיות
7 סחירים. על כל פנים, קשה לקבוע קיומה של מגבלה כזו על הסחירות של אגרות החוב, ללא
8 הוראה מפורשת (או אף משתמעת) לכך בהוראת הסעיף.

9
10 האפשרות השנייה שעולה מהסעדים המבוקשים בהמרצת הפתיחה, בעייתית אף היא.
11 הנאמן עתור כי בית המשפט יורה למשיבה להבהיר מראש למי שירכוש ממנה אגרות חוב -
12 בטרם רכישתן - את מעמדן הנחות של אגרות החוב הללו. כלומר - ביצוע עסקאות לא
13 נאסר, אולם הוא מותנה בכך כי ה"נחיתות" של אגרות החוב תמשך לחול עליהן, גם לאחר
14 שהן נמכרות לצד ג' שאיננו ולא היה בעל השליטה.

15
16 תוצאה זו עולה גם מעמדת הרשות לני"ע. הרשות ציינה בעמדתה כי: 72

17 "לא ניתן להתעלם מכך שעקיפת הסעיף יכולה להתבצע גם בדרך של מכירת
18 תעודות ההתחייבות על ידי בעל השליטה המחזיק בהן. בהקשר זה דומה כי
19 פרשנות אפשרית תהא כי כאשר בעל השליטה רוכש תעודות התחייבות, אלו
20 מסווגות למעשה כתעודות התחייבות 'נדחות' בהשוואה ליתר תעודות
21 ההתחייבות מאותה סדרה, כאשר ההדחיה מקבלת ביטוי רק במקרה בו
22 התאגיד נמצא בקשיים, בהתאם להגדרה הרלבנטית בסעיף. דומה הדבר
23 לתחולת הוראות החסימה על ניירות ערך שהוקצו בהקצאה פרטית: סעיף
24 15 לחוק קובע מגבלות על מכירה חוזרת של ניירות ערך, החלות על ניירות
25 הערך החסומים, גם אם הועברה הבעלות בהם. למשל, ניירות ערך שהוקצו
26 לבעל שליטה בהצעה פרטית ונמכרו לאחר מכן על ידו לצד שלישי" (ר' סי' 14
27 לעמדת רשות ני"ע).

28
29 אני סבורה כי תוצאה זו היא בעייתית. ייתכן שמי שרכש את אגרות החוב מבעל השליטה, 73
30 יוסיף וימכור אותן לצדדים רביעיים וחמישיים, ואין כל דרך לפקח על מנגנון ה"יידוע"
31 בדבר תכונות ה"הדחיה" של אגרות החוב הללו ביחס לקונים העתידיים, מה עוד שגם
32 לגישת רשות ני"ע, סיווגן של אגרות החוב כ"נדחות" מקבל ביטוי רק במקרה בו התאגיד
33 נמצא בקשיים.

34

המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ ג' MBM ACQUISITION INC

74. הנאמן לא טען לאפשרות שלישית, לפיה יהיה בעל השליטה רשאי למכור את אגרות החוב ללא מגבלה, וההסדר שבסעיף יחול רק על אותן אגרות חוב שבעל השליטה לא מכר. גם הסדר כזה הוא בעייתי, שכן הוא פותח פתח להתחמקות של בעל השליטה מתחולת הסעיף על ידי מכירה מהירה של האג"ח שהוא רכש לאחרים. זאת ועוד – אם אכן נכונה השערת הנאמן, והמחיר בו נרכשו אגרות החוב היה נמוך משוויין האמיתי, יוכל בעל השליטה למכור אותן במחיר גבוה יותר.
75. יוער עוד, כי מהאמור בפרוטוקול הדיון בוועדת העבודה, הרווחה והבריאות עולה כי חברי הוועדה לא היו סבורים כי ההסדר המוצע בסעיף יוסיף לחול על בעל השליטה לאחר שהוא מוכר את אגרות החוב לצד שלישי (והם אף לא העלו את האפשרות כי מכירה כזו תהיה בכפוף ל"הדחיה" של אגרות החוב). כך נאמר בישיבת הוועדה:
- "דלית זמיר: יכול להיות שהוא (בעל השליטה, ר.ר.) מוכר (את האג"ח, ר.ר.), יכול להיות שיש פה ניצול מידע פנים.**
- דנה נויפלד: אבל אז הוא לא בעל אג"ח.**
- דלית זמיר: נכון, אבל אז הוא לא יהיה בעל אג"ח ואין לנו את הבעיה.**
- הנ"ר חיים כץ: נכון. אז הוא לא בעל אג"ח" (רי פרוטוקול ישיבת העבודה, הרווחה והבריאות מיום 14.12.10, עמ' 12).**
76. הספק לגבי שאלת האפשרות לבצע עסקאות באגרות חוב של מי שהיה בעל שליטה בחברה ומכר את השליטה בה, והקושי שעניין זה מעלה, מחזק לטעמי אף הוא את המסקנה הפרשנית לה טוענת המשיבה. כך, אין זה סביר לייחס למחוקק כוונה כי תיגרס פגיעה כל כך משמעותית בזכות הקניין של בעל השליטה באגרות החוב שלו וביכולת לסחור בהן (אם יוטל איסור גורף על בעל השליטה למכור את אגרות החוב שרכש), או כי "תדבק" באגרות החוב ה"נחיתות" שלהן גם במכירות עתידיות שלהן. ודאי שאין לקבל את המסקנה הזו ללא שיש לה ביטוי מפורש וברור בלשון החוק.
77. לאור כל האמור לעיל, אני סבורה כי בשקילת שתי האפשרויות הפרשניות זו מול זו, ולאור הקשיים העולים מקבלת כל אחת משתי האפשרויות הפרשניות, ולאור הקושי לאתר את התכלית העיקרית של המחוקק בחוקקו את הסעיף, ידה של הפרשנות לה טוענת המשיבה – העולה בקנה אחד עם הפרשנות המילולית הפשוטה של מילות הסעיף – היא על העליונה.
- תחולה רטרואקטיבית**
78. מעבר לכול האמור לעיל, יש לציין כי גם לו הייתי מקבלת את גישתו הפרשנית של הנאמן, ספק אם ניתן היה להחיל אותה על המקרה דנן.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 3655-07-11 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 כפי שעולה מתיאור העובדות בראשיתו של פסק דין זה, המשיבה רכשה את השליטה
 2 בחברה בשנת 2007 ואת אגרות החוב עד שנת 2008. התיקון לחוק התקבל בשנת 2011, זמן
 3 רב לאחר מכן. קבלת טענתו הפרשנית של הנאמן והחלטה על המקרה דנן, משמעה כי על
 4 אגרות החוב אותן רכשה החברה, יוחלו בדיעבד הסדרים שלא היו קיימים במועד הרכישה.
 5
 6 הנאמן היה ער לבעייתיות הזו, וטען במסגרת סיכומיו כי כוונת המחוקק הייתה להחיל את
 7 החקיקה למפרע, וכי הדבר הוא אפשרי במקרים מסוימים, לצורך קידום ערכי מוסר, צדק
 8 והגינות.

9
 10 לאור כל האמור לעיל, ספק בעיני אם זהו המקרה החריג בו היה מקום להחיל את החקיקה
 11 – לו היה הפירוש שלה היה כפי שטוען הנאמן – למפרע. החלה כזו יש בה כדי לפגוע בדיעבד
 12 בציפיות הלגיטימיות שהיו למשיבה במועד בו היא רכשה את אגרות החוב. המחיר אותו
 13 הייתה המשיבה מוכנה לשלם עבור אגרות החוב, לו הייתה יודעת על הסעיף ועל האופן בו
 14 הוא יחול על אגרות החוב, היה גם הוא משתנה כמובן, וככל הנראה המשיבה לא הייתה
 15 מוכנה לשלם את המחיר אותו היא שילמה בפועל על אגרות החוב.

16
 17 אני סבורה כי החלה רטרואקטיבית כזו של הסעיף היא בעייתית, ואין זה ברור אם יש
 18 בערכי הצדק וההגינות להם טען הנאמן, כדי לאפשר אותה. מסקנה זו עולה גם מעמדתה של
 19 רשות ני"ע לפיה "ניתן להגביל את הפגיעה האמורה בזכות הקניין על ידי צמצום תחולת
 20 הסעיף, בדרך של פרשנות, לתעודות התחייבות שנרכשו אחרי כניסת הסעיף לתוקף
 21 ולמכירה של תעודות התחייבות רק לאחר שהתאגיד נקלע לקשיים" (ר' ס' 15 לעמדת
 22 רשות ני"ע). קבלת עמדה זו משמעה כי ממילא הסעיף לא היה חל על המשיבה במקרה דנן,
 23 לאור העובדה כי היא רכשה כאמור את תעודות ההתחייבות לפני כניסתו של הסעיף לתוקף.
 24 יחד עם זאת, לאור התוצאה שהגעתי אליה לעיל, אינני סבורה כי יש מקום לקבוע מסמרות
 25 בעניין זה.

טענות נוספות

26
 27
 28 למען שלמות התמונה נתייחס בקצרה למספר טענות נוספות שעלו מסיכומי הצדדים.
 29 הנאמן טען כי בעלי שליטה בחברות רבות המצויות בקשיים, מבקשים להגיע עם מתזיקי
 30 אגרות החוב להסדרים, תוך הסכמה של אותם בעלי השליטה כי אגרות החוב שלהם יהיו
 31 נחותות בזכויותיהן לעומת אגרות החוב של הציבור. הנאמן מבקש ללמוד מכך כי החברות
 32 הפעילות בשוק החון רואות את הסעיף כחל על כל סוגי בעלי השליטה, והן אלה שעודם
 33 שולטים בחברה, והן אלה שמכרו את השליטה.
 34



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 11-07-3655 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' MBM ACQUISITION INC

1 אינני מקבלת את הטענה. ראשית, אין זה ברור אם ההסדרים אליהם מתייחס הנאמן (שלא
 2 הובאו כל פרטים עובדתיים אודותיהם), מתייחסים למצבים בהם בעל השליטה חדל להיות
 3 כזה, או שמא לאותם בים בהם השליטה נותרה בידיו של בעל השליטה (שאו מובן כי הסעיף
 4 חל עליו). על כל פנים, מובן שלא ניתן להסיק מפתרונות מוסכמים שתוכנם לא ידוע, בין
 5 צדדים להסדרי פשרה שונים שאינם צד להליך זקן, מהי הפרשנות הנכונה של דבר החקיקה
 6 נושא פסק דין זה.

7
 8 הנאמן העלה במסגרת הפרק העובדתי בטענותיו בסיכומים, טענות שונות ביחס למצגים .82
 9 והבטחות שקיבלו מחזיקי האג"ח לטענתו מהמשיבה, הבטחות לפיהן חובות החברה
 10 למחזיקי האג"ח ייפרעו במועדם, וכי אגרות החוב בשליטתה של בעלת השליטה לא יקבלו
 11 אותן זכויות כמו אלה של אגרות החוב המוחזקות על ידי הציבור.

12
 13 אין צורך, במסגרת פסק דין, זה לחוות דעה ביחס לטענות אלה. פסק הדין מתייחס, כעולה
 14 מן האמור בראשיתו, לפרשנות הנכונה לסעיף 1ד52 לחוק ניירות ערך, ולנושא זה בלבד. אם
 15 לנאמן ישנן טענות אחרות, ביחס למצגים כאלה או אחרים שהמשיבה הציגה לבעלי האג"ח,
 16 ההליך דקן אינו האכסניה הנאותה לדון בהן. הנאמן יכול כמובן לשקול אפשרות לנקוט
 17 בהליך אחר כדי להעלות במסגרתו טענות אלה.

18
 19 סוף דבר – לאור כל האמור לעיל, אני דוחה את התובענה.
 20 לאור העובדה כי המבקש העלה לדיון שאלה שטרם נדונה בפסיקה, כאשר אף הרשות לניירות ערך
 21 צידדה בעמדתו של המבקש – אינני עושה צו להוצאות.

22
 23 ניתן היום, ו' אדר תשע"ב, 29 פברואר 2012, בהעדר הצדדים.

24
 25 
 26 רות רונן, שופטת

27
 28
 29
 30