

**חוות דעת מומחה – תביעה נגד חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ בעקבות הצגה
מטעה של עובדות מהותיות בדוחות הכספיים במהלך שנת 2012 ו-2013**

שמי ד"ר מאיר אמיר, ת.ז. 006488100, יועץ כלכלי.
אני הבעלים של חברת ד"ר מאיר אמיר ושות' בע"מ, חברה לייעוץ כלכלי הפועלת משנת 1992.
כתובת החברה: רחוב ויזל 21 תל אביב.

ואלה פרטי השכלתי:

1972 – תואר בוגר בכלכלה ופילוסופיה. האוניברסיטה העברית בירושלים.

1976 – תואר ד"ר בכלכלה. אוניברסיטת אילינוי ארה"ב.

ניסיוני המקצועי ותפקידים שמלאתי מאז השלמת לימודי:

1978-1982- כלכלן בכיר במשרד האוצר. מרכז צוות באגף התקציבים בנושאי תעשייה,
חקלאות, ותיירות. חבר מועצת המנהלים של מפעלי ים המלח, פוספטים בנגב, מועצות ייצור
חקלאיות והחברה הממשלתית לתיירות. תפקיד אחרון באוצר: הממונה על הסובסידיות.

1982-1984- סמנכ"ל לכלכלה ותכנון. קבוצת הביטוח הסנה.

1985- יועץ כלכלי למנהל המועצה לשיווק פרי הדר.

1986-1989- סמנכ"ל לכספים וכלכלה. תה"ל מהנדסים. בין היתר אחראי על המחלקה
הכלכלית שמנתה כ- 10 כלכלנים בעלי תואר שני ושלישי שעבדו בעיקר בחו"ל בפרויקטים של
הבנק העולמי.

1990-1992- משנה למנהל הרשות לפיתוח ירושלים. אחראי על גיוס הון, ניהול פרויקטים
אורבנים, הקמת קרן הון סיכון, חממות מדע תעשיתיות ועשרות פרויקטים נוספים.

1992-2013- בעלים של חברה לייעוץ כלכלי. החברה ביצעה למעלה מ- 400 פרויקטים כלכליים
מיום הקמתה, כולם בוצעו אישית על ידי הח"מ. החברה עוסקת בהערכות שווי, הכנת תוכניות
עסקיות, ליווי וניתוח פיננסי, תכניות הבראה, מתן חוות דעת מומחה לבתי משפט ומוסדות
בוררות, בחינות מקרו של ענפי משק וכדאיות פרויקטים בחו"ל.

רשימת פרויקטים שבוצעו בשנים האחרונות, כולל קבצי PDF של עשרות פרויקטים, ניתן

למצוא באתר החברה: www.meiramir.co.il

להלן רשימה חלקית של חוות דעת מומחה שכתבתי בשנתיים האחרונות:

1. חוות דעת למשרד האוצר – מכרז למתן שירותים גריאטרים. יחד עם ירום אריאב (לשעבר מנכ"ל משרד האוצר).
2. חוות דעת לאיגוד חברות הביטוח. תעריפי אשפוז סיעודי ותכניות ביטוח הוצאות רפואיות. יחד עם פרופסור אביה ספיבק (לשעבר המשנה לנגיד בנק ישראל).
3. חוות דעת מומחה בודק לבית המשפט המחוזי בבאר שבע לפי הזמנת בית המשפט. תביעה ייצוגית נגד קוקה קולה.
4. חוות דעת מומחה בתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בדיסקונט השקעות בגין השקעתם הכושלת בעיתון מעריב.
5. חוות דעת מומחה למשכן לבוררות ופיתרון סכסוכים ע"פ הזמנת השופט בדימוס בועז אוקון. הליך בוררות בין חברת ניטרון מקבוצת שיכון ובינוי לחברה להשבת קולחים חדרה.
6. חוות דעת מומחה לבית המשפט הכלכלי בתל אביב בהקשר של תביעת נאמני האג"ח של בזק נגד מנהלי החברה בגין חלוקת דיבידנדים שלא מרווח.
7. הכנת חוות דעת מטעם התובעים בתביעה ייצוגית נגד תנובה בקשר למחיר הקוטג'.
8. חוות דעת מומחה בקשר לתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בחברת חבס בגין חלוקת דיבידנדים (חוות הדעת המליצה נגד הגשת תביעה).
9. חוות דעת כלכלית לאיגוד חברי הבורסה שאינם בנקים (ברוקרים פרטיים). יחד עם ירום אריאב.
10. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בתל אביב בקשר לתביעה שעניינה זכויות חכירה בגוש הגדול בת"א.
11. חוות דעת מומחה בבוררות שהתנהלה במשכן לבוררות ופיתרון סכסוכים אצל השופט ורדי זילר ז"ל – תביעה של חברת מעגן התפלה נגד חברת GES מקבוצת גרנית הכרמל.
12. חוות דעת עבור המפרקים של חברת קווי אשראי באשר לעסקות חברות הנפט שנעשו בשנים 1995-97 (ישראמקו, אקוויטל, יואל).

13. חוות דעת עבור ההסתדרות וועדי נמלי חיפה ואשדוד, שהוגשה לבית הדין הארצי לעבודה, באשר לרפורמת הנמלים המתוכננת והשפעתה על שכרם ותנאי העסקתם של עובדי הנמלים (יחד עם פרופסור אביה ספיבק).

חוות דעת זאת מתבססת על המסמכים כמפורט להלן:

- מאזנים מבוקרים של חברת בתי זיקוק לנפט בע"מ (להלן בזן או החברה) לשנים 2008-2012 ומאזנים לא מבוקרים רבעוניים בתקופה וכן מאזנים לא מבוקרים לרבעון הראשון והשני של שנת 2013.
- הודעות לבורסה שהעבירה בזן בשנים 2008-2013.
- הערכות שווי (שווי הוגן, שווי בר השבה) של בזן שנעשו עבור בעלי השליטה בחברה במשרד יצחק סוארי בע"מ (ע"י רו"ח אורי כהן) במרץ 2012, נובמבר 2012 ואוגוסט 2013 (צורפו לדוחות הכספיים של חברת מפעלים פטרוכימיים לישראל בע"מ (מפ"ב), אחת מבעלות השליטה בחברה).
- סקירות והמלצות אנליסטים באשר למניית בזן בשנים 2012-2013.
- דוחות אנליסטים של מעלות לדרוג אגרות החוב של בזן לשנים 2012-2013 ודוחות אנליסטים של מדרוג באשר לאגרות החוב של מפ"ב.
- מאמרים וכתבות בעיתונות הכלכלית באשר לבזן והדוחות הכספיים שלה.
- דוחות שנתיים מבוקרים של מפ"ב לשנים 2010-2012.
- נתונים וגרפים מאתר הבורסה על שערי מניות בזן, שווי שוק והיקף מסחר במועדים שונים בשנים 2008-2013.
- מצגת למחזיקי אג"ח של החברה מיוני 2013.
- אירוע אשראי בר דיווח – מסמך משפטי של הרשות לניירות ערך מאוקטובר 2011.
- קובץ אודיו של שיחת וועידה של נציגי הנהלת החברה בעת הצגת הדוח הכספי לרבעון הראשון של שנת 2013 והמצגת הנלווית לו.

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

מטרת חוות הדעת

נתבקשתי על ידי עו"ד חגי שלו ממשד עורכי הדין הולדשטיין - שלו להכין חוות דעת המתייחסת לתיאור בדיווחי החברה של עסקות עם ספקים ובמיוחד לעסקות הנזכרות בביאורים 820 ו-920 לדוח הכספי לשנת 2012. כמו כן, וככל שתיאור העסקות הנ"ל מטעה - התבקשתי לכמת את הנזק, שנגרם לרוכשי מניות החברה בשנים 2012-13 בשל כך.

בתמצית:

לדעתנו, החברה הציגה בדוחותיה בצורה שגויה ומטעה עסקות פיננסיות של קבלת אשראי פיננסי ממספר ספקי נפט גולמי הנזכרות בביאור 920 לדוח הכספי לשנת 2012 וכן עסקה עם חברה בינלאומית הנזכרת בביאור 820 לדוח הכספי לשנת 2012 התיאור הוא שגוי ומטעה משום שהוא לא היה ניתן לפירוש אלא כמהלך עסקי חיובי, שהביא לשיפור הנזילות של החברה ע"י הקטנת ההון החוזר התפעולי שלה. בפועל, עסקות אלו היו צריכות להיות מוצגות באופן שונה לחלוטין. עסקות אלו הגדילו את החוב הפיננסי של החברה באופן שמביא לירידת השווי הנכסי הנקי של החברה ובהמשך, לירידת שווייה של החברה בבורסה. כשהמידע בדבר מהותן האמיתית של עסקות אלו חלחל לשוק, ירדו מחירי מניות החברה ירידה משמעותית ובשל כך נגרם נזק לציבור המשקיעים המתואר בחוות דעת זו.

קשה למצוא סיבה אחרת לעסקות הנ"ל מלבד מצוקת המזומנים שאליה נקלעה החברה, החל מראשית שנת 2012. ככל הנראה, החברה לא יכלה אז להגדיל את היקף האשראי לזמן קצר וארוך ממוסדות פיננסיים ועליה היה לפרוע חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך, אגרות חוב שהגיע מועד פירעונן ולהקטין את ההתחייבויות הפיננסיות השוטפות לבנקים. חוות דעתנו זו עוסקת בגילוי החסר והמטעה ביחס לכך והנזק שנגרם עקב כך.

החברה לא דווחה כי הגדלת אשראי הספקים, שהחלה כבר בראשית שנת 2012, היתה מלווה בתשלום ריבית על האשראי הנוסף שהעמידו לה הספקים, מעבר להיקף האשראי הספקים המקובל של 30 יום, ורק בעת פרסום הדוחות לרבעון השלישי של שנת 2012, בסוף חודש נובמבר 2012, 11 חודשים לאחר שנכרתו עסקות האשראי החריג עם הספקים, ציינה החברה, לראשונה, מידע מהותי זה:

כי אשראי הספקים הנ"ל נושא ריבית

על פי כללי המימון, הערכת שווי חברות והפרקטיקה הבנקאית המקובלת, עסקות לקבלת אשראי ספקים נושא ריבית זהות במהותן לעסקות קבלת הלוואות מספקים (להלן – "עסקות לאשראי פיננסי מספקים" או "אשראי פיננסי מספקים" לפי העניין). אשראי פיננסי מספקים מהווה חוב פיננסי, והוא זהה מבחינה כלכלית/מימונית להלוואה בנקאית. משכך, יש לדווח על עסקות האשראי הפיננסי מספקים בעת קרותן, לפרטיהן, תוך ציון תנאי האשראי, עיקרי ההסכמות עם הספקים ושיעור הריבית שהם נושאים. החברה לא נהגה כך. האשראי הפיננסי הנ"ל הוצג במסגרת אשראי הספקים הרגיל של החברה, ללא ציון העובדה המהותית שהוא נושא ריבית, ללא ציון גובה הריבית ותנאיה ובלי לפרט את תנאי העסקות החריגות הללו.

מבחינה כלכלית, הגדלת החוב הפיננסי נטו¹ של חברה, כפי שבפועל קרה בבזון עם הגדלת אשראי הספקים הפיננסי נושא הריבית, מביאה לירידת השווי הנכסי הנקי של החברה, הידוע גם כ-NAV (Net Assets Value). השווי הנכסי הנקי מחושב על פי שווי הפעילות של החברה EV בנכוי החוב הפיננסי נטו ולכן הגדלת החוב הפיננסי נטו מתרגמת מיידית לירידה בשווי הנכסי הנקי של החברה, באותו סכום שבו גדל החוב הפיננסי.

אילו מידע חדש ומהותי זה היה מוצג על פי מהותו, עסקות לקבלת אשראי נושא ריבית, היו המשקיעים בחברה מקבלים מידע חיוני על גידול בהתחייבויות הפיננסיות, שמשמעו ירידת שווי הנכסי הנקי, וביחוד אמורים הדברים במשקיעים שעמדו לרכוש ורכשו את מניות החברה החל מראשית שנת 2012.

דעתנו היא כי עסקות האשראי הפיננסי עם ספקי הנפט הגולמי, שהיקפם היה בסכום משמעותי של למעלה מ- 500 מיליון דולר², נופלות בתחום הגדרת "עסקת אשראי מהותי" שמחייבת דיווח מיידי ומפורט על העסקה ועל תנאי העסקה, לפי הנחיות הרשות לניירות ערך³. בנוסף, הודיעה החברה בהודעה מיוחדת לבורסה מתאריך 26 למרץ 2012 על עסקת "זמינות נפט גולמי עם חברה בינלאומית" שנועדה לאפשר לה להקטין את מלאי הנפט הגולמי שלה בהיקף כספי של למעלה כ- 230 מיליון דולר⁴. עסקה זו גם נזכרת בביאור 8D20 לדוח הכספי לשנת 2012 ואף היא לא קיבלה ביטוי נאות בדיווחי החברה.

¹ הלוואות ואג"ח לזמן קצר וארוך בניכוי מזומנים

² ולמועד כתיבת חוות דעת זאת עומד על 700 מיליון דולר

³ ראה מסמך 104-15 – ארוע אשראי בר דיווח של מחלקת התאגידים ברשות לניירות ערך מה- 30.10.11

⁴ כרבע מהמלאי התפעולי של נפט גולמי שהחברה נהגה להחזיק בעבר

דעתנו היא כי מדובר היה **בעסקה פיננסית** של קבלת הלוואה לתקופה של עד חמש שנים, הניתנת לביטול בכל עת על ידי החברה הבינלאומית, כאשר מלאי הנפט הגולמי המוחזק בידי החברה הבינלאומית משמש כבטוחה להלוואה זו, ולכן, על החברה היה להציג את העסקה כקבלת הלוואה כנגד המלאי שמשמש כבטוחה. כתוצאה מכך היה החוב הפיננסי הנקי של החברה גדל בכ – 230 מיליון דולר ובאותו הסכום היה יורד שוויה הנכסי הנקי של החברה, באותו אופן כפי שהוסבר לעיל. עסקה זו תיקרא להלן – **"עסקת הלוואה מובטחת במלאי"**.

לכן רכישת מניות החברה החל מראשית שנת 2012 נעשתה, כאשר לרשות המשקיעים מידע חלקי ומטעה שלא מציג נכונה את השווי הנכסי הנקי של החברה. מכאן שהמחיר שבו רכשו המשקיעים את מניות בזן, החל מראשית שנת 2012, היה מחיר גבוה מהמחיר שהיו מוכנים לשלם, אילו עמד לרשותם מידע על אותן עסקות לקבלת אשראי שבמהותו הוא אשראי פיננסי.

כל זאת יבואר ויפורט בהרחבה במסמך זה שבו נפתח בסקירה קצרה על פעילות החברה, דיון על מצבה הפיננסי ומצוקת המזומנים בשנתיים האחרונות, ניתוח הפיתרון שיישמה החברה להתמודדות עם נושא זה, צורת הצגת פיתרון זה בספרי החברה, הסבר על המצג המטעה ברמה התיאורטית והפרקטית, תגובות מעריכי השווי והאנליסטים לדרך ההצגה המטעה, ניתוח כלכלי של משמעות המצג השגוי וחישוב הנזק הכספי למשקיעים.

להלן חוות דעתי :

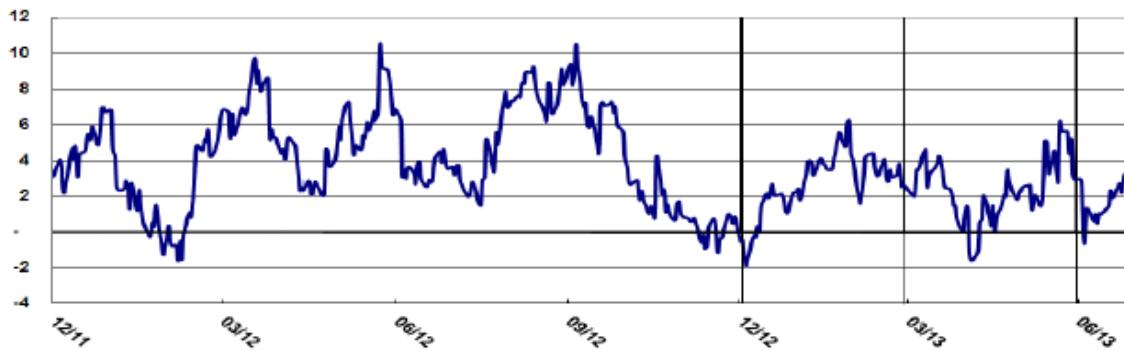
פרק א – סקירה תמציתית של בזן (2008-2013)

1. בזן היא חברה ציבורית שהשליטה בה נמצאת בידי החברה לישראל, כ-37% מההון, ומפעלים פטרוכימיים לישראל בע"מ (מפ"ב), כ-31%. היתרה, כ-32%, נמצאת בידי הציבור. החברה התאגדה בישראל כחברה ממשלתית בשנת 1959 והופרטה בשנת 2007. החברה עוסקת בזיקוק נפט גולמי, הפיכתו למוצרי נפט כמו בנזין, סולר, מזוט, גז בישול, ביטומן וקרוסין ויצור מוצרים פטרוכימיים (פולימרים, ארומטים, שמנים) מחומרי גלם שנוצרים בתהליך זיקוק הנפט הגולמי. עלות רכישת הנפט הגולמי המיובא לנמל חיפה במכליות, בעיקר מאזור הים הכספי, מהווה את סעיף ההוצאה העיקרי של החברה ומחזור הכספי מושפע ממחיר הנפט בשווקים הבינלאומיים.
2. כ-70% מהכנסות החברה הן ממכירת מוצרי נפט ותוצרי התעשייה הפטרוכימית בשוק המקומי ו-30% ממכירות יצוא, בעיקר בשווקים קרובים לישראל. זיקוק הנפט הגולמי מהווה למעלה מ-80% מפעילות החברה. למרות שהחברה היא בעלת מונופול בשוק מוצרי הנפט בישראל (שכן היא אחראית על כ-60% מהשוק המקומי), לא קיים פיקוח על מרבית מוצרי החברה וזאת עקב התחרות עם בית הזיקוק באשדוד, הנמצא בבעלות חברת פז ולאור העובדה שכל מוצרי החברה הם סחורה "גנרית" (commodities), מוצרים שיש להם מחיר שוק בכל רגע נתון וניתן עקרונית לייבא אותם למשק הישראלי. לכן מחירי המכירה של מוצרי החברה, בארץ ובחו"ל, הם המחירים הבינלאומיים, מחירי השוק, עבור מוצרים באותה איכות המסופקים על ידי בזן.
3. רווחיות החברה נקבעת, בראש ובראשונה, על פי שיעורו של מרווח היחוס, הפער בדולרים בין מחיר חבית של נפט גולמי⁵ (או טון נפט גולמי) לבין מחיר מוצרי הנפט המיוצרים מחבית נפט גולמי. פער זה, שמתפרסם באופן שוטף על ידי סוכנות רויטרס, מתייחס לסוג הנפט שהחברה רוכשת בדרך כלל, נפט מסוג אורל, ולמגוון מוצרי נפט אופייניים בהרכבם ואיכותם, המיוצרים בבית זיקוק באזור הים התיכון בעל יכולת זיקוק דומה לזו של בזן. מרווח היחוס הוא משתנה מאד תנודתי, הוא נע הסטורית במרווחים של פלוס 10 דולר לחבית ועד מינוס 5 דולר לחבית והוא מושפע בין היתר ממחיר חבית נפט גולמי, כושר הייצור בבתי זיקוק ברחבי העולם, מצב הכלכלה העולמית, מזג האוויר, הפסקות ייצור ועוד סיבות רבות נוספות, שהמשותף להן הוא שלחברה אין כל שליטה עליהן.

⁵בניכוי הוצאות האנרגיה פר חבית בעת הזיקוק. טון נפט גולמי מכיל כ-7.15 חביות.

4. גם באשר למוצרים הפטרוכימיים שמייצרת החברה, הפולימרים והארומטים, מחיר המוצר נקבע על פי המחיר הבינלאומי ושיעור הרווחיות נקבע על פי יחס ההמרה⁶, ההפרש בין מחיר חומר הגלם למחיר המוצר הסופי, שעל שניהם אין לחברה השפעה והם נקבעים בשוק הבינלאומי.
הנה דוגמה לתנודות במרווח היחוס בשנים האחרונות⁷:

תרשים מרווח הזיקוק המתפרסם ע"י רויטרס עבור דוגמת בית זקוק בים התיכון בעל יכולת פיצוח נפט גולמי מסוג אורל בשנים 2012-2013 (דולר לחבית)



5. את האמירה הקודמת בדבר תלות החברה במרווח היחוס שנקבע בשוק שבו אין לה השפעה יש לסייג: לחברה יש מרווח זיקוק משל עצמה, בדרך כלל גבוה ממרווח הייחוס הרלבנטי המדווח על ידי רויטרס, והוא נגזר מעלות הנפט הגולמי שהיא רוכשת בפועל, איכותו, איכות וההרכב בפועל של מוצרי הנפט שהיא מייצרת ועלות הייצור שלה. ככל שהחברה תצליח לייצר בכל הפרמטרים הללו תוצאות טובות יותר מהממוצע בשוק, כן תוכל להקטין את תלותה המוחלטת בתנאי השוק העולמי ולהציג במקביל תוצאות עסקיות טובות יותר.

תכנית אסטרטגית

6. בסמוך להשלמת מהלך הפרטת החברה בשנת 2007, הכינה בזן תכנית אסטרטגית לשנים 2008-2013 שכללה השקעות בהיקף כספי של 1.1 מיליארד דולר שנועדה לשדרג את כושרה התחרותי, להקטין את תלותה בתנודות השוק ולאפשר לה לעמוד בתקנות הסביבתיות ההולכות ומחמירות. הכוונה היתה להגדיל את מרווח הזיקוק שהחברה רואה לפנייה. גולת הכותרת של תכנית זאת היתה ההשקעה בפרויקט המידן (מתקן יצור דלק נקי) שהוא פצחן מימני שמאפשר גמישות גבוהה יותר בעת ייצור תמהיל מוצרי הנפט תוך התמקדות במוצרים רווחיים יותר, שימוש בנפט גולמי כבד (שהוא זול יותר) ושיפור איכות מוצרי הנפט. ההשקעה במידן היתה כ - 550 מיליון דולר. השקעה אסטרטגית נוספת היא השקעה

⁶הפרש בין מחיר הנפטא לפוליפרופילן בפולימרים ובין מחיר הפאראקסילן להקסילן במוצרים הארומטים
⁷נלקח מדוח המנהלים של החברה לרביע השני של שנת 2013

במתקנים לשיפור עמידת בזן בתקני איכות הסביבה מחמירים, וביניהם מערכת לקליטת גז טבעי⁸; נזקו הסביבתי של הגז הטבעי נמוך משל מזוט ומחירו האפקטיבי נמוך אף הוא ממחיר המזוט שבו השתמשה החברה בתהליך הזיקוק וביצור מוצרים פטרוכימיים. השקעה בסעיף זה עמדה על 270 מיליון דולר. שאר ה-300 מיליון דולר נועדו להשקעות בהגדלת כושר הייצור במתקנים שונים, בעיקר מתקני ייצור של מוצרים פטרוכימיים, פתיחת צווארי בקבוק והשקעות אחרות⁹. כאן המקום לציין כי בזן, בשנים רגילות ולא במסגרת תכנית אסטרטגית, נדרשת להשקעות הוניות שוטפות (maintenance CapEx), ברמה שלא יורדת, בטווח הארוך, מההפרשות השנתיות שלה לפחת.

7. לצורך מימוש התכנית השאפתנית של השקעת 1.1 מיליארד דולר, ארגנה החברה קונסורציום של בנקים מקומיים (בראשות בנק הפועלים) שהעמיד לרשותה אשראי לטווח ארוך של 600 מיליוני דולר וכן קבלה החברה ערבות של סוכנות ביטוח האשראי האמריקאית EX-IM בסך 300 מיליון דולר כבטוחה להלוואה מבנקים זרים ליבוא ציוד מארה"ב.

8. החברה לא התכוונה להשקיע הון עצמי של הבעלים, או לגייס הון נוסף מהציבור לצורך מימון התכנית האסטרטגית. יתכן כי סברה שהרווחים שצפויים היו להיצבר בשנים 2008-2013 יוכלו לשמש כמקור להון עצמי של החברה. בפועל, תכנית זאת לא צלחה: עקב מרווחי יחוס נמוכים רוב התקופה, החברה לא יצרה לעצמה רווחות כספיות בשנים אלו; נהפוך הוא, עד למחצית שנת 2013 נרשם בכלל הפסד נקי מצטבר של 12 מיליון דולר, כפי שמורה הטבלה להלן

תמצית אינדיקטורים פיננסיים בבזן. 2008-2013. מיליוני דולרים						
2013	2012	2011	2010	2009	2008	
4,477	4,948	4,505	4,374	3,885	2,405	סך המאזן
755	809	1,018	1,124	1,152	552	הון עצמי
17%	16%	23%	26%	30%	23%	הון עצמי מהמאזן
1,882	1,845	2,173	1,882	1,495	1,128	חוב פיננסי נטו
42%	37%	48%	43%	38%	47%	חוב פיננסי ב % מתוך המאזן
-54	-213	-59	77	-130	367	רווח/הפסד נקי
			80		121	דיבידנדים ששולמו

9. בנוסף להפסד מצטבר של 12 מיליון דולר חילקה החברה בתקופה דיבידנד בסך של כ-200 מיליון דולר ובסך הכל ירד חלקו של ההון העצמי במאזן לרמה של 16%-17% בסוף

⁸ ממאגרי ים תטיס ואח"כ תמר בים התיכון

⁹ למשל פרויקט ה CCR בבתי הזיקוק ופרויקט ה FCC בכרמל אולפניים

התקופה ואילו חלקו של החוב הפיננסי במאזן, תפח בסוף שנת 2011 עד לשיעור של 48%. מצב דברים זה הביא לשורה של התפתחויות שליליות בחברה, כל זאת במקביל לביצוע מהלכי התכנית האסטרטגית. עקב ההפסדים הניכרים בשנים 2011, 2012 ומחצית שנת 2013 שהצטברו לסכום של למעלה מ-300 מיליון דולר, החברה התקשתה לעמוד בהתניות הפיננסיות שהטילו עליה הבנקים. הדבר הביא להידוק פיקוח הבנקים ובעלי אגרות החוב על פעילות החברה, קביעת התניות פיננסיות חדשות (שגם בהן לא עמדה החברה בהמשך) וגידול משמעותי מצטבר של למעלה מ-2% בריבית על ההלוואות, מכוח הסכמי ההתניות הפיננסיות. הוצאות המימון של החברה גדלו בצורה משמעותית: רק במחצית הראשונה של שנת 2013 חל גידול של 20 מיליון דולר בהוצאות המימון של החברה לעומת החציון המקביל בשנה קודמת. עובדות אלו מצביעות על ניסיון של הבנקים להקטין את האשראי שהעמידו לחברה לטווח קצר; על קשיים במחזור החוב לזמן ארוך שהגיע לפירעון על רקע גידול בחוב לטווח הארוך מתוקף מימוש התכנית האסטרטגית, שכולה מומנה מחוב חיצוני.

10. כל ההתפתחויות השליליות הללו הביאו להורדת דרוג אגרות החוב השונות של החברה באמצע 2012¹⁰ בעקבות הרעה ביחסי כסוי חוב, מינוף פיננסי ואי עמידה בהתניות פיננסיות נוספות, ובמקביל לירידה בשווי השוק של החברה כפי שעולה מהגרף:



11. נבהיר כבר בשלב זה: אין אנו טוענים שיש קשר חד חד ערכי בין ההתפתחויות השוטפות בחברה והתוצאות העסקיות שלה לשווי השוק שלה. שווי השוק נקבע על ידי עשרות

¹⁰ראה למשל דוח מעלות ממאי 2012 הכולל הורדת דרוג ודוח נוסף מאוקטובר 2013

משתנים, אובייקטיבים וסובייקטיבים, נצפים ושאינם נצפים, כולל בעיקר ציפיות לגבי ביצועי החברה בעתיד. לאורך כל תקופת התכנית האסטרטגית היו הציפיות של הנהלת החברה, כפי שדווחה עליהן בדוחות התקופתיים, כי מימוש התכנית האסטרטגית, כולל פרויקט המידן, פרויקט המעבר לגז טבעי ופרויקטים אחרים, יעלה את הרווח התפעולי השנתי של החברה בסכום של כ- 500 מיליון דולר. יתכן ובסופו של דבר הערכות המנהלים אכן תתממשנה, אך בפועל, בשלוש השנים האחרונות השוק הגיב לתוצאות בפועל ולא לציפיות העתידיות. מובן שתגובת השוק שהביאה לנפילה של למעלה מ 60% במחיר המניה, יהיו סיבותיה אשר יהיו, מקשה על התנהלות החברה: היא מקשה על גיוס הון עצמי נוסף, מקשה על מחזור חוב קיים ומעלה את הוצאות המימון של החברה, עקב הורדת דרוג האג"ח ואי העמידה בהתניות הפיננסיות.

12. כפועל יוצא של כל ההתפתחויות השליליות הללו, כאשר לא ניתן היה להגדיל יותר את ההתחייבויות הפיננסיות נטו, ניצבה החברה בפני משימה לא פשוטה: כיצד לגייס מאות מיליוני דולרים כדי להמשיך בפעילותה השוטפת, כולל המשך מימוש התכנית האסטרטגית. הקושי הנ"ל מתבטא בכך שככל הנראה מימון בנקאי נוסף לא היווה כבר חלופה אפשרית מבחינת החברה.

הנה אומדן לצרכי ההון של החברה בשנים 2010-2012 כפי שהם ידועים לנו, בדיעבד.

חישוב ביקוש להון נוסף. בזן. מיליוני דולרים			
2012	2011	2010	
71	149	158	EBITDA
130	92	40	הוצאות מימון נטו
281	358	228	השקעות חדשות
		80	דיבידנד שולם
340	301	190	סה"כ ביקוש להון חיצוני
	831		סה"כ ביקוש להון חיצוני 2010-2012

13. החברה נדרשה לגייס מאות מיליוני דולרים לקראת סוף שנת 2011 כדי להקטין את מצבת ההתחייבויות השוטפות, ע"פ דרישת הבנקים, לפרוע אג"ח שהגיעו לפירעון, להחזיר הלוואות לזמן ארוך שהגיע מועד פרעון, תוך נטילת הלוואות חדשות לתכנית ההשקעות. את הפתרון שאימצה החברה, מבלי לדווח עליו בזמן אמת ובאופן נאות, נציג בפרק הבא.

פרק ב – ניתוח תכנית גיוס אמצעים נזילים בחברה בשנת 2012

14. בראשית שנת 2012 נקטה החברה בשני מהלכים לגיוס מזומנים, שלא מהוץ עצמי או אשראי ממוסדות פיננסים. היא פנתה לגיוס אשראי מספקי הנפט הגולמי שלה, על ידי הארכת האשראי השוטף המקובל בעת רכישת נפט גולמי של 30 יום ב- 60-30 ימי אשראי נוספים. תוספת אשראי זו חויבה בריבית על ידי הספקים. כבר במהלך הרבעון הראשון של שנת 2012 גדל אשראי הספקים של החברה ב- 300 מיליון דולר ועד סוף השנה גדל בכ- 350 מיליון דולר נוספים ובסך הכל גדל אשראי הספקים במהלך שנת 2012 בכ- 650 מיליון דולר, כל הסכום הזה נושא ריבית. מצב דברים זה נמשך גם בשנת 2013. למרות מהותן האמיתית של העסקאות כעסקאות פיננסיות, החברה הציגה אותן כעסקאות שהובילו להקטנת החוב הפיננסי שלה במאות מיליוני דולרים. במחצית שנת 2013 עמד החוב הפיננסי נטו של החברה במאזן על כ- 1,882 מיליון דולר, כמו רמתו בסוף שנת 2010, כ- 600 מיליון דולר פחות מאשר בסוף הרבעון הראשון של שנת 2012. כך, עקב הגילוי החסר והמטעה, נוצר רושם מוטעה אצל המשקיע הסביר שהחוב נטו של בזן לנושיה קטן ואיתנותה הפיננסית משתפרת, כאשר בפועל המצב האמיתי של היקף החוב הפיננסי נטו של בזן (שלא דווח על ידי הנהלת החברה) הפוך מכך!

15. הצעד השני המשלים שעשתה החברה להגדלת הנזילות שלה היה ביצוע עסקת הלוואה מובטחת במלאי שעליה דיווחה החברה, באופן חסר ומטעה, בדיווח מיידי לבורסה ב- 26 במרץ 2012. ההסכם עם החברה הבינלאומית, צד ב', אפשר לבזן להקטין את מלאי הנפט הגולמי שלה בכמות של עד 2 מיליון חביות (כ- 230 מיליון דולר במחיר של 115 דולר לחבית) כאשר השליטה וניהול המלאי נעשים על ידי בזן והמלאי עצמו, כמו לפני כן, נמצא אצל ספק תשתיות אחסון נפט. לצד ב' ניתנה אופציית מכר, PUT, למכור את המלאי לחברה בתום תקופת העסקה שנכרתה לחמש שנים, אם כי הצדדים יכולים לבטל את העסקה, בתנאים מסוימים שלא פורטו. עבור ביצוע שירותים אלו התחייבה בזן לשלם לצד ב' "דמי זמינות", "תשלומים עיתיים" ואף להפקיד אצלו סכומים מסוימים. **החברה לא ציינה מהן העלויות הנוספות שלה בשל עסקת הלוואה המובטחת במלאי, למרות שמדובר במידע מהותי למשקיע הסביר.**

16. ניתוח כלכלי של העסקות לקבלת אשראי פיננסי מספקים ועסקת הלוואה מובטחת במלאי יובא בפרק הבא. מכל מקום, שתי עסקות אלו שנכרתו בראשית שנת 2012 הגדילו את יתרות המזומן של החברה בסכומים של 700-800 מיליון דולר. מבלי להתייחס לטיב העסקות הנ"ל, ניתן להניח בזהירות, כי לא ברור כיצד היתה החברה צולחת את שנת 2012

אלמלא גייסה כספים בהיקף הנ"ל. הטבלה להלן מתארת את ההתפתחויות הפיננסיות בחברה בשנים 2010-2013 לאור העסקות לעיל.

נכסים נזילים, התחייבויות פיננסיות, חוב פיננסי נטו, הון חוזר תפעולי וחוב פיננסי נטו בכני הון חוזר תפעולי. בן אלפי דולרים								
רבע 2 2013	רבע 1 2013	שנת 2012	רבע 3 2012	רבע 2 2012	רבע 1 2012	שנת 2011	שנת 2010	
119,041	92,181	256,521	205,294	205,421	6,210	20,645	6,704	מזומנים
6,606	12,668	12,647	5,271	31,674	23,457	21,821	126,991	פקדונות
				3,281	76,464	73,680	106,895	השקעות פיננסיות שוטפות
2,547	5,213	5,584	3,450	5,905	7,909	5,460	17,701	השקעות פיננסיות שאינן שוטפות
46,569	80,025	83,176	88,098	104,952	122,347	130,457	129,929	נגזרים פיננסיים נטו
174,763	190,087	357,928	302,113	351,233	236,387	252,063	388,220	סה"כ נכסים נזילים
786,524	673,587	966,284	965,683	900,112	1,834,215	844,349	773,792	הלוואות ואשראי שוטף
839,154	872,971	898,678	852,704	769,272	194,155	915,359	624,468	התחייבויות שאינן שוטפות לבנקים
431,436	488,694	518,879	524,449	542,667	676,281	665,147	872,421	אגרות חוב
2,057,114	2,035,252	2,383,841	2,342,836	2,212,051	2,704,651	2,424,855	2,270,681	סה"כ התחייבויות
1,882,351	1,845,165	2,025,913	2,040,723	1,860,818	2,468,264	2,172,792	1,882,461	חוב פיננסי נטו
1,357,264	1,494,169	1,424,317	1,295,349	1,281,389	1,080,183	780,458	619,037	ספקים
721,462	745,581	721,601	822,903	724,586	744,100	561,403	366,227	לקוחות
804,083	934,260	1,049,037	1,013,860	949,138	1,409,626	1,080,129	1,200,922	מלאי
		476,735				532,317	757,210	מזה נפט גולמי
168,281	185,672	346,321	541,414	392,335	1,073,543	861,074	948,112	הון חוזר תפעולי
1,714,070	1,659,493	1,679,592	1,499,309	1,468,483	1,394,721	1,311,718	934,349	חוב פיננסי נטו בכני הון חוזר תפעולי

17. הטבלה מפרטת כיצד הומר חוב פיננסי, כפי שהוא מופיע במאזני החברה, אשר הגיע כבר לשיא של כ - 2.7 מיליארד דולר בסוף הרבעון הראשון של שנת 2012 וירד באופן מלאכותי עד לרמה של 2.05 מיליארד דולר בסוף החצי הראשון של שנת 2013, ירידה מלאכותית של 650 מיליון דולר, על ידי הקטנת ההון החוזר התפעולי, הגדלת אשראי הספקים בסכום של למעלה מ 600 מיליון דולר, סכום נושא ריבית, והקטנת מלאי הנפט הגולמי בכ - 230 מיליון דולר.

18. כפי שנטען בהמשך, הגדלת נזילות החברה בדרך של הקטנת ההון החוזר, הגדלת אשראי פיננסי מספקים והקטנת מלאי חומר הגלם, שתי פעולות שמחייבות את החברה בהוצאות מימון, לא אמורה היתה להקטין את החוב הפיננסי נטו של החברה (כפי שדווח באופן מטעה), שהרי מדובר בעסקות של החלפת גורם האשראי: במקום הבנק הופך ספק הנפט לגורם המספק אשראי, במקום הלוואה הבנקאית מגיעה הלוואה מצד ב, אשר רוכש כמות של 2 מיליון חביות נפט מהמלאי של החברה כנגד הלוואה, שהחברה לא רשמה במאזנה.

19. בענף זיקוק הנפט וייצור מוצרים פטרוכימיים מקובל כי לצורך הפעילות השוטפת נדרש הון חוזר תפעולי ברמה של 11%-13% מהמחזור השנתי¹¹. ההון החוזר התפעולי מחושב כיתרת הלקוחות + מלאי (חומר גלם ומוצרים מוגמרים) פחות יתרת הספקים. הבנק מגשר על

¹¹ ראה הערכת שווי לבזון של רו"ח אורי כהן מחברת "יחצק סוארי בע"מ" מאוגוסט 2013 מופיע בעמוד 62 סעיף ז במסגרת הדוח החצי שנתי לשנת 2013 של מפ"ב

הפער הזה באשראי לזמן קצר למימון הפעילות השוטפת. לפיכך, סדר הגודל של ההון החוזר התפעולי של החברה, דרישתה לאשראי שוטף, היה צריך להיות בין 1045-1235 מיליון דולר, בהנחה של מחזור שנתי של 9.5 מיליארד דולר. בפועל ההון החוזר של החברה ב-2013 כמעט נמחק, כפי שעולה מהטבלה להלן:

חישוב יחס הון חוזר תפעולי למחזור המכירות בבזן. 2008-2013. מיליוני דולרים						
אומדן 2013	2012	2011	2010	2009	2008	
9,500	9,673	9,562	6,792	5141	8257	מחזור
721	722	561	366.2	361	253	לקוחות
804	1,049	1,080	1,201	1016	569	מלאי
1,357.26	1,424	780	619	542	271	ספקים
168	346	861	948	835	551	הון חוזר תפעולי
2%	4%	9%	14%	16%	7%	יחס הון חוזר תפעולי למחזור

20. כאמור חוות דעת זו איננה עוסקת בטיב העסקות לגיוס אשראי פיננסי. חוות דעת זו עוסקת אך ורק בגילויים החסרים והמטעים ובנזק שנגרם בשל כך למשקיעים בחברה. לעניין העדר הגילוי הנאות יש לנו ארבע הסתייגויות:

הראשונה היא שאת עסקות האשראי הפיננסי של ספקי הנפט הגולמי היה צריך להציג במאזן, או למצער בביאורים, החל מהרבעון הראשון של שנת 2012 כחוב פיננסי, שהרי הוא נושא ריבית וכל מהותו הוא הלוואה, מעבר למסגרת האשראי המקובלת (30 יום) שמעמיד הספק ללקוחותיו, ובכללם החברה.

השניה היא שבעת כניסת ההסדר להגדלת ימי האשראי בינואר 2012 היתה החברה צריכה למסור הודעה מיוחדת ומידית לבורסה על כך, **בזמן אמת**, שהרי מדובר בעסקות פיננסיות מהותיות שיש להן השפעה מכרעת על החברה, ולא להמתין עד לפרסום הדוח הכספי לרבעון הראשון של שנת 2012.

השלישית היא שכאשר דווח, במאוחר, על מהלך קבלת אשראי ספקים מיוחד במסגרת דוח המנהלים (סעיף 1.2.6) שהופיע לפני הדוח הכספי לרבעון הראשון של שנת 2012, היתה החברה חייבת לציין כי מדובר במסגרת אשראי בהיקף מהותי שיגיע לסכום של למעלה מ 500 מיליון דולר במהלך שנת 2012 וכי מסגרת חריגה זו נושאת ריבית. זאת לא עשתה החברה והיא הצניעה את המידע המהותי הזה במסגרת דוח המנהלים וכלל לא כללה אותו בדוח הכספי לרבעון הראשון של שנת 2012. רק עם פרסום הדוח הכספי לסוף הרבעון השלישי, בסוף נובמבר 2012, החליטה החברה לציין שמדובר באשראי נושא ריבית, אחד-עשר חודשים לאחר שעסקות אלו יצאו לפועל בראשית שנת 2012 מידע מהותי זה הוצנע בבאור 7כ במאזן לרבעון השלישי ובו לראשונה נמסר שמדובר בהארכת אשראי ספקים ב 60-30 יום וכן מוזכר לראשונה שהאשראי נושא ריבית. מאידך, לא צוין ההיקף הכספי המהותי, שעמד כזכור על למעלה מ 500 מיליון דולר. הנה הביאור בשלמותו:

דר' מאיר אמיר ושות'
ייזום, תכנון, ניהול
וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.
Economic planning, management
& consulting Ltd

כ. בתקופת הדוח החברה התקשרה בהסכמים עם ספקי נפט גלמי לקבלת תנאי אשראי ארוכים
ב- 30-60 ימים מתנאי האשראי בהסכמים קודמים. הארכת תנאי האשראי נושאת ריבית שוק.

הרביעית היא העובדה שעסקת ההלוואה המובטחת במלאי, שאכן דווחה כבר במועד
קרותה במרץ 2012, כעסקת "זמינות מלאי" לא מצאה את בטויה הנאות בספרי החברה
והיא מסווגת כפעילות חוץ מאזנית תוך מתן ביאור חסר ולא מפורט. זאת, למרות
שבמהותה הכלכלית היא פעילות פיננסית של קבלת הלוואה בריבית כנגד מלאי הנפט
הגולמי המשמש כבטוחה.

21. אילו היתה החברה נוקטת בארבע הפעולות הדיווחיות, כפי שהצגנו לעיל ובמועדן, כאשר
הן קרו בפועל בראשית שנת 2012, היה הדבר משתקף בשווי הנכסי הנקי של החברה,
מידע חיוני לכל רוכשי מניות החברה במהלך שנת 2012 ומשלא נקטה החברה כך, הביאה
נזק כספי משמעותי לבעלי מניות אלו שרכשו את המניות במחיר מנופח שלא משקף את
מצבה האמיתי של החברה שלא גולה.

פרק ג- המשמעות של הצגה מוטעית של עסקות האשראי בבזן – ניתוח

22. עסקות קבלת אשראי ספקים נוסף נושא ריבית, בניסוח אחר הגדלת ימי האשראי ב- 30-60 ימים נוספים בתמורה לריבית, היתה צריכה לקבל ביטוי נכון בספרים ולהופיע כדיווח על הגדלת התחייבות פיננסית, אך לא כך נהגה החברה. הכללים החשבונאיים המקובלים קובעים כי אשראי ספקים נושא ריבית יש להציג כהתחייבות פיננסית. אם לא ישירות במאזן, במסגרת ההתחייבויות כלפי מוסדות פיננסים, אזי לפחות בביאור שמסביר את מהותו, השונה שוני רב ועקרוני, מאשראי ספקים רגיל תוך מתן פירוט על סכומי האשראי הנ"ל ותנאיהם. לכך יש כמובן השפעה על חישוב החוב הפיננסי נטו של החברה, שגדל בסכום האשראי הנוסף שמעמידים הספקים לחברה.

23. היות והחברה לא נהגה כך, יש צורך לתאם את החוב הפיננסי שלה כפי שהיא מציגה אותו, ולהוסיף לו את אשראי הספקים החרגי. מאז, דווחה החברה כי אשראי הספקים החרגי הוא אשראי נושא ריבית, והכוונה היא לדיווח בביאור כ¹² בדוח הכספי לתום הרבעון השלישי (שפורסם בנובמבר 2012), נערכו לחברה ארבע הערכות שווי: שתיים על ידי רוי"ח אורי כהן ממשרד יצחק סוארי בע"מ, שנעשו על פי הזמנת אחת מבעלות השליטה בבזן, מפ"ב (נובמבר 2012 ואוגוסט 2013) ושתיים על ידי אנליסטים משוק ההון: אלעד קראוס מהראל פיננסים בנובמבר 2012 וירון זר מכלל פיננסים ביוני 2013. בכל ארבעת הדוחות נעשתה התאמת החוב הפיננסי נטו, הגדלתו בכ – 500 מיליון דולר, עקב הכללת אשראי הספקים הנוסף, נושא הריבית, במסגרת החוב הפיננסי.

24. גם הבנקים המממנים את בזן רואים בגידול באשראי ספקים חריג, שחריגותו נובעת מכך שאשראי ספקים זה נושא ריבית¹³ כפעולה פיננסית שיש להתייחס אליה בדרך שונה מהאשראים התפעוליים המקובלים. את הוצאות המימון בגין האשראי החרגי, מעבר לסכום של 40 מיליון דולר, הם מורידים מהרווח התפעולי התזרימי, EBITDA, ומבקשים אישור של רואה חשבון שימסר להם על היקף האשראי החרגי הזה¹⁴. ההתניה הפיננסית שקבעו הבנקים לבזן, עוד בשנת 2011¹⁵, מחשבת את החוב הפיננסי נטו בניכוי הון חוזר תפעולי (לקוחות + מלאי בניכוי ספקים) כך שהגדלת אשראי ספקים חריג שתקטין את ההון החוזר התפעולי תחייב את החברה להקטין את החוב הפיננסי לבנקים כדי לעמוד בהתניה הפיננסית. משמעות הדבר היא כי הבנקים רואים את ההגדלה החריגה (נושאת

¹² ראה סעיף 20 במסמך זה

¹³ ראה דוח מידי של בזן מ 1 ביולי 2013 עמוד 3 סעיף 4.2 תתי סעיפים 4 ו 5 והערת שוליים 6 באותו העמוד

¹⁴ בהעדר גלוי נאות לא ניתן לקבוע אם הסכום של 40 מיליון דולר משקף את הריבית בפועל על אשראי הספקים החרגי

¹⁵ ראה באור 14 ד בדוחות הכספים לשנת 2011

הריבית) של אשראי הספקים כהגדלת חוב פיננסי של החברה והם מחייבים את החברה להקטין את החוב הפיננסי כלפיהם כדי שהחברה תעמוד בהתניה הפיננסית.¹⁶ הוא הדין לגבי המלאי: הקטנת המלאי מקטינה את ההון החוזר התפעולי ולכן על החברה להקטין את החוב הפיננסי במקרה זה, כדי לעמוד בהתניה הפיננסית.

25. עסקת ההלוואה המובטחת במלאי שעליה הודיעה החברה במרץ 2012 נועדה לאפשר לחברה להוריד את מלאי הנפט הגולמי התפעולי שלה בכמות של עד 2 מיליון חביות נפט (בהיקף כספי מוערך של כ-230 מיליון דולר). מבחינת החברה המלאי נשאר בשליטתה המלאה, שכן "החברה הבינלאומית" שהעמידה את "זמינות" המלאי לחברה, ככל הנראה לא העבירה אותו למקום אחסון אחר והוא נשאר אצל ספק תשתית האחסון כפי שהיה קודם לכן. החברה ממשיכה לנהל את המלאי, להחליף סוגים שונים של נפט גולמי על פי צרכיה. "לחברה הבינלאומית" יש אופציית מכר על מכירת המלאי לחברה בתום תקופת ההסכם שנכרת לחמש שנים אך היא יכולה לבטל אותו קודם לכן בנסיבות מסוימות שלא פורטו. החברה לא הציגה את המלאי בדוחותיה הכספיים ולא את ההתחייבות לרכוש אותו בתום תקופת ההסכם. טענת החברה היא כי החברה הבינלאומית היא שנושאת בסיכונים המהותיים הנוגעים למלאי זה שבבעלותה והיא למעשה שולטת בו ולכן הוא אינו מוכר בדוחות הכספיים של החברה.¹⁷ בפועל, וכך גם עולה מהביאור¹⁸, החברה הבינלאומית איננה חברה שעיסוקה בתחום ניהול מלאים פיסיים של נפט גולמי. האחריות על ניהול המלאי, עלויות אחסונו, תפעולו והחלפתו חלה על החברה. הסיכון שבירידת ערך המלאי, שבו נושאת לכאורה החברה הבינלאומית, ניתן עקרונית לגידור בעסקת גידור פיננסית. עלות ביצוע עסקת הגידור מכוסה, כך ניתן להבין, בדמי הזמינות שמשלמת החברה לחברה הבינלאומית כך שבפועל, אין "החברה הבינלאומית" נושאת בסיכון כלשהוא ודינה כדין כל מוסד פיננסי אשר העמיד אשראי לרכישת מוצר, מוצר סחיר שיש לו מחיר שוק וניתן למימוש מיידי בכל עת.

בניתוח כלכלי, "התמורה" שהתקבלה מ"החברה הבינלאומית" היא הלוואה שתוחזר בעוד 5 שנים, כשבינתיים החברה משלמת ריבית המשתקפת ב"תשלומים עיתיים", בתשלום "דמי זמינות" ובתשלום "עלויות וסיכונים".

¹⁶ בין ההתניות הפיננסיות כפי שהופיעו במאזן 2012 למאזן של סוף הרביעי השני לשנת 2013 שינו הבנקים את חישוב החוב הפיננסי נטו בניכוי הון חוזר תפעולי והוא חל עכשיו על המאזן המאוחד ולא על החברה סולו. זאת כדי למנוע אפשרות של הקטנת ההון החוזר התפעולי על ידי מתן אשראי לחברות בנות, צעד שאין לבנקים כל יתרון ממנו.
¹⁷ ראה דוח כספי של החברה לרביעי השני של שנת 2012 באור 7 י עמוד ב 23
¹⁸ ראה באור 7 במאזן לרביעי השלישי של שנת 2012

ההלוואה מובטחת בשני מיליון החביות הנ"ל ותיפרע במימוש אופציית מכר (put) שניתנה ל"חברה הבינלאומית" למכור חזרה לחברה את שני מיליון החביות הנ"ל. מחיר המימוש של אופציית המכר הוא מחיר השוק לאחר 5 שנים, אך עפ"י גילוי החברה (החסרים), החברה נושאת ב"עלויות וסיכונים". כאמור, זה יותר מסביר שב"עלויות וסיכונים" בהן נושאת החברה כלולות עלויות הביטוח מפני ירידת מחיר השוק (גידור) של הנפט הגולמי. התוצאה המסתברת מכך היא שההלוואה נושאת ריבית, וצמודה רק לעלייה (ולא ירידה) של מחיר הנפט הגולמי.

היות הנפט הגולמי בטוחה, משתקף בזכות "הזמינות" של החברה לנפט הגולמי הנ"ל. למרות ש"החברה הבינלאומית" היא "הבעלים" כביכול של 2 מיליון חביות שמאוחסנות אצל הספק, הוא לא רשאי לעשות בהן מנהג בעלים ובכלל זה לא רשאי לעשות בהן כל עסקה במשך 5 שנים.

26. לכן, דעתנו היא כי על החברה היה לרשום את "העסקה לזמינות מלאי" כלקיחת הלוואה לטווח בינוני הצמודה למחיר הנפט הגולמי. את המלאי היה צריך לרשום כמלאי של החברה ואת הוצאות "הזמינות" כהוצאות מימון שמשולמות לחברה הבינלאומית או לכל הפחות לתת גילוי נכון מלא ומפורט בביאור בדוחות הכספיים על היקפה של העסקה ותנאיה.¹⁹

27. לסיכום: מכל האמור לעיל אנו טוענים כי החברה ביצעה בראשית שנת 2012 שני סוגים של עסקות פיננסיות: הסוג הראשון - עסקות לקבלת הלוואה מספקי הנפט שלה בהיקף של כ- 515 מיליון דולר והסוג השני - עסקה למכירה הדרגתית על פני השנה של 2 מיליון חביות נפט, כרבע ממלאי הנפט הגולמי הרגיל שלה, תמורת קבלת הלוואה מחברה בינלאומית בסך של כ- 230 מיליון דולר. אם הדברים היו מוצגים בגילוי מלא ונאות בדיווחיה של החברה ההתחייבויות הפיננסיות של החברה היו אמורות להיות גבוהות מאלו שדווחו במאזני החברה לאורך שנת 2012 ומחצית שנת 2013 בכ- 750 מיליון דולר. לכך יש כמובן משמעות כלכלית מהותית שבה נדון להלן.

28. כאשר חברה מצליחה להוריד, הורדה אמיתית ארוכת טווח וקבועה, את מלאי חומרי הגלם שהיא צריכה להחזיק דרך קבע להבטחת פעילותה השוטפת, היא מייצרת תזרים חיובי בגובה ערך המלאי שאין יותר צורך בו, במונחים כספיים. כאשר חברה מצליחה להגדיל, ללא תשלום ריבית, את ימי האשראי שהיא מקבלת מהספקים שלה, פעולה זאת מייצרת

¹⁹ זוהי גם עמדתו של רו"ח שלומי שוב, אם כי היא מנוסחת בצורה פחות החלטית מעמדתנו כאן. ראה דה מרקר 6.6.13 "קוסמטיקה חשבונאית ב-230 מיליון דולר".

אף היא תזרים מזומנים חיובי בגובה האשראי הנוסף הניתן לחברה. כתוצאה משתי פעולות אלו נצברים בחברה מזומנים נוספים, שלא היו קודם לכן. בין אם ישמשו מזומנים אלו לפרעון הלוואות בנקאיות ובין אם יוותרו בחברה כיתרות נזילות נוספות, בשני המקרים הדבר מביא לירידת החוב הפיננסי נטו של החברה ומנגד, הערך הנכסי הנקי שלה עולה, בגובה ירידת החוב הפיננסי הנקי.

29. **אך בבזן בשנת 2012 לא קרו שני האירועים שתוארו בסעיף הקודם.** אשראי הספקים גדל עקב הלוואה נושאת ריבית שנתנו ספקי הנפט הגולמי לבזן. המלאי התפעולי קטן היות והוא נמכר בעסקת ההלוואה המובטחת במלאי, שאינה אלא הלוואה מגוף המשמש מתווך פיננסי עבור בזן, כאשר **בעולם הריאלי לא משתנה דבר** ו"דמי הזמינות" הם חלק מהריבית שבזן משלמת בפועל על הלוואה זו.

30. לכן כל מעריכי השווי שהעריכו את שוויה של בזן בתקופה מצאו לנכון "לתאם" את החוב הפיננסי המדווח בספרים, ולתת לו את ההיקף הכלכלי והחשבונאי הנכון שלו ולכן הוסיפו את השווי הכספי של עסקות האשראי החריג לחוב הפיננסי. דעתנו היא כי גם את עסקת ההלוואה המובטחת במלאי היה צריך להציג כעסקה פיננסית המגדילה את החוב הפיננסי נטו של החברה. אילו בזן היתה מדווחת כהלכה ומציגה נכונה את שני סוגי העסקות הללו, עסקות מהותיות בסכום עתק של כ- 750 מיליון דולר, אזי המשקיעים היו יודעים את הערך הנכסי האמיתי והמעודכן של החברה.

השפעת גובה החוב הפיננסי נטו על הערך הנכסי הנקי של חברה

31. שוויה הנכסי הנקי של חברה, NAV, מחושב מעת לעת על ידי מעריכי שווי ואנליסטים וממנו הם גוזרים את המלצותיהם לגבי מחיר המניה בבורסה והצפי שלהם לגבי שווי השוק שלה. השווי הנכסי נגזר מערך הפעילות של החברה, EV, (Enterprise Value) בניכוי החוב הפיננסי נטו שלה²⁰.

32. חישוב שווי הפעילות מתבסס על אומדן תזרים המזומנים הנקי המהוון של החברה בעתיד; זוהי השיטה השכיחה ביותר, DCF, המקובלת על פי פסיקת בית המשפט העליון ולפיה נערכו כל הערכות השווי לבזן בתקופה. התזרים הנקי העתידי מתבסס על הרווח התפעולי התזרימי, EBITDA, בניכוי הוצאות מס והשקעות, כולל השקעות בהון חוזר. התזרים העתידי מהוון במקדם היוון המשקף את הסיכון בפעילות בענף שבו פועלת החברה. משווי הפעילות מנוכה כאמור החוב הפיננסי נטו של החברה והיתרה מהווה את אומדן השווי לחברה ליום עריכת האומדן, אומדן השווי הנכסי הנקי או אומדן השווי בר השבה.

²⁰ ראה למשל: המדריך להערכת שווי חברות \ ערן בן חורין, ניר יוסף, טל מופקדי. הוצאת דיונון. 2013 פרק 3 ואילך

33. באשר לאומדן שווי הפעילות, אפשר לצפות להערכות שונות מאת אנליסטים ומעריכי שווי שונים, כל אחד עם צרור ההנחות שלו לגבי תסריטים עתידיים אפשריים: מחירים, עלויות, שיעורי רווח, מקדם ההיוון ועוד עשרות הנחות שונות הנמצאות בבסיס כל הערכת שווי של חברה. לא כן הדבר לגבי החוב הפיננסי נטו של החברה. לגביו, אין מחלוקת בין אנליסטים. החוב הפיננסי נטו הוא נתון עובדתי, נגזר מתוך נתוני המאזן ולכן הוא צריך להיות זהה בהערכות השונות של האנליסטים. אם למשל יש לפנינו שתי חברות זהות בשווי הפעילות שלהן אך בעלות חוב פיננסי שונה, ההפרש בהערכת השווי בין החברות יהיה זהה להפרש בין החוב הפיננסי נטו שלהן.

34. כאשר חברה מקטינה את החוב הפיננסי נטו שלה כפי שעשתה בזן כאשר הקטינה את התחייבות פיננסית ע"י "מכירת" ההון החוזר התפעולי שלה, על כל מעריכי השווי לתאם את גובה החוב הפיננסי ולהגדילו, בשיעור הקטנת ההון החוזר התפעולי. ההנחה המקובלת בעת הערכת שווי היא כי לכל חברה יש את צרכי ההון החוזר התפעולי שלה, המשקפים את היקף אשראי הספקים, את גובה המלאי ואת האשראי הניתן ללקוחות. יתרת ההון החוזר התפעולי של החברה אינה מהווה "נכס עודף" מבחינתו של מעריך השווי וההנחה היא כי כל עוד החברה תמשיך בפעילותה היא תידרש להון החוזר ולכן הוא לא ניתן למימוש. אם החברה מקטינה את ההון החוזר שלה, עקב עסקות חריגות, על מעריך השווי להגדיל את החוב הפיננסי נטו שלה, וכך אמנם עשו כל מעריכי השווי של החברה.

35. ומכאן אנו מגיעים למסקנה הכלכלית המתבקשת מניתוח זה: אילו היתה בזן מציגה את הקטנת ההון החוזר התפעולי שלה כנדרש, בראשית שנת 2012, החוב הפיננסי שלה היה גדל בגובה היקף עסקות האשראי החריגות. **כל האנליסטים המסקרים את החברה היו חייבים לתקן את הערכת השווי שלהם, גם אם לא חל שינוי אחר בסביבה העסקית של החברה.** עסקת האשראי החריג מהווה שינוי מהותי מבחינת החברה, שיש לו השלכה חד ערכית על שוויה של החברה, כפי שהוא מוערך על ידי מעריכי שווי ואנליסטים המסקרים אותה. שינוי בהערכת השווי של האנליסטים מביא לשנוי ההמלצות שלהם לגבי מחירי המניה, ובפועל במקרה של בזן היו מביאים להערכת מחיר נמוכה יותר למניית החברה ולירידת ערכה בבורסה כתוצאה מכך.

36. ושוב אנו רוצים להבהיר: הקשר בין הגדלת החוב הפיננסי והערכת השווי של האנליסט הוא קשר מתמטי, חד חד ערכי, הנובע מכך שגובה החוב הפיננסי מופיע בנוסחת אומדן השווי הנכסי של החברה. שינוי באומדן השווי הנכסי, למשל בניתוח והמלצת האנליסטים, אינו מביא בהכרח ובאופן מידי לשינוי זהה במחיר המניה בבורסה. מחיר המניה בבורסה הוא פועל יוצא של עשרות משתנים, שהמלצת האנליסטים היא אחת מהם. אבל בטווח זמן

דר' מאיר אמיר ושות'
ייזום, תכנון, ניהול
וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.
Economic planning, management
& consulting Ltd

מסוים, ההיגיון הכלכלי מצביע על כך שירידה בהערכת שווי נכסי נקי מתרגמת לירידה במחיר המניה בבורסה, כל זאת בנטרול כל הגורמים האחרים המשפיעים אף הם באופן שוטף, לחיוב ולשלילה, על מחיר המניה בבורסה. במצב עניינים שבו אין כל שינוי במשתנים האחרים, מה שהכלכלנים מגדירים כ *ceteris paribus*²¹, דין מחיר המניה לרדת בהתאם כאשר השווי הנכסי הנקי שלה יורד.

²¹ באנגלית all other things being equal

פרק ד – מעקב אחר השתלשלות העניינים בשנים 2012-2013

37. החל מחודש ינואר 2012 בזן מגדילה את אשראי הספקים שלה וכבר במהלך הרבעון הראשון של השנה הוא גדל בסך 300 מיליון דולר, ומדובר באשראי חריג נושא ריבית. למרות שמדובר בעסקה פיננסית חריגה, בהיקף של מאות מיליוני דולרים, עסקה טעונת דיווח ע"פ הפרמטרים של הרשות לניירות ערך, אין החברה מדווחת עליה בדיווח מידי כנדרש והמשקיעים במניה לא מודעים להתפתחות המהותית הזאת, המעידה על המצוקה הפיננסית שבה מצויה החברה ועל ירידת הערך הנכסי הנקי שלה.

38. ב-26 במרץ 2012 מדווחת החברה בדיווח מידי לבורסה על עסקת "זמינות המלאי". העסקה אינה מוצגת כעסקה פיננסית אלא כעסקה שנועדה להפחית את מלאי הנפט הגולמי שלה "ולנהל באופן מיטבי את יתרות המלאי התפעולי שלה"; כפי שהצגתי לעיל המסקנה המתבקשת היא שהמניע העיקרי לעסקה היא בעיות בתזרים המזומנים ולכך לא ניתן גילוי.

39. על אף שעסקת ההלוואה המובטחת במלאי היתה ככל הנראה בהיקף של כ- 230 מיליון דולר, החברה מצאה לנכון לדווח עליה בזמן אמת, בדיווח מידי לבורסה. על עסקות האשראי הפיננסי החריג מספקים בסך של 500 מיליון דולר ומעלה, שכבר יצאה לדרך במהלך הרבעון הראשון קודם לכן²², היא לא דיווחה כלל בדיווח מידי בזמן אמת.

40. כאמור לעיל, לא ניתן גילוי מלא נאות לעסקת ההלוואה המובטחת במלאי, הגם שניתן עליה גילוי חסר בביאור²³ בדוחות הכספיים לרבעון הראשון של שנת 2012. עסקת האשראי הפיננסי החריג מספקים, בהיקף כספי גדול משמעותית מעסקת ההלוואה המובטחת במלאי, לא מוזכרת כלל בדוחות הכספיים. ככל הנראה, היא לא עברה את ביקורת רואי החשבון המסקרים את הדוח והיא מצוינת רק בדוח המנהלים לרבעון הראשון²⁴, **מבלי לציין את היקפה הכספי, מבלי לציין את מספר ימי האשראי שנוספו ומבלי לציין את העיקר, שזהו אשראי חריג נושא ריבית.** להלן נביא את הציטוט המדויק מתוך דוח המנהלים שמצניע, בלשון המעטה, את קבלת האשראי הפיננסי החריג נושא הריבית מספקי הנפט הגולמי בהיקף של למעלה מ- 500 מיליון דולר, שכאמור 300 מיליון דולר ממנו מומש כבר ברבעון הראשון. ונזכיר: עסקת ההלוואה המובטחת במלאי, שמבחינת היקפה הכספי היא פחות משמעותית לחברה, זכתה לדיווח מידי (הגם שחלקי וחסר) בעת קרותה ואף הופיעה בדוח הכספי לרבעון הראשון של שנת 2012. מנגד, עסקות האשראי

²² אין ברשותנו מידע מדויק מתי יצאה עסקה זאת לפועל ברבעון הראשון של שנת 2012

²³ באור 7 י

²⁴ סעיף 1.2.6

הפיננסי החרגי מספקים לא הוזכרה בו כלל. בדוח המנהלים שתי ההתקשרויות הללו מופיעות יחד, כאשר עסקת ההלוואה המובטחת במלאי מופיעה גם בביאור בדוחות הכספיים.

1.2.6. בתקופת הדוח החברה חתמה על עסקת זמינות מלאי עם חברה זרה והתקשרה בהסכמים עם ספקי נפט גלמי לקבלת תנאי אשראי ארוכים יותר. התקשרויות אלו מאפשרות לחברה לגוון את מקורות המימון ולייעל את ניהול ההון החוזר. השפעת הפעולות הנ"ל תבטא במלואה ברבעון השני של שנת 2012.

בדוחות הכספיים לרבעון השני של שנת 2012 מופיעים בביאור פרטי עסקת ההלוואה המובטחת במלאי, כמו ברבעון הקודם, אך לא מפורטת עסקת אשראי הספקים החרגי, שממשיך להופיע בצורה מאד מוצנעת ולא מפורטת בדוח המנהלים²⁵.

41. בדוחות הכספיים המסוקרים לרבעון השלישי של שנת 2012 מופיע לראשונה בגוף המאזן, כאמור בביאור 7 שכבר הוצג כאן, אזכור לעסקת האשראי החרגי, תוך ציון העובדה כי האשראי החרגי הוא לתקופת זמן נוספת של 30-60 יום וכי אשראי זה נושא ריבית. מדובר בסוף חודש נובמבר (20 לחודש), 11 חודשים מאז יצאו עסקות האשראי החרגי בגובה כ- 500 מיליון דולר לפועל. בדוח המנהלים לרבעון השלישי מוזכר בסעיף 3.3 כי הארכת האשראי היתה בהיקף כספי של 515 מיליון דולר, עובדה שלא מצוינת כאמור בדוחות הכספיים עצמם.

42. באותו חודש, על בסיס הדוחות הכספיים של הרבעון השלישי של שנת 2012, מתפרסמות שתי הערכות שווי של החברה: אחת מתפרסמת במסגרת הדוח לרבעון השלישי של חברת מפ"ב, מבעלות השליטה בחברה, שהזמינה את הערכת השווי לצורך בדיקת פגימה אפשרית בדרך הצגתה של השקעתה בבזן בדוח הכספי שלה, והיא נכתבה על ידי רו"ח אורי כהן משרד יצחק סוארי בע"מ. השניה נכתבת על ידי אלעד קראוס מהראל פיננסים. שתי הערכות השווי מוסיפות סכום של כ- 500 מיליון דולר לחוב הפיננסי של בזן; כדברי אלעד קראוס: "החוב הפיננסי כולל את החוב לספקים אשר להערכתנו הוא תחליף ברור לחוב פיננסי" (ההדגשה במקור).

43. בדוח השנתי המבוקר לשנת 2012 מופיעה התייחסות לשני סוגי עסקות האשראי החרגות בביאור 20 סעיפים 8 ו-9. לא נכלל מידע נוסף מעבר לזה שכבר הופיע ברבעון הקודם.

44. בדוח לרבעון הראשון של שנת 2013 צוין כי לא חלו שנויים בהתקשרויות החברה בתקופת הדוח, באור 5.

²⁵ראה סעיף 1.2.6 לדוח המנהלים במסגרת הדוחות הכספיים לרביע השני של 2012

45. לאחר פרסום הדוחות הכספיים לרבעון הראשון של שנת 2013 התקיימה שיחת ועידה של הנהלת החברה (אודיו) ב- 20 למאי 2013 וכן נשלחה מצגת לאנליסטים. בשיחה ובמצגת הודגש השיפור הניכר במצבה הפיננסי של החברה, הקטנת החוב הפיננסי, ללא ההסבר המתבקש שהשיפור כולו מקורו בהגדלת אשראי הספקים החריג, נושא ריבית. שאלות של האנליסט ירון זר מכלל פיננסים, שמסקר את החברה מזה מספר שנים, שעד לאותו מועד כלל לא היה מודע לקיומו של אשראי הספקים החריג, באשר להיקפו הכספי המדויק של חוב זה והריבית בגינו לא נענו. בהמשך, ב-3 ליוני 2013, מפרסם האנליסט ירון זר הערכת שווי מעודכנת לבזן ובה הוא כולל את האשראי המיוחד לספקים בסך 550 מיליון דולר בחוב הפיננסי של החברה, ולכן השווי הנכסי של החברה יורד ב- 550 מיליון דולר. ירון זר אף טוען (ובצדק) כי במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012 לא ניתן גלוי על עצם העובדה שחוב ספקים זה נושא ריבית והוא למעשה חוב פיננסי. כתוצאה מהגדלת החוב הפיננסי, הערך של החברה לפי חישובי ירון זר איננו 1535 מיליון דולר, כפי שהיה מחשב לו התבסס על החוב הפיננסי על פי גרסת החברה, כי אם 985 מיליון דולר, לאחר שהגדיל את החוב הפיננסי ב- 550 מיליון דולר בדיוק.
46. ההתאמה של החוב הפיננסי הביאה לירידה של 36% בשווי החברה, כפי שחישב אותו ירון זר. בעקבות העדכון באומדן שווי החברה הוא הוריד את מחיר היעד שלו למניית בזן ל- 1.49 ₪, 10% פחות ממחיר המניה ביום פרסום הדוח שלו. ירידה בשיעור של כ-30% ביחס להמלצתו הקודמת שניתנה אך חודשים ספורים לפני כן.
47. העובדה שאנליסט המסקר את החברה דרך קבע ומכיר היטב את הסביבה העסקית שלה ואת הדוחות הכספיים שלה, לא היה מודע לעסקות האשראי החריג, שכבר יצאה לפועל כשנה וחצי לפני כן, בינואר 2012, ולאחר שנתן דעתו עליה הוא הוריד את הערכת השווי לחברה ב- 36%, תוך שהוא ממליץ לראשונה ל"מכור" את המניה בעקבות כך, מעידה לדעתנו כי לא היתה כל אפשרות למשקיעים הסבירים מקרב ציבור בעלי המניות של בזן, לדעת מה היה מצבה הפיננסי האמיתי של החברה במהלך שנת 2012 ועד לראשית חודש יוני 2013, מה השווי הנכסי שלה ומה מחיר המניה הראוי הנגזר מכך.
48. כל מי שרכש את מניות החברה בתקופה זו רכש אותן על בסיס מידע חלקי ומטעה, על יסוד המידע שנכלל בדוחות הכספיים של החברה שלא נתן גלוי נאות למצבה הפיננסי ולקשיי הנזילות שאליהן נקלעה עקב הסביבה העסקית שבה היא נמצאת ועקב העובדה שיצאה לתכנית אסטרטגית של 1.1 מיליארד דולר, ללא השקעה בהון עצמי, לאחר מהלך קודם של משיכת 200 מיליון דולר מקופת החברה כדיבידנד.
49. הנה להלן העמוד הראשון מתוך הדוח של האנליסט ירון זר:

בזן פרסמה דוח טוב לרבעון הראשון אך החדשות מתחבאות בדוח השנתי. בזן אינה כוללת במסגרת החוב הפיננסי חוב ספקים נושא ריבית. החוב הנוסף נאמד על ידינו בכ- 550 מיליון \$. **אנו מורידים המלצתנו לתשואת חסר ומורידים את מחיר היעד ל- 1.5 ₪.**

אלה הנקודות העיקריות:

1. **מתחילת 2012 הספקים גדלו בכ- 714 מיליון \$** – סעיף ספקים במאזן בזן גדל בשנת 2012 בכ- 644 מיליון \$, וברבעון הראשון בכ- 70 מיליון \$. לפי הדוח לשנת 2012, החברה האריכה את תנאי האשראי, כשהארכת תנאי האשראי נשאת ריבית שוק.
2. **בזן לא מציגה את החוב הפיננסי בגין ספקים** – בזן לא מפרטת מהי יתרת החוב הפיננסי בגין ספקים, ובמצגותיה החוב הפיננסי אינו כולל יתרה זו. יצוין כי הנהלת בזן לא ענתה לשאלותינו בנושא זה במסגרת שיחת הועידה שערכה לאחרונה.
3. **יש להוסיף לחוב הפיננסי כ- 550 מיליון \$** – בשנת 2012 רשמה בזן הוצאות ריבית נטו בגין פריטי הון חוזר בסך כ- 27 מיליון \$. אנו מניחים כי מחצית מההוצאה הינה אשראי ספקים בריבית של 4% ומחצית משימוש בתקן חשבונאי 26 (יוסבר בהמשך). להערכתנו, לחוב הפיננסי בסוף הרבעון הראשון השנה יש להוסיף כ- 550 מ'\$.
4. **אשראי ספקים מעלה את מרווח הזיקוק בכ- 0.2\$ לחבית** – לאור הארכת ימי אשראי ספקים, החשבונאות מניחה כי מחיר הנפט שבזן הוכשת מגלם בתוכו הוצאות ריבית הנרשמות בסעיף הוצאות מימון במקום בסעיף עלות המכר. להערכתנו, הצגה זו הגדילה את מרווח הזיקוק של בזן בדוחות משנת 2012 בכ- 0.2\$ לחבית.
5. **לפי מצגות בזן החוב הפיננסי נטו באופן מפתיע יורד** – מתחילת שנת 2012 החוב הפיננסי נטו לפי מצגות בזן ירד בכ- 334 מיליון \$. מדובר בנתון מפתיע לאור הפסד נקי (חשבונאי) של 201 מיליון \$ והשקעות ברכוש קבוע בסך 336 מיליון \$.
6. **האשראי מספקים מחליף חוב לבנקים ואג"ח** – למעשה אשראי ספקים קצר טווח מחליף חוב פיננסי אחר. להערכתנו, מהלך זה נובע מהקטנת החשיפה של הבנקים לחברה או מריבית נמוכה יותר על החוב לספקים. בכל מקרה סיכון החברה גדל.
7. **במהלך 2012 ראוי היה להציג גילוי לריבית בגין ספקים** – בדוחות הרבעוניים של בזן בשנת 2012 לא מצאנו גילוי לגידול בתשלומי הריבית בגין ספקים. הביאור היחידי לכך מצוי בדוח השנתי. לדעתנו, ראוי כי החברה תציג ביאור זה בדוחות הרבעוניים, בחלוקה לריבית במזומן וריבית "רעיונית".
8. **חשבונאות יצירתית** – חוב ספקים נושא ריבית הינו חוב פיננסי.

לסיכום,

אנו מורידים המלצה לתשואת שוק ואת מחיר היעד ל- 1.5 ₪.

דר' מאיר אמיר ושות'
ייזום, תכנון, ניהול
וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.
Economic planning, management
& consulting Ltd

50. שלושה ימים לאחר פרסום הדוח של ירון זר, ב-6 ליוני 2013, שלומי שוב במאמר בדה מרקר שבו עמד בפרוטרוט על הבעייתיות בדרך ההצגה החשבונאית של אשראי הספקים החרוג של בזן, ולמעשה החוב הפיננסי של החברה גדול ב 40% מהחוב המוצג בספרי החברה.²⁶

²⁶ שלומי שוב עוסק גם בסוגיית "ניכוי לקוחות" והצגת עסקות של ליסינג תפעולי כליסינג מימוני. שני נושאים אלו אינן מעניינה של חוות דעת זאת שכן הם זכו לגלוי נאות בספרי החברה.

פרק ה – אומדן הנזק הכספי שנגרם למשקיעים במניית בזן בתקופה

51. הניתוח שהצגנו בפרקים הקודמים של חוות הדעת מוכיח כי צורת הצגת העובדות באשר לאשראי הספקים החריג שקיבלה בזן בתקופה בדוחות הכספיים שלה ובהודעותיה לבורסה היה חלקי, מטעה וככל שנמסר - נמסר במאוחר. המשקיעים לא קיבלו את המידע שחברה ציבורית כבזן אמורה למסור להם, בבואם לקבל החלטות על רכישת מניות החברה. משקיעים אלו זכאים לקבל פיצוי כספי מהחברה בגין הנזק הכספי שנגרם להם, כאשר רכשו את מניות החברה במחיר שוק מנופח, שלא שיקף נכונה את שווי השוק האמיתי של החברה, עקב הדיווח הלקוי.

52. התקופה שעליה יש מקום לפיצוי לדעתנו, "תקופת הנזק", היא במהלך כל שנת 2012 ובמחצית הראשונה של שנת 2013, עד ל 6 ליוני 2013, היום שבו התפרסם מאמרו של שלומי שוב, שלושה ימים לאחר פרסום המלצת המכירה של ירון זר. כזכור, עד לסוף חודש נובמבר לא יכלו המשקיעים לדעת כי החברה נטלה אשראי חריג מספקי הנפט הגולמי שלה, אשראי נושא ריבית, שכן עובדה זו, שהיתה ידועה לחברה מראשית שנת 2012 לא פורסמה כלל. אבל לדעתנו תקופת הנזק נמשכת גם מעבר למועד זה. גם המידע שהתפרסם בסוף נובמבר 2012 לא היווה גלוי נאות על עסקות האשראי החריג. כדי להסיק על המשמעות הכלכלית של עסקות אלו היה צורך לקרוא את הביאור לעסקות אלו בדוח המנהלים שצורף לדוחות הכספיים לרבעון הראשון והשני של שנת 2012 (סעיף 1.2.6 בדוח המנהלים) ולהשוות אותו לביאור 20 בדוח הכספי של הרבעון השלישי ומכאן להסיק שמדובר באשראי נושא ריבית שיש לצרף אותו לחוב הפיננסי נטו, כפי שעשו אורי כהן ואלעד קראוס שהערכות השווי שלהם מנובמבר 2012 כבר התבססו על המידע החדש שנכלל בדוח לרבעון השלישי של 2012. אך דומה כי זו דרישה מוגזמת והמשקיעים במניות בזן וגם אנליסט שמסקר את החברה מספר שנים, ירון זר מכלל פיננסים, לא גילה את העובדה המהותית הזאת עד לראשית יוני 2013. אפשר כי כך גם קרה לרואה החשבון שלומי שוב. **אי לכך אנו קובעים כי תקופת הנזק היא ה-1 לינואר 2012 עד ה-6 ליוני 2013.**

53. לאחר שקבענו את תקופת הנזק לצורך חישוב הנזק הכספי למשקיעים במניית בזן בתקופה, אנו צריכים להעריך את היקפה של האוכלוסיה הנפגעת. דעתנו היא כי אוכלוסייה זאת כוללת את כל המשקיעים שרכשו את מניות החברה לאחר תחילת תקופת הנזק, דהיינו 1 בינואר 2012, והמשיכו להחזיק במניה עד תום תקופת הנזק ב-6 ליוני 2013. מי שרכש את מניית החברה לפני תחילת תקופת הנזק, אינו זכאי לפיצוי כספי שכן המניה נרכשה על יסוד המידע שפרסמה החברה ברבים, בדוחותיה הכספיים ובהודעותיה לבורסה

ולכן לא יוכלו משקיעים אלו לטעון כי הוטעו על ידי החברה. אמנם החברה לא גילתה את עסקות האשראי החרוג במועד הנכון, בעת שקרתה בינואר 2012, אך בכך לא נגרם נזק למשקיעים אלו. שהרי אם היתה מגלה עובדות אלו, לשיטתנו היה מחיר המניה משקף את ההתפתחות השלילית המהותית הזאת, התפתחות שלילית לכל הדעות, שמשקיעים במניות חשופים לה. האיחור במסירת מידע זה אמנם "דחה" את הנזק לבעלי המניות אולם אלו שכבר החזיקו במנייה לא יכלו להימנע מאותו הפסד. במלים אחרות: אם נטען שעסקות האשראי החרוג היו אמורה להוריד את השווי הנכסי של החברה ב 30% ובעקבות זאת את מחיר הבורסה שלה באותו שיעור, עיתוי ירידת הערך לא משנה את מצבם של המשקיעים שכבר החזיקו במניות החברה, שנגזר עליהם לשאת בהפסד הכספי מתוקף היותם משקיעים בחברה ומועד התממשות ההפסד אינו משנה את התמונה מבחינתם. כך הם הדברים מהפן הכלכלי; אין כמובן בדברים אלו משום מתן פטור לחברה מחובת הגלוי הנאות, בזמן, גם למשקיעים שכבר מחזיקים במניותיה, שזכותם לקבל דיווח מהימן על הרעה במצב החברה במועד שבו הדבר נודע לחברה.

54. ואולם לא כך הם פני הדברים לגבי "המשקיעים החדשים" שרכשו את מניות החברה בחלון הזמן שהגדרנו אותו "תקופת הנזק". אלו בפרוש הוטעו ונפגעו וזכאים לפיצוי. הם זכאים לפיצוי רק אם החזיקו במניות החברה עד למועד 6.6.13 שבו התגבשה אצל המשקיעים התובנה כי החברה הסתירה מהם מידע חיוני. זאת בעקבות הערכת השווי המעודכנת של ירון זר ומאמרו של שלומי שוב. אותם משקיעים שרכשו את מניות החברה בתקופת הנזק ומכרו אותן, בהפסד או ברווח, אינם זכאים לפיצוי. בתקופת הנזק לא נחשף המידע שהתגבש להערכות השווי המעודכנות של החברה, שכבר התבססו על המידע החדש ולכן דינו של משקיע שרכש ומכר את מניות החברה בתקופה, ככל משקיע שחשוף לתנודות שוק רגילות, שאינן מעניינה של חוות דעת זאת שעוסקת בנזק הייחודי שגרמה למשקיעים העלמת המידע המכוונת מצד החברה.

55. להלן נעסוק בשאלת חישוב הנזק שנגרם למשקיעים במניות החברה בתקופת הנזק. את אומדן הנזק אנו מבססים על חישוב ירידת השווי הנכסי הנקי של החברה, בחישובי מעריכי השווי לתקופה, כאשר אנו מבודדים את המידע שהיה חסר למשקיעים על גובה החוב הפיננסי נטו למעשה, ומציגים את השפעת "התאמת" מידע חסר זה על אומדן שווי החברה. בטבלה להלן אנו מציגים חמש הערכות שווי שנעשו לחברה בשנים 2012-2013 על ידי שלושה אנליסטים שונים ומחשבים את ירידת שווי הנכסי הנקי של החברה כתוצאה מהצורך להגדיל את החוב הפיננסי נטו שלה.

השפעת תאום אשראי חריג על הערכת שווי בזן בחמש הערכות שווי שונות					
מיליוני דולרים					
ירון זר יוני לפי 2013 Q1/13	אלעד קראוס נובמבר 2012 לפי Q2/12	אורי כהן נובמבר 2012 לפי Q2/12 + תאום זמינות מלאי	אורי כהן נובמבר 2012 לפי Q2/12	אורי כהן מרץ 2012 לפי Q3/11	
3,499	4,070	4,104	4,104	4,314	שווי פעילות
1,964	2,364	1,861	1,861	1,890	חוב פיננסי נטו
2,514	2,890	2,617	2,387	1,890	חוב פיננסי מתואם
1,535	1,706	2,243	2,243	2,424	שווי הון עצמי ללא תאום
985	1,180	1,487	1,717	2,424	שווי הון עצמי לאחר תאום
-36%	-31%	-34%	-23%	0%	ירידת שווי עקב תאום
550	526	756	526	0	סכום מתואם

56. בעמודה הימנית מופיעה תמצית הערכתו של רו"ח אורי כהן ממשרד יצחק סוארי בע"מ, שנעשתה על פי הזמנת בעלי השליטה. ההערכה נעשתה על פי דוחות החברה לרבעון השלישי של שנת 2011, לפני תקופת הנזק ע"פ הגדרתנו, ולכן לא חייבה התאמה של החוב הפיננסי נטו. שווי ההון העצמי חושב על פי ההפרש בין שווי הפעילות לחוב הפיננסי נטו. שמונה חדשים לאחר מכן, בנובמבר 2012, הכין אורי כהן הערכת שווי מעודכנת. הפעם נדרש לתקן את החוב הפיננסי נטו ולהגדיל אותו ב 526 מיליון דולר. תיקון מתחייב זה הוריד את שווי החברה ב- 23% שמשמעו הוא כי עסקות האשראי החריג, כשלעצמן, הורידו את שווי החברה ב 23%. אילו היה אורי כהן מתאם גם את שווי עסקת ההלוואה המובטחת במלאי, כמו שאנו מציגים בטור השלישי מימין, ולדעתנו היה צריך לעשות זאת, היה שווי החברה, כפי שהוא חישב אותו, יורד ב 34%. בהערכות השווי הנוספות, של אלעד קראוס בנובמבר 2012 ושל ירון זר ביוני 2013, בעמודות הרביעית והחמישית מימין, שניהם תאמו את החוב הפיננסי בתוספת חוב של 526 מיליון דולר ו 550 מיליון דולר בהתאמה, דבר המביא לתיקון כלפי מטה בהערכות השווי שלהם בשיעור של 31% ו- 36% בהתאמה.

57. כידוע אין קשר חד חד ערכי בין הערכות שווי של אנליסטים למחיר המניה בבורסה, וודאי שלא קשר מידי. ידוע שאנליסטים שונים מוציאים הערכות שווי שונות לאותן חברות. אולם מבחינה כלכלית, וודאי ניתן לטעון כי אם מקובל על כל האנליסטים שיש לנכות את החוב הפיננסי נטו משווי הפעילות, שהרי כך גם גורסת התאוריה המימונית של הערכות

שווי, ואם כל האנליסטים סברו כי יש לסווג את עסקות האשראי החריג כהגדלת החוב הפיננסי של בזן, הרי ברור כי לגובה החוב הפיננסי נטו השפעה מהותית על השווי הנכסי הנקי של החברה. ניתן גם להניח כי הפרש השווי בין ערך המניה בשוק, כאשר המידע על האשראי החריג אינו זמין למשקיעים (תקופת הנזק) לבין השווי של המניה, אילו מידע זה היה גלוי וידוע, ישקף את הפער בין אומדני האנליסטים: בין הערכת השווי ללא תאום עסקות האשראי החריג, לבין הערכת השווי הכוללת את תאום האשראי החריג.

58. לאור כל זאת אנו קובעים כי מחיר המניה בתקופת הנזק היה צריך להיות נמוך משוויה בבורסה ב-30% ועל החברה לפצות את כל מי שרכש את המניה בתקופה זו והחזיק בה עד תום המועד ב 6 ליוני 2013 על פי שיעור זה.

59. בטבלה להלן אנו מציגים את אומדן הנזק הכספי שנגרם למשקיעים שרכשו את מניות החברה בתקופת הנזק. מדובר כאמור רק במשקיעים שרכשו את המניות לאחר ה 1 בינואר 2012 והחזיקו בהן לפחות עד 6 ביוני 2013.

אומדן הנזק הכספי שנגרם למשקיעים במניה בתקופת הנזק. ₪	
1.91	מחיר ממוצע למניה בתקופת הנזק
30%	הירידה החזויה במחיר המניה אלמלא הדיווח המטעה
0.573	הפסד למניה בש"ח בתקופת הנזק
782,978	מספר המניות של החברה שהחזיק הציבור בתקופה (באלפים)
30%	אומדן שיעור המניות שנרכשו והוחזיקו בתקופה הנזק
234,894	אומדן למספר המניות שנרכשו בתקופה והוחזקו עד תומה
134,594	הפצוי המגיע לרוכשי המניות בתקופה (באלפים)

60. אין לנו כמובן אפשרות לדעת בכמה משקיעים מדובר ובכמה מניות שנרכשו והוחזקו עד תום התקופה. כל בעל מניה כזה לפי החישוב שלנו, זכאי לפיצוי של 57.3 אג' למניה, ואם מדובר ב 30% ממחזיקי המניות מהציבור ביום הקובע, 6.6.13, הרי סך הפיצוי הוא כ- 134.6 מיליון ₪. אם תתקבל התביעה, יהיה צורך לפנות למשקיעים במניות בזן ולהנחות את אלו שעונים לקריטריונים שהוצגו כאן, לפנות לחברה ולקבל את הפיצוי הנקוב. בנוסף ולצורך הערכה מדויקת יותר של הנזק, קיימת חשיבות בגילוי מסמכים ופרטים חסרים, ובכלל זה: (א) בגילוי כל הפרטים והמסמכים בקשר עם התקשרות החברה בעסקות לקבלת אשראי פיננסי מספקים (כהגדרתן לעיל), לרבות סכומי ותקופות האשראי, שיעורי הריבית, בטוחות (ככל שניתנו) וכו'; (ב) בגילוי כל הפרטים והמסמכים בקשר עם התקשרות החברה עם חברה בינלאומית בקשר ל"זמינות מלאי", ולרבות: ההסכם עם החברה הבינלאומית וזהותה; הסכומים שהועברו לחברה מהחברה הבינלאומית ומועדיהם; פירוט כל העמלות והעלויות שנושאת החברה בקשר לעסקה זו (יהיה תיאורם אשר יהיה), לרבות: "תשלומים עיתיים", "דמי זמינות" ו"עלויות וסיכונים".

פרק ו – סיכום ומסקנות

61. הניתוח שהבאנו לעיל בנושא ההתפתחויות בבזן בשנים האחרונות ובעסקות אשראי הספקים החריגות שלא דווחו כהלכה ובמועד, הביא אותנו למסקנה כי על החברה לפצות את המשקיעים שנפגעו כתוצאה ממחדליה של החברה. אין לנו ספק בכך שהמשקיעים הוטעו, הטעיה משמעותית ומהותית, שכן מדובר היה בסכומי עתק, 750-800 מיליון דולר, שלא דווחו בזמן ולא הוצגו בצורה נאותה בספרי החברה.

62. הקשיים בבזן נמשכו ונמשכים גם לאחר תום תקופת הנזק, כפי שהגדרנו אותה, ומניית בזן המשיכה לרדת מרמה של 157.3 אג' בתום תקופת הנזק (6.6.13) עד לרמה של 91.5 ב-15.10.13, ירידה של 41%. בשעת כתיבת חוות דעת זאת עומד מחיר המניה על 111.6, 29% מתחת למחיר ב-6.6.13. קשה לקבוע בוודאות אם הירידה במחיר המניה לאחר ה-6.6.13 משקפת עדיין את השפעה הדיווח המוטעה כפי שהצגנו אותו כאן, או שהיא רק פועל יוצא של המשך ההתפתחויות השליליות ממועד זה: דוח על הפסד משמעותי ברבעון השני לשנת 2013, הורדה נוספת בדירוג אגרות החוב, הסדרים חדשים עם הבנקים, גיוס הון נוסף בהנפקת אג"ח והחלטה על גיוס של עד כ-150 מיליון דולר בהנפקת זכויות בדצמבר 2013.

63. הנה גרף המניה החל מראשית שנת 2012:



64. במהלך שנת 2012 ידעה המניה עליות וירידות, אך בסופו של דבר היא סיימה את השנה בעליה של 3.2% ממחיר של 194.8 ב-1.1.12 למחיר של 201.2 ב-1.1.13. המחיר הזה שאתו נפתחה שנת 2013, ושבמהלך שנת 2013 התרסק ב-50%-40%, לא שיקף נכונה את מצבה של החברה. הוא התבסס על העלמת המידע על עסקות האשראי החריג בהיקף של 750-800 מיליון דולר שהחברה טרחה להצניע, להסתיר, מציבור המשקיעים שלה.

65. כאשר הפך מידע זה לנחלת הכלל, במחצית שנת 2013, החל תהליך ירידה מתמשך של מחיר המניה שבחלקו היווה תיקון בעקבות גלוי המידע החדש ובחלקו שיקף את המצב העסקי של החברה כמות שהוא: מינוף פיננסי גבוה, מרווחי זיקוק נמוכים, הון עצמי נמוך, לוח סילוקים מכביד לפרעון הלוואות ואג"ח ומחסור כרוני במזומנים שחייב שני מהלכים של גיוס אגרות חוב והון מניות בהיקף כספי מצטבר של כ- 265 מיליון דולר, גיוס שיצא לפועל במהלך המחצית השניה של שנת 2013.

66. מצבה של החברה ממשיך להיות קשה, בכל מקרה. היא נשענת על האשראי הפיננסי החריג שנטלה בשנת 2012 של כ- 550 מיליון דולר מספקים - שיתכן אין מחוייבות להאריכו (וזה מהותו של אשראי ספקים) וניתן "למשוך אותו", וכן על עסקת הלוואה מובטחת במלאי שהוסיפה לה כ- 230 מיליון דולר - בסך הכל קרוב ל- 800 מיליון דולר. אם אשראי בהיקף כזה יבוטל או יצומצם באופן מהותי, לא תוכל החברה, כבר בעתיד הקרוב, לתפקד ולהמשיך לפרוע את תשלומי הקרן והריבית על חובותיה.

67. דעתנו היא כי המידע הזה צריך היה לעמוד לרשות משקיעי החברה כבר בראשית שנת 2012 כדי שיוכלו לבחון באופן יסודי וזהיר את מצב החברה, לפני שהם משקיעים במניותיה. על פי התיאוריה המימונית המקובלת של הערכות שווי חברות, עולה כי שווי החברה בתקופת הנזק היה גבוה בכ- 800 מיליון דולר לעומת מצב שבו היה גילוי נאות ומצב דברים זה הביא להטעיה של המשקיעים באשר למצבה העסקי של החברה ומחיר המניה בבורסה, המשקף נכונה את מצבה העסקי של החברה וקשיי הנזילות שלה. הימנעותה של החברה מלהציג נכוחה את מצבה היא הבסיס שעליו מונחת תביעה זו.

מספר הערות בעקבות פרסום מאזן בזן לרבעון השלישי של שנת 2013

68. חוות דעת זאת נכתבה בחודשים אוקטובר – נובמבר 2013. לקראת השלמת חוות הדעת, ב 28 לנובמבר 2013 התפרסם הדוח התקופתי של בזן לרבעון השלישי. בהמשך, הועבר דו"ח מידי לבורסה ולרשות לניירות ערך על ידי החברה ב 1 בדצמבר 2013 על ההסכמים שנחתמו עם הבנקים המממנים.

69. מצב החברה ממשיך להיות קשה, הן עקב הסביבה העסקית התחרותית, מרווחי יחוס נמוכים מהצפוי, מחסור במזומנים, פדיונות ופירעונות צפויים של הלוואות לטווח ארוך ואגרות חוב ותלות באשראי ספקים בלתי מובטח, שהגיע בסוף התקופה לרמה של כ- 1.5 מיליארד דולר. מתוך סכום עתק זה של 1.5 מיליארד ש, להערכת ר"ח אורי כהן, שביצע הערכת שווי לנכסי מגזר הדלקים בבזן למועד זה (שצורפה לדוח לרבעון השלישי) אשראי

הספקים החריג, שאותו יש לתאם, שלא כולל את עסקת ההלוואה המובטחת במלאי, עומד על 700 מיליון דולר. בנוסף, הודיעה החברה על הגדלת עסקת ההלוואה המובטחת במלאי והקטנת מלאים של נפט גולמי בסך מצטבר של 45 מיליון דולר נוספים. בסך הכל השווי הכספי של שתי עסקות אשראי הספקים החריג מתקרב ל- 1 מיליארד דולר, נכון למועד השלמת חוות דעת זאת.

70. החברה הגיעה להסכמות חדשות עם הבנקים, כפי שנמסר בדוח המיוחד מה 1 לדצמבר 2013 שעיקרן גיוס הון נוסף של 230 מיליון דולר עד סוף ינואר 2014, מתוכו לפחות 120 מיליון דולר בהנפקת זכויות שתבוצע בדצמבר 2013. כן התחייבה החברה לעמוד בהתניות פיננסיות חדשות, לא לחלק דיבידנדים בשנתיים הקרובות, לבצע תכנית התייעלות וצמצום כ"א ועוד פעולות נוספות. החברה גם תשלם תוספת ריבית לבנקים בגין הסכמתם לתכנית המימון החדשה ועוד פיצוי מיוחד.

71. רואי החשבון של החברה, מודעים למצבה הקשה של בזן, על סף הערת "עסק חיי", העדיפו להתייחס למצבה הקשה של החברה בעקיפין, על ידי הבאת ציטוט מתוך דוח של חברת מעלות על החברה, במסגרת הודעתה על הורדת דרוג לאגרות החוב של החברה.²⁷

ביום 14.10.2013 הודיעה חברת הדרוג מעלות על הורדת דרוג החברה ואגרות החוב שלה ל-"BBB" ובאותה עת הכניסה את הדרוג ל- CreditWatch עם השלכות שליליות עקב חולשה בביצועים התפעוליים, המושפנים לרעה ממרווחי זיקוק נמוכים יחסית לתחזיות קודמות ונזילות "חלשה" כפי שמתבטאת בנירעון בין המקורות של החברה לשימושים הצפויים שלה עד סוף שנת 2014, בתלות גבוהה מאד, בקווי אשראי לא מובטחים לזמן קצר, בסיכון לחריגה מהתניות פיננסיות ובתלות באשראי ספקים, אשר יתרתם ליום 30.9.2013 מסתכמת בכ- 1.5 מיליארד דולר.

72. התלות באשראי ספקים שהגיע לסכום של 1.5 מיליארד דולר, שממנו 700 מיליון דולר מהווים אשראי חריג והתלות בקווי אשראי לא מובטחים, הכוללים בנוסף את עסקת ההלוואה המובטחת במלאי בסכום של כ- 230 מיליון דולר, תלות זאת נוצרה כפי שפרטנו בחוות דעת זאת ברבעון הראשון של שנת 2012 ומה צר שרק עתה נתפנו רואי החשבון לעסוק בה וגם זאת שלא במישרין.

73. נסכם ונאמר: ניסיונם של בעלי השליטה לממן את התכנית האסטרטגית בסך של 1.1 מיליארד דולר על ידי גיוס חוב פיננסי חריג מספקים ועסקת ההלוואה המובטחת במלאי, שלא דווחו כשורה ובמועד, הביא את החברה, לנקודת שפל ופגע פגיעה קשה ברוכשי מניות החברה בשנת 2012 ומחצית שנת 2013 שלא היו יכולים להיות מודעים לכל המהלכים וההסתרות הללו, שהביאו בסופו של יום להגשת תביעה זו.

²⁷ באור 1ג בעמוד 98 לדוח הכספי לרביע השלישי של 2013

דר' מאיר אמיר ושות'
ייזום, תכנון, ניהול
וייעוץ כלכלי בע"מ

Dr. Meir Amir & Co.
Economic planning, management
& consulting Ltd

ובזאת באתי על החתום,


מאיר אמיר
ינואר 2014