



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 47188-09-17 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

לפני כבוד השופט מגן אלטוביה

המבקש/הנאמן משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ ע"י ב"כ עוה"ד ישראל מרקוביץ, בועז נוימן ודורון קול

בעניין: אול – יר הולדינגס לימיטד ע"י בא כח עוה"ד רון ברקמן, גילעד פורת ורון גליק

ובעניין: רשות ניירות ערך ע"י בא כח עוה"ד אמיר טבנקין וליאב וינבאום

### פסק דין

1  
2 "The Norwegian Blue prefers keepin' on it's back! Remarkable bird, id'nit,  
3 squire? Lovely plumage!"  
4 ("**Dead Parrot Sketch**", Monty Python's Flying Circus  
5 , *John Cleese, Graham Chapman* 18 שורה עמ'18 22.1.18  
6  
7  
8 לפני בקשה מטעם משמרת – חברה לשירותי נאמנות בע"מ (להלן: "**הנאמן**"), למתן הוראות לפי סעיף  
9 12 (ג) לחוק הנאמנות, התשלי"ט – 1979.  
10  
11 רקע  
12  
13 אול – יר הולדינגס לימיטד, התאגדה באיי הבתולה הבריטיים ועוסקת בהשקעה בנכסי נדל"ן מניב  
14 בניו יורק, ארה"ב (להלן: "**החברה**") התקשרה עם הנאמן, ביום 27.11.2014 בשטר נאמנות ובהתאם  
15 הנפיקה החברה, ביום 4.12.2014 398,748,000 ש"ח ע.נ. אגרות חוב (סדרה א') (להלן: "**אגרות החוב**").  
16 לציין כי בחודש ינואר 2017 נענו כ – 73% ממחזיקי אגרות החוב להצעת רכש חליפין לאגרות חוב  
17 (סדרה ב') של החברה, וביום 22.8.2017 פדתה החברה בפדיון מוקדם את יתרת אגרות החוב.  
18  
19 ביום 24.8.2017 הודיעה החברה במסגרת דיווח מיידי לבורסה, כי נוכח חילוקי דעות בינה לבין רשות  
20 ניירות ערך (להלן: "**הרשות**") בעניין "הכללתו של הנגזר המשובץ בחישובי היחס הפיננסי" (לצורך  
21 קביעת תוספת לשיעור הריבית על אגרות החוב), הגיעה החברה לסיכום עם הנאמן, לפיו תפקיד



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

1 החברה בידי הנאמן סכום של כ – 3,240,000 ₪ (להלן: "סכום הפיקדון"), השווה לסכום הריבית  
2 העודפת אותה הייתה אמורה החברה לשלם אם הייתה מכילה את הנגזר המשובץ בחישובי היחס  
3 הפיננסי, והנאמן יפנה לבית המשפט בבקשה למתן הוראות בגדרה יוכרע בין עמדת החברה לבין עמדת  
4 הרשות. בהתאם יועבר סכום הפיקדון על פירותיו למחזיקי אגרות החוב (אם תתקבל עמדת הרשות)  
5 או לחברה (אם תתקבל עמדת החברה). מכאן בקשת הנאמן שלפני.

7 תיאור המחלוקת וטענות הצדדים:

9 א. בין הרשות לבין החברה מחלוקת הנוגעת לפרשנותו של סעיף 5.4 לטור הנאמנות (נספח 1  
10 לבקשת הנאמן), שזו לשונו:

11  
12 "התאמת שיעור הריבית כתוצאה מאי עמידה באמת מידה פיננסית:  
13 שיעור הריבית שתישאנה אגרות החוב (סדרה א') יותאם בגין חריגה מאמת המידה  
14 הפיננסית המפורטת להלן:  
15 יחס החוב הפיננסי נטו מתואם ל – EBITDA מתואם (כהגדרתה בסעיף 6.4 להלן) לא  
16 יעלה על 15 (בסעיף 5.4 זה לעיל ולהלן: "אמת המידה הפיננסית").  
17 לעניין ס"ק זה בלבד:

18 "חוב פיננסי נטו מתואם" – סך החוב הפיננסי כפי שמופיע בדוחות הכספיים של  
19 החברה בניכוי מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן קצר (לא משועבדים, אלא אם הם  
20 משועבדים להבטחת התחייבויות פיננסיות) בתוספת חלק החברה בחוב הפיננסי נטו  
21 בחברות כלולות ובחברות בשליטה משותפת כפי שמופיע בדוחות הכספיים של החברות  
22 האמורות בניכוי מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן קצר (לא משועבדים, אלא אם  
23 הם משועבדים להבטחת התחייבויות פיננסיות).

24 "EBITDA מתואם" הכנסות מדמי שכירות ונלוות, נטו (הכנסות מדמי שכירות  
25 והכנסות נלוות בניכוי הוצאות תפעול נכסים), בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות, ובתוספת  
26 איחוד יחסי של הכנסות מדמי שכירות ונלוות, נטו (הכנסות מדמי שכירות והכנסות  
27 נלוות בניכוי הוצאות תפעול נכסים), בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות, בחברות כלולות  
28 ובחברות בשליטה משותפת; ה – EBITDA המתואם יחושב לפי נתוני ארבעת  
29 הרבעונים האחרונים המצטברים.

30 ...  
31 לעניין זה:

32 "שיעור הריבית הנוסף" – תוספת ריבית בשיעור של 0.5% בגין חריגה מאמת המידה  
33 הפיננסית...

34 ...  
35 "מועד החריגה" – מועד פרסום הדוחות הכספיים אשר מצביעים על החריגה  
36 א. ככל שתחרוג החברה מאמת המידה הפיננסית על פי דוחותיה הכספיים המאוחדים  
37 של החברה הסקורים או המבוקרים (להלן: "החריגה"), יעלה שיעור הריבית השנתית



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אל-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

1 שתישא יתרת הקרן הבלתי מסולקת של אגרות החוב (סדרה א'), בשיעור הריבית הנוסף  
2 בגין החריגה, מעל שיעור הריבית כפי שיהיה באותה עת, טרם השינוי, וזאת בגין  
3 התקופה שתתחיל ממועד החריגה ועד לפירעון מלא של יתרת הקרן הבלתי מסולקת של  
4 אגרות החוב (סדרה א') או עד למועד פרסום דוחות הכספיים של החברה לפיהם החברה  
5 עומדת באמת המידה הפיננסית, לפי המוקדם...  
6 "...  
7

### תמצית תיאור הנסיבות והמחלוקת כעולה מבקשת הנאמן

8  
9  
10 א. על פי הוראות סעיף 2.5 לשטר הנאמנות, הקרן והריבית על אגרות החוב, נקובות ב – ש'  
11 וצמודות לשער הדולר ארה"ב, באופן שלהלן: "אם יתברר, במועד הפירעון של תשלום כלשהו  
12 על חשבון הקרן ו/או הריבית, כי שער הדולר לאותו תאריך גבוה משער של 3.958 ש' לדולר  
13 ("השער היסודי"), תשלם החברה אותו תשלום כשהוא מוגדל באופן יחסי לשיעור העלייה של  
14 שער הדולר האמור לעומת השער היסודי. אם יתברר, כי שער הדולר האמור זהה לשער  
15 היסודי או נמוך ממנו, אזי יהיה שער הדולר השער היסודי. הגנה זו על מחזיקי אגרות החוב  
16 באמצעות קיבוע רצפת שער הדולר, שקולה להנפקה משולבת של שני מכשירים פיננסיים:  
17 החזקת אגרות חוב דולריות בתוספת החזקה באופציית מכר (PUT) שקל-דולר למכירת דולר  
18 בשער של 3.958 ש'. מאחר ומטבע הפעילות של החברה הינו דולרי, הוגדר החוזה המארח  
19 כאגרות חוב הנקובות בדולר, כאשר משובצים בו רצף נגזרים שבמהותם הם אופציית מכר  
20 (PUT) לכל מועד תשלום".  
21

22 ב. משמעות הכללתו של הנגזר המשובץ בחוב הפיננסי היא שינוי בחישוב היחס הפיננסי, באופן  
23 בו החברה הייתה צריכה לשלם למחזיקי אגרות החוב תוספת ריבית של 0.5% בגין התקופה  
24 שבין 31.5.2015 ועד 31.8.2016, בסכום כולל של 3,240,000 ש'. סכום זה הופקד בידי הנאמן  
25 ביום 24.8.2017 והוא אמור להיות מחולק בהתאם להכרעת בית המשפט במחלוקת בדבר  
26 פרשנות סעיף 5.4 לשטר הנאמנות.  
27

28 ג. ביום 13.7.2017 פנתה הרשות אל החברה וביקשה ממנה להבהיר כיצד הופרד הנגזר המשובץ  
29 מהחוזה המארח ומדוע הנגזר המשובץ לא מהווה חלק מ"החוב הפיננסי נטו". כמו כן, ביקשה  
30 רשות ניירות ערך מהחברה לחשב את היחס הפיננסי נטו כאשר הנגזר המשובץ נכלל בחוב  
31 הפיננסי נטו. בהמשך, התנהל בין החברה לבין הרשות דין ודברים באשר לאופן חישוב היחס  
32 הפיננסי. ביום 24.8.2017 הודיעה הרשות לחברה כי לעמדתה "היה על החברה לכלול את



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

1 הנגזר המשובץ במסגרת חישוב היחס הפיננסי". כאמור, נוכח עמדה זו של הרשות הגיעו  
2 הנאמן והחברה להסכמה לפיה יועבר העניין להכרעת בית המשפט.

3  
4 ד. בבקשתו מציין הנאמן, כי בשעת מעשה היה סבור שפרשנות החברה למונח "חוב פיננסי נטו"  
5 הנוכח בסעיף 5.4 לשטר הנאמנות, מצויה במסגרת מתחם הסבירות.

### טענות החברה

6  
7  
8  
9  
10 ב. ככל הנדרש לענייננו, הוראות שטר הנאמנות קובעות כי אם יחס החוב הפיננסי נטו מתואם  
11 ל – EBITDA מתואם (להלן: "היחס הפיננסי") יעלה על 15 במועד בדיקה מסוים, אזי תשלם  
12 החברה למחזיקי אגרות החוב תוספת ריבית בשיעור 0.5% החל ממועד פרסום הדוחות  
13 הכספיים המעידים על היחס הפיננסי העולה על 15 ועד למועד פרסום הדוחות הכספיים  
14 המעידים על יחס פיננסי נמוך מ – 15 או עד לפירעון אגרות החוב.

15  
16 במסגרת הדוחות הכספיים, פעלה החברה על פי כללי חשבונאות בינלאומיים (תקני IFRS  
17 ו – IAS), הקובעים כי בדוחות הכספיים יש להפריד בין הנגזר המשובץ לבין החוב הפיננסי  
18 בגין אגרות החוב, וכך יש לנהוג גם בחישוב החוב הפיננסי נטו לצורך יישום סעיף 5.4 לשטר  
19 הנאמנות.

20  
21 ג. לכל אורך חייהן של אגרות החוב חישבה החברה את היחס הפיננסי מבלי לכלול את ערכו של  
22 הנגזר המשובץ הנובע מהצמדת אגרות החוב לרצפת שער דולר (3.958 ש"ח לדולר) על פי הוראות  
23 סעיף 2.5 לשטר הנאמנות. בחלוף שנתיים בהן פעלה החברה בשקיפות בחישוב היחס הפיננסי,  
24 העלתה הרשות, ללא סמכות, טענה ולפיה היה על החברה לכלול את הנגזר המשובץ בחישוב  
25 היחס הפיננסי. זאת, תוך התערבות בתנאי מסחר שנקבעו בהסכמה בין שני צדדים לשטר  
26 הנאמנות אשר אינם חלוקים על אופן יישום שטר הנאמנות.

27  
28 ד. קבלת עמדת הרשות תפגע בוודאות וביציבות בשוק ההון, משום שפעילים בשוק ההון לא  
29 יוכלו להסתמך על תנאי שטר הנאמנות, נוכח האפשרות שהרשות תתערב בתנאים בדיעבד.  
30



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

- 1 ה. לגופו של עניין, טוענת החברה כי הפרשנות המוצעת על ידה להוראות סעיף 5.4 לשר  
2 הנאמנות היא הפרשנות הסבירה ביותר והיחידה העולה בקנה אחד עם לשון שטר הנאמנות,  
3 ואומד דעת החברה והנאמן בזמן אמת, ועם הפרשנות המקובלת והנהוגה בשוק.  
4
- 5 ו. הצדדים לשר הנאמנות בחרו להגדיר את אופן חישוב היחס הפיננסי תוך התייחסות למבחן  
6 החשבונאי, מתוך הבנה וידיעה כי כללי החשבונאות מציעים לחברה ולמשקיעים  
7 "מתודולוגיה מקצועית, קוהרנטית ואחידה (ככל שניתן) למדידת נכסים והתחייבויות –  
8 בשונה ממבחנים משפטיים וכלכליים, אשר פעמים רבות הינם תלויי פרשנות וניתוחים".  
9 אגרות החוב מוחזקות על ידי "קבוצה גדולה של גורמים, בעלי אינטרסים שונים", לכן חשוב  
10 ואף הכרחי להעמיד כלים ברורים וודאיים לבחינת עמידת החברה בהוראות שטר הנאמנות.  
11
- 12 מוסיפה החברה, כי המבחן החשבונאי מבטיח "עקביות" וכל ניסיון לסטות מהדוחות  
13 הכספיים בחישוב "קובננטים" עשוי להוביל לעיוותים, אותם לא בהכרח ניתן לחזות מראש,  
14 בין אם תוצאות הדבר יהיו לטובת המשקיעים או לרעתם.  
15
- 16 ז. החברה אינה סבורה שיש חסר במונח "חוב פיננסי מתואם נטו" מאחר ועמדתה הפרשנית  
17 נתמכת בלשון שטר הנאמנות, מאומד דעת הצדדים והנהוג ביניהם ומהנורמות המקובלות  
18 בשוק.  
19
- 20 טענות הרשות
- 21
- 22 א. משמעות הכללת הנגזר המשובץ בחוב הפיננסי היא שינוי בתוצאת היחס הפיננסי באופן  
23 שהחברה לא עמדה באמת המידה הפיננסית שנקבעה בשר הנאמנות. מכאן, שהכללת הנגזר  
24 המשובץ בחוב הפיננסי "הייתה משקפת את השינוי שחל ברמת הסיכון של אגרות החוב  
25 שהנפיקה החברה". המשמעות המידית היא כי היה על החברה לשלם למחזיקי אגרות החוב  
26 סך של 3,240,000 על פי חישוב היחס הפיננסי בתקופה שבין 31.5.2015 ועד 31.8.2016. משכך,  
27 ברור כי אופן חישוב היחס הפיננסי ופרשנות המונח "חוב פיננסי", מהותי למחזיקי אגרות  
28 החוב.  
29
- 30 ב. המונח "חוב פיננסי" כולל את כל מרכיב ההתחייבות בגין אגרות החוב שהנפיקה החברה  
31 לרבות הנגזר המשובץ, המייצג חלק מהחוב הפיננסי של החברה אותו היא נדרשת לפרוע  
32 למחזיקי אגרות החוב.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

- 1 הפרדתו של הנגזר המשובץ מהחוב בגין אגרות החוב היא פועל יוצא של טיפול חשבונאי שהיה  
2 על החברה לנקוט במועד עריכת הדוחות הכספיים, אך הטיפול החשבונאי אינו משליך על  
3 מהותו הכלכלית של הנגזר המשובץ והיותו חלק מהחוב הפיננסי של החברה.  
4
- 5 "הפרשנות המתבקשת מהמונח "חוב פיננסי" היא באופן הכולל את כל מרכיבי החוב הפיננסי  
6 בגין אגרות החוב שהנפיקה החברה כפי שהם מופיעים ונכללים בדוחותיה הכספיים ואין זה  
7 משנה תחת איזה סעיף הם מופיעים בדוחות הכספיים. פרשנות זו מתבקשת נוכח תכלית  
8 קביעת היחס הפיננסי לייצר למחזיקי אגרות החוב "קו הגנה מפני שינויים ברמת הסיכון של  
9 אגרות החוב שהנפיקה החברה", דהיינו שבמסגרת בחינת התקיימותו של היחס הפיננסי  
10 יובאו בחשבון מלוא החובות הפיננסיים שנדרשת החברה לפרוע וביניהם גם מלוא החוב בגין  
11 אגרות החוב שהנפיקה.  
12
- 13 ד. המהות הכלכלית של התחייבות החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב היא זהה, בין שהטיפול  
14 החשבונאי מפצל את ההתחייבות לשני רכיבים ובין שאינו עושה כן, ולכן, בהעדר הוראה  
15 מפורשת בשטר לעניין החרגת רכיב הנגזר המשובץ מהחוב הפיננסי, פרשנות המונח חוב  
16 פיננסי צריכה להיות בהתאם למהות הכלכלית הסבירה בנסיבות העניין – קרי, ככולל את שני  
17 הרכיבים של ההתחייבות כלפי מחזיקי אגרות החוב.  
18
- 19 ה. כללי החשבונאות אינם מגדירים מהו חוב פיננסי, לפיכך השאלה איזו פרשנות יש לתת למונח  
20 "חוב פיננסי" אינה קשורה לטיפול חשבונאי כזה או אחר בו נקטה החברה.  
21
- 22 ו. סעיף 5.4 לשטר הנאמנות קובע כי החוב הפיננסי המתואם הינו "סך החוב הפיננסי כפי  
23 שמופיע בדוחות הכספיים של החברה" ודווקא הפרשנות המילולית הפשוטה מכוונת לכך שיש  
24 לסכום את כל מרכיביו של החוב הפיננסי המופיעים בדוחות הכספיים של החברה, כדי לוודא  
25 שהיחס הפיננסי משרת את תכליתו להגנת מחזיקי אגרות החוב.  
26
- 27 ז. באשר לאומד דעת הצדדים. טוענת הרשות, כי ההפרדה של נגזרים משובצים מהווה תחום  
28 מורכב בכללי החשבונאות המקובלים, וייתכן כי בעת גיבוש אמת המידה הפיננסית הצדדים  
29 לא היו מודעים לכך שיווצר נגזר משובץ בעקבות מנגנון ההצמדה שנקבע בשטר הנאמנות.  
30
- 31 ח. הנגזר המשובץ הוא חוב נושא ריבית ומשכך הוא מהווה חוב פיננסי.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

- ט. על פי מתודולוגיית הדירוג, כאשר חברה מגדרת את חשיפתה לשינויים בשער החליפין של חוב על ידי נגזר המקבע את שער החליפין של החוב, יש להתאים את היקף החוב המדווח בדוחות הכספיים להיקף החוב שישולם בפועל על ידי החברה לבעל החוב, כאשר היקף ההתאמה שתבוצע לחוב שווה בקירוב לשוויו ההוגן של הנגזר אשר שימש לקיבוע החוב. מכאן, שגם הפרקטיקה הנהוגה בחברות הדירוג מביאה בחשבון את אותם רכיבים נוספים המבטאים יחד עם החוב את ההתחייבות המדויקת והשלמה. מוסיפה הרשות ומצביעה על חברת הדירוג מדרוג המציינת בדוח הדירוג של החברה כי החוב הפיננסי שלקחה בחשבון לצורך הדירוג כולל את הנגזר המשובץ. השימוש בחוב הפיננסי בדוח הדירוג נעשה לצורך חישוב יחס חוב פיננסי נטו ל – FFO. מדובר ביחס הדומה במהותו ליחס חוב פיננסי נטו ל – EBITDA מתואם נטו, שכן שני יחסים אלו הם יחסי כיסוי שמטרתם לבחון את יכולת החברה לפרוע את החוב מהתשואה השוטפת של פעילותה.
- י. סעיף 2 לחוק ניירות ערך, תשכ"ח – 1962, מסמיך את הרשות לשמור על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, ובכלל זה לפקח ולפעול לקידום עקרון הגילוי הנאות אשר נועד להגן על ציבור המשקיעים, להגביר את אמון הציבור בשוק ההון, לשמור על יעילות שוק ההון ועל יעילות הממשל התאגידי. מכוח חובת הגילוי נדרשים תאגידי מדווחים לגלות לציבור המשקיעים מידע מהותי הנוגע לענייני התאגידי. סעיף 36 (ה) לחוק ניירות ערך מסמיך את הרשות לדרוש מתאגידי פרסם דוח מיידית על אירוע או עניין אשר לעמדת הרשות חשוב למשקיע השוקל רכישה או מכירה של ניירות ערך של התאגידי. כאשר הדבר נדרש כמו במקרה כאן, עושה הרשות שימוש בהוראות סעיף 36 (ה) לחוק ניירות ערך, ומורה לתאגידי מדווחים לפרסם דיווח מיידית הכולל את עמדתה ביחס לסוגיות מהותיות הקשורות לדיווחי התאגידי. זאת, כדי שיונח בפני המשקיעים המידע המלא הדרוש לקבלת החלטה רציונלית בנוגע להשקעתם. דרישת הגילוי של הרשות אינה בגדר התערבות ביחסים החוזיים בין שני צדדים לחוזה ואינה בגדר כפיה לפעול כדעת הרשות אלא אך דרישה להציג בפני ציבור המשקיעים את עמדת הרשות אל מול עמדתה ואופן פעולתה של החברה. הרשות לא הורתה לחברה לפעול בהתאם לפרשנותה את הוראות סעיף 5.4 לשטר הנאמנות ולא הורתה לחברה לשלם למחזיקי אגרות החוב את הריבית הנוספת ואף לא הורתה לחברה או לנאמן לפנות לבית המשפט בבקשה לקבל הוראות באשר לפרשנות שטר הנאמנות. עם זאת, עמדת רשות ניירות ערך באשר לפרשנות סעיף 5.4 לשטר הנאמנות היא בגדר מידע המשליך על זכויות מחזיקי אגרות החוב, ועל כן מדובר במידע מהותי אותו על החברה לפרסם.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

- 1 יא. המאפיינים הייחודיים של מחזיקי אגרות החוב השוללים מהם את התמריץ להשקיע את  
2 המשאבים הנדרשים לצורך מעקב על השקעתם "ולרדת לשורשו של כל פרט ופרט בשטר  
3 הנאמנות", רק מעצימים את חשיבות תפקידה של הרשות בשמירת עניינו של ציבור  
4 המשקיעים בניירות ערך ואת חשיבותן של עמדות הרשות, המפורסמות לציבור ומאפשרות  
5 למחזיקי אגרות החוב להפעיל את זכויותיהם מכוח שטר הנאמנות.  
6
- 7 יב. הרשות אינה חולקת על עמדת החברה לפיה שטר הנאמנות מגלם את ההסכמות החוזיות בין  
8 החברה, מחזיקי אגרות החוב והנאמן ואף אינה חולקת על כך שהצדדים לשטר הנאמנות  
9 רשאים ליצוק לשטר הנאמנות תנאים מסחריים בהתאם לשיקול דעתם. על כן, אילו היה  
10 נקבע במפורש בשטר הנאמנות כי המונח "חוב פיננסי" אינו כולל את הנגזר המשובץ, לא  
11 הייתה הרשות מתערבת בעניין. אולם מקום ששטר הנאמנות מותיר מקום לפרשנות ופרשנות  
12 החברה אינה משקפת באופן נאות את התחייבויותיה המעוגנות בשטר הנאמנות ואינה סבירה  
13 בנסיבות העניין, דורשת הרשות שהחברה תגלה לציבור המשקיעים את הקושי שבהתנהלותה.  
14
- 15 יג. לדעת הרשות קיים ספק באשר להסכמת הנאמן לעמדת החברה בעניין פרשנות המונח "חוב  
16 פיננסי". מכל מקום, גם אם הנאמן הסכים לפרשנות החברה או ראה בה פרשנות סבירה, אין  
17 לקבל את טענת החברה כאילו הצדדים לשטר הנאמנות הסכימו לפרשנותה משום ששטר  
18 הנאמנות הוא "חוזה משולש" שמחזיקי אגרות החוב הם צד לו ואף הם צריכים להסכים  
19 לפרשנות החברה. מוסיפה הרשות וטוענת כי תפקידו של הנאמן לפקח אחר עמידת המנפיק  
20 בהתחייבויותיו כלפי מחזיקי אגרות החוב, עם זאת, הנאמן ומחזיקי אגרות החוב אינם זהים  
21 ולנאמן לא הוקנתה סמכות להחליף את שיקול הדעת של מחזיקי אגרות החוב. על כן, עמדת  
22 הנאמן ביחס לפרשנות הוראות שטר הנאמנות אינה חזות הכל ואינה מייצגת באופן גורף את  
23 אומד דעת הצדדים לשטר הנאמנות.  
24
- 25 טענות החברה בתשובה לטענות הרשות  
26
- 27 א. למקרא תשובתה נראה כי הרשות מודה שאין לה סמכות להתערב בסוגיה שהתעוררה  
28 במסגרת התובענה כאן. משעמדה החברה בכל דרישות הגילוי שהציגה הרשות ואין לרשות  
29 סמכות מעבר לדרישת הגילוי, נמצא שהרשות אינה בעל דין דרוש בהליך כאן. זאת ועוד. אם  
30 כטענת הרשות מחזיקי אגרות החוב הם בעלי העניין מכוח הוראות שטר הנאמנות, לרשות  
31 אין מעמד בתובענה כאן.  
32





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

- 1      ב. החברה דוחה את טענת הרשות, כאילו בבחינת אומד דעת הצדדים לשטר הנאמנות יש  
2      להידרש לאומד דעתו של כל מחזיק באגרת חוב. לטענתה, לצורך פרשנות שטר הנאמנות יש  
3      לבחון את אומד דעת הצדדים אשר היו שותפים בפועל לכריתת שטר הנאמנות, החברה  
4      והנאמן. יתר על כן, מחזיקי אגרות החוב הם בבחינת נהנים מכוח שטר הנאמנות אולם אינם  
5      צד לשטר הנאמנות המהווה הסכם בין שני צדדים – החברה והנאמן. נוכח כל אלה, ברור כי  
6      עמדתו של הנאמן ופרשנותו את שטר הנאמנות היא המייצגת, לצד עמדת החברה, את אומד  
7      דעת הצדדים.  
8  
9      ג. במענה לטענת הרשות לפיה חוב פיננסי כולל את כל המרכיבים המופיעים בדוחות הכספיים  
10     של החברה לרבות הנגזר המשובץ ואין זה משנה תחת איזה סעיף הם מופיעים בדוחות  
11     הכספיים, מדגישה החברה את טענתה הנסמכת על חוות הדעת של רו"ח שלומי שוב, כי על פי  
12     כללי החשבונאות נגזר משובץ אינו חוב פיננסי. ועוד. המונח "חוב פיננסי" אינו כולל את כל  
13     ההתחייבויות של החברה ואף לא את כל ההתחייבויות הפיננסיות של החברה. מונח זה  
14     מתייחס לחלק מובחן של חובות אשר מקובל לכלול אותם במסגרת הגדרת "חוב פיננסי". על  
15     כן, אין לכלול בחישוב היחס הפיננסי את הנגזר המשובץ גם אם הוא נזכר בסעיף אחר בדוחות  
16     הכספיים של החברה.  
17  
18     ד. טענת הרשות לפיה בניסוח סעיף 5.4 לשטר הנאמנות היה צורך להחריג במפורש את הנגזר  
19     המשובץ, נסמכת על ההנחה לפיה הנגזר המשובץ מהווה חוב פיננסי, אלא שהנחה זו אינה  
20     נכונה. כפי שפורט לעיל, על פי דין ובהתאם לפרשנות המקובלת והנהוגה בשוק הנגזר המשובץ  
21     אינו מהווה חוב פיננסי. על כן, לא היה צורך להחריג את הנגזר המשובץ במפורש בעת ניסוח  
22     סעיף 5.4 לשטר הנאמנות.  
23  
24     דיון בבקשה התקיים ביום 22.1.2018 בנוכחות כל הצדדים ובסיומו נקבע כי הבקשה תועבר להכרעה.

### דיון

1. סעיף 12 (ג) לחוק הנאמנות, הקובע:

"נאמן רשאי לבקש מבית המשפט הוראות, והוא אינו נושא באחריות אם פעל בתום לב  
לפי הוראות בית המשפט ובאישורו".



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

1 משכך ומשבין הנאמן לבין החברה הוסכם כי סכום הפיקדון שהופקד בידי הנאמן יחולק  
2 בהתאם להכרעת בית המשפט באשר לפרשנות סעיף 5.4 לשטר הנאמנות, רשאי היה הנאמן  
3 להגיש את הבקשה כאן למתן הוראות.

4  
5 2. סעיף 2 לחוק ניירות ערך מכונן את הרשות וקובע כי תפקידה יהיה:

6  
7 "שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך, כנקבע בחוק זה".

8  
9 נוכח הוראה זו, איני רואה לקבל את עמדתה של החברה כאילו משנענתה לדרישת הרשות  
10 לפרסם דוח מיידי בדבר המחלוקת בינה לבין הרשות באשר לפרשנות סעיף 5.4 לשטר  
11 הנאמנות, אין לרשות מעמד במסגרת ההליך כאן. הרשות המופקדת על שמירת עניינם של  
12 ציבור המשקיעים בניירות ערך, מחובתה להביע את עמדתה בכל הליך משפטי הנוגע  
13 לזכויותיהם של המשקיעים בניירות ערך, בהתאם לשיקול דעתה וסדרי העדיפויות שהיא  
14 רואה לנכון במילוי תפקידה.

15  
16 נגזר משובץ – מהו

17  
18 3. לביסוס טענותיה צירפה החברה חוות דעת של רו"ח שלומי שוב (נספח 1), בו מסביר רו"ח  
19 שוב את המונח "נגזר משובץ", בצטטו את סעיף 10 לתקן חשבונאות בינלאומי 39, הקובע:

20  
21 "נגזר משובץ הוא רכיב של מכשיר מעורב (משולב) שכולל גם חוזה מארח לא נגזר –  
22 כתוצאה מכך חלק מתזרימי המזומנים של המכשיר המשולב משתנים באופן דומה לנגזר  
23 העומד בפני עצמו. נגזר משובץ משפיע על חלק מתזרימי המזומנים (או על כל תזרימי  
24 המזומנים), שאילולא כן היו נדרשים לפי החוזה להשתנות בהתאם ל... שער חליפין של  
25 מטבע חוץ מוגדר...".

26  
27 בחוות דעתו מצטט רו"ח שוב את דברי ההסבר לסעיף האמור:

28  
29 "A rationale for the embedded derivatives requirement is that an entity  
30 should not be able to circumvent the recognition and measurement  
31 requirements for derivatives merely by embedding a derivative un a non-  
32 derivative financial instrument... to achieve consistency in accounting for



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

1 such embedded derivatives, all derivatives embedded in financial  
2 instruments ... ought to be accounted for separately as derivatives"  
3

4 רו"ח שוב, מוסיף (שם, סעיף 16):

5  
6 "ניתן ללמוד מהסעיפים הללו כי התפיסה החשבונאית הינה שנגזר משובץ שקול  
7 למכשיר נגזר נפרד העומד בפני עצמו. אמנם מבחינה משפטית מדובר במכשיר אחד,  
8 אולם ככלל החשבונאות מנסה להימנע ממצבים בהם מבנה משפטי מסוים בעל זהות  
9 כלכלית למבנה אחר מוביל לתוצאות חשבונאיות שונות. דהיינו ההטמעה של נגזר  
10 במכשיר פיננסי שאינו נגזר צריכה להיות מטופלת בדיוק באותו אופן כאילו המכשיר  
11 הפיננסי שאינו נגזר מונפק בנפרד והנגזר היה מונפק בנפרד".  
12

13 4. בהתחשב באמור עד כאן, ההפרדה בין רכיב פיננסי שאינו נגזר (אגרת חוב) לבין רכיב פיננסי  
14 נגזר (הצמדה לשער הדולר – נגזר משובץ) המוטבע בתוך מכשיר פיננסי אחד, היא לכל היותר  
15 צורך או דרישה חשבונאית שאין בה כדי לשנות מהמשמעות הכלכלית הכוללת של המכשיר  
16 הפיננסי בו מוטמעים שני הרכיבים.  
17

### 18 פרשנות המונח חוב פיננסי

19  
20 5. בהמשך חוות דעתו מבהיר רו"ח שוב כי המונח "חוב פיננסי" הנזכר בסעיף 5.4 לטר  
21 הנאמנות אינו מונח חשבונאי (שם סעיף 26), והכוונה בהגדרת "חוב פיננסי נטו" היא בעיקרה  
22 שאלה פרשנית משפטית (שם סעיף 27).  
23

24 6. תחילת המסע בפרשנות הוראה בחוזה, כמו גם בטר הנאמנות, היא לשון החוזה ובהתחשב  
25 במילים: "חוב פיננסי נטו מתואם" – סך החוב כפי שמופיע בדוחות הכספיים של החברה  
26 "...", הנזכרות בהגדרה שבסעיף 5.4 לטר הנאמנות, נראה כי ככל שמדובר ברכיב הנגזר  
27 המשובץ (חוב החברה הנובע מרצפת שער הדולר שנקבעה לסכום קרן אגרות החוב והריבית  
28 על הקרן כאמור בסעיף 2.5 לטר הנאמנות), לשון הסעיף יכולה לסבול גם את הפרשנות של  
29 החברה וגם את הפרשנות של הרשות, לפי שהנגזר המשובץ נכלל בדוחות הכספיים של החברה  
30 כמפורט בביאור 2 י. (2) ובביאור 10 לדו"ח הכספי לשנת 2014 ובביאור 11 לדו"ח הכספי משנת  
31 2015. לעניין זה יצוין כי בדוחות הכספיים של החברה נכללה הערה לפיה "הביאורים  
32 המצורפים מהווים חלק בלתי נפרד מהדוחות הכספיים המאוחדים".  
33





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

- 1 יוער, כי בתשובתה טענה החברה כי הוסכם ונקבע בין הצדדים כי החוב הפיננסי נטו ייקבע  
2 בהתאם לכללים החשבונאיים (שם, סעיף 57), אלא שכפי שצוטט לעיל, הוראות סעיף 5.4  
3 לשטר הנאמנות מתייחסות לחוב הפיננסי "כפי שמופיע בדוחות הכספיים של החברה" ולא  
4 לכללים חשבונאיים.
- 5
- 6 7. משהפרשנות המוצעת על ידי שני הצדדים יכולה להתיישב עם לשון הוראות סעיף 5.4 לשטר  
7 הנאמנות, פרשנות המונח חוב פיננסי נטו מתואם תיקבע בהתאם לתכלית אותה ביקשו להשיג  
8 מנסחי שטר הנאמנות בנסחם את סעיף 5.4 בהתחשב באופי העסקה המגולמת בהנפקת אגרות  
9 חוב לציבור המשקעים.
- 10
- 11 8. באשר לתכלית קביעת היחס הפיננסי, מסכים ר"ח שוב לגישת הרשות לפיה התכלית  
12 הכלכלית בקביעת היחס הפיננסי היא לייצר למחזיקי אגרות החוב הגנה מפני הרעה במצב  
13 החברה. ר"ח שוב מוסיף כי אמות מידה פיננסיות משמשות לתכליות נוספות ובכלל זה  
14 הבטחת מאפייני הפעילות של החברה, מינוף פיננסי, יחסי רווחיות, יחסי נזילות ויחסי יעילות  
15 תפעולית (סעיפים 58 – 60 לחוות הדעת). כך או כך, נראה כי גם אם יש בקביעת היחס הפיננסי  
16 כדי להיטיב עם החברה, יש בכך כדי להבטיח קו הגנה מפני הרעה במצבה הכלכלי של החברה  
17 וככל שיורע מצבה הכלכלי של החברה והסיכון, יזכו מחזיקי אגרות החוב בריבית בשיעור  
18 0.5% נוסף על הריבית המוסכמת. בכך יהיה מעין פיצוי על הסיכון המוגבר הגלום בהרעה  
19 ביחס הפיננסי המשקף הרעה במצבה הכלכלי של החברה.
- 20
- 21 9. משזו התכלית של הוראות סעיף 5.4 ונוכח האמור לעיל, ברור עד מאוד שהפרשנות המוצעת  
22 על ידי הרשות היא הפרשנות המשרתת את תכליתו של סעיף 5.4 לשטר הנאמנות. דהיינו,  
23 התחשבות בהיקף חוב החברה הנובע מהנגזר המשובץ (חוב החברה הנובע מרצפת שער הדולר  
24 שנקבעה לסכום קרן אגרות החוב והריבית על הקרן כאמור בסעיף 2.5 לשטר הנאמנות) משקף  
25 בצורה כלכלית נכונה יותר ומלאה את מצבה של החברה ואילו התעלמות מרכיב הנגזר  
26 המשובץ בחישוב היחס הפיננסי, פוגע בתכלית שלשמה נקבע ההסדר שבסעיף 5.4 לשטר  
27 הנאמנות.
- 28
- 29 10. נוכח מסקנתי שלעיל, לא ראיתי לנכון ליתן משקל רב, לטענת החברה לפיה הפרשנות לפיה  
30 אין לכלול את הנגזר המשובץ בחוב הפיננסי לצורך חישוב היחס הפיננסי "מקובלת ונהוגה  
31 בשוק". כפי שבואר לעיל, ההבחנה בין רכיב הנגזר המשובץ לבין רכיב שאינו נגזר נועדה  
32 לצרכים חשבונאיים, ואינה נדרשת לצורך בחינת מצבה הכלכלי של החברה או הערכת הסיכון



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

- 1 של מחזיקי אגרות החוב. לכך יש להוסיף, כי בתשובתה מצביעה הרשות על דו"ח דירוג של  
2 החברה שבוצע על ידי מידרוג נכון לדצמבר 2016, בו מצוין כי "החוב הפיננסי כולל את הנגזר  
3 המשובץ בדוחות הכספיים בגין הרכיב הדולרי של אג"ח א' בתרחיש של עליית שער החליפין  
4 של השקל מול הדולר" (נספח 3 לתשובת הרשות). מכאן, שאף מבלי להידרש לדוגמאות עליהם  
5 מצביעה החברה בתשובתה ולמרות האמור לעניין זה בסעיף 37 לחוות הדעת של רו"ח שוב,  
6 נראה כי אופן חישוב החוב הפיננסי אותו מציעה החברה אינו מקובל על כל הגורמים  
7 הרלבנטיים להשקעה באגרות חוב. נוכח האמור לעיל לא ראיתי לנכון להידרש לתנאי שטרי  
8 נאמנות אחרים עליהם הצביעה החברה.  
9
- 10 11. לתמיכה בפרשנות אותה היא מציעה, נסמכת החברה על אופן התנהלותו ועמדתו של הנאמן  
11 בעת החתימה על שטר הנאמנות ולאחר מכן, ובלשונה: "עמדתו של הנאמן ופרשנותו את שטר  
12 הנאמנות היא המייצגת, לצד עמדת החברה, את אומד דעת הצדדים".  
13
- 14 נאמן חייב לשמור על נכסי הנאמנות, לנהלם לפתחם ולפעול להשגת מטרות הנאמנות,  
15 ומוסמך הוא לעשות כל הדרוש למילוי תפקידיו (סעיף 10 לחוק הנאמנות). בתוך כך מוסמך  
16 נאמן להתקשר בחוזה לטובת הנהנים ובדרך כלל לצורך בחינת אומד דעת הצדדים לחוזה  
17 כזה, נדרש לאומד דעתו של הנאמן אשר השתתף בעריכת החוזה וכריתתו. אלא שבמקרה  
18 כאן, איני רואה ליתן משקל רב לאומד הדעת אותו מייחסת החברה לנאמן, משום שבתשובתה  
19 הבהירה החברה כי "שטר הנאמנות נחתם לאחר משא ומתן, שנוהל בין הנאמן וגופים  
20 מוסדיים שהתעניינו להשקיע בחברה", דהיינו במסגרת המשא ומתן לקביעת תנאי אגרות  
21 החוב השתתפו משקיעים בעלי אינטרס ישיר וסביר להניח שהם היו הדומיננטיים במשא ומתן  
22 עם החברה לקביעת תנאי אגרות החוב. לכך, יש להוסיף כי בסעיף 1.1 לשטר הנאמנות, נקבע:  
23 "אין בחתימת הנאמן על שטר הנאמנות הבעת דעה מצדו בדבר טיבם של ניירות הערך  
24 המוצעים או כדאיות ההשקעה בהם". בכך, יש משום הצהרה של הנאמן שאינו מביע עמדה  
25 באשר לתנאי אגרות החוב או אופן פרשנותם. לציין, כי בבקשתו הבהיר הנאמן כי "בשעת  
26 מעשה" סבור היה שפרשנותה של החברה מצויה במסגרת מתחם הסבירות, אולם בשלב זה  
27 הנאמן אינו מביע עמדה.  
28
- 29 12. לציין, כי מלבד האמור בסעיף 41 לתצהירו של יזהר שמעוני, סמנכ"ל הכספים בחברה, לא  
30 צירפה החברה ראיות לתמוך בטענתה כאילו "הוסכם ונקבע בין הצדדים כי החוב הפיננסי  
31 נטו ייקבע בהתאם לכללים החשבונאיים, באופן הכולל רק חובות נושאי ריבית, ולא כולל את  
32 הנגזר המשובץ" (סעיף 57 לתשובת החברה). כך, נמנעה החברה מצירוף תכתובות או טיוטות





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ה"פ 17-09-47188 משמרת- חברה לשירותי נאמנות בע"מ בעניין אול-יר הולדינגס  
לימיטד ובעניין רשות לניירות ערך

1 שילמדו על ההסכמה האמורה ואף נמנעה מלצרף תצהירים או לזמן לעדות את נציגי הגופים  
2 המוסדיים עמם ניהלה משא ומתן. מחדל זה, יש לזקוף לחובתה.  
3  
4 אוסיף, כי על רקע גרסתה של החברה כאילו נוהל משא ומתן בינה לבין משקיעים מוסדיים  
5 על תנאי אגרות החוב וגרסתה כאילו הוסכם שלא לכלול את הנגזר המשובץ בחישוב החוב  
6 הפיננסי, מקובלת עליי טענת הרשות, לפיה היה על החברה והגופים המוסדיים אשר לטענתה  
7 השתתפו במשא ומתן לעריכת שטר הנאמנות לציין במפורש שבחישוב החוב הפיננסי לא יכלל  
8 הנגזר המשובץ ומשלא עשו כן, יש לפרש את המונח "חוב פיננסי" ככולל את רכיב הנגזר  
9 המשובץ לצורך חישוב היחס הפיננסי. במיוחד כך בהתחשב בכך שמדובר באגרות חוב אשר  
10 עקרון הגילוי מחייב שיהיו בפני המשקיעים בהם כל המידע והפרטים החשובים למשקיע  
11 סביר השוקל את רכישת אגרות החוב.  
12  
13

14 סוף דבר

15  
16 נוכח האמור עד כאן ובהתחשב במבוקש בבקשה למתן הוראות, הנני מורה לנאמן לחלק את הפיקדון  
17 בסך 3,240,000 ₪ בצירוף פירותיו למחזיקי אגרות החוב (סדרה א).

18  
19 החברה תשלם לנאמן את הוצאות הבקשה ושכ"ט עו"ד בסך 17,600 ₪.

20  
21  
22 מזכירות בית המשפט תמציא את פסק הדין לבאי כח הצדדים

23 ניתן היום, כ"ט שבט תשע"ח, 14 פברואר 2018, בהעדר הצדדים.

24  
25  
26  
27  
28  
29  
  
מגן אלטוביה, שופט

