

בעניין : חוק החברות, התשנ"ט-1999
תקנות החברות (פירוק), תשמ"ז-1987
פקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983
"חוק החברות"
"התקנות"
"פקודת החברות"

הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ, ח.פ. 51-0705197
הנאמן לאגרות החוב (סדרה ט') של אי די בי חברה לפתוח בע"מ
מרחוב הירקון 113, תל אביב
על-ידי עוה"ד גיא גיסין ו/או יואל פרייליך
ו/או ענבר חכמיאן-נהרי ו/או יבגניה גלוחמן ואח'
ממשרד גיסין ושות', עורכי דין
רחוב הברזל B38, תל אביב 69710
טלפון: 03-7467777; פקסימיליה: 03-7467700

"המבקש" / "הנאמן"

- נ ג ד -

אי די בי חברה לפתוח בע"מ, ח.פ. 52-0032285
על-ידי ב"כ ממשרד גורניצקי ושות', עורכי דין
שדרות רוטשילד 45, תל אביב
טלפון: 03-7109191; פקסימיליה: 03-5606555

"החברה"

ובעניין :
1. Dolphin Fund Ltd
2. Dolphin Netherland BV
3. Inversiones Financieras Del Sur S.A
על-ידי ב"כ עוה"ד איל רוזובסקי ו/או אלי בורשטיין ו/או יעל אנטונלי ואח'
ממשרד מיתר ליקוורניק גבע לשם טל, עורכי דין
מדרך אבא הלל סילבר 16, רמת-גן 525068
טלפון: 03-6103100; פקסימיליה: 03-6103111

"קבוצת דולפין";

ובעניין : **כונס הנכסים הרשמי**
מרחוב השלושה 2, תל אביב

"הכנ"ר"

תשובה ראשונית ל"בקשה דחופה למינוי מפרק זמני ולקביעת דיון"

בהתאם להחלטת בית המשפט הנכבד מיום 2.6.2016, Dolphin Fund Ltd, Dolphin Netherland, Inversiones Financieras Del Sur S.A ו-BV (שלושתן יחד להלן: **"דולפין"**) מתכבדות להגיש את תגובתן לבקשה הדחופה למינוי מפרק זמני ולקביעת דיון דחוף שהוגשה בגדרו (להלן: **"הבקשה"**) שהוגשה על ידי הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ, הנאמן לאגרות החוב (סדרה ט') של אי די בי חברה

לפתוח בע"מ (להלן, בהתאמה: "נאמן אג"ח ט"); וכן "החברה" או "פיתוח". בית המשפט הנכבד מתבקש בזאת לדחות את הבקשה ולחייב את נאמן אג"ח ט' בהוצאות הכנת תגובה זו.

לנוכח סד הזמנים במסגרתו מוגשת התשובה הנוכחית, ברי כי התשובה אינה מתיימרת למצות את כל טענות דולפין, וזו שומרת לעצמה את הזכות להעלותן הן במסגרת הדיון בבקשה והן בשלבים מאוחרים יותר.

דולפין גם שומרת על זכותה לתבוע מנאמן אג"ח ט' ומהמחזיקים את כל נזקיה כתוצאה מפתיחת הליך סרק מופרך וחסר תוס לב זה והגשת הבקשה.

א. פתח דבר

1. אין בבקשה ממש. אין בבקשה מתוס. הבקשה מהווה דוגמה מובהקת לשימוש לרעה בהליך משפטי. מדובר בבקשה המובלת על ידי קרנות פרטיות ואגרסיביות, שכל מטרתן לשפר את ערך אגרות החוב שבידיהן ולו במחיר של גרימת נזק עצום לחברה ולבעלי השליטה בה. מדובר בניסיון להטעות את בית המשפט הנכבד ולקבל ממנו סעד (כגון מינוי משקיף) שיגרום נזק כבד לחברה ויהווה "פתח בדלת" שיוביל למשא ומתן לשיפור תנאי אגרות החוב - שיפור שאינו מגיע למחזיקים.

2. מדובר בניסיון פסול וחסר תוס לב (בלשון עדינה) של נאמן אג"ח ט' ליטול שלא כדין כספים לא לו אשר הוזרמו זה עתה על ידי דולפין לתוך החברה - כספים אשר במוצהר נועדו לשמש לפירעון התחייבויותיה השוטפות של החברה. נאמן אג"ח ט', בחוסר תוס לב קיצוני, השתהה במכוון וארב מן הצד במשך חודשים (גם בשעה שבוצעו תשלומים שוטפים לנושים אחרים של החברה, אשר לגביהם לא העלה כל טענה של העדפת נושים ולא פעל לעוצרם), עד לאחר שדולפין הזרימה הון עתק לתוך החברה - חצי מיליארד ש"ח. אז, ורק אז, פעל הנאמן על מנת לנסות ולשים את ידו על כספים אלה. די בהשתהות קיצונית ומכוונת זו בלבד כדי להביא לדחיית הבקשה על הסף.

3. במסגרת הבקשה נטען לתחושת "דה ז'ה וו" ביחס למצב החברה בהשוואה לשנת 2013. אין לכך שחר. אין שום דימיון (ולו קל שבקלים) בין מצב החברה בשנת 2013 למצבה היום. כל ניסיון לייצר תחושת "דה ז'ה וו" הוא ניסיון מלאכותי, שקוף ומזויף, שמטרתו "לייצר אוירה" ולחלץ מבית המשפט הנכבד סעדים דומים לאלה שניתנו למחזיקים בשנת 2013. מצבה של החברה היום טוב אלפי (נכון יותר - מאות מיליוני) מונים ממצבה בשנת 2013:

(א) לחברה הון עצמי חיובי של 361 מיליון ש"ח (לעומת הון עצמי שלילי של כרבע מיליון ש"ח בשנת 2013);

(ב) לחברה יכולת עצמאית לגייס חוב (לעומת חוסר יכולת בשנת 2013);

(ג) לחברה בעל שליטה חזק ותומך שהזרים לחברה סכום חסר תקדים של למעלה משני מיליארד ש"ח במהלך השנתיים האחרונות, מתוכם כחצי מיליארד ש"ח רק לפני כחודשיים (לעומת שנת 2013, כאשר בעלת השליטה היתה חדלת פרעון ולא היתה לה יכולת לתמוך בחברה);

(ד) חובות החברה (ברוטו) היום עומדים, לפי טענת הנאמן, על כ-3.2 מיליארד ש"ח (לעומת סך של כ-5.8 מיליארד ש"ח בשנת 2013), וזאת בשעה שמצבת נכסי החברה נותרה זהה (קרי, לא נמכרו נכסים ולא נמשכו דיבידנדים);

(ה) תשואות אג"ח ט' עומדות היום על כ-13% (לעומת כ-56% בשנת 2013).

ועוד ועוד.

הנה כי כן, כל המדדים, ללא יוצא מן הכלל, מצביעים על כך שמצב החברה היום שונה בתכלית ממצבה לפני שלוש שנים (ואפילו אז לא נקבע שהחברה חדלת פרעון). לפיכך, טענת נאמן אג"ח ט' לדה ז'ה וו היא טענה חסרת שחר ופופוליסטית, אשר נטענת בחוסר אחריות ובחוסר זהירות משווע.

4. נזכיר, כי בשנת 2013 העריך המומחה מטעם בית המשפט את שווי החברה בשווי חיובי מובהק של כ-870 מיליון ש"ח עד כ-1.1 מיליארד ש"ח. על בסיס שווי זה השקיעה דולפין בחברה. מאז ועד היום לא מומש ולו נכס מהותי אחד של החברה. לא נמשך מהחברה דיבידנד כלשהו. ואולם, הוזרמו אליה ממקורות חיצוניים (רובם הגדול על ידי דולפין) כשני מיליארד ש"ח וחצי. במילים אחרות, על בסיס חוות הדעת של המומחה מטעם בית המשפט בשנת 2013, שאומצה אז על ידי בית המשפט הנכבד ושעל בסיסה בוצע הסדר החוב, שוויה של החברה היום אמור לנוע בין כ-3.4 מיליארד ש"ח ל-3.6 מיליארד ש"ח. תוצאה זו מדברת בעד עצמה.

5. מדהים להיווכח, כי בניגוד לנטען במפורש, בביטחון רב וללא כל סייג בבקשה, כאילו החברה חדלת פרעון, נאמן אג"ח ט' אינו תומך טענה זו בתצהירו ואינו מעיז להצהיר, כי החברה חדלת פרעון. יתרה מכך: אפילו ה"מומחה" מטעם אג"ח ט' (שאינו אלא רו"ח צעיר וחסר ניסיון, אשר ניאות לשמש "עט להשכיר" לצורך הגשת חוות דעת מופרכת) - אפילו הוא אינו טוען בחוות הדעת כי החברה חדלת פרעון, אלא הסתפק באמירה, כי החברה מצויה "בסביבה של חדלות פרעון" (טענה שגם היא מופרכת, מוטה וחסרת שחר).

6. במילים אחרות, המבקש עותר לצו פירוק נגד פיתוח בלי שהוא טוען שהחברה חדלת פרעון. המבקש עותר לפירוק מבלי שיש עילת פירוק, אפילו לא על פני הדברים.

7. ברי כי לא ניתן להיעתר לבקשה למתן סעדים זמניים במסגרת בקשת פירוק, כאשר הן המצהיר והן ה"מומחה" מטעמו אינם טוענים כי החברה חדלת פרעון (ואינם מוכנים ליטול על עצמם את האחריות הנובעת מהעלאת טענה כל כך מופרכת כאמור). מעולם לא נתקלנו בבקשת פירוק על בסיס טענת חדלות פרעון, שבה אין כל טענה מגובה בתצהיר או בחוות דעת מומחה שהחברה חדלת פרעון. מדובר בבקשה חסרת אחריות, אשר תוצאותיה עלולות לגרום נזק אדיר, הרה אסון - בהיקף של מיליארדים - לחברה ולבעלי השליטה בה. על רקע זה, חוסר הנכונות לגבות את הטענות בתצהיר או בחוות דעת מומחה (על כל המשמעויות הכרוכות בכך), בולט פי כמה. די בכך כדי להביא לסילוק הבקשה על הסף.

8. זאת ועוד. על פי הדין, צו לפירוק חברה מחמת חדלות פרעון ניתן אך ורק כאשר החוב, אי תשלומו על ידי החברה וחדלות פרעונה אינם שנויים במחלוקת. בענייננו, החוב שנוי במחלוקת (קרי, אין יסוד להעמדה לפירעון מיידי ואפילו אין הליך בעניין) וגם חדלות הפרעון שנויה

במחלוקת. לא זו בלבד שהחברה ודולפין חולקים מכל וכל על כך שהחברה חדלת פרעון, אלא שאפילו המבקש עצמו וה"מומחה" מטעמו אינם טוענים זאת.

9. על מי שמבקש סעד זמני (וכל שכן במסגרת הליך פירוק, על המשמעויות הנלוות לכך) להראות כי סיכויי התובענה להתקבל הם סיכויים טובים. בנסיבות אלה (שבהן טענת חדלות הפירעון אינה נתמכת על ידי המצהיר וה"מומחה"), ברי כי סיכויי התובענה העיקרית להתקבל - אפסיים. נזכיר, כי ההלכה, כפי שסוכמה על ידי ד"ר צ' כהן (ראה צפורה כהן "פירוק חברה על-פי בקשת נושה, קווים מנחים להפעלת שיקול הדעת של בית המשפט" מחקרי משפט יב, תשנ"ה-1995), הינה כדלקמן:

"בית המשפט ידחה בקשה לפירוק, כאשר החברה חולקת בתום לב על החוב ועל היותה חסרת כושר פירעון. כמו כן, כאשר הבקשה לפירוק הוגשה שלא בתום לב, דהיינו לא מתוך כוונה לקבל צו פירוק, אלא מתוך מטרה לסחוט מהחברה סכום גבוה יותר מזה שמגיע ממנה, באמצעות לחץ של איום להגשת בקשת פירוק, גם אז תידחה הבקשה."

10. בנסיבות העניין - אף מבלי להיכנס לדיון בגוף הטענות - כאשר הנאמן עצמו והמומחה מטעמו אינם מוכנים לומר בבירור, כי החברה חדלת פרעון ושעה שהחברה ודולפין חולקות על כך מכל וכל ובתום לב, די בכך כדי להבהיר, כי דין בקשת הפירוק להידחות. לפיכך, גם ברור כי אין ליתן כל סעד זמני, במסגרת התובענה.

11. ונדגיש - לא בכדי איש מטעם המבקש אינו מוכן להצהיר על כך שהחברה חדלת פרעון: מדובר בחברה עם נכסים מניבים ומעולים, ששווים מצוי בתהליכי השבחה מתמדת, אשר עומדת בכל התחייבויותיה במועדן ויש לה יכולת מובהקת וכלים להמשיך לעמוד בכל התחייבויותיה במועדן. זאת ועוד, ששווי נכסי החברה עולה במאות מיליוני שקלים רבים (אם לא מעבר לכך) על היקף התחייבויותיה, וכל זאת עוד לפני שהושלם התהליך של השבחת נכסיה.

12. זאת ועוד. נאמן אג"ח ט' היה נכון לזנוח את כל טענותיו בדבר חדלות פרעון, כביכול, ובדבר העדפת נושים אילו רק היתה החברה נאותה לשפר את מצבם של מחזיקי אג"ח ט', כפי שדרש מן החברה, בין היתר, בדרך של הנפקת אופציות לרכישת מניות כלל למחזיקי אג"ח ט', העמדת שעבודים לטובתם והגדלת שיעור הריבית (כולן פעולות שבמצב אמיתי של חדלות פרעון ייחשבו כהעדפת נושים מובהקת ואסורה). אם החברה היתה נכנעת לתכתיביו ומשפרת את מצבם של שולחיו, כל הטענות בדבר חדלות פרעון, כביכול, או העדפת נושים, כביכול, היו כלא היו. ואולם, משנמנעה החברה מלהיכנע לעמדתו הסחטנית של הנאמן - רק אז החליט הנאמן, לפתע, שהחברה חדלת פרעון והתשלומים למחזיקי אגרות החוב האחרות הם בגדר "העדפת נושים". מעבר לחוסר תום הלב הקיצוני בה נגועה התנהלות זו, ברי כי עצם הדרישה לשפר את מצבם של מחזיקי אג"ח ט' לעומת נושים אחרים, מהווה כשלעצמה הודאה של נאמן אג"ח ט', כי גם לשיטתו החברה איננה חדלת פרעון, שהרי אין זה מתקבל על הדעת שהוא יתן ידו למה שנתפס על ידו כהעדפת נושים פסולה.

13. יתרה מכך. סעד זמני נועד לשמור על מצב הדברים הקיים עד להכרעה בסעד העיקרי. במסגרת הבקשה, נתבעים סעדים שמבוקש בהם בדיוק את ההיפך מכך: לשנות את מצב הדברים הקיים

ולחפוף סדרי בראשית בתוך החברה (מינוי בעל תפקיד, עצירת תשלומים וכו'). די בטעם זה כשלעצמו כדי להצדיק את דחייתם של סעדים אלה.

14. מן הבקשה עולה, כי הציפייה של נאמן אג"ח ט' היא לכך שהחברה תחזיק בכל רגע נתון בחשבון הבנק שלה די מזומנים (בהיקף מצטבר של מאות מיליוני ש"ח רבים) על מנת להבטיח את קיום התחייבויותיה התזרימיות כשנה מראש. טענה זו מעידה על חוסר הבנה בסיסי בניהול חברה (וכל שכן כאשר מדובר בחברת החזקות בסדרי גודל עצומים שכאלה). החזקה של מזומן בהיקף כספי כל כך משמעותי, בכל רגע נתון, תוך אובדן הפוטנציאל של הפקת רווח מתאים מן המזומן או שווה הערך לו, היא חסרת כל היגיון ואין לה כל בסיס. דווקא החזקה כזו תגרום לאובדן הכנסות פוטנציאלי ותגרום נזק לחברה. נכון להיום, לחברה יש די מזומנים בקופה כדי לקיים את התחייבויותיה עד חודש אוגוסט 2016 (כולל). בנוסף, כפי שנראה, לחברה יש גם נכסים נזילים בהיקף של מאות מיליוני שקלים נוספים, אשר מהם היא יכולה להיפרע בטווח המידי-קצר בהתאם לצרכי תזרים המזומנים שלה. בנוסף, בניגוד למצב החברה בשנת 2013, נכון להיום לחברה יש גם יכולת לגייס חוב. די בכך כדי לעמוד במבחני חדלות הפרעון.

15. הבקשה מהווה ניסיון לסחוט את החברה ואת דולפין. למרבה הצער, אין זה הניסיון הראשון של נאמן אג"ח ט' לסחוט את החברה. הניסיון הקודם נעשה (תוך ניצול מחפיר של זכות הגישה לערכאות) ממש לא מזמן ביום 10.3.2016. בדיון מיום 10.3.2016 ביקש נאמן אג"ח ט' כך: **"כל מה שאנחנו מבקשים הוא שתנתן החלטה שככל שהחברה תדרדר לחדלות פרעון תוך פרק זמן מסוים, מחזיקי אג"ח ט', זכאים לסכום כזה וכזה"** (עמוד 71 לפרוטוקול נספח 21 לבקשה). הנה, אף לשיטתו של נאמן אג"ח ט', נכון ליום 10.3.2016, החברה לא היתה חדלת פרעון. לפי הודאתו של הנאמן עצמו בבקשה, מאז ועד היום **"דבר לא השתנה למעט הזרמתו של ההון כאמור"** (קרי, הון עתק של 500 מיליון ש"ח שהוזרם לתוך החברה על ידי דולפין) (סעיף 96 לבקשה). אגב, גם הטענה שדבר לא השתנה אינה נכונה, שכן במהלך החודשים האחרונים, החברות הבנות המהותיות בקבוצה הציגו שיפור במצבן העסקי ושיפור בשווי השוק שלהן. בנוסף, החברה קיבלה הצעה לרכישת החזקותיה בכלל ביטוח, לפי שווי העולה משמעותית על שווי השוק של החברה.

16. באותו דיון מחודש מרץ 2016 הדגיש הנאמן שמונה על ידי בית המשפט הנכבד (ואשר מכיר היכרות קרובה ביותר את החברה), מר איל גבאי, כי עמדתו היא שאידיבי פיתוח היא חברה כשרת פרעון. כך השיב מר גבאי לשאלת בית המשפט הנכבד בעניין זה: **"לו היינו חושבים שאידיבי פיתוח עתידה בעוד כמה חודשים עד שנה להקלע לחדלות פרעון לא היינו הולכים למהלך כזה"** (עמוד 72 לפרוטוקול נספח 21 לבקשה). מאז, כאמור, רק חל שיפור במצב החברה.

17. רצונו של נאמן אג"ח ט' הוא להשיג צו מניעה שימנע תשלום של מאות מיליוני שקלים, תשלום ידוע ומתוכנן מראש, ולכפות על החברה ועל דולפין לקיים עימו משא ומתן בו - כך הוא מקווה - הוא יצליח להביא למחזיקים הישגים וטובות הנאה שאינם מגיעים להם ושהוא לא הצליח להשיגם במשא ומתן עד היום. נזכיר, כי הנאמן הטוען היום כי החברה חדלת פרעון, דרש אך לפני מספר שבועות מן החברה לשעבד נכסים לטובת הבטחת חובם של המחזיקים ולהקנות למחזיקי אג"ח ט' טובות הנאה נוספות שאינן קבועות בשטרי הנאמנות. בכך טוען הנאמן דבר והיפוכו: מחד, כי החברה חדלת פרעון; ומאידך: כי החברה יכולה לשפר את מצבם של נושים

ספציפיים - אך ורק הנושים שהנאמן מייצג. ברור כי מדובר בחוסר תום לב מקומם מן הדרגה הגבוהה ביותר.

18. נאמן אג"ח ט' עושה שימוש לרעה בהליכי משפט פעם אחר פעם ובסיבוב הקודם הוא כבר ננזף על כך על ידי בית המשפט הנכבד שלא נשאר אדיש לדבר. בית המשפט הנכבד קבע ביום 10.3.2016 כי מחזיקי האג"ח "מבקשים לאחוז את החבל משני קצותיו", כי הם מבקשים "לתפוס טרמפ על התיקון" וכי "לא עלה בידם להצביע על עילה כלשהי שבדין, אשר מכוחה ניתן לכפות על קבוצת דולפין הזרמה של הון נוסף לאדבפ, או העמדת בטוחות כלשהן לטובתם של מחזיקי אג"ח ט'" (נספח 21 לבקשה). ונזכיר שוב. נאמן אג"ח ט' הודה בסעיף 96 לבקשה כי "דבר לא השתנה למעט הזרמתו של ההון האמור" בתיקון להסדר. נאמן האג"ח מנוע מלהגיש כיום בקשה לסעדים זמניים בהתבסס על אותן עובדות שהיו ידועות כבר במרץ 2016 ודי גם בכך כדי לדחות את הבקשה וההליך כולו.

19. מטבע הדברים, הנזק שיגרם לחברה ולדולפין כתוצאה מקבלת הבקשה (או כל חלק ממנה), הינו עצום ובלתי הפיך כבר בטווח הזמנים המידי, וזאת ללא שום הצדקה. לעומת זאת, למחזיקי אג"ח ט' לא יגרם כל נזק מביצוע התשלומים כפי שלא נגרם להם כל נזק מביצוע תשלומים אחרים שנעשו ממש בעת האחרונה, שאותם הם לא ניסו לעצור וכפי שלא נגרם נזק לצדדים שלישיים כתוצאה מתשלום הריבית על החוב של מחזיקי אג"ח ט' - תשלומי ריבית שאותם לא ביקשו מחזיקי אג"ח ט' לעצור.

20. הבקשה מבוססת כל כולה על חוות דעתו של רו"ח סרבינסקי. ללא חוות דעת זו (שגם בה לא נטען כי החברה חדלת פרעון), אין בבקשה דבר. בכל הכבוד, רו"ח סרבינסקי הינו רו"ח חסר נסיון (בעל ותק של כ-ארבע שנים במקצוע), לא מוכר ואינו יכול להיחשב כמומחה (בוודאי לא לצורך הליך כה מורכב כהליך הנוכחי). מדובר ב"מומחה להשכיר" שהיה נכון לכתוב ולומר הכל, על מנת לקבל את התיק. כך למשל -

(א) ה"מומחה" מתעלם בחוות דעתו לחלוטין מאופציות המוחזקות על ידי החברה בדסק"ש "עמוק בתוך הכסף" בשווי של כמאה מיליון ש"ח.

(ב) המומחה גם "העלים" - ממש כך - כ-100 מיליון ש"ח מהשווי בספרים של חברת IDBG, בתואנה, כי ניסיונות למכור אותה בעבר (לפני למעלה משנתיים) לא צלחו.

(ג) המומחה התעלם משווי השוק העדכני של דסק"ש וקבר את המידע בהערות השוליים תוך הפחתה של 90 מיליון ש"ח נוספים - סתם כך - מה-NAV של החברה.

(ד) המומחה ערך את חלופת שווי השוק (החלופה הראשונה) על בסיס שווי שוק של נכסי החברה להיום (שווי במימוש מיידי) אך את הוצאות המטה של החברה הוא היוון לשנים קדימה וגילם אותן בערכן המצטבר על פני שנים. כך יצא סכום של 100 מיליון ש"ח - המגלם שווי עתידי - שמחושב כהוצאה לצורך חישוב ה-NAV העכשווי של החברה. מדובר כמובן בעיוות בולט על פני חוות הדעת ובמניפולציה, ששוויה לצורך הערכת ה-NAV הוא כ-100 מיליון ש"ח.

די בתיקון טעויות אלה (ויש רבות נוספות בחוות הדעת) כדי לגרום אפילו לתרחיש הקיצון הפסימי ביותר המוצג על ידי ר"ח סרבינסקי, לשיטתו שלו, כדי להפוך את ה-NAV של החברה משלילי לחיובי. זאת, אף מבלי להידרש לתחשיבים המופרכים האחרים המופיעים בחוות הדעת.

21. זאת ועוד. חוות דעת ה"מומחה" כולה מבוססת על שווי השוק הנסחר של מניות החברות הבנות של פיתוח. מדובר בהסתמכות יתר על שווי השוק, שלנוכח התנודתיות הרבה שלו, אינו משקף את שוויין האמיתי של החברות. הסתמכות זו עומדת בסתירה לכל ההלכות המשפטיות בנושא ואף לחוות הדעת של בייקר טילי עצמה לפני כשנתיים וחצי, שם נאמר כי לא ניתן להסתמך על שווי השוק כשווי מייצג של החברה. מכל מקום, אילו רצה המומחה לדעת כיצד הציבור מעריך את שווי השוק של החברה עצמה, כל שהיה עליו לעשות הוא לבדוק את שווי השוק שבו נסחרו מניות החברה עובר להפיכתה לחברה פרטית. אם היה עושה כן, הוא היה מגלה, כי נכון ליום המסחר האחרון במניות החברה, יום 29.3.2016, שווי השוק של החברה עמד על כ-1.4 מיליארד ש"ח. מאז ועד היום הוזרמו לתוך החברה כחצי מיליארד ש"ח נוספים! די גם בכך - אף מבלי להיכנס לחוות הדעת לגופה - כדי להראות עד כמה חוות הדעת מופרכת, מוטת, מגמתית ולא מקצועית. ברי, כי חברה הנסחרת בשווי שוק כל כך גבוה, אינה חברה חדלת פרעון, ואף רחוק מכך.

22. זאת ועוד. אותו מומחה ממש החתום על חוות הדעת הנוכחית היה שותף להכנה של, כך על פי טענתו שלו, חוות דעת אחרת מטעם פירמת בייקר טילי בשנת 2013, אשר לפיה שווי פיתוח נע בין 700 מיליון ש"ח למיליארד ש"ח. מאז ועד היום הוזרמו לחברה כשני מיליארד ש"ח וחצי ולא נמכר כל נכס מהותי. אין בחוות הדעת או בבקשה כל ניסיון להתמודד עם הפער העצום בין מה שנטען אז על ידי פירמת בייקר טילי ומר סרבינסקי לבין חוות הדעת דהיום. די בכך כדי להביא לדחייתה המוחלטת של חוות הדעת.

23. גם אם בהתעלם מהטענות לגוף העניין, הבקשה לסעד זמני אינה יכולה לעמוד. וזאת נדגיש, סעד זמני אמור לשרת את הסעד העיקרי. אם הסעד הזמני אינו משרת את הסעד העיקרי, אין לו זכות קיום. בענייננו, לא זו בלבד שהסעד הזמני אינו משרת את הסעד העיקרי, אלא שהוא חותר תחתיו ומבקש למנוע ולשלול אותו. מבוקש בסעד הזמני מינויו של בעל תפקיד ש"יבוא בדברים" עם "הנושים הפיננסיים", החברה ובעלי השליטה לשם "גיבוש הצעה לתכנית הבראה כוללת ו/או הסדר נושים". מדובר בסעד זמני שסותר הלכה למעשה את הסעד העיקרי המבוקש - פירוק החברה. הסדר נושים ופירוק החברה הם שני סעדים קבועים שונים וסותרים, אשר אינם חיים זה לצד זה ובוודאי שמינוי בעל תפקיד להשגת הסדר נושים אינו משרת את סעד הפירוק. הסעד הזמני המבוקש הביא לכך שיצא המרצע מן השק: נאמן אג"ח ט' אינו באמת מתכוון להביא לפירוק החברה - הסעד העיקרי המבוקש על ידו - אלא מגיש בקשה להסדר כפוי, בתחפושת של בקשה לסעד זמני בהליך פירוק. זו האמת לאמיתה. ואולם, אין להיעתר לסעד זמני שעל פי כוונתו נועד להחליף את הסעד העיקרי ולשלול את ביצועו.

24. כך או כך, יש לדחות את הבקשה מכל הטעמים שלהלן, וודאי בשל משקלם המצטבר:

(א) הבקשה הוגשה בשיהוי עצום ומכוון, טעם המצדיק דחייתה על הסף: מדובר בשיהוי סובייקטיבי ואובייקטיבי כאחד. שיהוי אובייקטיבי - משום שלטענת המבקש עצמו, מצב

החברה ידוע לו ו"לא היה בו שינוי" (פרט להזרמת הון חיצוני לתוך החברה ושיפור מצבן של החברות הבנות) מזה חודשים ארוכים; שיהיו סובייקטיבי - משום שעקב ההשתתחות שינתה דולפין את מצבה לרעה, הזרימה לתוך החברה למעלה מחצי מיליארד שקלים נוספים, ועתה, בחוסר תום לב קיצוני, מנסה המבקש לשים ידו על סכומים אלה ולא לאפשר לחברה לעשות בהם את השימוש שלשמו הם הוזרמו פנימה - פרעון התשלומים השוטפים. ודוק: בדיון מיום 10.3.2016 הודיע ב"כ דולפין, כי אם בפי הנאמן טענות בנוגע לכושר הפרעון של החברה, עליו "לפעול עכשיו" ולא לחכות "שהכסף יוזרם ואז יעלה טענות". המבקש, בחוסר תום לב משווע, נהג בדיוק ההיפך מכך.

(ב) הבקשה הוגשה בחוסר תום לב קיצוני מתוך סחטנות וכאקט כוחני נגד דולפין והחברה שלא הסכימו להיכנע לתכתיביהם של מחזיקי אג"ח ט', טעם המצדיק אף הוא את דחיית הבקשה על הסף.

(ג) סיכויי התובענה העיקרית (בקשת הפירוק) אפסיים, בין היתר, בשל מחלוקת על החוב ועל עצם קיומה של חדלות פרעון ומשכך יש לדחות את הבקשה לסעדים הזמניים, במסגרתה.

(ד) בהתאם למבחנים שנקבעו בפסיקה, החברה אינה חדלת פרעון. אפילו לא קרוב לכך. החברה בעלת כושר פרעון מובהק וכל הראיות מוכיחות זאת.

(ה) תמיכתה של דולפין בשנתיים האחרונות והזרמות עתק שהזרימה לחברה (לרבות הזרמה של מעל לחצי מיליארד ש"ח בחודשים האחרונים) משקפת את בטחונה של דולפין במצבה הכלכלי היציב של החברה.

(ו) לגופו של עניין, הבקשה אינה עומדת בדרישות הסף לפי החוק ולא הובאו במסגרתה ראיות לחדלות פרעון של החברה (אין אפילו טענה כזאת בתצהיר הנלווה או בחוות הדעת). אף חוות הדעת שכן הוגשה לתמיכה בבקשה (ושאין בה טענה של חדלות פרעון) נערכה באופן מגמתי ושגוי. מדובר בחוות דעת "מוזמנת": כפי שנראה בהמשך, מעבר לכך שהחתום על חוות דעת אינו יכול לשמש כ"מומחה" בתיק בסדרי גודל כאלה, הרי שהוא עשה הכל, אבל ממש הכל, על מנת "למשוך" למטה בכח ובאופן מלאכותי, את שווי החברה.

(ז) למחזיקי אג"ח ט' אין (ולא היתה) כל עילה להעמיד את האג"ח לפרעון מיידי, שכן החברה לא הפרה שום תנאי ושום התחייבות הכלולים באגרת החוב שבידם. מחזיקי אג"ח ט' הם שנמצאים בהפרה חסרת תום לב של אגרות החוב, על כך המשתמע מכך.

(ח) מאזן הנוחות מחייב את דחיית הבקשה, שעה שהסעדים הקיצוניים שהתבקשו בה עלולים לגרום לחברה ולדולפין (כמו גם למחזיקי אגרות החוב של החברה) נזקים בסכומי עתק של מאות מיליוני ש"ח, אם לא למעלה מכך. מנגד, לא יגרם כל נזק למחזיקים אם הבקשה תידחה.

(ט) בקשת הפירוק היא בקשת הסדר בתחפושת.

ב. הרקע העובדתי בתמצית

25. בימים 17.12.2013 ו- 5.1.2014 אישר בית המשפט הנכבד את הצעת הסדר הנושים של אי די בי חברה לאחזקות בע"מ ("אחזקות"), אשר הוגשה על ידי Dolphin Fund Limited (חברה בשליטת מר אלשטיין) וא.ת.ה. מ.ב.מ. אקסטרה אחזקות בע"מ¹. בכלל זאת מונו ה"ה אייל גבאי ועו"ד חגי אולמן כ"נאמנים לביצוע הסדר הנושים", לצורך נקיטה בפעולות הדרושות לשם יישום הסדר הנושים.

26. דולפין הינה בעלת השליטה בחברה מאז השלמת הסדר הנושים באחזקות בחודש מאי 2014, תחילה במשותף עם ח.א.א. אקסטרה אחזקות בע"מ, ולימים הפכה לבעלת השליטה היחידה בחברה.

27. ביום 10.3.2016 אושר תיקון להסדר הנושים באחזקות, במסגרתו רכשה דולפין את כל המניות שהוחזקו על ידי בעלי מניות המיעוט בחברה (ההחלטה המאשרת את התיקון צורפה כנספח 21 לבקשה). נאמן אג"ח ט' היה צד בהליך התיקון להסדר (להלן: "**בקשה 207**"), עניין שעוד נרחיב עליו בהמשך התגובה.

28. החברה נתמכת על ידי בעלת שליטה חזקה ביותר, אשר עד היום עמדה לצד החברה כל אימת שזו נדרשה לתמיכה כספית והזרימה לתוכה סכומי עתק חסרי תקדים בשוק הישראלי, כמפורט להלן:

(א) סך של 650 מיליון ש"ח הוזרם לחברה על ידי בעלי השליטה במאי 2014.

(ב) סך של 231 מיליון ש"ח הוזרם לחברה על ידי בעלי השליטה ביולי 2014.

(ג) סך של 176 מיליון ש"ח הוזרם על ידי בעלי השליטה לחברה בנובמבר 2014.

(ד) סך של 391.5 מיליון ש"ח הוזרם לחברה על ידי דולפין בפברואר 2015.

(ה) סך של 150 מיליון ש"ח הוזרם לחברה על ידי דולפין ביוני 2015.

(ו) סך של 210 מיליון ש"ח הוזרם לחברה על ידי דולפין בדצמבר 2015.

(ז) סך של 15 מיליון ש"ח הוזרם על ידי דולפין בפברואר 2016.

(ח) סך של 500 מיליון ש"ח הוזרם על ידי דולפין במרץ 2016.

הנה כי כן, מאז אושר ההסדר ועד היום הזרימו בעלי השליטה לבדם (כמעט כל הסכום על ידי דולפין) כ-2.32 מיליארד ש"ח לתוך החברה (ובנוסף לסכומים שהשקיע הציבור בחברה, הוזרם בשנתיים האחרונות לתוך החברה הון חיצוני בשיעור מצטבר של כ-2.44 מיליארד ש"ח). כמו כן, דולפין השקיעה בנוסף מעל 460 מיליון ש"ח ברכישת מניות החברה מהציבור ומאקסטרה.

¹ להשלמת התמונה יצוין, כי ביום 8.4.2014 אישר בית המשפט הנכבד מתווה לביצוע הסדר הנושים, אשר מהווה חלק בלתי נפרד מהסדר הנושים ובמסגרתו הועברו המניות לתאגידים אחרים שבשליטת מר אלשטיין וקבוצת אקסטרה).

29. דולפין קיימה את כל התחייבויותיה על פי הסדר הנושים ועל פי התיקון להסדר. כל אימת שהחברה היתה זקוקה לתמיכה - דולפין היתה שם לתמוך בה. ברי, כי דולפין עלולה להיות הנפגעת העיקרית מקריסת החברה - היא השקיעה וסיכנה במהלך השנתיים האחרונות בלבד למעלה משני מיליארד ש"ח מכספה על מנת לתמוך בחברה ולרכוש את המניות בה. איש לא השקיע סכומים כאלה בחברה בשנתיים האחרונות (או בכלל), וספק אם מישהו השקיע סכומים בסדרי גודל כאלה בחברה אחרת כלשהי במדינת ישראל בפרק זמן קצר כזה.
30. דולפין השקיעה בחברה, אך לפני כחודשיים בלבד, סכום אדיר אשר נועד, באופן מוצהר וידוע לכל, לשלם את חובות החברה כסדרם. לא יעלה על הדעת שממש רגע לאחר מכן, מבלי שהיה כל שינוי לרעה במצב החברה (נהפוך הוא), יבוא נושה של החברה, שמועד פירעונו בעוד חמש עד עשר שנים, ויטען שהוא זכאי לקבל כספים אלה לידיו, ועל מנת להשיג מטרה זו יבקש לפרק את החברה. זהו ממש ניסיון לבצע מעשה גניבה בחסות בית המשפט. לא פחות.
31. בהערכת השווי שנעשתה בשנת 2013 על ידי המומחה מר איל גבאי שמונה מטעם בית המשפט, במסגרת ההליכים בשנת 2013 נקבע כי לפיתוח יש NAV חיובי מובהק בטווח שבין 780 מיליון ש"ח לבין 1.1 מיליארד ש"ח. מאז ועד ליום זה הושקעו בחברה כשני מיליארד ש"ח וחצי ממקורות חיצוניים, אולם מצבת הנכסים שלה נותרה כשהייתה, קרי לא נמכר אף לא נכס מהותי אחד של החברה ולא נמשך ממנה דיבידנד. הנה כי כן, מצבת ההתחייבויות של החברה קטנה וזאת מתוך מקורות חיצוניים ולא מנכסי החברה שנותרו בשליטתה ולא נמכרו.
32. על רקע זה ברור עד כמה מופרכות ומגוחכות טענות המבקש (נכון יותר - הטענות בבקשה, שלא נתמכו בתצהיר המבקש עצמו) בדבר "חדלות פרעון", כביכול, של החברה.
33. לחברה נכסים איכותיים ומניבים בסכומי עתק והשקעותיה של דולפין עד היום סייעו לחברה להמשיך להשביח את אותם נכסים (חלף מימושם). לחברה יכולת לעמוד בכל התחייבויותיה והיא עומדת ותמשיך לעמוד בהן כפי שעשתה ללא יוצא מן הכלל מאז כניסתה של דולפין לחברה.

ג. דין הבקשה להידחות על הסף - הבקשה הוגשה בשיהוי **קיצוני ובחוסר תום לב**

34. כפי שנראה להלן, השיהוי הקיצוני והחריג שבו הוגשה הבקשה הינו לא רק שיהוי אובייקטיבי - עליו אין עוררין - אלא גם שיהוי סובייקטיבי. נאמן אג"ח ט' השהה את הגשת בקשתו עד לאחר שדולפין הזרימה לתוך החברה כחצי מיליארד ש"ח. רק לאחר מכן, מתוך מטרה לשים את היד על סכומים אלה הוגשה הבקשה הנוכחית.
35. נאמן אג"ח ט' ארב מן הצד והשתהה במכוון, כדי שדולפין תכניס את הכספים לחברה. אפילו העובדה שבינתיים שילמה החברה 90 מיליון ש"ח בחודש מרץ 2016 לנושה אחר של החברה לא הפריעה לו. הוא שם לו למטרה לשים את ידיו על הכספים שדולפין התחייבה להזרים לשם ביצוע התשלומים השוטפים של החברה וחמד אותם לעצמו. ככל הנראה, הנאמן חשש, כי אם היה פועל לפירוק החברה קודם לכן, יתכן שדולפין היתה נמנעת מלהזרים כספים לחברה. לכן, ברי כי מדובר בהשתהות מכוונת מצד הנאמן שכל מטרתה היתה להמתין לשינוי לרעה של מצב

דולפין, ורק מששינוי המצב לרעה הפך למעשה עשוי (וההון העצום הזורם לתוך החברה) - הוא פעל לממש את זממו. מדובר במקרה מובהק של השתהות מכוונת לשם גרם שינוי מצב לרעה - זהו בדיוק סוג ההתנהלות שאותו נועדו ההלכות בדבר השתהות ושיהוי למנוע, וזהו בדיוק סוג השיהוי שבגינו יש לדחות בקשה לסעד זמני. לא ניתן להשלים עם התנהלות כזו, דבר שיישגר מסר מסוכן לבעלי דין בעתיד. התנהלות זו מצדיקה כשלעצמה את סילוק הבקשה על הסף.

36. הפרק שעוסק בטענה (המוכחשת) כי החברה חדלת פרעון נפתח בתיאור התיקון להסדר שאושר כבר ביום 10.3.2016 (עמוד 17 לבקשה). מן התיאור עולה כי אף לשיטת נאמן אג"ח ט' לא חל כל שינוי לרעה במצב החברה מאז התיקון להסדר.

37. מצבה הנטען של החברה היה ידוע למבקש כבר ביום אישור התיקון להסדר, קרי, לפני כחודשיים וחצי. למעשה, כבר ביום 25.2.2016, עת ביקשו נאמני ההסדר, דולפין והחברה בבקשה משותפת את כינוסן של אסיפות לצורך אישור התיקון להסדר, לפני שלושה חודשים.

38. בהחלטה מיום 10.3.2016 שאישרה את התיקון להסדר (נספח 21 לבקשה) בית המשפט הנכבד הביע את עמדתו המפורשת, שהיא העמדה הטבעית בנסיבות העניין, כי אם עומדת לנאמן אג"ח ט' עילת פירוק, עליו להגיש בקשת פירוק (סעיף 23 שצוטט בסעיף 100 לבקשה):

"ככל שיש למחזיקי אג"ח ט' טענה בענין כושר הפרעון של אדבפ או בדבר השימוש שבכוונתה לעשות בכספים המוזרמים אליה לצורך פרעון חובות קרובים, דרך המלך להעלות טענה זו היא בהליך נפרד של חדלות פרעון, המתייחס לאדבפ, ולא במסגרת התנגדות להסדר נושים של חברה אחרת, היא אי די בי. על כן, אם מחזיקי אג"ח ט' סבורים באמת ובתמים שפרעון החובות לנושים בעלי הנשיה הקצרה בזמן, כגון בנק הפועלים או מחזיקי אג"ח מסדרה ז', נגוע בהעדפת נושים אסורה, פתוחה בפניהם הדרך לנקוט בהליך חדלות פרעון נגד אדבפ עצמה (מבלי שאחווה כל דעה בשאלת סיכוייו של מהלך כזה בעיתוי הנוכחי)."

כידוע, בקשה כאמור לא הוגשה באותו מועד.

39. כך או כך, כתוצאה מההשתהות הממושכת של הנאמן בהגשת הבקשה דגן והגשתה כשלושה חודשים לאחר אישור התיקון להסדר, דולפין שינתה את מצבה לרעה כתוצאה מהזרמת הכספים לתוך החברה. הדברים היו צפויים וידועים מראש כאמור ודולפין אף הצהירה בדיון מיום 10.3.2016 כדלקמן (עמוד 73 לפרוטוקול, נספח 21 לבקשה):

"בעל שליטה מוכן להזרים חצי מיליארד ש"ח לחברה מתוך הנחה שהכסף ישלם לתשלומים הקרובים, שהם תקינים ושלא יבקשו להעמיד לפירעון מיידי את החברה. חברי אמר את דבריו כאילו מגיע לו צל"ש, לא מגיע לו צל"ש על כך שהוא לא הגיש את הבקשות שפירט. אם הוא חושב שזה לא בסדר, עכשיו הוא צריך לבקש את זה. הוא אמר שהוא לא רצה לעשות את הדברים כי זה חסר תום לב והוא צודק. אם הוא חושב שההסדר פוגע בו, בזכויותיו, שיעשה את זה עכשיו. שלא יחכה שהכסף יזרם ואז יעלה טענות. יש בהחלט חומר שמספיק כדי לקבוע שאין שום ממש בטענה שאחרי הזרמת הכסף יש מצב של חדלות פירעון. בדיוק ההפך מהמצב שהיה בהליך מול כב' השופט אורנשטיין. פה יש בעל שליטה שעם ההזרמה אנחנו מגיעים בשנתיים לסכום מעל 2 מיליארד לחברה."

חשוב לי ואני מצפה שביהמ"ש לא ייתן יד לאמירתו של חברי. ביהמ"ש שאל את חברי האם ההסדר כפי שהוא מיטיב את מצב סדרה ט' או מרע וחברי

**הצליח לא לענות על השאלה כי התשובה היחידה שאפשר לתת לשאלה היא
שהוא מיטיב עם הסדרה. אם המצב הוא כפי שהוא טוען, חובתו לא להגיב
לביהמ"ש שהוא ממתין אלא לפעול עכשיו. זו עמדה סחטנית."**

40. הנה כי כן, לא זו בלבד שהמבקש לא פעל "עכשיו", כפי שהיה עליו לפעול אילו היה תם לב, אלא שהוא המשיך להשתהות, המתין עם פנייתו עד להזרמת ההון לתוך החברה על ידי דולפין ורק אז, לאחר שדולפין שינתה את מצבה לרעה הוא נקט בהליכים. קשה לחשוב על שיהוי חמור יותר. קשה לחשוב על התנהלות חסרת תוס לב יותר מזו.
41. אין זאת אלא שהבקשה דנן ובקשת הפירוק הוגשו בשיהוי קיצוני ומכוון של לפחות שלושה חודשים.
42. השיהוי היה מכוון פעמיים: פעם אחת השתהה נאמן אג"ח ט' במכוון על מנת להבטיח את הזרמת הכספים לתוך החברה מתוך ניסיון לשים עליהם יד; פעם שניה, נאמן אג"ח ט' חיכה ליום 1.6.2016, תשעה ימים לפני המועד בו צפויה החברה לשלם תשלום קרן לבעלי אג"ח מסדרה ז', ורק אז הגיש את הבקשה בניסיון לסכל את ההתנגדויות לה ומתוך מחשבה שבדרך זו ישיג יתרון דיוני וידו תהא על העליונה. אכן, הגשת הבקשה בלוחות הזמנים האמורים הטילה נטל כבד מאד על דולפין (ועל יתר המתנגדים לבקשה) להגיב אליה בתוך ימים ספורים (וזאת לעומת כל החודשים שהיו לנאמן אג"ח ט' ואשר הוא ניצל להכינה ולהשהותה אצלו). אולם, השיהוי המכוון והאסטרטגי אין בכוחו ליצור עילת פירוק מקום שהיא אינה קיימת ואין בכוחה ליצור חדלות פרעון בחברה כשרת פרעון.
43. השיהוי וחוסר תוס הלב בהגשת הבקשה זועק עוד יותר לאור הצהרות הנאמן וההתרחשויות עד שהגישה.
- (א) בדיון מיום 10.3.2016 התריע ב"כ נאמן אג"ח ט', בדיון בפני בית המשפט הנכבד, כי "אם מחר אני אבקש לעצור, שלא יבוא מישוה שיגיד שאני לא בסדר" (הציטוט אף הובא בסעיף 97 לבקשה). נאמן האג"ח ידע כי אם ברצונו לעצור את ביצוע התשלומים עליו להגיש בקשה לצורך כך "מחר", וגם אם לא התכוון ממש למחרת היום, ברי כי היה ידוע וברור גם לו שבקשה כאמור צריכה להיות מוגשת באופן מיידי. חלפו שלושה חודשים מאז.
- (ב) זאת ועוד. באותו דיון מיום 10.3.2016 טען נאמן האג"ח כי "קרה אירוע בינואר" 2016. "מקרוניק חזרה בה מההצעה לרכישת כלל ביטוח" ו-"באותו רגע לפי ניתוח NAV נעלמו למעלה ממיליארד ש"ח" לחברה וכי "מבחינת מה שהשתנה, מצבה של דיסקונט השקעות השתנה פלאים" (עמודים 75-76 לפרוטוקול נספח 21 לבקשה). כלומר, לטענת בא כוח הנאמן, לפי טענה זו, כבר בחודש ינואר 2016 החברה היתה חדלת פרעון (לשיטת הנאמן), ומכאן שהבקשה דנן הוגשה בשיהוי קיצוני של כחצי שנה (לפחות).
- (ג) הדיון מיום 10.3.2016 נפתח בתשובת הנאמן לבית המשפט הנכבד כי "לשאלת ביהמ"ש בעניין תשלומים קרובים של אידיבי פיתוח אני משיב שמדובר בקרוב ל-100 מיליון ש"ח לבנק הפועלים בעוד שבוע ולאחר מכן ב-10.6.2016 יש תשלום שעיקרו כ-400

מיליון ש"ח פרעון קרן של אג"ח ז' וריבית ולאחר מכן פרעון ריבית של אג"ח ט' בסך של כ-25 מיליון ש"ח" (נספח 21 לבקשה).

(ד) הנה כי כן, המבקש ידע על תשלום של כ-89 מיליון ש"ח (ולא 100 מיליון כפי שטען בדיון) שהיה צפוי להשתלם על ידי החברה לבנק הפועלים, אך למרות שלטענתו החברה היתה חדלת פרעון במועד התשלום - הוא לא פעל לעצירתו. ברי, כי אילו סבר הנאמן באמת ובתמים כי החברה חדלת פרעון, חובה היה על הנאמן לפעול על מנת לעצור את התשלום האמור, שאם לא כן, הוא נותן ידו, לשיטתו, ביודעין, להעדפת נושים אסורה ופסולה. העובדה שהנאמן נמנע מלעשות כן, מהווה הודאת בעל דין בכך שאף הוא עצמו לא סבור שהחברה חדלת פרעון.

(ה) כבר ביום 7.3.2016 אישרו מחזיקי האג"ח מינוי נציגות מטעמם אשר בסמכותה **"נקיטת פעולות לרבות פעולות משפטיות באמצעות עורכי דין לשם הגנה על זכויות מחזיקי אגרות החוב"** (נספח 22 לבקשה). נראה כי הנציגות עצמה שנבחרה פקפקה בטענות הנאמן בדבר חדלות פרעון אחרת אין כל דרך להסביר מדוע לא הוגשה כבר אז בקשה כלשהי.

(ו) בסעיף 110 לבקשה מתאר הנאמן כיצד ישב מן הצד בתחילת חודש אפריל 2016 וחזה בדולפין מקיימת את התחייבויותיה בתיקון להסדר בידיעה ברורה בדבר כוונות החברה להשתמש בכספים שהזרימה דולפין לביצוע תשלומים לנושיה וגם אז לא טרח להגיש כל בקשה.

(ז) כאמור לעיל, ההחלטה להעמיד את החוב לפרעון מיידית התקבלה ביום 21.4.2016 (ברוב שהושג על ידי הצבעתן של שלוש קרנות פרטיות, שזהו אופי פעילותן, ובניגוד לדעת מחזיקים מוסדיים דוגמת בית ההשקעות פסגות וחברת הביטוח הראל). אולם הנאמן השהה אותה בכוונה עד ליום 5.5.2016 במתן אולטימאטום מלאכותי, שלא היה אלא ניסיון סחיטה נוסף כלפי דולפין, ואשר היה ברור כי החברה לא תעמוד בו. גם במועד פקיעת האולטימאטום לא הוגשה כל בקשה.

(ח) הנאמן המשיך לייצר אולטימאטומים מלאכותיים ושלח לחברה ביום 25.4.2016 מכתב התרעה ובו אולטימאטום נוסף, הפעם ליום 8.5.2016. החברה מיהרה להבהיר לנאמן אג"ח ט' כי היא לא תכנע לתכתיביו ודחתה את טענותיו במכתב מיום 27.4.2016 (נספח 29 לבקשה). גם אז לא הוגשה כל בקשה.

(ט) ביום 8.5.2015 שלח נאמן אג"ח ט' דרישת תשלום ביחס לחוב שהועמד לפרעון מיידית וכבר למחרת התקבלה בידו תשובתה של החברה שדחתה את העמדת החוב לפרעון (נספח 31 לבקשה). אפילו אז לא הוגשה כל בקשה.

(י) ניתן להמשיך למנות עוד ועוד הזדמנויות בהן, לשיטת הנאמן, היה עליו להגיש את הבקשה דן אך הוא השהה במכוון את הגשתה.

44. ההחלטה להגיש את הבקשה דווקא ביום 1.6.2016 נעשתה כאמור מתוך טקטיקה פסולה שתאלץ את דולפין להתגונן נגד הבקשה בלוח זמנים בלתי אפשרי וזאת בניסיון כנראה להתגבר על הקשיים בבקשה ועל העובדה שאין בידי מחזיקי אג"ח ט' כל עילה לקבלת הסעדים

המבוקשים. כחלק מטקטיקה פסולה זו, נמנע הנאמן מלהמציא עותק של הבקשה ונספחיה לדולפין ואף סירב למתן ארכה להגשת תשובה.

45. שיהוי בהגשת בקשה לסעד זמני מהווה עילה לדחיית הבקשה על הסף ולו רק משום העובדה שיש בשיהוי סתירה לעצם הצורך הדחוף כביכול באותו הסעד. לעניין זה ראו את דברי המלומד אורי גורן בספרו סוגיות בסדר דין אזרחי 525 (מהדורה עשירית, 2009):

"החובה, שלא להשתהות בפנייה לערכאות בבקשה לסעד זמני, נעוצה בעצם מהותו של הסעד. נמצא, שעל המבקש צו-ביניים מוטלת חובה לשכנע את בית המשפט בדוחק הנסיבות, שיש בו כדי להצדיק את ההתערבות המוקדמת. מבקש אשר השהה את בקשתו לסעד זמני אינו יוצא ידי חובה זו. בעצם השיהוי יש משום ראיה לסתור את טענתו שהצו חיוני ושהענקתו אינה סובלת דיחוי."

וראו גם דבריה של כב' השופטת חיות ברע"א 3851/11 נדב נ' לוי (פורסם בנבו, 7.6.2011):

"כבר נפסק בעבר כי המועד הרלוונטי לבחינת טענת שיהוי בהגשת בקשה לסעד זמני הינו המועד בו קם הצורך במתן הסעד הזמני. הטעם לכך נעוץ בעובדה כי בקשה לסעד זמני נדונה מטבעה טרם בירורה של התביעה לגופה וממילא טרם ההכרעה בשאלה אם אכן עומדות לתובע אותן הזכויות להן הוא טוען בתביעתו. משכך ועל דרך הכלל, אין בית המשפט נוטה להיעתר לבקשה לסעד זמני, אלא מקום שבו עלה בידי מבקש הסעד להוכיח כי קיימת דחיפות במתן הסעד, המצדיקה את התערבותו המוקדמת של בית המשפט טרם בירור התביעה לגופה. מבקש שהשתהה בפנייתו לבית המשפט בבקשה למתן סעד זמני יתקשה לשכנע את בית המשפט בקיומה של דחיפות. לכן עשוי, לעיתים, השיהוי לבדו לשמש טעם מספק לדחיית בקשת הסעד הזמני וזאת אף בנסיבות שבהן לא היה בשיהוי כדי לגרום נזק למשיב (רע"א 8630/05 ניר שיתופי - אגודה ארצית לשיתוף עובדים עבריים בישראל בע"מ נ' עיריית הוד השרון (פורסם בנבו, 10.4.2007))."

46. כמו כן, יש לתת משקל גדול יותר למידת השיהוי בבקשה למינוי מפרק זמני בשל השלכותיה הקשות, ראה רע"א 4290/12 עמותת מוסדות חזון ישעיה נ' רשם העמותות, בעמוד 10 (פורסם בנבו, 4.7.2012):

"נוסף על כל אלה יש לבחון שיקולים נוספים של צדק ויושר, דוגמת מידת השיהוי בהגשת בקשת הפירוק והמידתיות שיש במינוי המפרק הזמני (ת"א 2624/99 רשם העמותות נ' ארגון השוטרים הבינלאומי [פורסם בנבו] (1.1.2001); פש"ר (י-ס) 122/01 רשם העמותות נ' מואססת אלאפרד אלמוקדסה ללאע'ת'ה ואלתנמיה [פורסם בנבו] (12.8.2001)). האמת תיאמר, ששיקולים אלה רלבנטיים הם בכל בקשה למתן סעד זמני, אך תופסים צורה אחרת בהקשר של מינוי מפרק זמני."

47. אם כן, הרי שרק מעצם השיהוי החמור בו נקטה המבקשת בכוונת מכוון וניסיונה לסחוט את דולפין ופיתוח כפי שפורט לעיל, יש כדי לדחות בקשה זו.

48. לפיכך, די בשיהוי העצום והמכוון מצד הנאמן כדי להביא לסילוק של הבקשה על הסף.

ג(1). הבקשה הוגשה בחוסר תום לב ומשיקולים שאינם עניינים

49. הלכה היא שעל מבקש הסעד הזמני, שהוא סעד מן היושר, לבוא לבית המשפט בידיים נקיות ובתום לב. כך נקבע למשל, ברע"א 3071/10 רידר נ' ל. רפאל חברה לבניין בע"מ, פסקה 14 (פורסם בנבו, 20.5.2010):

"בגדר השיקולים הנשקלים על ידי בית המשפט לעניין מתן סעד זמני, יש לשקול גם שיקולים שביושר, ביניהם תום ליבו של מבקש הסעד (ראו, תקנה 362(ב)(2) לתקנות סדר הדין האזרחי; רע"א 5095/93 פ.א. ארנן בע"מ נ' גבי א.ג.ר. שותפות לבנין ופיתוח, פ"דמט(1) 730, 737 (1995)). מצא בית המשפט כי מבקש הסעד הזמני התנהג בצורה חסרת תום לב, רשאי הוא לדחות בשל כך את הבקשה לסעד זמני, אף אם לפי מבחני הזכות לכאורה ומאזן הנוחות היה מקום להורות על מתן הסעד (רע"א 6658/09 מולטילוק בע"מ ואח' נ' רב בריח תעשיות בע"מ ואח' (לא פורסם, 12.1.2010))."

50. כפי שנראה להלן, גם בענייננו, דין הבקשה להידחות על הסף מחמת חוסר תום הלב הקיצוני שבו נגועה הבקשה.

51. ודוק. מחזיקי אג"ח ט' רכשו ביודעין אגרות חוב שאמורות להיפרע טווח ארוך. עתה, הם מנסים בכל כוחם, תוך אדישות לנזק העצום שהם גורמים לחברה ולדולפין, להשוות את מצבם למצב הנושים בעלי החוב לטווח קצר. הם עושים זאת באמצעות העלאת טענות שווא כי יש חשש שלא ניתן יהיה להחזיר להם את החוב. זאת מהות הבקשה. מדובר בבקשה שמטרתה האחת היא לסחוט את החברה ואת בעלת השליטה להיכנע לדרישות נאמן אג"ח ט' (דרישות ישנות שנשמעו ממנו כבר לפני חודשים רבים) ולכפות עליהן שיפור של תנאי אג"ח ט' למחזיקים (דרישה שעצם העלאתה מצד נאמן אג"ח ט' עומדת בסתירה לטענה בדבר חדלות פרעון כביכול).

52. התנהלותו של נאמן אג"ח ט' מהווה שימוש לרעה בהליכי משפט וזאת במטרה למצב את מחזיקי אג"ח ט' בעמדה שתאפשר להם לסחוט את החברה ואת דולפין כאשר הכסף כבר הוזרם לתוך החברה ודולפין שינתה את מצבה לרעה עקב כך. בדרך זו מנסה נאמן אג"ח ט' לשים את ידו על הכספים שהוזרמו על ידי דולפין. התנהלותו חסרת תום הלב של נאמן אג"ח ט' במסגרת ההליך המשפטי אינה חדשה, בית המשפט הנכבד כבר קבע ביום 10.3.2016 כי מחזיקי אג"ח ט' מנסים "לתפוס טרמפ על התיקון" וכי "כל הזרמה נוספת מעבר למתוכנן כיום רק תיטיב את מצבה של אדבא, וממילא, גם את מצבם של נושיה בכלל, ומחזיקי אג"ח ט' בפרט" (נספח 21 לבקשה, פסקה 28).

53. זאת ועוד, מאחורי נאמן אג"ח ט', ניצבות קרנות פרטיות אשר רכשו את אגרות החוב ממניעים פסולים ובשל אינטרסים זרים. קרנות אלה פועלות כל העת מאחורי הקלעים על מנת לערער את פיתוח, ככל הנראה מתוך מטרה להשתלט עליה או למצער על מנת לקצור הישגים וטובות הנאה שאינם מגיעים להן והכל על גבן וחשבונן של החברה ושל דולפין (ראה נספח 29 לבקשת הפירוק, סעיפים 4-6). נאמן אג"ח ט' בחר לצעוד יד ביד עם אותן קרנות פרטיות, וחבל שכך.

54. קרנות אלו עומדות מאחורי האסטרטגיה הלוחמנית שבבסיסו של המהלך הסחטני וחסר תום הלב אותו מנהל הנאמן מזה מספר חודשים כנגד החברה. מהלך זה נועד להוות מנוף לחץ פסול לצורך סחיטת החברה ובעל השליטה בחברה.

55. הנה כי כן, הבקשה הוגשה בחוסר תום לב קיצוני מתוך סחטנות וכאקט כוחני נגד דולפין והחברה שלא הסכימו להיכנע לתכתביהם של מחזיקי אג"ח ט'. מניע פסול זה מצדיק כשלעצמו את דחייתה של הבקשה על הסף.

ד. סעד זמני - המסגרת המשפטית

56. במסגרת בקשה למתן סעד זמני - וכל שכן בקשה לסעד זמני כל כך קיצוני כבמקרה דנן - על המבקש להוכיח כי סיכויי התובענה העיקרית טובים וכן כי מאזן הנוחות נוטה לטובתו. המבקש נכשל בשני המבחנים הללו וגם בשל כך דין הבקשה להידחות.

57. כפי שנראה להלן, סיכויי התובענה העיקרית - בקשת הפירוק - הם אפסיים ממש. גם מאזן הנוחות נוטה במובהק לטובת דחיית הבקשה.

ה. סיכויי התובענה אפסיים

ה(1). **מקום שבו קיימת מחלוקת לגבי עצם החוב וחדלות פרעונה של החברה - לא ינתן צו פירוק**

58. כפי שהבהירה ד"ר ציפורה כהן במאמרה, ההלכה היא כי "**בית המשפט ידחה בקשה לפירוק, כאשר החברה חולקת בתום לב על החוב ועל היותה חסרת כושר פרעון**". כמו כן, כאשר הבקשה לפירוק הוגשה שלא בתום לב, דהיינו לא מתוך כוונה לקבל צו פירוק, אלא מתוך מטרה לסחוט מהחברה סכום גבוה יותר מזה שמגיע ממנה, באמצעות לחץ של איום להגשת בקשת פירוק, גם אז תידחה הבקשה."

59. הדברים כאילו נכתבו במישרין לענייננו. כפי שעולה בבירור משלל התכתובות בין החברה לבין נאמן אג"ח ט' (נספחים 25, 29, 31, 24-25 לבקשה), קיימת מחלוקת על חובה של החברה כלפי מחזיקי האג"ח (קרי, על עצם הזכות להעמיד את החוב לפרעון מיידי) וקיימת מחלוקת על היותה של החברה חסרת כושר פרעון (וזהו הבסיס לטענת מחזיקי האג"ח לחוב כלפיהם בעת הנוכחית).

60. המחלוקת בעניין חוב החברה כלפי מחזיקי האג"ח נובעת מהעמדת החוב לפרעון מיידי על ידי מחזיקי האג"ח ללא עילה שטרית ותוך הפרה של אגרת החוב. כאמור לעיל החברה לא הפרה אף התחייבות כלפי מחזיקי האג"ח. ביצוע התשלומים על פי לוח הסילוקין, כמו גם דיווחיה על גיוס הון אפשרי בדרך של שיעבוד נכסים, אינם הפרה של שטר הנאמנות. מחזיקי אג"ח ט' אינם יודעים להצביע על עילה ספציפית שקמה להם מתוך שטר הנאמנות (כי אין כזאת). לכן, הם מנסים להיאחז בטענת סל כי החברה אינה מתנהלת בצורה נאותה. אין לטענה שחר. ומכל מקום, ממילא קיימת מחלוקת כנה בדבר קיומה של הפרה וקיומו של החוב בהווה. החברה חולקת, ומדובר במחלוקת בתום לב (לפחות מצד החברה), על הטענה שהיא מתנהלת בצורה לא נאותה ועל זכותם של מחזיקי האג"ח להעמיד את החוב כלפיהם לפרעון מיידי. די בכך כדי לדחות את התביעה העיקרית שהוגשה - בקשת הפירוק.

61. בעניין זה נקבע למשל בפר"ק (מרכז) 7139-03-12 עיריית טירת הכרמל נ' כונס נכסים רשמי תל אביב (פורסם בנבו, 31.1.2013) כך:

"תנאי למתן צו לפירוק החברה הוא כשהחברה חייבת למבקש הפירוק חוב שאינו שנוי במחלוקת של ממש בתום לב וכאשר הוכח קיומו של חוב. במקרה של מחלוקת בתום לב, הנושה מופנה להליכים משפטיים רגילים לשם קביעת זכאותו לחוב."

מכאן, לאור המחלוקת הקיימת בעניין החוב למחזיקי האג"ח (מחלוקת שנובעת מטענתם השגויה כי החברה חסרת כושר פרעון), הרי שסיכויי בקשת הפירוק הינם אפסיים וממילא יש לדחות את הבקשה דנן.

62. המחלוקת השנייה, שמהווה לבדה עילה נוספת לדחיית התביעה העיקרית (וממילא גם לדחיית הבקשה דנן) היא המחלוקת בדבר כושר הפרעון של החברה. החברה עומדת על כך שהיא בעלת כושר פרעון מלא ועמדתה נתמכת בחוות דעתו של פרופ' ברנע, מומחה מן השורה הראשונה. מנגד, הועלו טענות לחוסר כשרות פרעון.

63. ודוק. הטענה כי החברה חדלת פרעון אמנם חוזרת פעם אחר פעם בבקשת הפירוק ובבקשה דנן אולם אין לה זכר בתצהיר שנלווה לבקשות וגם אין לה זכר בחוות דעת המומחה. רו"ח סרבינסקי לא קבע בחוות דעתו כי החברה חסרת כושר פרעון אלא הסתייג וטען רק כי היא **"מצויה בסביבת חדלות פרעון מאזנית"** (מסקנה מוכחשת, שכפי שנראה להלן הוא עצמו הסתייג ממנה בעמוד האחרון של חוות הדעת ודאג "לבטח" עצמו מפניה).

64. ואם לא די בכך, הרי שבמכתבים ששלח ב"כ נאמן אג"ח ט' לחברה ביום 17.3.2016 (נספח 34 לבקשה) וביום 9.5.2016 (נספח 33 לבקשה) **לא נטען כי החברה חדלת פרעון** אלא רק כי קיים **"חשש"** מהימצאותה **בסביבה של חדלת פרעון** (ס' 2 למכתב מיום 17.3.2016) וכי החברה מצויה **"בסביבת חדלות פרעון"** (ס' 3 למכתב מיום 9.5.2016). מכאן, שאף שיטתו של המבקש עצמו אינה קונסיסטנטית וברורה בקשר להיותה של החברה חדלת פרעון, ומכל מקום, המבקש **מושתק ומנוע** מלטעון כעת כי החברה חדלת פרעון, כאשר עד לאחרונה ממש טען כי קיים **חשש** בלבד להימצאותה **בסביבה של חדלות פרעון**.

65. כך או כך, לאור קיומה של המחלוקת בדבר כושר הפרעון, הרי שסיכויי בקשת הפירוק להתקבל הינם אפסיים וממילא יש לדחות את הבקשה דנן.

66. הנה כי כן, בין החברה לבין מחזיקי האג"ח ניטשו שתי מחלוקות אשר כל אחת מהן בנפרד, קל וחומר בהצטברות שתיהן, מחייבת את דחיית התביעה העיקרית (בקשת הפירוק) ואת דחייתה של הבקשה דנן (למעשה על הסף).

67. זאת ועוד. גם התרחיש השלישי אותו מתארת המלומדת כהן במאמרה מתקיים בענייננו: **"הבקשה לפירוק הוגשה שלא בתום לב, דהיינו לא מתוך כוונה לקבל צו פירוק, אלא מתוך מטרה לסחוט מהחברה סכום גבוה יותר מזה שמגיע ממנה, באמצעות לחץ של איום להגשת בקשת פירוק, גם אז תידחה הבקשה"**.

68. כאמור לעיל, נאמן אג"ח ט' מפעיל מזה חודשים על גבי חודשים מכבש לחצים על החברה ועל דולפין במטרה להשיג עבור שולחיו טובות הנאה שאין לו שום זכות בדין ובאגרת החוב לקבלן. מדובר בהתנהלות חסרת תום לב וסחטנית מהמדרגה הראשונה. לו סבר נאמן אג"ח ט' באמת ובתמים כי החברה חדלת פרעון וכי אין מנוס מלפרקה, הוא ודאי היה מגיש בקשת פירוק כבר לפני זמן רב. פניותיו שוב ושוב לחברה ולדולפין מעידות כי הפניות נעשו למטרות סחיטת טובות הנאה ובקשת הפירוק הוגשה גם היא לצורך אותה מטרה ולא לשם פירוק החברה, כפי שמעידים גם הסעדים הזמניים שהתבקשו בבקשה דנן.

69. בענייננו אין מחלוקת כי שלושת התרחישים מתקיימים: יש מחלוקת בעניין החוב, יש מחלוקת בעניין כושר הפרעון והבקשה הוגשה בחוסר תום לב לצורך קבלת כספים על ידי נאמן אג"ח ט'. בנסיבות אלה סיכויי בקשת הפירוק להתקבל הינם אפסיים. וודאי לא ניתן להעריך את סיכויי התביעה העיקרית להתקבל כסיכויים גבוהים ודי בכך כדי לדחות את הבקשה לסעדים הזמניים.

ה(2). לגופו של עניין - החברה מצויה במצב של כושר פרעון מובהק

ה(2).1. בהתאם למבחנים שנקבעו בפסיקה, פיתוח אינה חדלת פרעון

70. סעיף 258 לפקודת החברות [נוסח חדש], התשמ"ג-1983 (להלן: "פקודת החברות"), מגדיר מהי חדלות פרעון ומונה שלוש חלופות לקיומה של חדלות פרעון, כאשר התובענה נסמכת על החלופה השלישית הקובעת כך (סעיף 135 לבקשה):

"רואים חברה כחדלת-פרעון בהתקיים אחת מאלה:

...
(3) הוכח להנחת דעתו של בית המשפט, לאחר שהביא בחשבון את חביותיה המותנות והעתידות, שאין ביכולתה של החברה לשלם את חובותיה."

71. כאמור, על פי האופן שבו פורש סעיף זה בפסיקה, חובה על המבקש להוכיח כי הן החוב והן חדלות הפרעון אינן שנויות במחלוקת כנה. זה וודאי אינו המצב.

72. בפסיקה נקבע עוד כי, על הטוען לחדלות פרעון להציג ראיות משכנעות ומובהקות לא רק לכך שהחברה אינה פורעת את חובותיה, אלא גם לכך שהיא אינה מסוגלת לפרוע אותם. יפים לעניין זה הם הדברים אשר נקבעו בפש"ר (מחוזי נצ') 342/05 כרדוש נ' חברת קרדוש ושות' (פורסם בנבו, 5.4.2006) ("עניין כרדוש"):

"שאלת יכולתה או אי-יכולתה הכלכלית של חברה לפרוע את חובותיה, הינה שאלה עובדתית, המצריכה הוכחה. על המבקש להציג ראיות משכנעות ומובהקות לכך כי החברה אינה מסוגלת לפרוע את חובותיה. נטל ההוכחה לעניין זה מוטל על המבקש." (שם, בפסקה 44)

73. כפי שנראה להלן, המבקשים לא עמדו בנטל ההוכחה המוטל עליהם.

74. קיימים שני מבחנים אפשריים להוכחת כושר פירעון, האחד מכונה "כושר פרעון מסחרי/תזרימי", ולפיו נבדקת יכולת החברה לפרוע את חובותיה השוטפים בהגיע מועד פרעונם. השני מכונה "כושר פרעון מאזני", והוא משווה את סך נכסי החברה אל מול סך התחייבויותיה.

75. בבקשה נטען כאילו יש לייחס לשני מבחנים אלה משקל שווה וכאילו "די להוכיח אי עמידה באחד משני המבחנים על מנת להוביל לקביעה כי החברה חדלת פרעון" (סעיף 142 לבקשה). מדובר בטענה שגויה הסותרת את הדין. **בתי המשפט, ובמיוחד בשנים האחרונות, אימצו את מבחן כושר הפרעון המסחרי כמבחן בלעדי לבדיקת כושר הפירעון של חברה (ציפורה כהן, פירוק חברות (התש"ס, 2000) בעמ' 204).**
76. בית המשפט העליון קבע, וחזר וקבע, כי חוסר יכולת הפרעון של החברה נבחן לפי מבחן כושר הפרעון המסחרי/תזרימי - היינו בחינת תזרים המזומנים ויכולת מימוש הנכסים של החברה - תוך דחיית המבחן המאזני. כך, למשל, קבע כבוד השופט ג'ובראן בע"א 1938/11 מגדל הזוהר נ' גוב גיא (פורסם בנבו, 1.12.2011):
- "יצוין כי יש ממש בטענת המשיבים כי הבחינה לחדלות פירעונה של החברה אינה על בסיס מסת הנכסים הכוללת שלה, כי אם על בסיס תזרים המזומנים שלה, ויכולתה לפרוע בפועל את חובותיה (ראו ע"א בנק ארץ-ישראל בריטניה נ' היועץ המשפטי לממשלה; ע"פ 173/75 מדינת ישראל נ' בן-ציון פ"ד (1) 119 (1975) וכן כהן, 113-117).**"
- ראו גם: פר"ק (י-ם) 26836-07-14 הרמטיק נאמנות נ' חברת דואר ישראל (פורסם בנבו, 4.9.2014); פר"ק (י-ם) 14554-02-14 הסתדרות מדיצינית הדסה נ' Hadassah Women's Organization of America Inc (פורסם בנבו, 11.2.2014).
77. אימוץ המבחן התזרימי מקבל משנה תוקף כאשר מדובר בחברת החזקות, אשר בשונה מחברה תפעולית, קיימים משתנים רבים אשר קשה להעריכם בעת הערכת השווי הנכסי של החברה (וכל שכן כאשר מדובר בקונצרן של חברות). לעניין זה יפים דבריה של כבוד השופטת אלשיך בפר"ק 10344-11-09 אפריקה ישראל נ' הרמטיק נאמנות (פורסם בנבו, 22.12.2009):
- "קשה עד מאד לקבוע בוודאות מוחלטת, כי חברה שיש בידה עדיין מקורות כספיים, ואשר אינה למעשה אלא חברת אחזקות המחזיקה בידה שפע של נכסים וחברות סולבנטיות, מצבה שווה למצבה של חברה שקרסה כליל, והפכה חדלת פרעון במובן ה'קלאסי' של המושג. לא זו בלבד, ששאלה זו תלויה במגוון נעלמים הקשורים בהתנהלות עתידית, במידת המאמץ שיושקע בה, ביכולת לממש נכסים כאלו ואחרים, ובצעדים שינקטו הנושים עצמם".**
78. המלומדת ציפורה כהן (פירוק חברות, בעמוד 204) תומכת אף היא בגישה זו ואף הביעה עמדה שיש לצמצם את מבחן כושר הפרעון המסחרי: **"אין מקום להתייחס לחוסר נזילות זמני כחוסר יכולת פרעון, המצדיק את פירוק החברה"** וכן, כי בנכסים העומדים לפרעון החובות השוטפים ניתן לכלול גם מזומנים שהחברה יכולה לקבל באמצעות מימוש או שעבוד נכס תוך זמן קצר יחסית.
79. בית המשפט העליון אימץ גם הוא פרשנות מצמצמת זו וקבע בעניין כרדוש (בפסקה 43):
- "... בכל מקרה בו מוכחת חדלות פרעון מסחרית, שאינה תוצאה של קושי תזרימי זמני, קיימת עילת פירוק כהגדרתה בחוק."**
80. כבוד השופטת אלשיך, בפש"ר (מחוזי ת"א) 1828/02 א.פ. השקעות (70) בע"מ נ' הבנק לפיתוח התעשייה בע"מ (פורסם בנבו, 3.9.2002), הוסיפה באשר ליישום מבחן כושר הפרעון התזרימי,

כי גם כאשר החברה אינה יכולה לייצר נזילות ממקורותיה אך ביכולתה לקבל מימון חיצוני כדי לעמוד בהתחייבויותיה, לא תיחשב החברה כחדלת פרעון:

"מהעובדות אשר מביאים המבקשים עולה בלא ספק כי מצבו של הבנק הינו כבי רע, וכי אין הוא יכול לפרוע את חובותיו ממקורותיו הוא. אלא מאי? שמהחלטות הממשלה עולה, כי יתכן מאד ולבנק יועמד אשראי מספיק לפרעון חובותיו, ואזי הייתה חדלות פרעונו, האפשרית, בלא הייתה."

81. הנה כי כן, על פי הפסיקה, די בכך שהחברה תוכל להראות מקורות נזילים למימון התחייבויותיה התזרימיות, על מנת שלא תחשב כחדלת פרעון. בענייננו, נאמן אג"ח ט' אינו חולק על כך שלחברה אמצעים לפירעון התחייבויותיה (בין באמצעות מימוש נכסים ובין באמצעות גיוס חוב חדש). הוא עצמו אף מתייחס לכך בבקשה (למשל בסעיף 2). די בטעם זה בלבד כדי להביא לדחיית טענת נאמן אג"ח ט' בדבר חדלות פרעון כביכול.

82. דא עקא, מבלי לגרוע מן האמור, כפי שעולה גם מתוך חוות דעת פרופ' ברנע, בה נדון להלן, החברה עומדת, בקלות, לא רק במבחן התזרימי, אלא גם במבחן המאזני, ובאופן מובהק.

ה(2).2. חוות הדעת הכלכלית של פרופ' ברנע

83. למעשה, הבקשה כולה נשענת על חוות דעתו המופרכת של רו"ח סרבינסקי. בנפול חוות הדעת נשארת הבקשה ריקה מכל תוכן. חוות דעת סרבינסקי לוקה בשורה של פגמים, השמטות, טענות בעלמא, טעויות מספריות וכיוצא באלה.

84. בניגוד לרו"ח סרבינסקי, פרופ' ברנע, אחד המומחים הגדולים והמנוסים להערכת שווי חברות, הכין חוות דעת שממנה עולה, בבירור, כי לא זו בלבד שהחברה אינה במצב של חדלות פרעון, אלא שהיא במצב של כושר פרעון מובהק.

85. על בסיס הניתוח הכלכלי המפורט שהכין פרופ' ברנע, הוא קובע, כי בכל מקרה - וגם אם יתממש תרחיש קיצון במסגרתו תמכור החברה את כל מניות כלל ביטוח במחירי שוק (תרחיש שאיננו מחויב המציאות) החברה נותרת סולבנטית.

86. פרופ' ברנע קבע כי בחלופה הראשונה - הסבירה יותר - יש לחברה NAV חיובי מובהק בסך של 662 מיליון ש"ח. בחלופה השנייה - הקיצונית, הבלתי סבירה והמחמירה ביותר - יש לחברה NAV חיובי בסך של כ-249 מיליון ש"ח. וכי כמה חברות במדינת ישראל יכולות להציג NAV חיובי של מאות מיליוני שקלים? בודדות.

87. פרופ' ברנע אף ציין, כי בהערכת שווי מעודכנת שביצעה חברת הייעוץ גיזה זינגר אבן עבור דסק"ש, שוויה של דסק"ש גבוה באופן משמעותי מהשווי השמרני שנלקח בחשבון על ידי פרופ' ברנע וכי אם החישוב היה מביא בחשבון שווי זה, כי אז התוספת ל-NAV שקבע תהיה 278 מיליון ש"ח (קרי, NAV חיובי בסך של 1,013 מיליון ש"ח בחלופה הסבירה ו-NAV חיובי בסך של 477 מיליון ש"ח בחלופה השנייה - הקיצונית והמחמירה ביותר).

88. פרופ' ברנע ציין נתון נוסף שעשוי להביא לעליית ה-NAV השמרני שנקבע על ידו. לחברות הנכדות של פיתוח - שופרסל בע"מ וחברה לנכסים ובניין בע"מ, יש שווי שוק ליום 31.5.2016

שעולה על שוויון המאזני (בתחשיב שערך פרופ' ברנע) בסך של כ- 260 מיליון ש"ח. גם פער זה לא נלקח בחשבון בחישוב NAV על ידי פרופ' ברנע.

89. פרופ' ברנע אף קבע במסגרת חוות הדעת את מקורות התזרים של החברה לצורך שירות החוב שלה וקבע כי יש בידי החברה אפשרות לשרת את חובותיה לטווח הקצר ולטווח הארוך גם אם דולפין לא תזרים לחברה כספים נוספים על אלה שכבר הוזרמו על ידה. נפנה לנתוני התזרים בחוות דעתנו:

להלן תזרים מזומנים פרופורמה לתקופה - 31.3.2018 - 31.5.2016 (מיליוני ש"ח).

מיליוני ש"ח	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	סה"כ
יתרת מזומנים ל- 31.5.2016	426	142	152	105	68	391	285	125	
מימוש IDBG (כולל ניכיון)					450				450
עסקת אי.די.בי תיירות					150				150
מימוש כלל ביטוח מכח הוראת הפיקוח									-
ללא גרעין שליטה	123	123	123	123					615
כולל גרעין שליטה								1,151	1,151
סה"כ מקורות לסוף רבעון	549	265	275	228	791	391	285	1,276	
סה"כ חוב	401	105	163	154	394	102	156	203	1,678
הוצאות מטה - ממוצע רבעוני	6	8	7	6	6	4	4	5	46
סה"כ שימושים לסוף רבעון	407	113	170	160	400	106	160	208	
יתרת מזומנים לסוף רבעון	142	152	105	68	391	285	125	1,068	

90. מניתוח התזרים הנ"ל ברור, כי לחברה יש כבר עתה נכסים נזילים בהיקף כספי גדול - בסכום של קרוב ל- 1.1 מיליארד ש"ח (מזומן ומניות כלל ביטוח), אשר מספיקים לה לפירעון חובותיה למשך 12 החודשים הבאים, מבלי שהיא נדרשת לממש נכסים נוספים. ודוק: חברה - וכל שכן חברת החזקות - אינה אמורה להחזיק בכל רגע נתון בחשבון הבנק שלה מזומנים בהיקף שיספיק לה לעמוד בהתחייבויותיה למשך שנה שלמה. גם אין שום היגיון כלכלי לחייב חברה לעשות כן. הדבר יגרום לה רק נזק. די לחברה שתראה, כי יש בידיה מקורות נזילים מספיקים על מנת לקיים את התחייבויותיה. הא ותו לא.

91. הנה כי כן, מחוות דעתנו של פרופ' ברנע ניתן להיווכח בנקל, כי פיתוח היא חברה כשרת פירעון באופן מובהק וכי יש בידה את האמצעים והיכולות לשלם את חובותיה - כולם - במועדם.

ה(3). אינדיקציה נוספת לביטחונה של דולפין במצבה הכלכלי היציב של החברה: הזרמת ההון העצום לתוך החברה

92. ראייה מובהקת נוספת למצבה היציב של החברה נעוץ באופן התנהלותה של דולפין.

93. מאז שקיבלה על עצמה דולפין את השליטה בחברה, הוזרם לתוך החברה על ידי בעלי השליטה בה סכום כולל של למעלה מ-2.3 מיליארד ש"ח (נוסף על למעלה מ-100 מיליון ש"ח שהוזרם לתוך החברה על ידי הציבור), וזאת מבלי שהחברה מימשה איזה מבין נכסיה המהותיים ומבלי שנמשך ממנה דיבידנד. רק לפני כחודשיים הזרימה דולפין לתוך החברה כחצי מיליארד ש"ח.

94. סכומי העתק שהוזרמו על ידי דולפין לחברה במהלך השנתיים האחרונות (לרבות לאחרונה ממש) מהווים ביטוי נוסף לביטחון המלא שיש לקבוצת דולפין בכושר הפרעון של החברה ולפוטנציאל הגלום בה. עמידתה האיתנה של דולפין לצד החברה ללא ספק מהווה אף היא אינדיקציה ברורה וחד משמעית לכושר הפרעון של החברה.

ה(4). חוות הדעת הכלכלית שצורפה לבקשה הינה מגמתית, בלתי אמינה ומופרכת, וקריאה ביקורתית שלה מובילה אף היא למסקנה שהחברה בעלת כושר פרעון מובהק

95. בטרם נתייחס לטעויות המקצועיות בחוות הדעת ולהשמטת נכסים פיננסיים של החברה, אשר אף לשיטתו של רו"ח סרבינסקי הופכים אותה לבעלת כושר פרעון, יש להתייחס לכמה נקודות סביב חוות הדעת: הן לעובדה שרו"ח סרבינסקי, בכל הכבוד, אינו יכול וחסר ניסיון מספק לשמש כ"מומחה" בתיק שכזה; הן להסתייגויות של רו"ח סרבינסקי בחוות דעתו ממסקנותיו הוא; והן לכתב השיפוי שניתן לרו"ח סרבינסקי בגין חוות הדעת, בניגוד להוראות הדין.

ה(4).1. רו"ח סרבינסקי אינו "מומחה"

96. בהליך הנוכחי עסקינן במיליארדי שקלים המוטלים על הכף. אל מול חוות דעתו של פרופ' ברנע, עומדת חוות דעתו של רו"ח סרבינסקי. מר סרבינסקי, בכל הכבוד, אינו בעל ההכשרה והניסיון המתאימים להיחשב מומחה בתיק בסדר גודל כזה.

97. על פי האמור באתר האינטרנט של פירמת בייקר טילי, רו"ח סרבינסקי הינו אחד השותפים הזוטרים והצעירים בפירמה (אם לא הזוטר מביניהם). הוא הוסמך כרואה חשבון לפני כארבע שנים בלבד וסיים תואר ראשון לפני כשבע שנים בלבד.

98. בכל הכבוד, לא מדובר באדם בעל ניסיון וקורות חיים של "מומחה" כלכלי, ולא כל שכן של מי שאמור ליתן חוות דעת שעל בסיסה תתקבלנה החלטות בסדרי גודל של מיליארדים. יש להניח, כי בהעדר נכונות מצד בעלי מקצוע מוכרים ובעלי ניסיון ליתן חוות דעת שקובעת כי החברה "בסביבה של חדלות פרעון", (מסיבות ברורות) נבחר לשם כך מר סרבינסקי, אשר היה נכון למסור חוות דעת כאמור (וגם הסיבות לכך ברורות).

99. די בטעם זה כדי לרוקן מתוכן את חוות דעתו של מר סרבינסקי, ולכל הפחות כדי לגרום לכך שיוחס לה משקל נמוך ביותר.

ה(4).2. בחוות דעת בייקר טילי לפני פחות משלוש שנים - שסרבינסקי טוען כי הוא היה שותף להכנתה - נקבע לחברה שווי של כמיליארד ש"ח; היום - לאחר הזרמה של כ- 2.5 מיליארד ש"ח נוספים, טוען סרבינסקי כי החברה בסביבה של חדלות פרעון

100. בשנת 2013 הכינה פירמת בייקר טילי, עבור מחזיקי אגרות החוב של אחזקות, חוות דעת כלכלית להערכת השווי של החברה. על פי חוות דעת זו, שווי החברה נע בין 700 מיליון ש"ח למיליארד ש"ח ("חוות דעת בייקר טילי הקודמת", ראה בעמוד 4 שם). העתק חוות דעת בייקר טילי הקודמת מצורף כנספח "1" לתגובה.

101. ר"ח סרבינסקי - החתום על חוות הדעת הנוכחית - מציין בחוות דעתו (עמוד 72), כי הוא "שימש בצוות היועצים שליוו את הנאמנים ונציגות מחזיקי אגרות החוב של "אידיבי אחזקות" וכי "בין השאר לקח חלק בהכנת חוות דעת כלכלית לבית המשפט לעניין יכולת הפרעון והערכת שווי נכסי החברה". כלומר, ר"ח סרבינסקי מעיד על עצמו, כי הוא השתתף בהכנת חוות דעת בייקר טילי הקודמת. היום, לאחר הזרמה של הון חיצוני בהיקף של כשני מיליארד ש"ח וחצי לתוך החברה, מבלי שניטל ממנה דיבידנד ומבלי שמומשו נכסים, ניתן היה לצפות, כי ר"ח סרבינסקי ייחס לחברה שווי הנע בין 3 מיליארד ש"ח ל-3.3 מיליארד ש"ח, או לכל הפחות יואיל להסביר מה גרם לשינוי כל כך דרמטי וכל כך קיצוני בדעתו לגבי שווי החברה, שינוי מן הקצה אל הקצה.
102. מאחר שאין כל הסבר לכך בחוות הדעת, לא נותר לנו אלא לתהות האם ר"ח סרבינסקי טעה בעבר בהערכת השווי של החברה בהיקף של כשלושה מיליארד וחצי ש"ח? ואם כן - כלום לא ראוי היה להתייחס לכך, ולו במלה, בחוות דעתו היום?
103. העובדה שאין לדברים זכר בחוות הדעת ואין בה שום ניסיון, אפילו לא ראשוני ביותר, להסביר את ההבדלים התהומיים בין שתי חוות הדעת, היא בלתי מתקבלת על הדעת. קשה לחשוב על דוגמה מובהקת מזו ל"מומחה להשכיר", אשר דעתו משתנה מן הקצה אל הקצה בהתאם לזהות שולחיו והאינטרסים שאותם הוא משרת.
104. כך או כך, הדבר מעיד כאלף עדים על חוסר הרצינות וחוסר המקצועיות של חוות הדעת הנוכחית ושל מי שחתום עליה.
- ה(4).3. הסתייגותו של ר"ח סרבינסקי ממסקנות חוות הדעת שהוא עצמו חתום עליהן מרוקנת מתוכן את חוות הדעת כולה
105. חוות הדעת של המומחה ר"ח סרבינסקי מאופיינת בקביעות כלליות ולא מבוססות ובאמירות בעלמא, אשר כל מטרתן להגיע לתוצאה שתאפשר העלאת טענה של חדלות פרעון, גם אם זו רחוקה, דחוקה ובלתי סבירה.
106. מודע לחולשת טענותיו - ובעיקר חולשת מסקנותיו - בפרק 12 לחוות הדעת, הנושא את הכותרת "הגבלת אחריות", ר"ח סרבינסקי הדגיש כדלקמן:
- "יש לציין כי חלק מהמסקנות הכלולות בעבודה מתבססות על הנחות תיאורטיות אשר אינן בהכרח משקפים [הטעות במקור-הח"מ] את ההתרששויות העתידיות. כמו כן ומבלי לגרוע מהאמור, איננו אחראים לדיוקם או נכונותן של כל ההנחות וההתחזיות לתוצאות העתידיות, שכן התרששויות בעתיד עשויות להיות שונות מההנחות וההתחזיות כפי שמוצגות בעבודה זו. תחזיות אלה נתונות לשינויים, השלמות או תיקונים בעתיד ואין וודאות כי יתממשו באופן מלא".
107. הנה כי כן, ר"ח סרבינסקי מתיימר לתמוך בחוות דעת "מומחה" בקשה לפירוק של חברה באופן שעלול לגרום לדולפין נזק בהיקף של מיליארדי שקלים. בה בעת, בניסיון להגן על עצמו מפני העלאת טענות נגדו בעתיד - לכשיתברר שתוכנה של חוות דעתו הוא עורבא פרח - מסתייג הוא עצמו ממסקנותיו שלו וטוען כי אלה "אינן בהכרח משקפות את ההתרששויות העתידיות" וכי הן "נתונות לשינויים, השלמות או תיקונים לעתיד".

108. כלומר, רו"ח סרבינסקי פועל לסייע להפקיע באמצעות מתן צו פירוק את זכויותיה הקנייניות של דולפין בחברה, בהיקף של מיליארדי ש"ח, על בסיס חוות דעתו, אך בה בעת הוא עצמו אינו מוכן להגן בלב שלם על מסקנותיו ולקבל על עצמו את האחריות העצומה הכרוכה בתוצאות הנלוות לכך. האם על בסיס חוות דעת מסוייגת שכזו ניתן ליתן צו פירוק לחברה? וודאי שלא.

109. מדובר בהודאה של רו"ח סרבינסקי, כי הוא עצמו אינו עומד מאחורי המסקנות בחוות הדעת ודי בטעם זה בלבד כדי לייחס לה משקל אפסי. יצוין עוד, כי רו"ח סרבינסקי לא טרח אפילו לציין על אילו ממסקנות חוות הדעת חלה ההסתייגות האמורה באופן שמחייב את הקביעה, כי מסקנות חוות הדעת - כולן - אינן יכולות לעמוד. די בכך כדי לדחות להביא לדחייה של חוות הדעת.

ה(4). סעיף השיפוי בחוות הדעת מחייב כשלעצמו את דחייתה

110. לאחר שרו"ח סרבינסקי מסתייג מכל מסקנות חוות הדעת שלו, באותה נשימה, הוא גם מצהיר כי קיבל מנאמן אג"ח ט' שיפוי למקרה שהוא ינזק ממנה (דרישה שוות ערך להכרה בכך שתוכנה של חוות הדעת אינו נכון). בעמוד 74 לחוות הדעת (פסקה אחרונה) תחת פרק שכותרתו "הגבלת אחריות", נכתב כדלקמן:

"מזמין העבודה התחייב לשפות ו/או לפצות אותנו בגין כל סכום בו נחוייב בפסק דין חלוט מעבר לסכום השווה לשלוש פעמים לתמורה המשולמת לנו בגין ביצוע העבודה ("סכום התקרה"), וכל הוצאה ישירה שתיגרם לנו מעל לסכום התקרה, ובלבד שניתנה למזמין העבודה אפשרות סבירה להתגונן והכל למעט במקרים של רשלנות רבתי או זדון מצידנו שאז לא יחול שיפוי או פיצוי כלשהו. כמו כן התחייב המזמין".

111. עצם קיומו של סעיף שיפוי, לא כל שכן ניסוחו העמום והקטוע, מחייב את דחייתה של חוות הדעת.

112. הלכה היא, כי מומחה הנותן חוות דעת, לא כל שכן מומחה הפועל בשירותו של נאמן אגרות חוב, צריך להצהיר במסגרתה כי לא ניתן לו ולא ניתן לו כתב שיפוי. כך נקבע בעניין זה בת.א. (ת"א) 48067-01-11 ע.ל.א.נ. מרחצאות נ' "בזק" (פורסם בנבו, 14.5.2012):

"מן הראוי כי על נותן חוות הדעת אשר תומכת בבקשת חברה לחלוקה על פי סעיף 303, להיות נטול כל קשר או תלות בחברה או בבעלי השליטה בה או מי מטעמה, במישרין או בעקיפין, כאשר הצהרה בעניין זה תנתן על ידי המומחה בחוות הדעת עצמה.

על שכר הטרחה להיות קבוע מראש, על מנת שלא לאפשר מצב של התחשבנות בסוף הדרך. גם אם נקבע מנגנון של תשלום שכר טרחה לפי שעות - יש מקום לקבוע מראש הגבלה בדבר מספר השעות המרבי אשר יידרש לשם הכנת חוות הדעת.

על נותן חוות הדעת להצהיר במסגרתה כי לא ניתן לו ולא יינתן כתב שיפוי על ידי החברה."

113. בענייננו, לא רק שלא ניתנה הצהרה כזאת אלא ניתנה הצהרה הפוכה. נאמר בחוות הדעת במפורש, כי ניתן לרו"ח סרבינסקי שיפוי במקרה שיתקבל נגדו פסק דין חלוט לתשלום. בנוסף לכך, בסיום הפסקה נכתב **"כמו כן התחייב המזמין"** והמשפט הסתיים בעיצומו. מה תוכנה של

ההתחייבות הנוספת של נאמן אג"ח ט' כלפי רוי"ח סרבינסקי ומדוע לא גולתה לבית המשפט - לא נדע.

114. זאת ועוד. באופן תמוה למדי, אף שחוות הדעת הנוכחית של רוי"ח סרבינסקי דומה להפליא לחוות דעת שמסר רק לפני 3 חודשים והשינויים בין שתי חוות הדעת אינם גדולים, דווקא בסעיף השיפוי שבהן חלו שינויים. חוסר השקיפות והזיגזוג ביחס לשיפוי שהובטח לרוי"ח סרבינסקי (ועוד בניגוד להלכה פסוקה) מחייב אף הוא את דחיית חוות הדעת, ולמצער מחייב הוא להקנות לחוות הדעת משקל נמוך ביותר.

115. סעיף שיפוי זה מעיד, כשלעצמו, על כך שגם מחבר חוות הדעת יודע עד כמה בעייתית וקלושה התיזה העומדת בבסיס חוות דעתו ועל כן הוא עמד על כך שיכלל במסגרת חוות הדעת סעיף שיפוי.

116. לגופו של עניין נפרט להלן כשלים בולטים על פני חוות הדעת המחייבים את דחייתה.

117. בשל סד הזמנים (שנכפה על דולפין במכוון על ידי נאמן אג"ח ט') לא ניתן היה להביא סקירה ממצה של כלל הכשלים (הרבים) בחוות הדעת ודולפין שומרת על זכותה להשלים טיעונים בעניין זה בדיון עצמו.

ה(4). 5. כשלים ברורים על פני חוות הדעת

118. על מנת להצליח ולגרור בכח את ה-NAV של החברה אל עבר הצד השלילי (משימה שאף מומחה בעל שם לא הסכים לקבל על עצמו), נאלץ רוי"ח סרבינסקי להשמיט עובדות, לעוות נתונים ולהניח הנחות יסוד, שאין בהן ממש וגם אין להן הסבר ענייני בחוות הדעת. אף בהתעלם מן השורה הארוכה של הטעויות במתודולוגיה של חוות הדעת ובקביעות "המקצועיות" שבה - אשר בלוחות הזמנים הנתונים לא ניתן להציגן במלואן - די שנשתפק בכמה דוגמאות של טעויות ברורות, אשר תיקונן יוביל לכך שגם בתרחיש הפסימי ביותר האפשרי שהוצג על ידי רוי"ח סרבינסקי, שווי נכסי החברה עולה על נכסיה:

(א) טעות בולטת ראשונה - התעלמות מוחלטת מנכס של החברה בשווי של כ- 110 מיליון

ש"ח: לחברה יש אופציות משלוש סדרות שונות לרכוש מניות בדסק"ש הניתנות למכירה ומימוש (העתק דיווח על האופציות אשר בידי החברה מצורף כנספח 2 לתגובה). אופציות אלה מצויות "עמוק בתוך הכסף". אף שרוי"ח סרבינסקי לא חולק על כך שדסק"ש היא חברה טובה ומניבה (שווי מניית דסק"ש נכון להיום עומד על כ-9.5 ש"ח למניה), הוא מתעלם כליל מהאופציות שמחזיקה החברה בדסק"ש וכלל לא מתמחר אותן בחוות דעתו. שוויה של טעות זו בחוות הדעת הינה כ-110 מיליון ש"ח.

(ב) טעות בולטת שנייה - הפחתת 90 מיליון ש"ח מ-NAV החברה בשל שימוש בשווי שוק

לא עדכני של דסק"ש: נכון למועד הגשת חוות הדעת, שווי השוק של דסק"ש (עבור פיתוח בלבד) היה גבוה ב-90 מיליון ש"ח בהשוואה לשווי השוק שרוי"ח סרבינסקי ייחס לדסק"ש בחוות הדעת שנתן במרץ השנה. רוי"ח סרבינסקי "קבר" את שווי השוק העדכני של דסק"ש בהערת שוליים (ראה הערות שוליים 24-25 בעמוד 42 לחוות הדעת), ולצורך החישוב פשוט התעלם ממנו לחלוטין. במקום לקבוע את שווי חלקה של החברה בדסק"ש

על פי שווי השוק הנוכחי - בסך של 709 מיליון ש"ח - הוא השתמש לצורך חישוב ה-NAV של החברה (על בסיס שווי שוק) בשווי לא מעודכן וקבע אומדן שווי בסכום של 619 מיליון ש"ח (ראה בעמוד 49 לחוות הדעת). משמעות הטעות היא הפחתה שגויה של 90 מיליון ש"ח ב-NAV של החברה בחלופת שווי השוק (חלופה 1 בחוות הדעת).

טעות בולטת שלישית - הפחתת כ- 100 מיליון ש"ח מהשווי בספרים של IDBG ללא (ג)

כל סיבה: הטעות השלישית שבגינה הפחית רוי"ח סרבינסקי עוד 100 מיליון ש"ח מה-NAV של החברה (בשתי החלופות) היא הערכה בחסר - ללא נימוק ענייני - של שווי חברת IDGB. בעמוד 46 לחוות הדעת, רוי"ח סרבינסקי שמעיד על עצמו כי הוא אינו מומחה לנדל"ן, מבצע שורה של הפחתות, שלא נומקו ולא הוסברו (כדוגמת הפחתה של 15% בשווי נכסי הנדל"ן של IDBG - "בהסתמך על ניסיונות העבר של החברה למכור את חלקה ב-IDBG אשר לא צלחו..." ו"על סמך האמור לעיל [שאינו מסביר דבר - הח"מ] ועל סמך מידע נוסף [שלא פורט מהו - הח"מ]"). בכל הכבוד, לא ניתן לקבל הפחתה על בסיס "מידע נוסף" שלא פורט מהו, או על בסיס "האמור לעיל", כאשר כל שנאמר שם הוא שהיו ניסיונות שכשלו למכור את IDBG. בכל הכבוד, כך לא כותבים חוות דעת מומחה. משמעות הטעות הפחתה שגויה של כ-100 מיליון ש"ח ב-NAV של החברה בשתי החלופות בחוות הדעת.

טעות בולטת רביעית - הפחתת כ- 100 מיליון ש"ח בדרך של מניפולציה חישובית: (ד)

הטעות הרביעית שבגינה הפחית רוי"ח סרבינסקי עוד 100 מיליון ש"ח מה-NAV של החברה (בשתי החלופות), ולמעשה אין זאת טעות אלא מניפולציה, היא היוון הוצאות המטה לשנים קדימה באופן שההוצאות הוערכו על סך של 100 מיליון ש"ח לצורך חישוב ה-NAV העכשווי של החברה. שווי המניפולציה כ-100 מיליון ש"ח. תחשיב מבוסס שווי שוק אמור לצלם תמונת מצב קיים של שווי נכסי החברה בזמן נתון. לא ניתן מצד אחד לומר כי שווי השוק של נכסי החברה, נכון להיום הוא X, אך בה בעת להפחית משווי זה הוצאות מטה צפויות מספר שנים קדימה. מדובר במניפולציה מספרית שנועדה להפחית את גובה ה-NAV. הא ותו לא.

(ה) הנה כי כן, פרטנו על רגל אחת, ארבע טעויות ששוות - לבדן - כ-400 מיליון ש"ח ב-NAV של החברה. תיקון הטעויות יוביל לכך שאף בחלופה הפסימית ביותר שמציג רוי"ח סרבינסקי בחוות הדעת, ה-NAV של החברה עומד על סכום חיובי של כ-160 מיליון ש"ח (ובחלופה 2, ה-NAV עומד על כ-625 מיליון ש"ח).

(ו) די בכך כדי להראות, כי אפילו על פי מודל "שווי השוק" (שאינו מעיד על דבר ובוודאי אינו המודל הנכון לבחון את שווי החברה), אם נביא בחשבון את כל המרכיבים שלעיל, לחברה יש מאזן נכסי חיובי.

119. מעבר לכך, בחוות הדעת יש טעויות נוספות למכביר והנחות שווא. כך למשל, רוי"ח סרבינסקי טוען, כי בכל אירוע שבו ימכרו 5% מהחזקות החברה בכלל ביטוח, יגרום הדבר לשחיקת הערך של כלל ביטוח בשיעור של 3% (עמוד 55 לחוות הדעת). לטענה זו אין כל בסיס, היא לא גובתה באסמכתא כלשהי והיא, כמובן, חסרת שחר. אין כל הסבר בחוות הדעת כיצד רוי"ח סרבינסקי

הגיע לשחיקה כל כך משמעותית במחיר המניה (תוך התעלמות מוחלטת מפוטנציאל הערך הגלום בכלל ביטוח). גם ל"הנחת יסוד" עלומה זו, שאין לה אח ורע בהערכות שווי אחרות, השפעה של עשרות רבות של מיליוני שקלים על השווי ב-NAV של החברה.

ה(5). ההתעלמות התמוהה של מעריך השווי מעסקאות המכר ומן ההצעות לרכישת כלל ביטוח

120. אחד הפרמטרים הטובים ביותר להערכת שווי של חברה הוא בחינת עסקאות עבר שבוצעו למכירת החברה. במקרה של כלל ביטוח, כבר פורסם שאך לפני כשנתיים וחצי נחתמה עסקה למכירת החזקות החברה ל-JT Capital Management Limited (לפי שווי חברה של 4.6 מיליארד ש"ח), אשר לא הושלמה בשל אי קבלת היתר שליטה במועד; וכן פורסם שרק במהלך השנה האחרונה קיבלה פיתוח שלוש הצעות נוספות (שלבסוף לא הבשילו לכדי הסכם מחייב, שוב מטעמים רגולטוריים) המשקפות שווי שנע בין 4.516 מיליארד ש"ח לבין שווי של 5 מיליארד ש"ח עבור כלל ביטוח. העתק דיווח מידי של אידיבי פיתוח בעניין הצעות לרכישת כלל ביטוח מיום 9.11.2015 מצורף כנספח "3".

121. עסקאות אלו אינן יכולות להוות אינדיקציות בלעדיות לשוויה של כלל ביטוח, אך לא ניתן להתעלם מהן כליל בחוות הדעת ויש לייחס להן משקל משמעותי. אין אינדיקציה טובה מכך לשוויה של כלל ביטוח (ולעניין המשמעות של עסקאות קודמות למכירת חברה לצורך הערכת שווי החברה, ראה למשל סעיף 68 בפסק הדין של בית המשפט העליון בע"א 10406/06 **עצמון נ' בנק הפועלים** (נבו, 28.12.09) ("פרשת עצמון"). לא יתכן גם, כי מעריך שווי, המכין חוות דעת כלכלית, אינו מתייחס במלה לעסקאות כאמור ולא יסביר בחוות דעתו מדוע בחר להתעלם מכך (כפי שנעשה במקרה דנן).

122. דברים אלה נכונים בעוצמת יתר בשים לב לכך שבמסגרת חוות הדעת, ייחס רו"ח סרבינסקי שווי מקסימלי לחברת כלל, אשר הינו נמוך בכ-40% מן השווי של ההצעות שקיבלה החברה למכירת מניות כלל במהלך השנה האחרונה בלבד. קשה לחשוב על חוות דעת מופרכת מזו.

ה(6). שינויים מכוונים שנעשו במתודולוגיה של הערכת השווי בהשוואה לחוות דעת בייקר טילי הקודמת מתוך כוונה מובהקת להטות את שווי החברה למטה

123. ניכר, כי בהשוואה לחוות דעת בייקר טילי הקודמת (שרו"ח סרבינסקי היה שותף לעריכתה, נספח 1 לעיל) נעשו מספר שינויים מתודולוגיים, אשר נועדו במובהק לגרום להפחתת שווי החברה. ניתן שתי דוגמאות להמחשה:

(א) **ראשית**, בחוות דעת בייקר טילי הקודמת (שרו"ח סרבינסקי היה חלק מעורכיה) נקבע, כי לצורך הערכת השווי של כלל ביטוח לא די לבחון את "שווי השוק" ו"שווי מכפיל ההון", כפי שנעשה בחוות הדעת הנוכחית. בחוות דעת בייקר טילי הקודמת (פרק 2) נבחנו חמישה פרמטרים שונים, ובהם "מכפיל הון בהסתמך על מחקרים בינלאומיים", ו"מכפיל EV - ערך גלום". לו היה נעשה שימוש במכפילים אלה בחוות הדעת הנוכחית, היה הדבר מוביל, כך נראה, להערכת שווי גבוהה בהרבה לכלל ביטוח, ולא בכדי בחר מעריך השווי

במקרה הנוכחי להתעלם מפרמטרים אלה, שהוא ראה אותם כרלבנטיים בעבר. אין בחוות הדעת הנוכחית כל הסבר מדוע לא נעשה גם הפעם שימוש במכפילים אלה.

(ב) **שנית**, בחוות דעת בייקר טילי הקודמת, בחלופה של שווי השוק, נבחן שווי שוק המשקף את שווי השוק של החברה על פני שלוש שנים. בחוות הדעת הנוכחית השתנתה באורח פלא המתודולוגיה ונבדק שווי השוק של החברה במהלך החודשים האחרונים בלבד, תוך התעלמות מוחלטת משווי השוק בשנים קודמות. בשים לב לירידה שחלה בשווי השוק של כלל ביטוח ודסק"ש בשנה האחרונה, אילו היה רו"ח סרבינסקי עקבי בחוות דעתו ועושה שימוש בשווי השוק של שלוש השנים האחרונות, ולא מתייחס רק לשווי השוק של החודשים האחרונים, היה בכך כדי לשנות באופן דרמטי את תוצאות חוות הדעת ולהפוך את השווי הנכסי של החברה לחיובי, בכל שיטות החישוב.

ה(7). קביעות רו"ח סרבינסקי בנוגע לתזרים המזומנים הצפוי מתעלמות לחלוטין מן החלופות הקיימות למימון התחייבויות החברה

124. לצורך בדיקת תזרים המזומנים של החברה רו"ח סרבינסקי מתעלם לחלוטין: (1) מן האפשרות של קבלת מימון מבעלת השליטה, אשר עד היום הזרימה לתוך החברה כ-2.3 מיליארד ש"ח; (2) מן האפשרות של מימון מחדש של חובותיה; (3) מן האפשרות של מכירת אחזקות החברה בחברת IDBG; (4) מן האפשרות של מכירת אחזקות החברה בחברת אי די בי תיירות; (6) מן האפשרות של מכירת אחזקות מיעוט של עד כ- 25% (תוך שמירה על גרעין השליטה ומרבית הערך הגלום בו) בכלל ביטוח; ועוד ועוד.

125. רו"ח סרבינסקי בוחן שתי חלופות בלבד למימון התחייבויות החברה ומתעלם מיתר האפשרויות ובעיקר מהאינטרס המובהק של דולפין לשמור על השקעתה. דולפין העמידה לרשות החברה אמצעים על מנת לאפשר לחברה לשמור על נכסיה ולא למכרם במחירים שאינם משקפים נאמנה את שוויים האמיתי. בשל כך, היא הזרימה בשנתיים האחרונות סכומי עתק לתוך החברה, באופן שאיפשר לחברה להימנע ממימוש נכסיה. שבוי תחת רצונו לרצות את נאמן אג"ח ט', רו"ח סרבינסקי מוכן להתעלם כליל מכל נתון ומכל אינטרס שלא משרת את נאמן אג"ח ט' בהליך. די בהתעלמות מגמתית ומכוונת זו כדי להעיד על פירכת חוות הדעת כולה ולהביא להתעלמות מוחלטת מתוצאותיה.

ה(8). הערת שווי רו"ח סרבינסקי, שלא על בסיס שווי שוק, קובעת כי לחברה שווי נכסי חיובי בשיעור של 225 מיליון ש"ח.

126. בניסיון לייצר בסיס כלשהו לטענה בדבר "סביבת חדלות הפרעון", רו"ח סרבינסקי הציג שתי חלופות לביצוע אומדן השווי הנכסי הנקי של החברה. החלופה הראשונה התבססה באופן מוחלט על שווי השוק של נכסי החברה (להלן: "**חלופת שווי השוק**") והשנייה התבססה על אומדנים אחרים שאינם מבוססי שווי שוק (להלן: "**החלופה השנייה**").

127. כבר עתה נדגיש, כי גם על פי חוות הדעת של רו"ח סרבינסקי, בחלופה השנייה, החברה בעלת שווי חיובי מובהק של 225 מיליון ש"ח (עמוד 7 לחוות הדעת).

128. ודוק. למרות שבחן בחלופה השנייה את שווי החברה שלא על פי שווי השוק, רוי"ח סרבינסקי לא ביצע (מבלי להסביר מדוע) הערכת שווי מבוססת DCF. לכך אין כל הסבר בחוות הדעת וברי כי ההסבר הוא אחד: ביצוע תחשיבי DCF, היה מוביל לתוצאה שלפיה השווי של החברה גבוה בהרבה מן השווי הנטען בחוות הדעת.

129. ברור איפוא, כי אם החלופה השנייה היא החלופה הנכונה יותר מבין השתיים (וזה אכן המצב), הרי שגם לשיטת מחזיקי אג"ח ט', החברה מצויה בשווי נכסי חיובי מובהק.

130. כעת נראה מדוע חלופת שווי השוק אינה יכולה לעמוד.

ה(9). על פי ההלכה הפסוקה - הערכת השווי של חברה על פי שווי השוק אינה השיטה הנכונה

131. בתי המשפט דנו, וחזרו ודנו, אין ספור פעמים, בשאלה מהי שיטת החישוב הנכונה להערכת שווי חברות. על פי ההלכה העקבית של בית המשפט העליון, בהעדר טעם מיוחד ומוצדק לחרוג מן המקובל (שלא הוצג בענייננו), הדרך הנכונה ביותר להעריך שווי של חברה היא באמצעות שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF). ראו לעניין זה את דבריו של בית המשפט העליון בע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממון ואח' (פורסם בנבו, 28.8.2012) ("עניין קיטאל"):

"במרבית המקרים אין להסתמך על שווי השוק לצורך הערכת שווי המניות במסגרת בקשה לסעד הערכה על פי סעיף 338 לחוק החברות. נקבע כי עקרונות הערכת שווי המניות שינחו את בית המשפט במסגרת בקשה לסעד הערכה יהיו העקרונות המקובלים בתורת המימון וכי השיטה שיש להעדיפה כעולה בקנה אחד עם עקרונות אלו היא שיטת ה-DCF..."

132. הדברים נאמרו לעניין הביטוי "השווי ההוגן" של חברה בסעיף 338 לחוק החברות לעניין הצעת רכש כפויה, אך כוחם יפה גם בכדי להראות את הקושי בהסתמכות על שוויים הבורסאי של ניירות ערך (וראה גם פרשת עצמון).

133. גם בית משפט נכבד זה, אף בהליכי חדלות פרעון, הכיר ביתרונות של שיטת היוון תזרים המזומנים על פני שיטות אחרות. כך קבע בית המשפט הנכבד (כבוד השופט ברנר) בפר"ק 1664-04 אירו-סאט נ' חסון (נבו, 7.8.14), בפסקה 13:

"אכן, יש ליתן את הדעת על כך שבפרשת רע"א 779/06 קיטאל החזקות נ' ממון ואח' (פורסם בנבו, 2012) קבעה דעת הרוב כי יש להעדיף את שיטת ה-DCF כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של מניות בהצעת רכש מלאה, אלא אם כן מצא בית המשפט כי הנתונים המאפיינים של המקרה שלפניו מצדיקים יישום שיטת הערכה אחרת."

134. יתרה מכך. אף במסגרת ההליכים שנקטו מחזיקי אג"ח ט' נגד בעלי השליטה הקודמים בחברה, במסגרת תיק פר"ק 13-04-36681, נדונה השיטה הנכונה להערכת שווי החברה. באותו עניין, כבוד השופט אורנשטיין הביע את דעתו הברורה (הגם שלא הכריע בכך במפורש), כי הערכת שווי חברה המבוססת על שווי השוק אינה יכולה לעמוד לבדה (החלטה מיום 4.5.2013, בעמודים 14 ו-15):

"חוות הדעת של טאסק [קרי, של מחזיקי אג"ח ט' - הח"מ] מבוססת, כאמור, על הערכת נכסי החברה בהפחתת שווי ההתחייבויות, הידועה

בשם (NAV) NET ASSET VALUE. לשיטתו, קביעת השווי, מן הראוי שתיעשה על ידי בחינת שווי החברות הבנות, בהתאם לסחירותן בבורסה, וזאת, בשים לב לעובדה ש-86% מאחזקות החברה, הן חברות בורסאיות. דא עקא, בית המשפט העליון פסק, ברוב דעות, כי השיטה העדיפה להערכת חברות במקרה של הצעת רכש, היא לפי "תזרים המזומנים המהוון", **DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)...**

...

מסופקני אם צדק המומחה טאסק בבחירת שיטת ההערכה, שאינה השיטה הראויה לפי ההלכה הפסוקה, לא כל שכן, כל תנודה ולו קלה בשער המניות, בשים לב לשוויון של אלה, גורמת לשינוי עצום בשיעור שווי החברה."

135. רוי"ח סרבינסקי לא ביצע בחינה לפי שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF), הגם שזו השיטה הנכונה ביותר לחשב שווי ערך של חברות, משום שהוא ידע שהתוצאה תהיה שלא לטובת שולחיו. כך למשל, בחינת השווי של דסק"ש לפי שיטה זו היתה משנה דרמטית את מסקנות חוות הדעת ביחס לשווייה של דסק"ש ובהתאמה את מסקנות חוות הדעת כולה. לפי שיטת היוון תזרים המזומנים, על בסיס הערכת השווי שבוצעה על ידי חברת גיזה, שווייה של דסק"ש עומד שווה 1,760 מיליון ש"ח וזאת לעומת השווי שהוערך על ידי רוי"ח סרבינסקי שהעריך את שווייה באופן משמעותי בחסר - בסך של 619 מיליון ש"ח עד 807 מיליון ש"ח בלבד.
136. בחוות דעת בייקר טילי הקודמת נטען בהרחבה ובפרוטרוט, כי חוות דעת טאסק (שהוגשה באותה עת עבור מחזיקי אג"ח ט') מייחסת "משקל מוגזם לשווי השוק", כי "הסתמכות רבה מדי על שווי שוק הינה בעייתית" וזאת, בין היתר, משום "שהתנודתיות של שווי השוק היא גבוהה" (עמוד 5 לחוות דעת בייקר טילי הקודמת, נספח 1 לעיל).
137. עוד נטען בחוות דעת בייקר טילי הקודמת, כי יש פסול בשימוש "גם במימושים בעתיד הרחוק, בשווי השוק של הנכסים בהווה" מן הטעם ששימוש כזה "תמיד יביא למסקנה שהתמורה מממוש הנכסים לא תספיק לכיסוי החובות". על רקע זה נטען בחוות דעת בייקר טילי הקודמת לגבי חוות דעת טאסק, כי "הנחות היסוד שבבסיסה - מוטלות בספק... אינן ריאליות ואינן סבירות בנסיבות העניין" וכי "תפקידו של מעריך השווי לבצע אומדן יציב יותר, המבוסס על שיטות הערכה מקובלות כמו היוון תזרים מזומנים צפוי וכדומה" (עמוד 5 לחוות דעת בייקר טילי הקודמת, נספח 1 לעיל).
138. דא עקא, אותן הנחות יסוד שכנגדן יצאה בייקר טילי חוצץ בחוות דעתה הקודמת וקבעה כי הן "אינן סבירות", הן אותן הנחות יסוד ממש שעליהן מבוססת את חוות דעתה העכשווית, לפחות בחלופת שווי השוק. על רקע זה ברור מדוע גם לשיטת בייקר טילי עצמה, חוות הדעת אינה יכולה לעמוד.
139. הדבר המדהים הוא שרו"ח סרבינסקי עצמו היה מעורב בהכנתה של חוות דעת בייקר טילי הקודמת שבה נמתחה ביקורת חריפה במיוחד על המתודולוגיה - אותה מתודולוגיה שבה נעשה שימוש בחוות הדעת הנוכחית.
140. די בכך כדי להביא לדחיית חוות הדעת בשלמותה.

141. מודע לחולשת שיטת שווי השוק בה הוא בחר למקד את חוות דעתו, ניסה רו"ח סרבינסקי לנמק מדוע בחר בשיטה הפחות מקובלת. בעמוד 6 לחוות הדעת הוא נימק את בחירתו בשיטת שווי השוק בשני נימוקים בלבד:

(א) **"לאור מצבה התזרימי המתגור של החברה"** - אלא שגם בחוות דעת בייקר טילי הקודמת עסקה בייקר טילי בחברה עם מצב תזרימי מתגור בהרבה ולמרות זאת נעשתה בחינה לפי השיטה הנכונה של היוון תזרים מזומנים. בנוסף לכך, נימוק זה מתעלם מהעובדה שגם במצבה התזרימי של החברה עומדים לחברה מקורות לביצוע התשלומים השוטפים במועד. רו"ח סרבינסקי כלל לא התמודד עם עובדות אלה בחוות הדעת והנימוק שניתן לבחירה בשיטה השגויה של שווי השוק ממילא אינו יכול לעמוד.

(ב) עוד נטען באופן שגוי בניסיון לייצר יש מאין מצב של "חדלות פרעון", כי **"העדר אפשרויות מעשיות אחרות לביצוע תשלומיה לנושיה הפיננסיים, למעט הזרמות מבעלת השליטה שאינן וודאיות ו/או אינן בשליטת החברה"** - לחלוטין אין שחר למסקנה זו. ראשית, רו"ח סרבינסקי התעלם כליל מיכולתה של החברה לגייס כספים מהציבור בדרך של גיוס חוב (אפשרות שעליה דיווחה החברה לציבור כאפשרות שנבחנת). בנוסף, רו"ח סרבינסקי ביטל באחת את ההיסטוריה בת השנתיים האחרונות במהלכן גייסה החברה סכומי עתק הן מהציבור והן מבעלת השליטה, אשר הראתה את תמיכתה בחברה פעם אחר פעם במעשים ולא רק בדיבורים.

142. הנה כי כן, שני נימוקים בלבד הובילו את רו"ח סרבינסקי לבחור בשיטת שווי השוק (על פני השיטה הנכונה והמקובלת שיטת ההיוון מזומנים) ושניהם שגויים.

143. מכל מקום, אם רצה רו"ח סרבינסקי לדעת כיצד מעריך השוק את פיתוח, הוא היה מגלה, כי נכון ליום המסחר האחרון במניות החברה, יום 29.3.2016, **שווי השוק של החברה עמד על כ- 1.4 מיליארד ש"ח**. מאז ועד היום הוזרמו לתוך החברה **כחצי מיליארד ש"ח נוספים!** די גם בכך - אף מבלי להיכנס לחוות הדעת לגופה - כדי להראות עד כמה חוות הדעת מופרכת, מוטה, מגמתית ולא מקצועית. ברי, כי חברה הנסחרת בשווי שוק כל כך גבוה, אינה חברה חדלת פרעון, ואף רחוק מכך.

ה(10). רו"ח סרבינסקי בחר להסתיר את האסמכתאות ומקורות המידע עליהם הוא התבסס לכאורה בהכנת חוות הדעת

144. על פי הדין, חובה על מומחה המגיש חוות דעת מקצועית לצרף רשימת אסמכתאות שעליהן מבוססת חוות הדעת ולצרף אסמכתאות שלא ניתן לאתרן באמצעים סבירים. כך קובעת תקנה 134א לתקנות סדר הדין האזרחי, התשמ"ד-1984:

"חוות דעת של מומחה מטעם בעל דין או שמינה בית המשפט, תוגש בצירוף רשימת האסמכתאות אשר המומחה הסתמך עליהן בחוות דעתו; אסמכתאות אשר לא ניתן לאתרן בנקיטת אמצעים סבירים, יצורפו לחוות הדעת."

145. מדובר בהוראה מהותית (וודאי בלוחות הזמנים שנאמן אג"ח ט' כפה על דולפין) שנועדה לאפשר לבעל הדין שכנגד לבחון את הבסיס המקצועי להכנת חוות הדעת ולאפשר לקורא לבקר את חוות הדעת. לא כך נהג רו"ח סרבינסקי.
146. חלק גדול מחוות הדעת של רו"ח סרבינסקי מבוסס על "מחקרים" עלומים ו"אסמכתאות" נטענות, שאין פירוט שלהם בחוות הדעת, אין הפניה אליהם והם לא צורפו כנספחים. גם לא צורפה לחוות הדעת רשימת אסמכתאות מלאה כנדרש על פי הדין.
147. במקרה הטוב טרח רו"ח סרבינסקי לתת פרט או שניים על המקור הנטען עליו הוא התבסס לטענתו ובמקרה הרע השאיר את הפרטים כולם בגדר תעלומה.
148. נזכיר בהקשר זה, כי לחוות הדעת בשנת 2013 שהוגשה על ידי טאסק - על ידי אותו נאמן ממש - להבדיל מחוות הדעת הנוכחית, צורפו כל האסמכתאות ומקורות המידע הרלוונטיים כחלק מחוות הדעת, כמתחייב על פי הדין.
149. להלן מספר דוגמאות (לא ממצות) מייצגות של הפניה בחוות הדעת למקורות שאין כל דרך להתחקות אחריהם בהעדר הפניה ברורה:
- (א) בעמוד 15 לחוות הדעת רו"ח סרבינסקי מצטט מתוך **"מאמר של רו"ח שלומי שוב ביום 22 לאוקטובר 2015"**. המאמר לא צורף לחוות הדעת ולא ניתנה ההפנייה הנדרשת לצורך איתורו.
- (ב) כך גם בעמוד 33 לחוות הדעת, לצורך אמדן שווי סלקום, רו"ח סרבינסקי מפנה אל **"עסקאות דומות בעולם"** שלא ניתן לגביהם פירוט וכן ל-"סקירה מקיפה של Credit Suisse מחודש אפריל 2016 על ענף התקשורת באירופה (קווית וסלולרית) ועל מכפילים מייצגים בתעשייה וסקירות נוספות של Credit Suisse ו-CitiBank" מבלי לתת פרטים אודות העסקאות הנטענות ומבלי לתת הפנייה לסקירות הנטענות.
- (ג) בעמוד 45 לחוות הדעת, לצורך הערכת השווי של IDGB, מסתמך רו"ח סרבינסקי על **"מחקרי שוק נוספים הסוקרים את שוק המשרדים והמסחר בלאס וגאס, ריכוז עסקאות שנעשו לאחרונה בשוק המשרדים והמסחר ושיחות שערכתי עם גורמים בתחום הנדל"ן בלאס וגאס"** מבלי לתת כל מידע על מחקרי השוק הנטענים או על זהות הגורמים עימם ערך שיחות ועל תוכן השיחות.
- ועוד ועוד.
150. בשים לב לכך שבעניינים שונים כבר הוכח כי חוות הדעת חסרת כל ערך ולוקה בטעויות מהותיות, ברי כי אילו היה רו"ח סרבינסקי "מגלה" את רשימת המקורות המלאה שעליהם הוא מתיימר לבסס את חוות הדעת, לא היה נותר מחוות הדעת כל רסיס של אבק.

ה(11). סיכום ביניים

151. "המומחה" אינו מומחה. חוות הדעת אינה טוענת לחדלות פרעון של החברה. חוות הדעת מופרכת. היא וודאי אינה ראייה לדבר.
152. סעיף הגבלת האחריות (פרק 12) בחוות הדעת מעיד כי המומחה עצמו אינו מוכן לעמוד מאחורי מסקנות חוות הדעת שנכתבו על ידו על סמך "הנחות תיאורטיות אשר אינן בהכרח משקפים את ההתרחשויות בעתידיות" וכי הוא חושש מהשלכותיה ולכן דאג לבטח את עצמו בדרך של התחייבות לשיפוי.
153. חוות הדעת עוסקת יותר בניחושים ולא בטיעונים ונתונים חשבונאיים ואלה אינם בסיס לקביעת חדלות פרעון. חוות הדעת גם אינה מאפשרת לקורא לבקר אותה באופן מושכל, שכן מקורות המידע שבה נותרו ידועים (אם הם קיימים בכלל) למחבר חוות הדעת בלבד.
154. זאת ועוד. בתיקון הטעויות המופיעות על פני חוות הדעת - גם בהתעלם מן השגיאות הקשות במתודולוגיה של הכנת חוות הדעת - על פניו לשיטת רוי"ח סרבינסקי עצמו, חוות הדעת מובילה למסקנה כי שווי החברה חיובי עד חיובי מובהק.
155. בנסיבות אלה יש לדחות את מסקנות חוות הדעת ועם דחיית מסקנות אלה מתרסקת הבקשה כולה.

ו. למען הזהירות בלבד - לא היתה כל עילה להעמיד את מלוא החוב של מחזיקי אג"ח ט' לפרעון מיידי

156. מאחר שעצם זכאותם של המבקשים להעמיד את החוב לפרעון מיידי שנויה במחלוקת, וודאי שזכאות זו אינה יכולה להתברר אגב הליך של פירוק חברה. אם סבורים המחזיקים כי עומדת להם זכות כלשהי כלפי החברה, יואילו לתבוע את החברה, לנהל הליך משפטי ואם יזכו (ולדעת הח"מ, הסיכוי שיזכו הוא אפסי), רק אז הם יהיו זכאים להגיש בקשה לפירוק החברה. ואולם, כל עוד החוב שנוי במחלוקת, לא ניתן לדרוש את פירוק החברה על בסיס החוב הנטען (שעצם העמדתו לפרעון מיידי מניחה את המבוקש - כי החברה חדלת פרעון - טענה שלא הוכחה).
157. מבלי לגרוע מן האמור, בקליפת אגוז נציין, כי במסגרת ההחלטה המיוחדת שנתקבלה ביום 21.4.2016 הוחלט להעמיד את חובות החברה כלפי המחזיקים - שאמורים להשתלם בין השנים 2020 ועד 2025 - לפרעון מיידי. אלא שהחלטה זו נגועה באי חוקיות ממספר טעמים ולכן מבוטלת ובטלה.
158. ראשית, נטען כאילו החוב הועמד לפרעון מיידי עקב העילה בסעיף 13(א)(7) לשטר הנאמנות (נספח 1 לבקשה), אלא שעילה זו לא נתקיימה גם על פי הנוסח הנטען על ידי נאמן אג"ח ט' (שאינו הנוסח המעודכן של הסעיף). סעיף 13(א)(7) לשטר הנאמנות, בנוסחו הנטען על ידי נאמן אג"ח ט', לכל היותר מקנה למחזיקים שיקול דעת אם להעמיד את החוב לפרעון מיידי, רק "אם החברה תפר או לא תמלא כל תנאי או התחייבות הכלולים באגרת החוב או בשטר הנאמנות, באופן שתהיה בכך לדעת הנאמן פגיעה מהותית בזכויותיהם של מחזיקי האג"ח".

159. במילים אחרות, סעיף 13(א)(7), בנוסח הנטען, כולל שני תנאים מצטברים שבהתקיימם ניתן יהיה לשקול העמדה של החוב לפרעון מיידי: 1. הפרה או אי מילוי של תנאי או התחייבות הכלולים באגרת החוב או בשטר הנאמנות. 2. שההפרה האמורה תהווה פגיעה מהותית בזכויותיהם של מחזיקי אגרות החוב. ואולם, בענייננו, לא התקיים אף לא אחד משני תנאים אלה.

160. וזאת חשוב להדגיש, בניגוד לנטען על ידי המבקשים, פרעון התחייבויות השוטפות של החברה וכן שעבוד נכסיה לשם גיוס הון אינם מהווים הפרה או אי מילוי של תנאי או התחייבות הכלולים באגרת החוב או בשטר הנאמנות (ולא בכדי המבקשים לא הצביעו על תנאי שכזה, אשר כביכול הופר), ולא כל שכן הם אינם מהווים "פגיעה מהותית" על פי תנאי שטר הנאמנות שהינו תנאי לקיום הזכות. למעשה, הגשת הבקשה דגן בשל הצהרות של החברה כי היא שוקלת לשעבד נכסים מהווה הפרה בוטה של שטר הנאמנות על ידי המחזיקים. שעבוד נכסים אינו הפרה של שטר הנאמנות. בשטר הנאמנות הוסכם עם מחזיקי אג"ח ט' כי "אגרות החוב אינן מובטחות בשעבוד או בכל אופן אחר" וכי "להסרת ספק מובהר כי החברה תהיה רשאית לשעבד את כל נכסיה ו/או חלק מהם, לטובת מי שתמצא לנכון, ללא הגבלה כלשהי, ובכל דרגה שהיא, לרבות להבטחת סדרות של אגרות חוב או התחייבויות אחרות, וללא צורך בהסכמת הנאמן או המחזיקים" (סעיף 5 לשטר, נספח 1 לבקשה).

161. שנית, יש להבין כי מחזיקי אג"ח ט', שהינן בעלות מח"מ (משך חיים ממוצע) ארוך טווח, רכשו את אגרות החוב בידעם כי מדובר באגרות חוב שאינן מובטחות, בעלות מח"מ ארוך טווח, על כל המשמעויות הכרוכות בכך. וזאת יש להדגיש - התשואה והמחיר של אגרות החוב מסדרה ט' תומחרו בהתאם לסיכונים הנובעים מאגרות חוב בעלות מח"מ ארוך טווח. על רקע זה, ברי כי אין כל בסיס לבקשה נשוא ענייננו, וכי למעשה מדובר בניסיון פסול של מחזיקי אגרות החוב מסדרה ט' לשנות בדיעבד את תנאי אגרות החוב ולשפרם בדרך של קבלת בטוחות. למעשה, באמצעות הבקשה שלפנינו, נעשה ניסיון (משולל יסוד ופסול) לאפשר למחזיקי אגרות החוב מסדרה ט' לשנות בדיעבד את מערך ההסכמות בין הצדדים.

162. שלישית, גם הנימוק שניתן על ידי מחזיקי אג"ח ט' להצבעתם על העמדת החוב לפרעון מיידי טובל באי חוקיות. בהחלטת מחזיקי אג"ח ט' להעמיד את החוב כלפיהם לפרעון מיידי הם נימקו את החלטתם כך (נספח 2 לבקשה, הציטוט גם בסעיף 13 לבקשה):

"... 'יש בסיס לטענה כי המשך פרעון ההתחייבויות השוטפות, מהווה הפרה של חובת החברה לניהול נאות של עסקיה. לאור כל האמור לעיל, פעולות וכוונות החברה לפעול בשם פרעון חובות ו/או שעבוד נכסים לטובת נושים מסויימים בלבד, והנחתת אשראים כלפי חלק מנושיה בלבד, עשויות להיחשב כהפרה של התחייבות החברה על פי שטר הנאמנות של אגרות החוב לניהול עסקיה בצורה סדירה ונאותה."

163. מחזיקי האג"ח לא העמידו את האג"ח לפרעון בשל הפרה ספציפית כלשהי (משום שאין כל הפרה) אלא משום שלטענתם "יש בסיס לטענה" (להבדיל מהפרה) ש"המשך פרעון ההתחייבויות השוטפות, מהווה הפרה של חובת החברה לניהול נאות של עסקיה". הנה כי כן - לא רק שאין הפרה ספציפית אלא אפילו לשיטתם של המחזיקים שהעמידו את האג"ח לפרעון מיידי - אין הפרה בכלל, אלא רק "בסיס לטענות" בדבר אפשרות של הפרה עתידית (שהיא פרעון

חובות שוטפים לנושים אחרים, כסדרם וכמתוכנן מראש). בנסיבות כאלה ממילא לא ניתן היה לקבל החלטה על העמדת אגרות החוב לפרעון מיידי.

164. בפר"ק (תל אביב) 50735-10-15 - רזניק פז נבו ר.פ.נ נאמנויות 2007 בעמ. נ' בי. ג'י . איי השקעות (1961) (פורסם בנבו, 1.1.2016) נקבע כי :

"יש להזהר מעשיית שימוש בסעיפי סל כלליים ואמורפיים המופיעים כדבר שבשגרה בשטרי נאמנות, כעילה לאכיפה של אגרת חוב, שעה שאין בנמצא עילה ספציפית ומוגדרת לכך (השווה ת.א. (ת"א) 2335/08 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אלבר שירותי מימונית בע"מ (פורסם בנבו, 25.12.2008, מפי כב' השופט י' זפט).

165. המבקש מכיר הלכה זו והדבר ידוע לו היטב, משום שגם בעבר כבר נמתחה ביקורת על התנהלותו של נאמן ספציפי זה ונקבע בת.א. (ת"א) 2335/08 הרמטיק נ' אלבר (פורסם בנבו, 25.12.2008), כדלקמן :

"ד. סעיף 12 להסכמי הנאמנות, קובע:
"התחייבויות החברה כלפי הנאמן

החברה מקבלת על עצמה כלפי הנאמן, את ההתחייבויות הבאות כל זמן שאגרות החוב טרם נפדו במלואן:

(א) להתמיד ולנהל את עסקי החברה בצורה סדירה נאותה ועילה.
(ב) להחזיק ולשמור את נכסיה במצב טוב ותקין, לשלם בקביות ובדייקנות את כל תשלומי החובה החלים, במידה שחלים, על נכסיה".

האם סעיף 12 להסכם הנאמנות מאפשר להרמטיק להתערב בהחלטה העיסוקית נושא הליכים אלו? לדעתי יש להשיב על כך בשלילה.
על פי לשונו סעיף 12 לא נועד להקנות לבעלי אגרות החוב את הזכות להתערב בהחלטות עסקיות ספציפיות ולמנוע אותן. פרשנות זו מתחייבת מסעיף 27 סיפא, ומהלשון בו נוקט סעיף 12 עצמו. פרשנות זו מתחייבת מסעיף 27 סיפא, שכן נקבע שם שלמעט הפעולות המאוד מוגדרות בהן ניתן לבעלי האג"ח מעמד, החברה רשאית לבצע כל פעולה, משמע, גם אם לדעת מחזיקי האג"ח הפעולה אינה כדאית ואף כרוכה בסיכון עסקי.
פרשנות זו אף מתחייבת מלשון סעיף 12 שכן ההתחייבות בסעיף 12 נוסחה בלשון כללית, ועניינה ניהול עסקי החברה בצורה סבירה ועילה, ושמירת נכסי החברה ותשלום תשלומי החברה. אני מתקשה לגלות בלשון זו כוונה להקנות לבעלי האג"ח מעמד להתערב בהחלטות עסקיות ספציפיות אותן מקבלת החברה."

166. ברור אפוא, כי בנסיבות העניין לא קמה עילה להעמדה לפרעון מיידי וההחלטה שנתקבלה נגועה באי חוקיות, ועל כן משוללת תוקף חוקי.

167. הנה כי כן, מכל המקובץ עולה, כי סיכויי התובענה אפסיים. אין בטענות כל ממש, ולמעשה גם אין טענה של ממש כי החברה חדלת פרעון - וודאי שאין חוות דעת מקצועית התומכת בכך.

ז. מאזן הנוחות נוטה אף הוא במובהק לדחיית הבקשה

ז(1). סעד קיצוני של מינוי מפרק זמני - המבחנים המשפטיים

168. במסגרת הבקשה מתבקש בית המשפט הנכבד למנות לחברה מפרק זמני או בעל תפקיד זמני, ולהעניק לו סמכויות ניהול או סמכויות "וטו" שונות (שמשמעותן המעשית היא היכולת לקבל החלטות בחברה), ובין היתר, סמכות לפקח על החברה ועל הדירקטוריון, סמכות לאשר מראש ובכתב, בהתאם לשיקול דעתו, פעולות שונות של החברה, וכן סמכות לקבל לידיו בנאמנות כל תשלום של החברה לנושים הפיננסיים.

169. דא עקא, מינוי מפרק זמני או בעל תפקיד זמני, טרם הדיון בבקשה העיקרית (בקשת הפירוק), הוא סעד קיצוני ופוגעני ביותר, אשר עלול להמיט נזקים אדירים על החברה. על כן, בתי המשפט אינם ממהרים להעניקו, כל עוד לא הונחה בפניהם תשתית ברורה לכך שהחברה מצויה במצב של חדלות פרעון.

170. סמכותו של בית המשפט למנות מפרק זמני טרם צו הפירוק קבועה בהוראת סעיף 300(ב) לפקודת החברות:

"בית המשפט רשאי לאחר שהוגשה בקשת הפירוק ולפני שניתן צו פירוק למנות את הכונס הרשמי או אדם מתאים אחר להיות מפרק זמני".

171. על המבחן למינוי מפרק זמני עמד בית המשפט הנכבד במסגרת החלטתו מיום 9.6.2013 בפר"ק (ת"א) 36681-04-13 אי די בי חברה לפיתוח בע"מ נ' בנק הפועלים בע"מ, בפסקה 8.3:

"המבחן העיקרי באשר למינוי מפרק זמני שונה בתכלית מזה של צו הפירוק. ההלכה מורה, כי מינוי מפרק זמני ייעשה רק כאשר הוכח לבית המשפט שקיים צורך דחוף במינוי של מפרק זמני, שכן אחרת עלול להיגרם לרכוש החברה שפירוקה התבקש נזק ללא תקנה, כך שאם תתקבל בקשת הפירוק, לא ניתן יהיה להשיב את הרכוש. בהקשר זה אפנה לפר"ק (ת"א) 2036-11-10 רשם העמותות נ' איגוד הגידו בישראל [פורסם בנבו] (7.12.10). במקרה האמור סברתי, שיש למנות מפרק זמני לעמותת הגידו בישראל, עוד בטרם נדונה העתירה העיקרית, וזאת מאחר ש: "מהאמור אף עולה הצורך במינוי דחוף של מפרק זמני, שכן קיים חשש שכלל שהדבר יעוכב, עלולות להתבצע פעולות חד צדדיות, שתגרומנה לנזקים בלתי הפיכים". אמנם, כאשר הזכות לפירוק היא בעלת סיכוי רב, יקטן הצורך בהיקף הראיות הנדרש למינוי מפרק זמני, אך עדיין שומה על מבקש הפירוק הזמני לשכנע את בית המשפט בנחיצותו של ההליך הזמני. בהקשר זה יפים גם דברי בית המשפט (כב' השופטת אלשיך) בפר"ק (ת"א) 9670-07-12 כרמית שמש נ' אוסיף השקעות ופיתוח בע"מ [פורסם בנבו] (16.8.10).

"ענין לנו, בנסיבות המקרה הנוכחי, בבקשה לפירוק זמני, שהינו אחד השלבים המוקדמים ביותר על ציר הזמן של הליך חדלות הפרעון. אכן; בחלק מבקשות הפירוק הזמני, נודעת חשיבות רבה להוכחה (ולו ברמה הלכאורית) של חששות להברחת נכסים לשמה. זאת, בעיקר מקום בו עצם הזכאות והיכולת לזכות בסעד הקבוע אינה ברורה מאליה, ואי לכך קיימת חשיבות להוכחה ברמה גבוהה יחסית של שינוי מהותי של המצב לרעה, מקום בו לא ניתן למבקש על-אתר הסעד הזמני".

משכך, בכל מקרה על מבקש הפירוק הזמני לשכנע את בית המשפט בנחיצות הפירוק הזמני, גם אם יש סיכוי רב לקבלת בקשת הפירוק".

172. ראו גם את דבריו של בית המשפט העליון (כבוד השופט דנציגר) ברע"א 5778/14 נתנאל נ' הכונס הרשמי מחוז חיפה והצפון (פורסם בנבו, 13.10.2014), פסקאות 9-11 להחלטתו של כבוד השופט דנציגר ("עניין נתנאל") :

"בית המשפט המחוזי רשאי "לאחר שהוגשה בקשת הפירוק ולפני שניתן צו פירוק למנות את הכונס הרשמי או אדם מתאים אחר להיות מפרק זמני" (סעיף 300(ב) לפקודת החברות. ראו גם: סעיפים 12-17 לתקנות הפירוק). בקשה למינוי מפרק זמני הינה במהותה בקשה למתן סעד זמני בטרם החל ההליך העיקרי, ומשכך חלים עליה - בשינויים המחויבים - הכללים הקבועים בתקנות סדר הדין האזרחי, התשמ"ד-1984 (להלן: תקנות סדר הדין האזרחי) לעניין סעדים זמניים, לצד הכללים הספציפיים הנוגעים לפירוק חברות [ראו: רע"א 4290/12 עמותת מוסדות חזון ישעיה נ' רשם העמותות [פורסם בנבו] (4.7.2012) בפסקאות 5-8 להחלטת השופט נ' הנדל]. במילים אחרות, הנושה המבקש למנות מפרק זמני צריך להוכיח קיומה של עילת פירוק ולהוכיח כי מאז הנוחות נוטה לטובתו (ולטובת יתר הנושים) ולא לטובת החברה. ראוי להזכיר בנקודה זו כי כל סעד זמני הינו בעל פוטנציאל לגרום לנזק לבעל הדין שכנגדו מתבקש הסעד, ולכן בתי המשפט נוהרים בהענקת סעדים כאלו ובוחנים היטב את התשתית העובדתית המונחת ביסוד הבקשות להענקתם. הדברים נכונים מכוח קל וחומר כשמדובר בסעד של מינוי מפרק זמני לחברה, שמשמעותו "הפקעה" זמנית של החברה מידי בעלי מניותיה, תוך פגיעה בזכויותיהם הקנייניות, ושהשלכותיו עשויות להיות קשות במיוחד. יתרה מכך, אין להתעלם מכך שמינוי מפרק זמני עלול במקרים רבים לגרום ל"תגובת שרשרת" מצד נושים נוספים של החברה שימהרו לנקוט בהליכים משפטיים כנגדה או שיירתעו מהמשך ההתקשרות עימה, ובכך לדון את החברה לכיליון עוד בטרם התקיים דיון מסודר בבקשת הפירוק. לפיכך ראוי שבית המשפט יעשה שימוש זהיר ומדוד בסמכותו למנות מפרק זמני. זאת ועוד, ראוי לזכור כי הדיון בבקשה למינוי מפרק זמני לא נועד לשמש תחליף לדיון בבקשת הפירוק, ואין לעשות בבקשה למינוי מפרק זמני שימוש "טקטי" שכל מטרתו להקדים את הדיון בבקשת הפירוק".

173. מן האמור עולה, כי לנוכח הנזקים העצומים שעלולים להיגרם לחברה, בית המשפט יעתר לבקשת פירוק זמני (או לבקשה אחרת לסעד זמני במסגרת בקשת פירוק) רק אם מגיש הבקשה מציג תשתית ראייתית המבססת חשש כי בתקופת הביניים שבין מועד הגשת בקשת הפירוק לבין מועד הדיון שנקבע בה, עלול המשך ניהול החברה לגרום להברחה של נכסים או פעולות דומות. בוודאי שסעד כל כך קיצוני לא נועד על מנת למנוע מחברה לבצע תשלומים על פי לוח סילוקין שנקבע מראש.

174. בנסיבות המקרה שלפנינו, לא יכול להיות חולק, כי לא מתקיימים התנאים שנקבעו בפסיקה למתן סעד זמני כמבוקש, שכן לא רק שסיכויי קבלת הבקשה אפסיים, אלא שהמבקשים לא הוכיחו כלל ועיקר - ולא כל שכן ברמת ההוכחה המוגברת כנדרש, כי ללא מתן הסעד המבוקש עלול להיגרם שינוי מהותי של המצב לרעה, וזאת בפרט שעה שעסקין בחברה ציבורית הפועלת בשקיפות מלאה, ואשר מפרסמת דיווחים שוטפים לציבור.

175. כעולה מעניין נתנאל המצוטט לעיל, עיקרון יסוד בדיני החברות הוא כי השליטה בחברה מסורה לאסיפת בעלי המניות הכללית שלה והניהול שלה מסור לדירקטוריון. בית המשפט ימנע מהתערבות בניהול ענייניה הפנימיים של החברה ובהחלטות האסיפה הכללית והדירקטוריון, אלא במקרים קיצוניים בהם קיים קיפוח של בעלי מניות או קבלת החלטות שלא בתום לב או

בניגוד לדין על ידי האורגנים של החברה. ראו יוסף גרוס חוק החברות החדש 314 (מהדורה רביעית, 2007):

"העיקרון הכללי בדיני החברות הוא כי בית המשפט איננו מתערב בניהול ענייניה הפנימיים של החברה. הטעם לכך נעוץ בעובדה שמסגרת זו נוצרה מלכתחילה לשם ניהול עצמי, ובית המשפט איננו מעורה בפרטיה העסקיים. סייג לכלל אי ההתערבות הינו, בין היתר, מקרה של קיפוח חלק מחברי החברה במסגרת ענייניה..."

כן ראו: ע"א 667/76 ל. גליקמן נ' א.מ. ברקאי חברה להשקעות בע"מ, פ"ד לב(2) 281, 286 (1978); ע"א 132/81 ג"י. בי טורס בע"מ נ' ג'ורג' עזר חאייק, פ"ד לח(2) 425, 440 (1984); ת"א (מחוזי ת"א) 1032/02 עיזבון אברהם נפתלי שרייבר ז"ל נ' שרית לוי, פסקה 13 (לא פורסם, 26.3.2007); ה"פ (מחוזי י-ם) 5299/06 אורי בנק נ' הקרן הקיימת לישראל, פסקה 10 (לא פורסם, 27.6.2007); בש"א 3133/08 גד אנג'ל נ' שלמה א. אנג'ל בע"מ, פסקה 33 (לא פורסם, 5.8.2008).

176. עוד נקבע בפסיקה, כי ככלל אין להניח לנושי החברה להשתתף בניהול ענייני החברה ובקבלת ההחלטות בה, או לבקש מבית המשפט לעשות כן. ראו: ת"א (מחוזי ת"א) 2335/08 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אלבר שירותי מימונית בע"מ (לא פורסם, 25.12.2008); ע"א (מחוזי י-ם) 2664/08 דב ייגר ואח' נ' יהודה היימליך ואח', פסקאות 69-70 (לא פורסם, 4.10.2010).

177. הדברים נכונים בפרט ביחס לבקשה למינויו של בעל תפקיד כגון נאמן או מפרק, או לדרישה של סעד לעצירת תשלומים, אשר פוגעים בניהול הדמוקרטי של החברה ובתוך כך בקניינם של בעלי המניות (שכן החזקת מניות כוללת גם את זכות ההצבעה וההשפעה על ניהול ענייני החברה).

178. על רקע זה, ברי כי סעד זמני במסגרת הליך פירוק הוא סעד דרמטי וקיצוני, אשר יוביל להתערבות רחבת היקף בניהול ענייני החברה, תוך מתן אפשרות לבעל התפקיד להטיל וטו - בהתאם לשיקול דעתו הבלעדי - על החלטות שונות של החברה.

179. כך, למשל, במסגרת סעיף (ג) מתבקש בית המשפט הנכבד לקבוע כי לשם ביצוע כל אחת מהפעולות הבאות תידרש הסכמת בעל התפקיד מראש ובכתב, כדלקמן:

- (ג) לקבוע כי לשם ביצוע כל אחת מהפעולות הבאות על ידי החברה תידרש הסכמת בעל התפקיד מראש ובכתב (וככל שידרש לשיקול דעתו של בעל התפקיד, גם אישור בית המשפט הנכבד):
- (1) פעולה שאינה במהלך העסקים הרגיל של החברה;
 - (2) פעולה שמשמעותה הכספית עולה על 5 מיליון ש"ח;
 - (3) פעולה אשר משמעותה הכספית אינה עולה על 5 מיליון ש"ח, אך החברה נדרשת להצביע באסיפת בעלי מניות כעסקה עם בעל שליטה האם לאשר פעולה זו אם לאו".

180. הנה כי כן, על פי המבוקש, בעל התפקיד יוכל להטיל וטו - בהתאם לשיקול דעתו הבלעדי - על החלטות שונות של החברה, תוך פגיעה בניהולה השוטף והתקין. ודוק: בשים לב לכך שמדובר בחברת החזקות, הרי שלמעשה כל החלטות הניהול החברה נופלות לגדר הסעדים המבוקשים בבקשה. לפיכך, הגם שלכאורה, על פי האמור בבקשה, לא מתבקש להקנות לבעל התפקיד סמכויות ניהול בחברה - בפועל, זכויות ה"וטו" על מכירה ורכישה של נכסי החברה, יובילו למתן סעד זה בדיוק.

181. אשר על כן, מתבקש בית המשפט הנכבד לדחות את הבקשה למינוי בעל תפקיד זמני.

ז(2). אין חשש לשינוי מצב הנושים לרעה עד לדיון בסעד העיקרי

182. כאמור לעיל, התכלית של מתן הסעד הזמני היא מניעת פעולות חד צדדיות, שתגרומנה לנזקים בלתי הפיכים עד למועד הדיון בבקשה העיקרית, לרבות בדרך של הברחת נכסים וכספים מהחברה. בענייננו לא קיים כל חשש כאמור, וממילא המבקשים לא הוכיחו כי מתקיים חשש שכזה.

183. כאמור, החברה היא חברה ציבורית הפועלת בשקיפות מלאה, ואשר מפרסמת דיווחים שוטפים לציבור. משכך, אין כל חשש כי יעשו פעולות חד צדדיות בסתר, אשר יגרמו לנזקים בלתי הפיכים עד למועד הדיון בבקשה העיקרית.

184. ואם לא די בכך, הרי שלמן כניסתה של דולפין כבעלת שליטה בחברה בחודש אפריל 2014, החברה עמדה בכל התשלומים בהם היא הייתה מחויבת.

185. מכל מקום, מבלי לגרוע מן האמור, גם על פי התרחיש הפסימי ביותר המופיע בחוות דעת המומחה מטעם המבקש, החזר החוב הכולל כלפי הנושים עולה על 90%. לפיכך, אפילו אם היה ממש כלשהו בטענות (ואין) כאילו החברה תיקלע בעתיד לחדלות פרעון, ברי כי הנזק שייגרם למחזיקי אג"ח ט' הינו זניח ביותר, אל מול הנזק העצום - בהיקף של מאות מיליוני שקלים - אשר עלול להיגרם לחברה ולדולפין אם ינתן איזה מהסעדים כמבוקש.

ז(3). לעומת זאת, מתן איזה מהסעדים הזמניים כמבוקש ימיט אסון על החברה ויגרור פגיעה אדירה בחברה, בדולפין, ואולי אף במצבם של הנושים

186. השקעתה של דולפין עד היום בחברה עומדת על סכום עתק של כ- 2,161,470,000 ש"ח². מדובר בהשקעה חסרת תקדים שספק אם נראתה כמותה בישראל. מאז כניסתה של דולפין כבעלת שליטה בחברה בחודש אפריל 2014, החברה עמדה בכל התשלומים בהם היא הייתה מחויבת. דולפין, מצידה, הזרימה סכומי עתק לתוך החברה.

187. ההליך שבו פתחו מחזיקי אג"ח ט' עלול לפגוע קשות בדולפין ולהביא לכך שקניינה של דולפין, קניין שהושקע ברכישתו סכום עתק של למעלה משני מיליארד ש"ח, יופקע ממנה.

188. גם הסעדים הזמניים שהתבקשו הם מרחיקי לכת ועלולים להסב לדולפין ולחברה נזקים חמורים ובלתי הפיכים.

² סכום המורכב מ- 475 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה כדי לקבל את מניות החברה במסגרת ההסדר באידיבי אחזקות, בתוספת 115.5 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה בהנפקה שביצעה החברה ביולי 2014, בתוספת 88 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה במימוש אופציות בחברה בחודש נובמבר 2014, בתוספת 391.5 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה בהנפקה שביצעה החברה בפברואר 2015, בתוספת 150 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה במימוש אופציות בחברה בחודש יוני 2015, בתוספת 151.97 מיליון ש"ח שדולפין שילמה לרכוש את מניות החברה מח.א.א. אקסטרה אחזקות בע"מ במסגרת ה-BMBY, בתוספת 210 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה בחברה בחודש דצמבר 2015, בתוספת 15 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה בחברה בחודש פברואר 2016 כחלק מהתיקון להסדר באידיבי אחזקות, בתוספת של כ- 500 מיליון ש"ח שדולפין השקיעה גם כן במסגרת התיקון להסדר בחודש מרץ 2016, בתוספת סך של 159.5 מיליון ש"ח שדולפין שילמה במזומן לבעלי מניות המיעוט בחברה במסגרת התיקון להסדר וכן סך נוסף של כמה מיליוני שקלים שצפוי להיות משולם בעת הקרובה למחזיקי אופציות (לשעבר) לפי התיקון להסדר.

189. בשים לב לכך שהחברה היא בבעלות מלאה של דולפין, ברי כי כל נזק שנגרם לחברה בעקבות הבקשה, הוא נזק שנגרם גם לדולפין ואותות הנזק וודאי יופיעו כבר בזמן הקרוב. כך למשל, מתן צווים, ללא כל צל של ספק ירתיעו רוכשים פוטנציאליים, לרבות Ashkenazy Acquisition Corporation, מהשלמת עסקאות הרכישה של חברת כלל, שכן יש בכך כדי להוות איתות לכך שהחברה היא חברה בקשיים (טענה שהיא מופרכת), אשר יוצרת אי וודאות המרחיקה רוכשים פוטנציאליים.

190. בנוסף, איזו סיבה יש לרוכש כלשהו לרכוש היום מן החברה את מניות חברת כלל, כאשר ביכולתו לרכוש את אותן מניות מחר, במחיר "מבצע", במסגרת הליכי פירוק? הדברים ברורים ומובנים מאליהם.

191. לא פחות חמור מכך – אם ינתנו סעדים זמניים כמבוקש, כולם או חלקם, עלולים נושים אחרים של החברה להעלות טענות בדבר זכאות לפרעון מיידי של נשייתם. מדובר בכדור שלג שתחילתו בבקשה דנן ואחריתו מי ישורנה, אולם דבר אחד וודאי – דולפין והחברה יספגו נזק עצום.

192. בנוסף, קבלת הבקשה (אשר הינה משוללת יסוד) עלולה לגרום לחברה – ולנושיה בעקיפין – נזקים אדירים ובלתי הפיכים, שכן מתן סעד זמני במסגרת הליך פירוק עלול להוות סיגנאל שלילי לשוק בכללותו, לגרום לירידת ערך נכסי החברה, למנוע אפשרות של גיוס כספים בשוק ולהברחת משקיעים. יפים לעניין זה דבריה של כבוד השופטת (בדימוס) אלשיך בת"א (ת"א) 2624/99 רשם העמותות נ' ארגון השוטרים הבינלאומי (סניף ישראל) (פורסם בנבו, 1.1.2001), בפסקה 2:

"מינוי מפרק זמני הנו סעד שפגיעתו קשה. מעבר לפגיעה הקשה הנגרמת לעמותה ולמנהליה מכך שהכוח הניהולי נמסר לידי המפרק כרוך הסעד בפגיעה קשה במוניטין העמותה ומנהליה וכל זאת, בשעה שטרם נדונה הבקשה העיקרית אשר בסופו של יום עשויה להדחות.

לא זו אף זו, במקרים מסוימים עשוי מינוי מפרק זמני להיות בגדר "נבואה המגשימה את עצמה" ולהוביל לפירוקה של עמותה, או חברה, אף אם אלמלא ניתן הסעד לא היתה העמותה, או החברה, נקלעת לחדלות פירעון. זאת, כיון שמינוי מפרק זמני נתפס כאיתות לכל השחקנים בשוק הכלכלי על בעיה מהותית בארגון, מוביל לקוחות וספקים להקשחת תנאי ההתקשרות עם הארגון, לעתים, מהווה תנאי מפסיק בחוזים להם הארגון צד ופעמים רבות, מהווה עילה לספקי אשראי לדרוש פירעון מיידי של החובות בהתאם לחוזים עמם.

לאור פגיעתו הקשה של הסעד, נדרשת עמידה בתנאי של "נחיצות הסעד" אשר אחד ממרכיביו הוא העדר קיומו של סעד זמני עד לדיון בבקשה העיקרית אשר פגיעתו בעמותה פחותה.

דרישת ה"מידתיות", הבאה לידי ביטוי, בין היתר, בדרישה שלא יהיה בנמצא סעד שפגיעתו פחותה, הוכרה ונדרשה על ידי ביהמ"ש בעת דיון בבקשה למינוי מפרק זמני טרם חקיקת חוקי היסוד "החדשים" שנחקקו בשנות התשעים של המאה ה-20, וודאי שדרישה זו מהווה דרישה הכרחית לאחר חקיקתם."

193. מדברים אלה גם ברור כי אין שחר לטענת המבקש בסעיפים 10 ו-194 לבקשה כאילו לחברה ולנושיה קצרי הטווח לא יגרם נזק משמעותי לנוכח מתן הסעד הזמני. הנזק שיגרם יהיה עצום וחסר תקנה. המבקש יטען כל טענה, חמורה ומופרכת ככל שתהיה, לצורך קבלת הסעד שביקש.

194. מעבר לנזקים העצומים שעלולים להיגרם להשקעותיה האדירות של דולפין בחברה ולנזקים חסרי התקנה שיגרמו לחברה עצמה, ברי כי קבלת איזה מהסעדים המבוקשים תגרום נזק עצום, ואולי חסר תקנה, גם לציבור מחזיקי אגרות חוב של החברה.

195. הנזקים עצומים המפורטים לעיל מתעצמים שבעתיים, לנוכח העובדה שהחברה מתפקדת היטב, משביחה נכסים ובעלת השליטה בה תומכת בה בסכומי עתק המשרתים את החברה, הן את בעלי מניותיה והן את נושיה. הדרישה לקבלת סעד כלשהו בנסיבות אלה, איננה פחות משערורייתית.

ז(4). חלק ניכר ביותר מן העובדות הנטענות בבקשה אינן נתמכות בתצהיר

196. כמפורט לעיל, נטל ההוכחה המוטל על נאמן אג"ח ט' הוא נטל כבד ביותר. ואולם, לא זו בלבד שהנאמן לא עמד בנטל כלל ועיקר, אלא שעובדות רבות שנכללו בבקשה כלל לא נתמכו בתצהיר הלאקוני והטכני שצורף לה. מחדל זה של המבקש מדבר בעד עצמו ומלמד על קלישותה של הבקשה כולה.

197. כך, לשם הדוגמא, במסגרת סעיפים 2, 4, 5, 6, 8, 18, 86, 92, 94, 103, 112, 114, 118, 132, 176 (ועוד ועוד) - הועלו טענות עובדתיות רבות שאינן נתמכו בתצהיר, ולא בכדי. אם עומד הנאמן מאחורי הבקשה ותוכנה, יתכבד ויתמוך את טענותיו בתצהיר, כנדרש על פי הדין. משהוא אינו עושה כן - דין הבקשה להידחות ולו מטעם זה.

198. וזאת חשוב להדגיש - הטענות שלא נתמכו בתצהיר אינן טענות איזוטריות. מדובר בטענות שבליבת הבקשה. כך למשל, התצהיר אינו כולל כל התייחסות לטענות העובדתיות בקשר למאזן הנוחות. אין התייחסות בתצהיר לסיבות שבעטיין הבקשה הוגשה רק בעת הזו, בשיהוי כל כך קיצוני. אין אמירה בתצהיר כי החברה חדלת פרעון. ועוד ועוד. די באי התמיכה בטענות אלה בתצהיר, כדי להביא לסילוק על הסף של הבקשה.

ח. האמת צריכה להיאמר - מדובר בבקשה להסדר בתחפושת

של בקשת פירוק

199. איש אינו חושב בכנות שהחברה תפורק או כי עומדת לנאמן אג"ח ט' עילה לפירוק החברה. גם לא נאמן אג"ח ט'. הוא עצמו הרי לא הסכים לטעון בתצהירו, כי החברה חדלת פרעון.

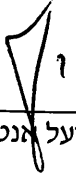
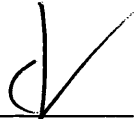
200. למעשה, הנאמן מנסה באמצעות בקשה למתן סעד קיצוני של מינוי מפרק זמני להשיג מבית המשפט הנכבד סעד מינורי יותר, של מינוי בעל תפקיד שיבוא בדברים עם מחזיקי אגרות החוב ויציע להם טובות הנאה שאינן מגיעות להם על פי תנאי אגרות החוב.

201. הנאמן מנסה לטשטש את זהות הסעד האמיתי שבו הוא חפץ בדרך של ניסוח הבקשה כבקשה למינוי בעל תפקיד שיבוא בדברים עם "כל הנושים הפיננסיים" ויבחן האם ניתן לגבש הסדר נושים בחברה. דא עקא, שאיש מבין הנושים הפיננסיים של החברה, פרט למחזיקי אג"ח ט', אינו טוען שיש צורך לגבש הסדר נושים. הם היחידים המחזיקים בדעה זו, כאשר כל מטרותם היא לשפר באמצעות משא ומתן כזה את מעמדם כנושים לטווח ארוך. הא ותו לא.

202. דא עקא, מהטעמים המפורטים לעיל, ברור כי סעד של מינוי בעל תפקיד כאמור רק יכביד על החברה ויגרום לה נזק. הנאמן מקווה כי במשא ומתן כפוי הוא ישיג הישגים למחזיקים בשמם הוא פועל, אלא שאין כל עילה לכפות משא ומתן זה על דולפין ועל החברה - המהלך שכל כולו נועד לייצר לחץ פסול על דולפין. אלא שהתנהלות חסרת אחריות זו עלולה לגרום נזק כבד למצבה של החברה ולבסוף כנבואה שהתגשמה - להביא לאבדן ההשקעה של דולפין. חוסר האחריות בנקיטת המהלך פשוט זועק לשמיים.
203. יתרה מזאת. סעד זמני אמור לשרת את הסעד העיקרי. בית המשפט לא יתן סעד זמני שאינו מסייע לביצוע פסק הדין בתובענה העיקרית. בענייננו, לא זו בלבד שהסעד הזמני אינו משרת את הסעד העיקרי, אלא שהוא חותר תחתיו ומבקש למנוע ולשלוט אותו. מבוקש בסעד הזמני מינויו של בעל תפקיד ש"יבוא בדברים" עם "הנושים הפיננסיים", החברה ובעלי השליטה בה לשם "גיבוש הצעה לתכנית הבראה כוללת ו/או הסדר נושים". מדובר בסעד זמני שסותר הלכה למעשה את הסעד העיקרי המבוקש - פירוק החברה - ואף מונע ושולל אותו. הסדר נושים ופירוק חברה הם סעדים סותרים שאינם יכולים לחיות זה לצד זה. טרם נתקלנו בבקשה לסעד זמני שבמסגרתה מבוקש סעד עיקרי של הסדר נושים, משל היתה בקשה להסדר כפוי שלא הוגשה מעולם. בוודאי אין בכל כדי לשרת את הסעד העיקרי - פירוק החברה.
204. יצא המרצע מן השק: נאמן אג"ח ט' אינו באמת מתכוון להביא לפירוק החברה - הסעד העיקרי המבוקש על ידו - אלא מגיש בקשה להסדר כפוי, בתחפושת של סעד זמני. ואולם, אין להיעתר לסעד זמני שעל פי כוונתו המוצהרת נועד להחליף את הסעד העיקרי ולשלוט את ביצועו. די בטעם זה כשלעצמו כדי להביא לסילוק הבקשה על הסף.
205. יתרה מכך. סעד זמני נועד לשמור על מצב הדברים הקיים עד להכרעה בסעד העיקרי. במסגרת הבקשה, נתבעים סעדים שמבוקש בהם בדיוק את ההיפך מכך: לשנות את מצב הדברים הקיים ולהפוך סדרי בראשית בתוך החברה (מינוי בעל תפקיד, עצירת תשלומים וכו'). די בטעם זה כשלעצמו כדי להצדיק את דחייתם של סעדים אלה.

ט. סוף דבר

206. על בסיס האמור לעיל מתבקש בית המשפט הנכבד לדחות את הבקשה.
207. כן מתבקש בית המשפט הנכבד לחייב את המבקשים בהוצאותיה המלאות של דולפין ובשכר טרחת עורכי דינה.
208. לנוכח סד הזמנים להגשת תשובה זו, בשים לב לכך שבעלי השליטה בדולפין אינם דוברים עברית ולאור העובדה שגם כך רוב הטענות המופיעות בתשובה מבוססות על טענות משפטיות ועל טענות עובדתיות שהן נחלת הכלל ועל פרסומים רשמיים, לא מצורף תצהיר לתשובה זו.

			
יעל אנטונלי, עו"ד	אופירה אלון, עו"ד	אלי ברשטין, עו"ד	איל רוזובסקי, עו"ד

מיתר ליקוורניק גבע לשם טל ושות', עורכי דין
באי כוח דולפין

רשימת נספחים

עמוד	תוכן	נספח
46	העתק חוות דעת בייקר טילי הקודמת	1
64	העתק דיווח על האופציות אשר בידי החברה	2
67	העתק דיווח מיידי של אידיבי פיתוח בעניין הצעות לרכישת כלל ביטוח מיום 9.11.2015	3
71	נספח ב' לזימון האסיפה	4

נספח 1

העתק חוות דעת בייקר טילי הקודמת

עמוד 46



רחוב טנחום 11
מגדל רוטנברג תל אביב
דפוס 52681
טל: 03-5465006
פקס: 074-7144150
info@bakertilly.co.il
www.bakertilly.co.il

חוות דעת מומחה

IDB פתוח

התייחסות לחוות דעת מומחה, בעניין כושר הפירעון של חברת אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ,
שהוכנה על ידי TASC Consulting & Capital בחודש אפריל 2013

רו"ח יצחק עידן
ביוקר טילי

25 באפריל 2013



Baker Tilly חתם שמה המסחרי של החשבון עידן טנחום סגן & כותב סכום



תאריך: 25 באפריל 2013

חוות דעת ממומנה

שם הממונה:	ד"ר יצחק עידן
מקום עבודתו:	ביקור סילי - הורוביץ עידן סבו סבת & כח סבת - ראוי השבון
כתובת:	רחוב מנחם בגין 11, רמת-גן

אני המומן מסה מתבקשות על ידי הממונים למחזיקי אגרות החוב של אי די בי חברה לאחזקות בע"מ ("אידיבי אחזקות"), לחוות דעתי במשאים שיפרטו בגוף חוות דעתי להלן.

הנני מותן את חוות דעתי זו במקום עדות בבית המשפט, והנני מצהיר בזאת כי ידוע לי היטב שלענין חראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר בשבועה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה על-ידי, כדן עדות בבית המשפט.

חוות הדעת נערכה בסיועו של מר סלע קלקר (MBA) אשר עומד בראש תחום הריעוץ הפיננסי ב-Baker Tilly ישראל, ואשר מלווה ביחד עימי את כומני אגרות החוב והמציגות של אידיבי אחזקות מזה כשנה.

אני מצהיר, כי אין לי כל ענין פרטי או נגיעה אישית למשאל הבדן בחוות דעתי, וחוות דעתי זו מנשית לפי מיטב ידיעתי וניסיוני המקצועיים.

להלן חוות דעתי:

חתימה

תאריך: 25/4/2013



Baker Tilly היט עומד הסמך של הורוביץ עידן סבו סבת & כח סבת

25 באפריל 2013

2

תוכן העניינים

4	פרק 1: מסגרת העבודה
4	1.1 כללי
5	1.2 בעייתיות מרכזית בחוות דעת טאסק
6	1.3 אי בהירות בחוות דעת טאסק
6	1.4 הסבר אודות הסדר החוב המתגבש באי.די.בי אחזקות
6	1.5 מודל תרחישים
7	פרק 2: התייחסות להערכות שווי
7	2.1 כלל עסקי ביטוח
11	2.2 מכתשים אגן
13	2.3 שופרסל
14	פרק 3: יכולת תזרימית
15	פרק 4: נספח א' – מדגם חברות השוואה
16	פרק 5: פרטי השכלתי וניסיוני



פרק 1: מסגרת העבודה

1.1 כללי

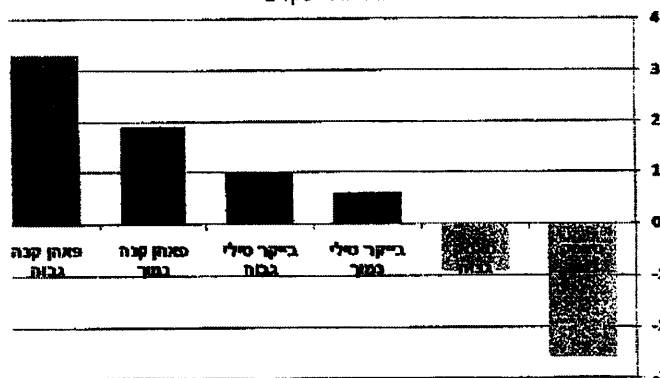
חוות דעתי זאת מתייחסת לחוות הדעת של TASC Consulting & Capital ("טאסק") באשר לכושר יכולת הפירעון של אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ("אידיבי פתוח"). כמפורט להלן בחוות דעתי, יש לי השגות מקצועיות לגבי חוות הדעת של טאסק, לרבות הנתונים המופיעים בה, דרך הצגתם, הנחות העבודה ומסקנות חוות הדעת. חוות דעתי זו הוכנה בלוח זמנים קצר ביותר, ועל כן היא אינה מהווה חוות דעת מקיפה אודות מצבה הפיננסי של אי.דיבי פתוח, אלא עיקרה של חוות הדעת הוא בתיאור מספר כשלים בולטים בחוות הדעת של טאסק, אשר מחייבים את המסקנה כי חוות הדעת של טאסק שגויה. מובן כי לצורך הכנת חוות דעתי מומחה מקיפה באשר למצבה הפיננסי של אידיבי פתוח, דרוש זמן רב יותר מאשר ימים בודדים.

יחד עם זאת, אציין כי יש לי הכרות מעמיקה עם מכלול הנתונים אודות החברות בקבוצת אי.די.בי. בחודשים האחרונים, מכוח העובדה שבייקר טילי משמשת כיועץ הכלכלי של סגמני אגרות החוב והנציגות שמונתה בחברת אי.די.בי. אחזקות בע"מ ("אי.די.בי. אחזקות"), מזה כמעט כשנה, כך שאני ביחד עם ראש תחום הייעוץ הפיננסי וצוות כלכלנים ורואי חשבון, מלווים את התהליך בזמן אמת. בין השאר, אנו משתתפים בניהול המשא והמתן בין מייצגי אגרות החוב ובין הנהלת אי.די.בי. אחזקות לגיבוש הסדר חוב. על בסיס המידע הרב והנתונים שמוכרים לי היטב, אני סבור כי טאסק מציגה את שווי הנכסים של אי.די.בי. פיתוח בערכם נמוכים מדי, ואת היכולת התזרימית שלה להחזיר חובותיה בטווח הקצר, הביסטי והארוך, באופן מחמיר מדי, כפי שיפורט בהמשך.

במהלך התקופה נחשפנו גם לעמדתה של הנהלת אי.די.בי. ולהערכות אודות שווי נכסי אי.די.בי. פיתוח, והיכולת התזרימית שלה לפירעון החוב, ביניהם חברת הייעוץ של פאהן קנה יועצים בע"מ ("פאהן קנה"). גם כאן, אינני רואה את הדברים עין בעין עם יועצי פאהן קנה. פאהן קנה מעריכה את השווי הנכסי הנקי של אי.די.בי. פיתוח בערכם חוביים של בין 1.9 ל-3.3 מיליארדי ₪, לעומת זאת טאסק מעריכה את השווי הנכסי הנקי של אי.די.בי. פיתוח בשווי שלילי של בין 0.9 ל-2.6 מיליארדי ₪. להערכתנו, השווי הכלכלי המאות, נאמד בעודף חוב של בין 0.7 ל-1 מיליארד ₪. כמו כן להערכתנו, תחת הנחות של מימוש נכסים במחירים סבירים ובעיתוי ראלי, לחברה יש יכולת סבירה לעמוד בהחזר התשלומים לבעלי החוב במועדים המקור.

השוואת הערכות השווי הנכסי הנקי של אי.די.בי. פיתוח

מיליארדי שקלים



Baker Tilly חינו שותף ומסחר של הורנלץ עזין סגן סגן & סגן סגן

25 באפריל 2013

4



1.2 בעייתיות מרכזית בחוות דעת טאסק

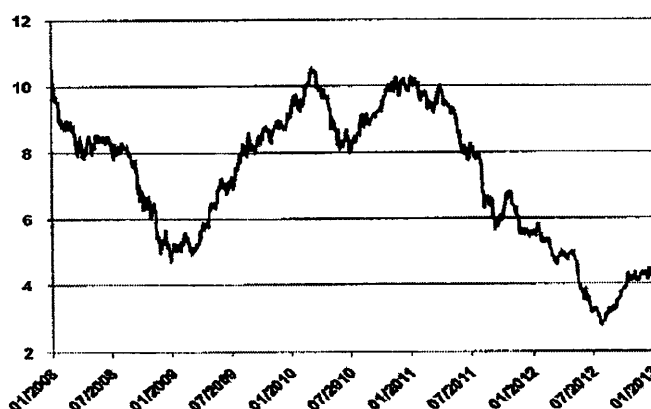
בעייתיות מרכזית בחוות דעת טאסק – מתן משקל מוגזם לשווי שוק

לכל אורך חוות הדעת של טאסק, טאסק מייחסים משקל רב לשווי השוק של נכסי אי.די.בי פיתוח. שווי השוק, אכן עשוי להוות אינדיקציה לערכם של נכסים סחירים, אולם הסתמכות רבה מדי על שווי שוק הינה בעייתית.

ראשית, משום שהתמדתיות של שווי השוק היא גבוהה. למשל, אם נסכום את שווי השוק של 5 האחזקות העיקריות של אי.די.בי פיתוח דהימו: כלל ביטוח, סלקום, שופרסל, קרדיט סוויס ונכסים ובנין, (לא כולל את מכתשים אגן שאינה סחירה נכון להיום), כל אחת על פי שיעור האחזקה המשורשר לאי.די.בי. פיתוח, מקבל שווי שנע בטווח רחב בין 11 מיליארד ₪ בשנת 2008, 5 מיליארד ₪ בשנת 2009, שוב 11 מיליארד ₪ בשנת 2010 וכ-2.7 מיליארד ₪ בלבד בחודש יולי 2012. בתוך 3 חודשים בלבד, מחודש יולי ועד חודש אוקטובר 2012, עלה שווי השוק המצרפי של 5 האחזקות הללו בכ-57%. תנודתיות זו מעידה כי הסתמכות רבה מדי על שווי שוק היא בעייתית. הסתמכות רבה מדי על שווי שוק תחייב עדכון של הערכות השווי ושל חוות הדעת המוגשות לבית משפט, מדי רבעון. תפקידו של מעריך השווי לבצע אומדן יציב יותר, המבוסס על שיטות הערכה מקובלות כמו היוון תזרים מזומנים צפוי וכדומה.

שווי שוק של 5 האחזקות העיקריות של אי.די.בי פיתוח (ללא מכתשים אגן)

מיליארד שקלים



בנוסף, מודל המימוש של טאסק, ממשיך להשתמש גם במימושים בעתיד הרחוק, בשווי השוק של הנכסים בהווה¹. כמובן ששימוש כזה, תחת ההנחה של שווי נכסי שלילי בהווה – תמיד יביא למסקנה שהתמורה ממימוש הנכסים לא תספיק לכיסוי החובות. אם כן, התוצאה המתקבלת מחוות דעת טאסק, לפיה אי.די.בי פיתוח היא חדלת פירעון איננה מפתיעה, אך הנחות היסוד שבסיסה – מוטלות בספק. אני חולק על הנחות יסוד אלה, וסבור כי הם אינן ריאליזטיות ואינן סבירות בנסיבות העניין.



¹ יש עליה חדרגתית בשווי הנכסים בערכים מיוזרים המשקפים רבית חסרת סיכון, אולם אין הנחה של סיכויים להשבתת נכסים, וכדומה
Baker Tilly והיו סוכן המסחר של החדשק עידן סוכן סוכן & סוכן סוכן



1.3 אי בהירות בחוות דעת טאסק

לאורך כל חוות הדעת של טאסק, הנפרסת על פני עמודים רבים, לא מופיעה דרך החישוב, כיצד הגיעו למסקנה כי לאידיבי פיתוח שווי נכסי טליל. אין סיכום של נכסים, או סיכום של התחייבויות, או הצגת דרך חישוב הפער ביניהם. מבעד לטקסט אפשר בקושי לאתר את שורות הסיכום להערכות השווי בתרחישים השונים. קשה להסביר, מדוע בחוות דעת הנפרסת על פני מאוד עמודים, העורך לא מצא לנכון להציג טבלה מסכמת אחת, המבהירה את אופן החישוב.

הערכת שווי NAV על פי תרחישים של TASC

מיליוני שקלים

שווי נכסי נטו	תרחיש
-0.91	תרחיש קיצון לשווי גבוה
-1.07	תרחיש ביניים "אופטימי"
-2.58	תרחיש קיצון לשווי גבוה

1.4 הסבר אודות הסדר החוב המתגבש באי.די.בי אחזקות

כאמור, בחודשים האחרונים, נציגות בעלי אגרות החוב באי.די.בי אחזקות, בסיוע היועצים הכלכליים של בייקר טליל, הגיעה להסכמה עקרונית עם הנהלת אי.די.בי אחזקות לגבי מתווה להסדר חובותיה בסך של כ-2.060 מיליארד ש"ח, אלו הם עקרונותיו בקצרה:

1. תשלום של כ-20% מהחוב, שהם כ-400 מיליוני ש"ח, ופירעונם במזומן, שמקורם במזומנים שנמצאים בקופת אי.די.בי אחזקות, ועל ידי הזרמה חיצונית.
2. תשלום נוסף של 165 מיליון ש"ח שיממון בעיקר מהזרמות חיצוניות.
3. תקופת "גרייס" של 5 שנים הדרושה לקבוצה להיחלץ מן המצב שאליו נקלעה, בה תוכל הקבוצה למצות את הפוטנציאל הגלום בחברות הבנות והנכדות שבבעלותה, ולהציף ערך שאינו בא לידי ביטוי במועד הנוכחי.
4. החזר של כ-1,100 מיליון ש"ח נוספים מהחוב ב-8 השנים שלאחר מכן, שמקורם בעיקר מהזרמות מאי.די.בי. פיתוח, שמקורן במשיכת דיבידנדים ובמימושים של חברות הקבוצה.
5. בגין 300 מיליון ש"ח נוספים, תונפק סדרה של אגרות חוב עם אפשרות לחברה לבצע רכישה עצמית בתמורה מופחתת.

1.5 מודל תרחישים

במהלך המשא ומתן לגיבוש הסדר החוב, הנהלת אי.די.בי אחזקות הציגה בפנינו מספר תרחישים לעמידה בלוחות הסילוקין המקוריים של אי.די.בי פיתוח, ובלוחות הסילוקין של אי.די.בי אחזקות על פי ההסדר. בדקנו את התרחישים תוך שאנו מיישמים מרווחי ביטחון, הנחתם הנחות נוספות של מימוש נכסים בשווי שתואם את הערכות השווי שלם, ומרווחי ביטחון נוספים. הגענו לכלל מסקנה, שבדי החברה 3 או 4 תרחישים שונים למימוש חלקי של נכסים על פני ציר הזמן, בעיתויים ריאליים ובמחירים סבירים, באופן שאק משרת את החובות לעיל, גם של נושי אידיבי פתוח וגם של נושי אידיבי אחזקות בהתאם להסדר החוב. יש לציין, שכמעט כל התרחישים הריאליים מכלים מכירה של חלק מהונוי ממניות כלל עסקי ביטוח, או של כל המניות של כלל המוחזקות ביד אי.די.בי פתוח. בעניין זה יש שוני משמעותי בין הנחת היסוד בחוות הדעת של טאסק (שלפיה המימוש המקסימלי האפשרי בכלל ביטוח במסגרת התרחישים הוא של 6% בלבד) לבין הנחות העבודה שלם, לפיהן ניתן לממש חלק מהונוי ממניות כלל עסקי ביטוח ואף את מלוא האחזקות של אידיבי פיתוח.



Baker Tilly והינו שמה המסחרי של החברות פיתוח טכנו סטט & כחן טכנו

25 באפריל 2013

6



פרק 2: התייחסות להערכות שווי

כאמור, הזמן שברשותי אינו מאפשר התייחסות לכל אחת מהחברות המנוחקות על ידי אידיבי פתוח ולכל הערכות השווי שבוצעו על ידי טאסק. יחד עם זאת, די בהתייחסות לחברות הבולטות ובמחלוקת על מסקמתיה של טאסק, כדי שהמסקנה הסופית של חוות הדעת באשר למצבה הפיננסי של אידיבי פתוח תהיה שונה:

2.1 כלל עסקי ביטוח

2.1.1 בעייתיות מרכזית בהערכת טאסק – הסתמכות רבה מדי על שווי השוק

על פי תרחיש הביניים, המכונה "אופטימי" טאסק מעריכה את שווי של כלל בכ-3.7 מיליארדי ₪. טאסק חישה את השווי של כלל בשיטת המכפיל, והיא משתמשת בשני מכפילים המחולצים מ"עסקת מגדל"²:

1. מכפיל Embedded Value ("ערך גלום"): 0.48
2. מכפיל Price/Book Value ("מכפיל הון"): 1.15

אילו היתה טאסק משתמשת במכפילים שחישה, כדי לחשב את שווייה של כלל, היה מתקבל שווי של כ-4 עד 4.5 מיליארדי ₪. היות והערך הגלום של כלל הוא כ-9.15 מיליארד ₪, וההון העצמי של כלל הוא כ-3.4 מיליארד ₪:

$$\begin{aligned} \text{על פי מכפיל EV: } & 9.15 \times 0.48 \approx 4.5 \\ \text{על פי מכפיל הון: } & 3.4 \times 1.15 \approx 4 \end{aligned}$$

אולם, טאסק לא השתמשה במכפיל עסקת מגדל, אלא הגדירה את "המכפיל הראוי" של כלל ביחס לעסקת מגדל – לגישתה כמובן. אותו מכפיל "ראוי" חושב על ידי היחס לאורך השנים בין המכפילים של כלל למכפילים של מגדל. כך חושב לכלל מכפיל EV "ראוי" של 0.35, שהוא בעצם המכפיל EV של כלל בפועל. הכפלת המכפיל של כלל בפועל, ב EV של כלל נותן בצורה לא מפתיעה את שווי השוק של כלל...

$$\text{על פי מכפיל EV: } 9.15 \times 0.35 \approx 3.2$$

גם לגבי מכפיל ההון העצמי, טאסק החליטה לצמצם אותו מ-1.15 ל-0.85 בסענה שכלל נסחרת לאורך השנים במכפילים נמוכים ממגדל, וכך התקבל שווי "ראוי" לכלל שנגזר כמעט אך ורק משווי השוק שלה.

$$\text{על פי מכפיל הון: } 3.5 \times 0.85 \approx 3$$

לסיכום, המתודולוגיה שנקטה על ידי טאסק התבססה על המכפילים מעסקת מגדל וכללה "התאמה" של מכפילי מגדל ל"מכפילי כלל ראויים" כפי שמשתקף מהיחס בין שווי השוק של שתי החברות, ואין פלא שנתוצאות החישוב קרובות לשווי השוק של כלל.

² עסקת הרכישה של חברת מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ ("מגדל") על ידי שלמה אליהו בסוף אוקטובר, 2012
Baker Tilly הינו שם המסחרי של חברה פרטית בע"מ בע"מ & כחן סמך




BAKER TILLY
International Professionalism - Personal Involvement

2.1.2 הערכת שווי כלל

חלופה ראשונה – שווי שוק

שווי השוק של כלל נכון למועד חוות דעת זו הינו 3.24 מיליארד ₪. שווי השוק של כלל נע בשנים האחרונות בין 3 ל-5.7 מיליארד ₪ ובממוצע כ-4 מיליארד ₪. ההון העצמי של כלל ביטוח בשנים האחרונות היה בממוצע 3.6 מיליארד ₪.

שווי שוק של כלל ביטוח 2009 - 2012

מיליוני שקלים

תאריך	שווי שוק	הון עצמי
31/12/2012	3,063	3,414
31/12/2011	3,127	3,693
31/12/2010	5,685	3,989
31/12/2009	4,467	3,430
ממוצע	4,085	3,632

חלופה שנייה – מכפיל הון בהסתמך על עסקת מגדל

לצורך בחינת חלופת מכפיל ההון נבחרה עסקת מגדל, אשר מהווה מדד ייחוס רלוונטי ועדכני לתמחור חברות בענף הביטוח. במהלך שנת 2012 רכש שלמה אליהו את מגדל לפי שווי של 5.1 מיליארד ₪. העסקה שקפה מכפיל הון של כ-1.15 עבור מגדל. בחנו את נתוני ההון העצמי ההיסטוריים של כלל ביטוח ואת מכפילי ההון אותם הם שיקפו.

נתוני ההון העצמי ומכפיל ההון ההיסטוריים של כלל ביטוח

מיליוני שקלים

תאריך	שווי שוק	הון עצמי	מכפיל הון
31/12/2012	3,063	3,414	0.9
31/12/2011	3,127	3,693	0.85
31/12/2010	5,685	3,989	1.43
31/12/2009	4,467	3,430	1.3
ממוצע	4,085	3,632	1.12

לפי נתונים אלה, ממוצע מכפיל ההון העצמי הינו 1.12. בהסתמך על מכפיל ההון הנגזר מעסקת מגדל המשקף מחיר בין קונה מרצון ומוכר מרצון ועל ההון העצמי של כלל ביטוח, יש להעריך את שווייה של כלל ביטוח על בכ-3.9 מיליארד ₪.

ביתוח רגישות לשווי כלל ביטוח ביחס למכפיל ההון מעסקת מגדל ולהון העצמי

מיליארדי שקלים

מכפיל הון	1.05	0.95	0.85	הון עצמי
1.45	3.45	3.15	2.85	3.0
1.35	3.40	3.10	2.80	3.2
1.25	3.35	3.05	2.75	3.4
1.15	3.30	3.00	2.70	3.6
1.05	3.25	2.95	2.65	3.8
0.95	3.20	2.90	2.60	
0.85	3.15	2.85	2.55	

an independent member of
BAKER TILLY
INTERNATIONAL



Baker Tilly הינו שותף חסותי של החברות עידן סבו סבת & מנח סבת

25 באפריל 2013

8



חלופה שלישית – מכפיל הון בהסתמך על מחקרים בינלאומיים

חלופה זו מסתמכת על מספר מחקרים בינלאומיים³ שנעשו על ידי פירמת ר"ח העלמית Deloitte ("דלוית"). על סמך מחקרים עוקבים בתחום המיזוגים והרכישות בענף הביטוח שנעשו בשנים 2012-2013, עולה כי מכפיל ההון הממוצע שנמדד, על בסיס עסקאות רכישה בפועל, לשנים 2009-2012 חים 1.56.

מכפיל הון עצמי בחברות ביטוח בינלאומיות

2012 - 2009

ממוצע	2012	2011	2010	2009	
0.61	1.01	0.12	0.57	0.73	מכפיל נמוך
1.56	1.68	1.98	1.19	1.38	מכפיל ממוצע
4.68	6.71	5.98	3.06	2.98	מכפיל גבוה

בהתבסס על מכפיל הון ממוצע של 1.56 והון עצמי של 3.4 מיליארד ₪, עולה כי השווי של כלל ביטוח הים כ-5.3 מיליארד ₪.

ניתוח רגישות לשווי כלל ביטוח ביחס למכפיל ההון חברות בינלאומיות והון העצמי

מיליארד שקלים

מכפיל הון - מחקרים							
1.86	1.75	1.66	1.46	1.36	1.26		
5.57	5.27	4.97	4.67	4.37	4.07	3.77	3.0
5.94	5.62	5.30	4.98	4.66	4.34	4.02	3.2
6.32	5.98	5.64	4.96	4.62	4.28	3.94	3.4
6.69	6.33	5.97	5.61	5.25	4.89	4.53	3.6
7.06	6.68	6.30	5.92	5.54	5.16	4.78	3.8

חלופה רביעית – מכפיל EV – ערך גלום

חברות ביטוח רבות בעולם מציגות במסגרת הדיווח התקופתי לציבור מידע אודות הערך הגלום בפוליסות ארוכות טווח הכוללות פוליסות חיים ובריאות. החל משנת 2008 חייב המפקח על הביטוח את חברות הביטוח לפרסם, מחוץ לדו"חות הכספיים, מידע על הערך הגלום שלהן. הערך הגלום מחושב על ידי אקטוארים באמצעות חספה של שווי תיק הביטוח שבתוקף, המייצג את הוון תזרים הרווחים העתידיים הצפויים מהתיק הקיים, להון העצמי המוטאם. חברות הביטוח מדרשות לכלול בשווי התיק את הפוליסות ארוכות הטווח (חיים ובריאות), כשהן כוללות מבחירה גם את ניהול קרנות הפנסיה.

לעומת מדימות אירופה, שם נסחרות חברות הביטוח בשווי שאק דומה לנתוני הערך הגלום אותם הן מציגות (מכפיל 1.5-1).⁴ בארץ נסחרות חברות הביטוח, נאז החלה חובת הפרסום, בערכים של כ- 30%-60% מהערך הגלום.

³ Top 10 Issues for Insurance M&A in 2012-2013
⁴ שימוש במכפיל זה היה מקנה לכלל שווי שאק של כ-10 (!) מיליארדי ₪ ומעלה.
 Baker Tilly היטו שמה ומסחרי של הורדבץ עידן סבו סבת & כרן טבא



25 באפריל 2013

9



הערך הגלום של כלל ביטוח לשנים 2009-2011

מיליארדי שקלים

מסר	ערך גלום (EV)
31/12/2011	9,183
31/12/2010	9,565
31/12/2009	8,723
ממוצע	9,157

עסקת מגדל שיקפה מכפיל EV של 0.48 למגדל, זאת על בסיס נתוני הערך הגלום של מגדל ליום 31 בדצמבר, 2011. בהתאם לכך, על בסיס נתוני הערך הגלום העדכניים ביותר של כלל ביטוח (שנת 2011)⁶, עולה כי השווי של כלל ביטוח הינו כ- 4.4 מיליארד ₪.

2.1.3 סיכום

סיכום הערכות שווי כלל

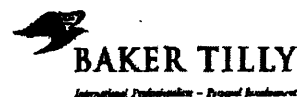
מיליארדי שקלים

חלופה	הערכת שווי
שווי שוק	3.24
שווי שוק ממוצע	4.08
מכפיל הון – עסקת מגדל	3.93
מכפיל הון – מחקרים	5.32
מכפיל ערך גלום	4.40
ממוצע	4.29

הערכת השווי של כלל ביטוח הינה בטווח של בין 4.0 ל 4.4 מיליארד ₪. להערכתי, מימוש חלק מהותי (כ-20% עד 27.5%) מהאחזקה בחברת כלל בטווח הזמן הקרוב, בשווי של כ-4 מיליארד ₪ ייחשב כסביר. הערכתי זו הינה נמוכה מהערכת השווי לכלל ביטוח שבוצעה על ידי פאהן קנה, בה מקבע כי שווי כלל ביטוח נע בין 4.5 ל 5.0 מיליארד ₪. להערכתי, מימוש יתרת האחזקות של כלל בטווח זמן ארוך יותר, עשוי להיעשות בטווח מחירים של כ-4 ל-4.5 מיליארדי ₪.



⁶ נתוני שנת 2012 סיום פורסמו
Baker Tilly חישב שווי מסחרי של וורודק עין סבו טובת & סבו טובת



2.2 מכתשים אגן

2.2.1 בעיית המכפיל הנבחר בחוות דעת טאסק

טאסק מעריכה את שווי מכתשים אגן בכ-2.3 מיליארד דולר. מכתשים אגן הוא כנראה הנכס המשמעותי ביותר בקבוצת אי.די.בי. טאסק ביצעה את הערכת שווי מכתשים אגן בשיטת המכפיל, והשתמשה במכפיל EV/EBITDA – מכפיל רווח תפעולי לפני פחת והפחתות. כאשר משתמשים בשיטת המכפיל יש לנקוט במשנה זהירות, משום ששינוי קל במכפיל שנבחר, גורם לשינוי גדול בשווי הסופי. יש לבחור במדגם רחב ככל הניתן של חברות מדגם, ולהתייחס למאפיינים הספציפיים של כל חברה. המדגם של טאסק כולל 7 חברות, בעלות מכפיל ממוצע של 8.9 בשומות גבוהות: שני המכפילים הגבוהים הם 13.7 ו-12.7, ושני המכפילים הנמוכים על פי המופיע בחוות הדעת הם 5.9 ו-6.6.

מדגם חברות השוואה לצורך חישוב מכפיל 2012 EV/EBITDA – על פי טאסק

חברה	שווי שוק (מיליארד דולר)	הכנסות	EBITDA	EV/EBITDA 2012A	EV/EBITDA 2013E
Nufarm	1.3	2,256	285	6.6	6.7
Monsanto	55.8	13,516	3,760	13.7	11.5
Syngenta	40.9	14,041	3,270	12.7	11.6
BASF	88.0	101,944	15,725	5.9	5.5
Dupont	45.7	34,812	6,252	9.7	8.2
Auriga	0.4	990	90	6.9	5.7
United Phosphorus	1.0	1,356	227	7	5.1
	4.57	2,834	430		

בשלב הבא, טאסק מסבירה מדוע 6 מתוך 7 החברות אינן רלבנטיות⁶, ויש להשתמש במכפיל של חברה אחת בלבד במדגם – חברת Nufarm. מכפיל EV/EBITDA לשנת 2012 כפי שמוצג בטבלה לחברת Nufarm הינו 6.6. בהערת שוליים, מצביעה טאסק על המקור לנתונים בטבלת חברות המדגם: מחקר של חברת UBS המבסס על דוחות החברות. אולם, אין התאמה בין המכפילים המופיעים בנספח למכפילים המופיעים בטבלת ההשוואה המוצגת על ידי טאסק.

מדגם חברות השוואה לצורך חישוב מכפיל 2012 EV/EBITDA – על פי UBS

חברה	שווי שוק (מיליארד דולר)	הכנסות	EBITDA	EV/EBITDA 2012E	EV/EBITDA 2014E
Auriga	0.4	990	90	6.9	5.1
Nufarm	1.3	2,256	285	6.6	6.5
United Phosphorus	1.0	1,356	227	7	4.6
BASF	88.0	101,944	15,725	5.9	6
Dow	7.6	62,525	50,736	7.5	6.8
Dupont	45.7	34,812	6,252	9.7	6.9
FMC	9.7	9,288	54,081	12.1	8.6
Monsanto	55.8	13,516	3,760	13.7	10.9
Syngenta	40.9	14,041	3,270	12.7	11.3

על פי המקור המצוטט, מכפיל EV/EBITDA של חברת Nufarm לשנת החזוי לשנת 2013 הוא 6.9, ולשנת 2014 הוא 6.5. שימוש במכפיל על רוחי שנים מאוחרות יותר, בהן צפי רווח גדול יותר מקטין כמובן את השווי של החברה. על פי בדיקה שערכנו

⁶ לצורך חישוב המכפיל "התעלמנו" מחברות המדגם בנישקום שונים נבחרו בחברה אחת, אולם לצורך חישוב האופציה, לקחנו את כל חברות המדגם



Baker Tilly הינו שמה המסחרי של הודג'קין עידן סבו קבט & סנן טבח

25 באפריל 2013

11



בחנוני מערכת Bloomberg עולה כי מכפיל ה EBITDA של Nufarm לסוף שנת 2012 הים 10.9, זאת ועוד: חברת Nufarm נרכשה בשנת 2010 לפי מכפיל של 13.3.

עוד נכתב על ידי טאסק, כי להערכתם, נכון יותר להשתמש במכפיל גבוה יותר מזה של Nufarm באופן שמשקף רמת הכנסות וצמיחה גבוהים יותר של מכתשים אגן לעומת Nufarm, בפרמיה של 21%. בסופו של דבר טאסק קבעה למכתשים אגן מכפיל 8. אם נשתמש במכפיל הנכון של Nufarm, ולשיטתה של טאסק לפי צורך לתת למכתשים אגן פרמיה של 21% מעל המכפיל של Nufarm נגיע למכפיל 13.2 עבור מכתשים אגן. לפי שיטה זו שוויה של מכתשים אגן הוא כ-4.6 מיליארד דולר.

2.2.2 הערכת השווי

בדקנו את המכפילים לחברות המופיעות במדגם החברות. המכפיל הממוצע שהתקבל הוא 9.75 לשנת 2012, ו-10.5 בממוצע ל-5 השנים האחרונות.

מכפיל ממוצע מדגם חברות

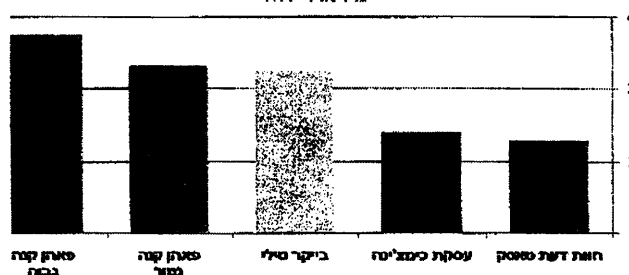
2012 - 2008

	2008	2009	2010	2011	2012	Average
EV/EBITDA	8.32	13.27	11.74	9.55	9.75	10.52
EV/EBIT	12.80	351.42	22.06	14.07	14.02	82.87

להערכתנו, טווח המכפילים הסביר לצורך הערכת שווי מכתשים אגן, נע בין 9 ל-11.

סיכום הערכות שווי מכתשים אגן

מיליארדי דולר



להערכתנו השווי הסביר למכתשים אגן נע בין 3.1 ל 3.4 מיליארד דולר. בחירתה של טאסק להשתמש במכפיל 8 בלבד, ולהעריך את מכתשים אגן בשווי של כ-2.3 מיליארד דולר בלבד הינה מוטעה כלפי מטה ולדעתנו לא ראיית. שווי זה נמוך אפילו מהשווי בו נמכרה מכתשים אגן לכימצ'ינה לפני 3 שנים, וזאת לאחר שה- EBITDA עלה מאז עסקת כימצ'ינה מ-240 ל-430 מיליוני דולר בשנה. כאמור, תוספת של כמיליארד דולר בהערכת שווי של מכתשים אגן, המהווה תוספת של מאות מיליוני ש"ח לערך הנכסי של אי.די.בי פיתוח משפיעה מהותית על מסקנת חוות הדעת.



Baker Tilly הינו שמה המסחרי של החברות קידן סבו סבת & כץ סבו

25 באפריל 2013

12



2.3 שופרסל

2.3.1 התעלמות מהערכת שווי קיימת

טאסק מעריכה את שופרסל בשווי תפעולי של כ-4.5 מיליארד ש"ח ושווי הוגן של כ-2.6 מיליארד ש"ח. הערכה זו נמוכה משמעותית מהערכת השווי שבוצעה עבור בעלי החברה על ידי PwC, ואשר צורפה לדוחותיה המבוקרים של דיסקונט השקעות לשנת 2012. בהערכת השווי שבוצעה על ידי PwC עומד השווי התפעולי של שופרסל על כ-5.6 מיליארד ש"ח. פער של למעלה ממיליארד ש"ח מהשווי התפעולי אשר הוצג בהערכת השווי של טאסק, משפיע משמעותית על מסקנות חוות דעת טאסק.

2.3.2 חוסר עקביות

הערכת השווי של טאסק מסתמכת על תחזית ההשקעות הצפויה על ידי שופרסל כפי שהוצגה בהערכת השווי של PwC, אך מותירה את רמת ההכנסות נמוכה מזו המוצגת בעבודת PwC, ואינה מביאה בחשבון צמיחה בהכנסות שהשקעות אלה צפויות להניב בעתיד. עובדה זו יוצרת חוסר התאמה מהותי בהערכת השווי של טאסק, ומביאה להערכה בחסר של שווי שופרסל. הערכת השווי של טאסק מטה כלפי מטה עד כדי כך שהיא נמוכה בכ-130 מיליון ש"ח משווי השוק של שופרסל נכון להיום, אשר עומד שוו על כ-2.75 מיליארד ש"ח.



Baker Tilly חתם שכתב המסמך של חודשון עיון סבו סבת & סבו סבו

25 באפריל 2013

13



פרק 3: יכולת תזרימית

טאסק יוצאת מגקודת הנחה, שאי.די.בי פיתוח יכולה למכור לכל היותר 6% מחברת כלל "מכיון שאי.די.בי פיתוח מחויבת להחזיק לפחות 45% מכלל ביטוח על מנת להחזיק בשליטה... מכאן כי ההחזקה המינימאלית האפשרית היא 49%". טאסק אמנם מציינת ש"כבר פורסמה טיוטת תקנות חדשות המסדירות את המשא..." אולם חוות הדעת מינחה שאי.די.בי פתח לא תוכל ליישם את התקנות החדשות, ובמקרה מלבחון כל תרחיש המכלל מכירה גזוהית של חלק מכלל.

בהתאם לכך בוחנת טאסק ארבעה תרחישים בלבד: בשלושת התרחישים הראשונים אי.די.בי פיתוח אינה מוכרת מעל 6% מחברת כלל, ותרחיש רביעי ב.אי.די.בי פיתוח מבצעת מכירת חיסול של כל אחזקותיה. על בסיס ארבעת תרחישים אלה טאסק מגיעה למסקנה שאי.די.בי פיתוח תתקשה לעמוד בהחזר חובותיה. כפי שהוסבר, אין פלא שזו מסקנתה של טאסק, שכן בכל התרחישים המימוש מתבצע בשווי המוערך על ידי טאסק, כאשר לשיטת טאסק כיום שווי זה הינו שלילי.

במהלך המ"מ שהתקיים בחודשים האחרונים עם הגהלת אי.די.בי אחזקות בקשר להסדר חוב הוצגו בפנינו תרחישים שונים למימוש נכסים על פני ציר הזמן. באופן שמאפשר פירעון מלא של חובות אי.די.בי. פיתוח ואף הזרמה לאי.די.בי. אחזקות בטווח של שנים מספר. לפי דעתי, ישנם בסך אי.די.בי פתוח 2 תרחישים מרכזיים שטאסק לא התייחסה, והם בעלי היתכנות כלכלית:

תרחיש 1: "מכירה חלקית של כלל" בתור שנה

הנחת העבודה, אותה קיבלתי מיועציה המשפטיים של הנאמנים, היא כי אין מניעה לבצע את המימוש הנ"ל. קופת המזומן של אי.די.בי פיתוח עומדת כיום על כ-1.1 מיליארד ₪. אי.די.בי צריכה להשלים עד סוף שנת 2013 מכירה של כמחצית מאחזקותיה בכלל לשותף חדש, וגם להסדיר את הדרישות הרגולטוריות בנושא, טווח זמן סביר המאפשר את השלמת המכירה. סכום המזומן הצפוי להתקבל ממימוש זה צפוי לעמוד על כ-1 עד 1.2 מיליארדי ₪. במהלך שנת 2014 החברה תידרש לבצע מימושים של אחזקות אחרות בהיקף של כחצי מיליארד ₪. סכומים אלו מספיקים לפירעון כל החובות של אי.די.בי פיתוח עד סוף שנת 2014, ואף להותיר מזומנים המאפשרים לאי.די.בי פיתוח לעמוד בקובבנטס הבנקאיים.

תרחיש 2: "עסקת כלל-כור"

הנחת העבודה, אותה קיבלתי מיועציה המשפטיים של הנאמנים, היא כי גם תרחיש זה הוא אפשרי, אך מורכבותו ואי הוודאות שבו גבוהה בהרבה. על פי תרחיש זה, אי.די.בי פיתוח מוכרת את כל אחזקותיה בכלל לחברת הבת כור, בתמורה למזומן. סכום המזומן שיעבור מהקופה של כור לאי.די.בי פתוח נע בטווח של כ-2 עד 2.5 מיליארדי ₪. סכומים אלו מספיקים לפירעון כל החובות של אי.די.בי פיתוח עד סוף שנת 2014, ואף להותיר מזומנים המאפשרים לאי.די.בי פיתוח לעמוד בקובבנטס הבנקאיים.

יש לציין, כי היכולת של אי.די.בי פיתוח לעמוד בהתחייבויותיה, בהחלט תלויה במידה רבה ביכולה למכור חלק מחברת כלל או את כולה.



Baker Tilly הינו שמה המסחרי של החברות עידן סגל סגל & סגל

25 באפריל 2013

14



פרק 4: נספח א' – מדגם חברות השוואה

לצורך הערכת השווי של מכתשים אגן נבנה מדגם של חברות השוואה, כפי שמפיעות בסקירת ענף האגרו-כימיה שנערכה על ידי UBS. הגורמים שנבחנו הינם ה EV, EBITDA ומכפיל ה EBITDA עבור כל אחת מהחברות לשנים 2008-2012. הגורמים נלקחו ממערכת בלומברג.

מדגם חברות השוואה לצורך חישוב מכפיל EV/EBITDA

Bloomberg (Local Currency, mm)

Company name	Parameter	2012	2011	2010	2009	2008	Average
Auriga	EBITDA	672	495	406	188	708	
	EV	4,226	4,109	4,413	4,712	3,814	
	EV/EBITDA	6.29	8.29	10.86	25.11	5.39	11.19
Nufarm	EBITDA	206	156	115	230	349	
	EV	2,242	1,803	2,212	3,562	3,116	
	EV/EBITDA	10.90	11.53	19.23	15.51	8.94	13.22
United Phosphorus	EBITDA		13,901	10,858	9,157	9,791	
	EV		85,231	76,864	81,551	64,557	
	EV/EBITDA		6.13	7.08	8.81	6.59	7.18
BASF	EBITDA	12,583	11,855	11,903	8,500	10,238	
	EV	78,129	61,680	69,616	54,018	38,452	
	EV/EBITDA	6.21	5.20	5.85	6.36	3.76	5.47
Dow	EBITDA	6,645	6,909	6,078	4,176	4,316	
	EV	60,576	55,300	61,218	55,697	23,565	
	EV/EBITDA	9.12	8.00	10.07	13.34	5.46	9.20
Dupont	EBITDA	201	184	148	107	99	
	EV	3,018	2,967	2,393	2,064	1,172	
	EV/EBITDA	15.00	16.16	16.13	19.25	11.81	15.67
FMC	EBITDA	834	746	673	595	675	
	EV	9,003	6,789	6,329	4,655	3,946	
	EV/EBITDA	10.79	9.10	9.41	7.83	5.85	8.60
Monsanto	EBITDA	3,760	3,116	2,529	4,175	3,458	
	EV	49,292	37,034	38,016	44,405	38,750	
	EV/EBITDA	13.11	11.89	15.03	10.64	11.21	12.37
Syngenta	EBITDA	3,148	2,889	2,460	2,368	2,485	
	EV	20,715	27,871	29,413	29,632	39,541	
	EV/EBITDA	6.58	9.65	11.96	12.51	15.89	11.31
Comparable Average	EV/EBITDA	9.75	9.55	11.74	13.27	8.32	10.52



Baker Tilly חינו טמח המסדיר של חרובין ערין טבו סבת & כוכ סמך

25 באפריל 2013

15



פרק 5: פרטי השכלתי וניסיוני

יצחק עידן, ר"ח

- רואה חשבון מאז 1983, בוגר החוג לחשבונאות וכלכלה באוניברסיטת תל אביב, שותף בכיר בפירמת Baker Tilly (הוחבץ עידן סבו טבת & כהן טבת) ראש התחום המקצועי הכולל בפירמה.
- מכהן כחבר בוועדה לכללי חשבונאות ודיווח כספי של לשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון רב שנים בביקורת חיצונית, ביקורת פנימית וייעוץ כלכלי. מתמחה בחברות ציבוריות, חברות ממשלתיות, ליווי הנפקות בבורסה והנפקות פרטיות, בדיקות נאותות (Due Diligence) עבור תתמים ומשקיעים.
- משמש כיו"ר הדירקטוריון של חברה ציבורית ושימש בעבר כיו"ר הדירקטוריון בגופים פיננסיים (קופות הגמל של U-Bank).

ניסיון רלוונטי בתחום

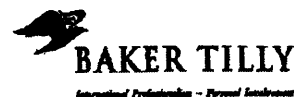
- היועץ הכלכלי לנאמני אגרות החוב של אי.די.בי. חברה לאחזקות בע"מ.
- מומחה מטעם בית המשפט לבחינת הסדרי חוב, בהתאם לתיקון מס' 18 לחוק החברות, של חברת סנטראל יורפיאן אסטייטס א.י. ושל חברת א.א.י. השקעות ובנין בע"מ, ושל שפיר פרויקטים איחפה בע"מ.
- יועץ לנאמנים בהליכי חדלות פירעון.
- טיפול מול המערכת הבנקאית, בעניין תביעות כספיות בהיקפים גדולים של בנקים מהמדינה מתוקף ערבות שנתנה המדינה להלוואות שהעמידו הבנקים. הטיפול כלל בדיקת התביעות, התדיינות מול המערכת הבנקאית וג'בוש חוות דעת לגורמים הרלוונטיים לעניין ההסדר המומלץ.
- התדיינות עם המערכת הבנקאית לגיבוש הסדרי חוב לגופים פרטיים.
- מומחה לשוק ההון, בעל ניסיון של שנים רבות בליווי חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה.
- ביצע בדיקות נאותות כלכליות וחשבונאיות מטעם תתמים של עשרות תשקיפים לקראת הנפקות ציבוריות ופרטיות.



Baker Tilly חיש מזה מספר שנים של הוחבץ עידן סבו טבת & כהן טבת

25 באפריל 2013

16



פרטי הפירמה

פירמת ראי חשבון הנמנית על עשרת המשרדים הגדולים בישראל: בייקר טילי (Baker Tilly). הפירמה הינה חברה בפירמה הבינלאומית Baker Tilly International, המדורגת בין שמונה רשותות ראיית החשבון הגדולות בעולם. הרשת מאגדת כ-150 פירמות ב-125 מדינות ומעסיקה מעל 24,000 איש ברחבי הגלובוס. הפירמה מתמחה בטיפול בחברות ציבוריות ופרטיות ובין השאר, שירותים לחברות הנסחרות בבורסה בתל-אביב, וב- AIM. הפירמה נכללת במאגר של PCAOB (גוף המפקח על פירמות ראי חשבון המבקרות חברות ציבוריות בארה"ב). הפירמה מעניקה מגוון רחב של שירותים מקצועיים ושירותי מעטפת באמצעות מגוון מחלקותיה. המחלקות השונות מתמחות כל אחת בתחומה ואמנות על שירות אישי ומקצועי ברמה בינלאומית. הפירמה מעניקה שירותי מעטפת באמצעות מחלקות נלוות, בין היתר באמצעות בייקר טילי פיננסים, זרוע הייעוץ והפיננסי של הפירמה בראשותו של סלע קולקר.

סלע קולקר (MBA)

שותף וראש תחום הייעוץ הפיננסי ב- Baker Tilly ישראל. סלע, בעל תואר שני MBA במנהל עסקים מאוניברסיטת תל אביב, עם התמחות במימון, ותואר ראשון בכלכלה וניהול מאוניברסיטת תל אביב. שימש כסמנכ"ל המימון של קבוצת אמפא וכסמנכ"ל הכספים של אדקו טכנולוגיות. מרצה בתואר שני במסלול האקדמי של המכללה למנהל.

בעל ניסיון בגיוס הון מהשוק המוסדי באמצעות הנפקת אגרות חוב מגובות נכסים. ניהל תהליכי גיוס הון ממשקיעים מוסדיים במאות מיליוני שקלים, למימון הפעילות של גופים פיננסיים. שימש בתפקיד מרכזי בהקמת המנגנון בגוף המתאם של הקרן לעידוד עסקים קטנים. בעל ניסיון בייעוץ כלכלי, כתיבה של מודלים כלכליים, כתיבה של תכניות עסקיות, ליווי עסקי וליווי פיננסי של חברות, לצרכי ניהול פיננסי ומימון. שימש כחבר בוועדת השקעות של "דיבידנד" חברה לניהול תיקי השקעות וכחבר בוועדת אשראי של "אמפא קפיטל" למימון חוץ בנקאי.



Baker Tilly והצגה המסחרית על חודש עידן סבו סבת & כח סבו

25 באפריל 2013

17

נספח 2

העתק דיווח על האופציות אשר בידי החברה

עמוד 64

אידיבי חברה לפתוח בע"מ

2015

דוח תקופתי
לשנת 2015

ג' דוחות כספיים לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2015

ג'
דוחות כספיים לשנה שהסתיימה
ביום 31 בדצמבר 2015

IDB

באור 15 - הון (המשך)

ב. השקעות בהון החברה במהלך השנים 2014 ו-2015 ועד למועד פרסום הדוח (המשך)

(4) הצעת דולפין הולנד לחברה ולהשקעות דיסקונט מיום 29 ביוני 2015 (המשך)

בהתאם לאמור, דולפין הולנד הציעה לחברה להגדיל את היקף ההנפקה לציבור של החברה בהתאם להצעה הבלתי חוזרת של דולפין הולנד מיום 6 במאי 2015 (ראה באור 15.ב.3) לעיל) כך שלא יפחת מ-200 מיליון ש"ח ולא יעלה על 250 מיליון ש"ח.

ביום 16.7.2015 החליט דירקטוריון החברה (לאחר אישורה של ועדת הביקורת של החברה), כי החברה תפעל לגייס הון בדרך של הנפקה לציבור בהתאם למתווה הצעת דולפין הולנד כאמור לעיל ולממש כתבי אופציה מהסדרה הראשונה שתנפיק השקעות דיסקונט במסגרת הנפקת זכויות שתבצע, וזאת בהסתמך על הצעתה של דולפין הולנד מיום 29.6.2015 להשתתף בהנפקה לציבור אם וכאשר תבוצע על-ידי החברה.

השקעות דיסקונט מסרה לחברה כי ביום 16.7.2015, לאחר האישור כאמור בדירקטוריון החברה, החליט דירקטוריון השקעות דיסקונט, בין היתר, לקבל את הצעת דולפין הולנד; להנחות את הנהלת השקעות דיסקונט לבצע את ההכנות לביצוע הנפקת זכויות לבעלי מניות השקעות דיסקונט, בהתאם למתווה שבהצעת דולפין הולנד ולזמן אסיפה כללית של בעלי מניות של השקעות דיסקונט אשר על סדר יומה הגדלת ההון הרשום של השקעות דיסקונט.

בחודש ספטמבר 2015 הקצתה השקעות דיסקונט בדרך של זכויות וללא תמורה לבעלי מניותיה ארבע סדרות כתבי אופציה (סדרות 3, 4, 5 ו-6). כל כתבי האופציה היו ניתנים למימוש למניות רגילות של השקעות דיסקונט. בהנחה של מימוש מלא מיד לאחר ההנפקה של כל כתבי האופציה מכל הסדרות, מניות המימוש היו מהוות כ-45.5% מהונה המונפק של השקעות דיסקונט ואם יומושו במלואם תקבל השקעות דיסקונט סכום כולל (ברוטו) בסך של 500-533 מיליון ש"ח (בכפוף להנחות שפורטו בדוח הצעת המדף של השקעות דיסקונט).

החברה קיבלה במסגרת הנפקת הזכויות האמורה, ללא תמורה, כתבי אופציה הניתנים למימוש למניות של השקעות דיסקונט כמפורט להלן:

שם כתב האופציה	כמות כתבי האופציה אשר הוקצתה לכלל בעלי המניות של השקעות דיסקונט	כמות כתבי האופציה אשר הוקצתה לחברה	מחיר מימוש ש"ח	מועד אחרון למימוש
סדרה 3	19,088,357	14,112,213	6.53	21 בדצמבר 2015 ^(*)
סדרה 4	17,384,040	12,852,194	7.183	21 בדצמבר 2016
סדרה 5 ^(**)	17,384,040	12,852,194	7.183	20 בדצמבר 2016
			7.836	21 בדצמבר 2017
סדרה 6 ^(***)	17,384,040	12,852,194	7.183	21 בדצמבר 2016
			8.489	21 בדצמבר 2018

(*) עד למועד האחרון למימוש, מומשו 15.7 מיליון כתבי אופציה (סדרה 3) בתמורה כוללת בסך 102 מיליון ש"ח (המימוש האמור כלל את מימוש של מלוא כתבי האופציה מסדרה 3 שהוקצו לחברה בתמורה כוללת של כ-92 מיליון ש"ח).

(**) מחיר המימוש של 7.183 ש"ח למניה, תקף למימוש עד ליום 20 בדצמבר 2016. החל מיום 21 בדצמבר 2016 ועד ליום 21 בדצמבר 2017 מחיר המימוש הינו 7.836 ש"ח למניה.

(***) מחיר המימוש של 7.183 ש"ח למניה, תקף למימוש עד ליום 20 בדצמבר 2016. החל מיום 21 בדצמבר 2016 ועד ליום 21 בדצמבר 2018 מחיר המימוש הינו 8.489 ש"ח למניה.

בחודשים אוקטובר ונובמבר 2015, במקביל להערכותה לביצוע הנפקה לציבור בהתאם למתווה שהציעה דולפין הולנד, קיבלה החברה מכתבים מב"כ בעלי מניות מיעוט בחברה בהם נטען כי הצעת מניות לציבור בהתאם למתווה האמור טעונה אישורים בחברה לפי סעיף 275 לחוק החברות (לרבות אישור האסיפה הכללית ברוב מכלל בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי) כעסקה שלבעל השליטה בה קיים עניין אישי. נטען במכתבים אלה שלדולפין הולנד יש עניין אישי בקביעת מחיר המינימום בהנפקה שכן ככל שמחיר זה יהיה נמוך יותר, סביר להניח ששיעור ההיענות להנפקה במכרז המוסדי יהיה גבוה יותר ובהתאם היקף ההתחייבות של דולפין הולנד להזרים הזמנות יהיה נמוך יותר, ולהיפך. עוד נטען במכתבים כי קיים חשש ממשי, שלהנפקה לא יהיה תוקף ו/או שתקום לחברה זכות לביטול ההנפקה והקצאת המניות על פיה. במענה למכתבים אלה השיבה החברה, בין היתר, כי היא דוחה את הטענות שהועלו בהם לקיומו של עניין אישי, כי הנפקה לא תבוצע אלא לאחר קבלת האישורים הדרושים, וכי נראה שהטענות הועלו מתוך אינטרס אישי צר של בעלי מניות המיעוט במניעת דילול אפשרי של הערך הכלכלי (מבחינתם) הטמון בהצעות הרכש לפי הסדר החוב, שאין דבר בינו לבין טובת החברה.

לפרטים אודות הסדר ביניים שאושר על-ידי בית המשפט, בקשר להתחייבויות לביצוע הצעות רכש בהתאם להסדר החוב באי די בי אחזקות, אשר כלל ביצוע הזרמה חלופית מדולפין הולנד לחברה, בדרך של חוב נחות המיר למניות החברה, אשר באה במקום הנפקת מניות לציבור שהייתה אמורה החברה לבצע וכן אודות מימוש כתבי אופציה (סדרה 3) של השקעות דיסקונט על-ידי החברה, ראה באורים 16.ר.2(ה) ו-2(ה) להלן.

נספח 3

**העתק דיווח מיידי של אידיבי פיתוח
בעניין הצעות לרכישת כלל ביטוח**

מיום 9.11.2015

עמוד 67

ת054

פומבי

אי די בי חברה לפתוח בע"מ
IDB DEVELOPMENT CORPORATION LTD

מספר ברשם: 520032285

ניירות ערך של התאגיד רשומים למסחר בבורסה בתל-אביב

שם מקוצר: אידיבי פתוח

רחוב: מרכז עזריאלי 3, מגדל משולש, תל אביב 67023

טלפון: 03-6075666, 03-6075648, פקס: 03-6075667

דואר אלקטרוני: IDBD@IDB.CO.IL

שודר במגנא: 11/2015

אסמכתא: 01-151329

לכבוד

הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מwww.tase.co.il

לכבוד

רשות ניירות ערךwww.isa.gov.il

דיווח מיידי על אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים שהגשתו עוכבה בהתאם לתקנה 36(ב) לתקנות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל - 1970.

תקנה 36 (ב), (ג) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל - 1970

מהות האירוע: הצעות לרכישת כלל ביטוח-עדכון

.1

בהמשך לאמור בבאור 3.ב.5.א. לדוחות הכספיים של אי די בי חברה לפתוח בע"מ ("החברה") לרבעון השני לשנת 2015 ולדיווח מיידי מיום 25.10.2015 בקשר עם הליך מכירת השליטה בכלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל עסקי ביטוח") וקבלת הצעות משלוש קבוצות מציעים, ובשים לב לכוונת החברה לגייס הון וידיעות שפורסמו הבוקר באמצעי התקשורת, מעדכנת החברה כי שלוש ההצעות שהתקבלו (שתוקפן הינו עד ליום 31.12.2015) הינן לרכישת כל החזקות החברה בכלל עסקי ביטוח (54.92% מההון המונפק של כלל עסקי ביטוח) ותמצית פרטיות העיקריים הינם כדלקמן:

- (1) הצעה שהתקבלה מ-Macrolink Holding Co., Ltd, שהינה קבוצה עסקית פרטית שמרכזת בסין, הנוקבת בסך תמורה של 2.48 מיליארד ש"ח (המשקף שווי של 4.516 מיליארד ש"ח לכלל עסקי ביטוח);
- (2) הצעה שהתקבלה מ-Tian'an Property Insurance Co, Ltd (חברת ביטוח פרטית המאוגדת ופועלת בסין "Tian'an") ו-JT Capital Management Limited (חברה פרטית לניהול השקעות ונכסים המאוגדת בהונג קונג) בחלוקה ביניהן של 85%-15%, בהתאמה, הנוקבת בסך תמורה של 2.746 מיליארד ש"ח (המשקף שווי של 5 מיליארד ש"ח לכלל עסקי ביטוח). לפי ההצעה, התמורה תותאם כלפי מטה (באופן יחסי) במקרה שההון העצמי של כלל עסקי ביטוח במועד השלמה של העסקה יהיה נמוך מ-4.508 מיליארד ש"ח. ההצעה כפופה, בין היתר, לאישורי האורגנים של Tian'an ושל בעלת מניות שלה שהינה חברה ציבורית הנסחרת בסין (כולל אישורי בעלי המניות של החברות האמורות) ואישור הגוף המפקח על חברות ביטוח בסין;
- (3) הצעה שהתקבלה מקונסורציום בהובלת Shanghai Gongbao Business Consulting Co. Ltd (תאגיד פרטי המאוגד בסין) ("SG") ושישקיעו בו כספים גם CDB Urban Transportation Investment Development Fund (קרן השקעות המאוגדת בסין) ו-QH Capital Fund (קרן השקעות המאוגדת בהונג-קונג) הפועלת בשיתוף עם HNA Group (International) Company Limited (שהינה תאגיד פרטי המאוגד בהונג-קונג). הצעה זו נוקבת בסך תמורה של 2.627 מיליארד ש"ח (המשקף שווי של 4.783 מיליארד ש"ח לכלל עסקי ביטוח). לפי ההצעה, התמורה תישא ריבית שנתית בשיעור של 6% ממועד החתימה על הסכם רכישה ועד למועד השלמת העסקה. לחברה נמסר שייתכנו שינויים בהרכב הקונסורציום, ובלבד ש-SG תמשיך להוביל את הקונסורציום.

השלמת הסכם רכישה מחייב עם מי מהמציעים שחתימתו כפופה לאישור דירקטוריון החברה (ככל שייחתם), מותנית בתנאים מתלים ובהם קבלת אישור הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר ("הממונה על שוק ההון"), אישור הממונה על הגבלים עסקיים (ככל שיידרש) ואישור צדדים שלישיים מסויימים (לרבות תאגידים מלווים של החברה). השלמת העסקה (ככל שייחתם הסכם רכישה מחייב) עשויה להצריך גם אישור גורמים רגולטורים בסין. בהצעות שהוגשו נכללו, בין היתר, דרישות של המציעים למצגים ולהתחייבויות בנוגע לפעילות כלל עסקי ביטוח בתקופת הביניים שבין מועד החתימה למועד השלמה של העסקה. מאז קבלת ההצעות ביום 22.10.2015, בוחנת החברה את ההצעות, פועלת על-מנת לקבל הבהרות בגין ומקיימת, ביחד עם בנקאי ההשקעות המלווים אותה, משא ומתן עם כל המציעים ביחס לתמורה וליתר תנאי העסקה (לרבות ביחס להפקדת סכומים בנאמנות שישמשו כסעד במקרה של אי השלמת העסקה), אשר הניב למועד זה שיפור התמורה באחת מההצעות וקבלת הבהרות נוספות (כאשר תיאור ההצעות לעיל הינו לאחר שיפור זה וההבהרות שהתקבלו).

למועד זה אין כל וודאות כי יחתם הסכם רכישה מחייב עם מי מהמציעים ותושלם עסקה למכירת החזקות החברה בכלל עסקי ביטוח, ואין לחברה יכולת להעריך האם יתקבל היתר שליטה מהממונה על שוק ההון לרוכש (ככל שיהיה) ומהו לוח הזמנים לקבלת היתר שליטה, זאת, בין היתר בשים לב למורכבות הדרישות לקבלת היתר שליטה במבטח כמו גם לניסיון העבר בהקשר זה.

הפרטים לעיל ביחס לזהות המציעים והבעלות עליהם, הינם למיטב ידיעת החברה על בסיס מידע שהועבר לה מהמציעים והחברה אינה אחראית לנכונותו.

2. הסיבה שבגינה עוכבה הגשת הדיווח:

הדיווח אודות פרטי ההצעות עוכב לאור הערכת החברה שפרסומם עלול לפגוע בסיכויי החברה להתקשר בעסקה או להרע את תנאיה. לאור כוונת החברה לגייס הון ובעקבות ידיעות שפורסמו בתקשורת מסתיים עיכוב הדיווח.

3. בתאריך 09/11/2015 בשעה 07:00 חוסרה המניעה לדיווח.

נחתם במועד הדיווח על ידי יגאל סלהוב, סמנכ"ל כספים בחברה.

מספרי אסמכתאות של מסמכים קודמים בנושא (אין האזכור מהווה הכללה על דרך הפניה):

2015-01-140883 2015-01-109089

שמות קודמים של ישות מדווחת:

תאריך עדכון מבנה הטופס: 2015

שם מדווח אלקטרוני: טבוך חיים , תפקידו: סמנכ"ל חשבות , שם חברה מעסיקה: .
מרכז עזריאלי 3 תל אביב 6702301 , טלפון: 03-6075680 , פקס: 03-6075684 , דואר אלקטרוני: haimt@idb.co.il

נספח 4

נספח ב' לזימון האסיפה

עמוד 71

נספח ב'

אופן קביעת עניין מנוגד

להלן תיאור אופן בדיקת מעמדו של מחזיק כבעל "עניין מנוגד":

מבחן הנאמן

הנאמן יבדוק לגבי כל מחזיק קיומו של "עניין מנוגד" כמפורט להלן. הנאמן יסתמך על הצהרות המחזיקים כפי שיכללו בכתבי ההצבעה, ולא ידרש לבצע חקירות או בדיקות נוספות. כל מחזיק שהתקיים לגביו לפחות אחד מהתנאים הבאים ייחשב כ"מחזיק בעל עניין מנוגד", אשר קולו לא ימנה במסגרת קולות המצביעים.

ואלה התנאים:

1. המחזיק הוא נושא משרה בכירה בחברה כהגדרתו בסעיף 37(ד) לחוק ניירות ערך;
2. מחזיק הנמנה על בעלי השליטה בחברה (במישרין או בעקיפין), לרבות תאגידים בשליטתם (כמשמעות מונח זה בסעיף 1 חוק ניירות ערך) או בשליטת קרוב של בעל השליטה (כמשמעות מונחים אלה סעיפים 1 ו- 268 לחוק החברות, תשנ"ט-1999);
3. מחזיק אשר הינו חברה בת או חברה קשורה של החברה;
4. מחזיק אשר יצהיר בכתב במסגרת כתב ההצבעה כי הינו 'בעל עניין מנוגד אחרי' או שלא יסמן דבר בסעיף ה' (חלק שני) לכתב ההצבעה.
5. מחזיק אשר הנאמן יקבע לגביו כי הינו בעל "אינטרס גובר" והצביע נגד ההחלטה שבסעיף 1.1 לכתב ההצבעה לעיל.

לעניין זה:

מחזיק בעל "אינטרס גובר" הינו: מחזיק אשר "השווי ההוגן", שנקבע להחזקותיו באגרות החוב (סדרה ז') בצירוף "השווי ההוגן", שנקבע להחזקותיו באגרות החוב (סדרה י') של החברה בצירוף "השווי ההוגן", שנקבע להחזקותיו במניות החברה, גדול מה"שווי ההוגן" שנקבע להחזקותיו באגרות החוב (סדרה ט') של החברה.

"שווי הוגן" יחושב כמפורט להלן: כמות החזקותיו של מחזיק במניות החברה, מוכפלת בממוצע משוקלל של שער הנעילה של נייר הערך כאמור ב- 30 ימי המסחר האחרונים שקדמו למועד פרסום זימון האסיפה.

ייתכן כי לאחר קבלת כתבי ההצבעה תיערכנה בדיקות שונות או נוספות ו/או יינקטו הליכים קשורים, ככל שיידרש על ידי הנאמן, ככל שיעלה צורך לעשות כן, ובמקרה כזה יפרסם הנאמן את הבדיקות הנוספות או השונות שערך ואת הצורך אשר הביא אותו לעשות זאת.



בית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

פר"ק 16-06-3352 הרמטיק נאמנות (1975) יום ראשון 05 יוני 2016
'בע"מ נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ ואח'

מספר בקשה (رقم الطلب): **1**

טלפון מרכז מידע: 077-2703333

אישור על פתיחת בקשה

مُصادقة على تسجيل طلب

ניתן אישור כי ביום (نُصادق بهذا أنه في يوم) 05/06/2016 בשעה (بالساعة) 13:02 הוגשה בקשה מסוג (قُدِّم طلب من نوع): כללית, לרבות הודעה תשובה ראשונית ל"בקשה דחופה למינוי מפרק זמני ולקביעת דיון"

בתיק (بقضية) פר"ק 16-06-3352 הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ נ' אי די בי חברה לפתוח בע"מ ואח'.

מספר הבקשה הוא (رقم الطلب هو): **1**.

בכל פנייה לבית המשפט בנוגע לבקשה זו, יש לציין את מספר הבקשה.

كُل مراجعة للمحكمة المتعلقة في الطلب عليك أن تذكر رقم الطلب.