

חוות דעת מומחה כלכלי – תגובה לתגובות המשיבים

מאיר אזנקוט נגד חברת בתי הזיקוק לנפט ואח' – ת"צ 14-01-33048

אני מתכבד להגיש חוות דעת משלימה בהמשך לחוות דעתי שצורפה לבקשה לאישור תובענה ייצוגית בתיק זה. חוות דעת זו תתייחס לטענות העקרוניות שהעלו המשיבים בתגובתם ובחוות הדעת מטעמים וכן למסמכים שנמסרו לעיון התובע והועברו לעיוני.

בתמצית, המשיבים מציגים ארבע טענות עקרוניות אשר לדעתם מוכיחות כי אין בסיס לבקשת המבקש:

הראשונה היא כי למומחה מטעם התובע, הח"מ, אין כל ידע בחשבונאות, ולכן לא היה רשאי לכתוב את חוות דעתו כלל.

השנייה היא שהעסקות המהוות את מושא התביעה, עסקת הארכת אשראי הספקים בריבית ועסקת "זמינות המלאי", להלן **עסקות המימון החריגות**, דווחו למשקיעים בדרך ראויה, בגילוי נאות ובמועדן ולכן לא נפל פגם בהתנהלות בזן בנושא זה.

השלישית היא כי לאור העובדה שעסקות המימון החריגות דווחו במלואן ובמועדן, ציבור המשקיעים והאנליסטים המסקרים את החברה (למעט אחד) הפנימו והטמיעו את המידע הזה, כך שלא הוסתר דבר מהם ומחיר מניית בזן, לאורך כל התקופה, שיקף את כל המידע הגלוי הנדרש.

והרביעית היא כי לאור הטענה השלישית, יש לדחות את הקשר, המפורט בחוות דעתי, בין הדיווח החסר והמטעה על עסקות המימון החריגות לבין הירידה במחיר המניה. לבסוף טוענים המשיבים כי התובענה מתבססת על כתבה עיתונאית שגויה ועל טעות של אנליסט בודד ואין לה כל בסיס עובדתי מוצק וניתוח מושכל שתומך בה. בחוות דעת זו אראה שאין בסיס לטענות אלו.

חוות הדעת שכתבתי, שצורפה לבקשה לאישור תביעה ייצוגית, נעשתה לאחר שיקול דעת עמוק ולימוד יסודי של הנושא, במשך חודשים אוקטובר 2013 - ינואר 2014, שבמהלכם השקעתי מאות שעות לניתוח הבעיה, לגיבוש עמדותי ולכתיבת חוות דעתי.

חוות דעתי תומכת בכך שהוסתר מידע מהותי על עסקות פיננסיות חריגות שהחברה ביצעה שהוצגו והוסוו כעסקות ריאליות (תפעוליות), כאילו נעשו, לכאורה, במהלך העסקים הרגיל של החברה. לעסקות אלו היתה (ועדיין קיימת) השפעה מהותית על עתידה של החברה ועל איתנותה הפיננסית וכתוצאה מכך על מחיר המניה שנקבע בשוק החופשי.

בניגוד לטענת המשיבים, לא שאלות חשבונאיות הן העומדות ביסוד הבקשה לאישור תובענה ייצוגית, אלא שאלות כלכליות: מהי מהותן האמיתית של העסקות? (פיננסיות או ריאליות /

תפעוליות), היקפן, השפעתן על החברה, חריגותן של העסקות ומהו המידע המהותי שנדרש למשקיע סביר כדי להבין את העסקות שהוסתרו בדיווחי החברה; האם אופן הדיווח של החברה אפשר למשקיעים במניותיה להבין את טיב העסקות החריגות; האם האנליסטים המסקרים את המניה אכן קיבלו מידע מפורט ונהיר כדי שיוכלו לבצע הערכת שווי לחברה ולהציע את המלצותיהם לציבור המשקיעים בחברה והאם עסקות מימון חריגות בהיקפים משמעותיים של למעלה מ – 500 מיליון דולר עם ספקים, עסקות נושאות ריבית כמובן, מחייבות דיווח מידי ומפורט למשקיעים במניה בעת קרותן.

דעתי היא (כמפורט גם להלן), שהחברה **הטעתה** את ציבור המשקיעים במניותיה ואת האנליסטים המסקרים את המניה, במוסרה להם מידע חלקי, מטעה ובאיחור ובהסתירה פרטי מידע קריטיים (עד עצם היום הזה). לפיכך, דוחות האנליסטים, לאורך כל התקופה, לא שקפו נאמנה את מצבה של החברה לאשורו והמלצותיהם לגבי מחיר היעד למניה, היו מוטות ומוטעות. מחירי היעד למניה שבהם נקבו האנליסטים היו גבוהים מהמחירים שבהם היו נוקבים, לו רק הוצג בפניהם המידע הרלבנטי המהותי כהלכה ובזמן, ולכן הוטעו המשקיעים, שרכשו את המניות בתקופה זו, שאותה כיניתי בחוות דעתי "תקופת ההטעיה".

יתרה מכך, מעיון בתגובת המשיבים וחוות הדעת שצורפה לה עולה באופן ברור שלא ניתן (לדעתי גם לא יכול להינתן) מענה אמיתי לחוות דעתי ולמודל האנליטי הכלכלי העומד מאחוריה. אוסיף ואדגיש שהמסמכים שנמסרו לעיון תומכים ומוכיחים לכשעצמם את נכונות חוות דעתי.

פרק א- בחינת מהות העסקות היא כלכלית ולא חשבונאית

1. בחינת מהות העסקות וסיווגן היא כלכלית. השאלה אם עסקה היא במהותה פיננסית או ריאלית (תפעולית) היא סוגיה כלכלית ולא חשבונאית. לכל כלכלן מנוסה יש את הידע הנדרש לבחינת מהות העסקות הללו ואת הפרטים המהותיים בהן הנדרשים להבנת העסקות. קריאה וניתוח דוחות כספיים של חברות ודיווחי החברות אינה מומחיות ששמורה רק לרו"ח. כל כלכלן הכותב חוות דעת לבית משפט חייב לדעת לקרוא ולנתח דוחות כספיים ודיווחים כדי לקבוע אם אלו כוללים את הפרטים המהותיים בדבר העסקות שעל הפרק שמהן ניתן להסיק על מהותן האמיתית. עבודת הכלכלן מחייבת הבנה מעמיקה של דוחות כספיים בבואו לנתח או לכתוב חוות דעת שמושאן הן חברות עסקיות, ציבוריות או פרטיות שהדוחות הכספיים שלהן מהווים את הדיווחים המפורטים והמעודכנים על מצבן; זהו הכלי החשוב שעל כלכלן העוסק בתחום מימון חברות להכיר ולשלוט בו היטב.

2. חלק מהותי מעיסוקי מאז השלמתי את לימודי הדוקטורט שלי בכלכלה בספטמבר 1976, לפני כ- 38 שנים, הוא כתיבת חוות דעת בעניינים כלכליים ובכלל זה ניתוח דוחות כספיים והכנת חוות דעת כלכליות והערכות שווי הנשענות על ניתוח זה. כמפורט גם בחוות דעתי הקודמת בתיק זה, כתבתי אישית למעלה מ- 400 חוות דעת כלכליות מיום שהפכתי ליועץ כלכלי ועשרות מהן הוגשו כחוות דעת מומחה לבית המשפט. מתוך 400 חוות הדעת שכתבתי עד היום, מחציתן עסקו בנושא מקרו, ייעוץ לממשלה, לעיריות, לעמותות ולגופים ציבוריים שונים ומחציתן, כ- 200, היו בתחום המיקרו, לחברות עסקיות שבהן נדרש לנתח דוחות כספיים כדי לחוות דעה ולתת ייעוץ כלכלי, ידע שאליו מצטרף ניסיון עסקי, כושר ניתוח וחשיבה אנליטית.

3. קביעותי בחוות הדעת בתיק זה (כמו גם בחוות דעת אחרות שנתתי) הן כלכליות (ולא חשבונאיות) מתוך מה שהסקתי מניתוח הדוחות הכספיים ודיווחי החברה ומסמכים שהועברו לעיוני. אין אלו קביעות חשבונאיות. הקביעה שהחברה נתנה גלוי חלקי, מטעה ומאוחר על עסקות המימון החריגות שעשתה, הינה קביעה כלכלית מקצועית ולא קביעה חשבונאית. מכאן עולה שכלכלן הוא זה שיכול לקבוע כי החברה החזיקה מידע, שאותו שמרה לעצמה ולא שיתפה בו את משקיעיה (או משקיעיה הפוטנציאליים) מקרב הציבור ואילו היה מידע זה מוצג בפני אותם משקיעים, בפרוט הנדרש ובעיתוי הנכון, הם היו שוקלים מחדש את צעדיהם באשר להשקעה במניות החברה.

פרק ב – בזן בשלהי שנת 2011, ערב התגבשות עסקות המימון החריגות – רקע כלכלי תמציתי והצגת הקונספציה העומדת ביסוד חוות דעתי

4. לקראת סוף שנת 2011 הגיעה בזן לנקודה קריטית. היא היתה בעיצומה של תכנית אסטרטגית לשנים 2008-2013 בהיקף של 1.1 מיליארד דולר, שכבר היתה בשלבי ביצוע מתקדמים, שאותה ממנה באמצעות הלוואות בנקאיות, וללא הזרמת הון עצמי. נהפוך הוא: בשנים אלו אף חלקה החברה לבעלי מניותיה דיבידנד של כ- 200 מיליון דולר. תכניתה של החברה להשלים את החסר המימוני הנדרש להשלמת תכנית ההשקעה מייתרות תזרימיות שוטפות לא צלחה, שכן השנים הללו הניבו רווחים נמוכים מאד, כפי שפורט בחוות דעתי הקודמת בעמודים 8-11.

5. הצפי היה שהחוב הפיננסי נטו שעמד בראשית שנת 2012 על כ- 2.4 מיליארד דולר יעלה במהלך שנת 2012 עד לרמת שיא של כ- 3.1 מיליארד דולר¹, כאשר לא היה ברור, כלל ועיקר, מהיכן תבוא הזרמה כספית של סכום עתק זה של 700-800 מיליון דולר שנדרשו בדחיפות. נראה היה כי הזרמה נוספת של חוב בשיעור של 700-800 מיליון דולר **לא תבוא** מצד הבנקים שכבר העמידו לרשות החברה מסגרת אשראי משמעותית לזמן קצר וארוך. הסך החסר הזה של 700-800 מיליון דולר אמור היה להביא למשבר פיננסי קשה בחברה, לכשיוודע כי החברה מתקשה להמשיך לממן, לממש ולהשלים את התכנית האסטרטגית שלה. משבר תזרימי זה היה מביא, כאשר היה הדבר נקלט ומופנם על ידי המשקיעים והשוק, לירידת מחיר המניה בבורסה.

במצב של משבר תזרימי כזה יש עקרונית שלוש אופציות למימון החסר התזרימי: **אחת** (שלא התרחשה בפועל) להגדיל את הון המניות בגובה החסר של 700-800 מיליון דולר, אפשרות שספק אם בעלי השליטה היו עומדים מאחוריה או בכלל מסוגלים ליישמה.

שניה (שלא התרחשה בפועל) לנסות ולהקטין את המלאים של החברה ובכך לפנות מזומנים למימון הפער המימוני ובמקביל להגיע להסכמים עם ספקי הנפט הגולמי להאריך את ימי האשראי לתקופה נוספת של לפחות 30 ימים נוספים כהסדר של קבע לזמן ארוך, ללא תשלום ריבית. מה שהיה מגדיל באופן פרמננטי את התזרים החופשי של החברה בכ- 500 מיליון דולר ויחד עם ירידת מכירת מלאי של 200 מיליון דולר היו מאפשרים לחברה לעבור את שנת 2012. אפשרות זאת היתה אף היא בגדר אפשרות תיאורטית בלבד: לא ניתן להקטין את כמויות המלאי האופרטיביות שהחברה נזקקת להן פונקציונאלית ולא ניתן היה לקבל אשראי ספקים ללא ריבית בהסדר של הטווח הארוך.

אילו לחברה היתה אפשרות ראלית (תפעולית) כזו והיא היתה מממשת אותה - היה בכך שיפור אמיתי במצבה ולא היה בסיס לטענה כאילו לא נתנה גילוי נאות לגבי העסקות שהתקשרה בהן ולגבי מצבה הפיננסי. אלא שלחברה לא היתה, כך נראה, אפשרות ריאלית כזו והיא גם ממילא לא התרחשה בפועל. בצד זאת החברה ניסתה בדיווחיה ליצור את הרושם **המטעה** כאילו היתה לה אופציה כזו וכאילו האופציה הנ"ל מומשה וחל שיפור במצבה הפיננסי בעסקות שהסוותה כאילו הן עסקות ריאליות (תפעוליות).

¹ ראה דוח מעלות מאי 2012 מופיע בנספח מס' 3 לכתב התגובה של המשיבים עמוד 171

שלישית - האפשרות הפיננסית שעמדה בפני החברה ושהתרחשה בפועל שבה בחרה החברה למעשה, כנראה בליט ברירה, היתה לממן את המחסור במזומנים במימון שלא ע"י המערכת הבנקאית והמוסדית בישראל. זאת, בביצוע עסקת "זמינות מלאי" עם חברת סחר על סך של כ- 230 מיליון דולר והגדלת אשראי הספקים. עסקות לקבלת אשראי הספקים היו להארכת תקופת האשראי של הספקים בתשלום ריבית בגין הארכת תקופת האשראי, בהסדר שאינו נושא אופי של קבע לטווח ארוך. חלופה זו היא חלופה שונה לחלוטין מהחלופה הקודמת, שכן היא במהותה **פיננסית**: קבלת אשראי מחברת סחר ומספקי נפט גולמי תמורת תשלום ריבית; מבחינה כלכלית **שוות ערך** לקבלת הלוואה מבנק מסחרי. שתי העסקות המדוברות הן עסקות מימוניות, גם אם הריבית בגין עסקת "זמינות המלאי" תכונה "דמי זמינות", וגם אם פורמלית המלאי המדובר כבר אינו בבעלות החברה (ובכך משמש כבטוחה של המלווה). כך הדבר לגבי אשראי הספקים החרגי נושא הריבית: גם אם אשראי הספקים החרגי אינו מוגדר במפורש בשם "הלוואה". מכל בחינה כלכלית, מהותית ועסקית, זוהי עסקת הלוואה.

6. ההבדל בין החלופה השניה (הריאלית) והשלישית (הפיננסית), הוא הבדל עקרוני ומהותי, הבדל בין יום ללילה:

בחלופה הריאלית אין צורך לתאם את קיטון המלאי והגדלת אשראי הספקים בהגדלה מקבילה של החוב הפיננסי. בחלופה זו מדובר בשינוי ריאלי (חיובי) שקרה בחברה, שינוי אמיתי ומהותי בפעילות העסקית שלה, שהביא באחת לגידול בכמות המזומנים בחברה, גידול בר קיימא של הטווח הארוך. גידול זה מתורגם על ידי כל האנליסטים לעליה בשווי החברה, באותו שיעור של הגידול בכמות המזומנים שתצבור החברה (כאמור 700-800 מיליון דולר) עובר לביצוע שתי עסקות אלו.

בחלופה הפיננסית לא משתנה החוב הפיננסי נטו של החברה שכן אשראי הספקים הנוסף נושא הריבית והאשראי מעסקת הזמינות מתואמים להגדלת החוב הפיננסי ולכן כנגד גידול במזומנים יש גידול בחוב הפיננסי. בחלופה הפיננסית דבר לא קרה בעולם הריאלי. מצבה של החברה לא השתפר כלל ולא חל גידול בשוויה, כפי שמחשבים אותו אנליסטים. לכן, בהנחה שתוספת המזומנים משמשת להקטנת הלוואה בנקאית, יש לפנינו ארוע פיננסי של החלפת הלוואה בהלוואה, וגם אם לא נקרא לאשראי הספקים החרגי בשמו, "הלוואה", אין הדבר משנה את פני הדברים בעולם האמיתי. ונבהיר שוב לגבי עסקת זמינות המלאי: בהתחשב באופציית ה-PUT שהוקנתה ל"חברת הסחר" - היא איננה מהווה מכירה סופית של המלאי ומעבר למשטר של מלאי נמוך יותר באופן

ריאלי. לכן גם היא במהותה עסקה פיננסית שאינה מקטינה את החוב הפיננסי נטו של החברה אלא מעבירה חוב בנקאי לחוב למממן המלאי (הוא "חברת הסחר").

בניגוד למהותן האמיתית של העסקות, החברה התימרה להציג מהלך פיננסי של המרת חוב מבנקים לחוב לספקי נפט גולמי וחברת סחר המממנת מלאי, כמהלך ריאלי שמביא להקטנה של החוב הפיננסי של החברה. **במציאות, לא חלה הקטנה של החוב הפיננסי ושתי עסקות המימון החריגות לא הביאו להקטנת החוב הפיננסי**².

כאשר החברה לא הציגה נכונה את שתי עסקות המימון החריגות, על פי מהותן כעסקות פיננסיות, התגבשה דעה מוטעית בקרב המשקיעים והאנליסטים כי החברה הצליחה לשפר את מצבה הריאלי, להקטין את החוב הפיננסי.

לכן מחיר המניה שיקף, לכל אורך תקופת ההטעיה, את תפיסת המשקיעים שהחברה לכאורה שפרה את מצבה הפיננסי ולא היא. ההפך הוא הנכון, כפי שנראה בפרק הבא: בעוד שאשראי בנקאי הוא במהותו יציב וניתן לתקופה ממושכת (על בסיס מחויבות של הבנק להסכמות עם החברה), אשראי הספקים במהותו אינו כזה. הספקים אינם מחויבים לתמוך בפעילות החברה בהעמדת אשראי ארוך טווח. עובדה זו גם משתקפת בהסכמי אשראי הספקים שהועברו לעיוני, שמקנים לספק שיקול דעת רחב בכל הנוגע להעמדת אשראי, היקף האשראי, מחיר האשראי וכו'. לכן, מצבה הפיננסי של החברה החמיר עובר לביצוע עסקות אלו. כל עוד לא היתה עובדה זו נהירה למשקיעים ולאנליסטים, יכלה מניית החברה להיסחר ברמות מחיר המשקפות לכאורה מהלך של שיפור ריאלי בניהול המלאי והגדלת אשראי הספקים. משקיעים ואנליסטים הוטעו כאילו היה שיפור של קבע בתזרים המזומנים, וכאילו החברה מימשה את החלופה הריאלית, ולא הפיננסית כמפורט לעיל.

7. הניתוח בחוות דעתי הוא כלכלי ולא משפטי או חשבונאי, והוא מבוסס על מסמכים ועובדות שהוצגו לי. בתגובת המשיבים ובחוות הדעת של פרופ' עדן אין, ולדעתי גם לא יכול להיות, מענה לניתוח הנ"ל. היות ומדובר בניתוח כלכלי, ניתן להתמודד אתו רק במישור הכלכלי ולא במישור החשבונאי, שהוא לגמרי לא רלבנטי לכל הדיון הזה.

8. כאשר המשקיעים הבינו כי בפועל החברה בצעה את החלופה השלישית הפיננסית, ולא את הריאלית ושהחוב הפיננסי נטו של החברה לא קטן וחוב בנקאי יציב הומר בחוב לא יציב של אשראי ספקים - התחיל תהליך ירידה של המניה. הליך כזה היה צפוי לקרות

² ראה סעיף 28 בחוות דעתנו הקודמת

בפועל כבר בראשית שנת 2012 כאשר נכרתו **לראשונה** עסקות המימון החריגות שלא הקטינו את החוב הפיננסי של החברה.
לסיכום, בטבלה להלן מוצג באופן סכמטי כיצד הומר חוב פיננסי לבנקים לחוב פיננסי לספקים, מהלך שאינו מביא כלל לשנוי לטובה במצבה של החברה, אלא להרעה במצבה:

ניתוח סכמטי של העסקות החריגות והשפעתן על החוב הפיננסי והון החוזר התפעולי. מיליוני דולרים. 2012					
מצב דברים לאחר השלמת העסקות		העסקות הפיננסיות החריגות נושאות הריבית		מצב הדברים לפני שתי העסקות החריגות	
1620	חוב פיננסי נטו לבנקים ולמוסדיים	230	עסקת זמינות מלאי	2400	חוב פיננסי נטו לבנקים ולמוסדיים
870	מלאי (בנכוי עסקת זמינות מלאי)		1100	מלאי	
700	לקוחות	550	אשראי ספקים חריג	700	לקוחות
1350	אשראי ספקים (כולל אשראי חריב נושא ריבית)		800	אשראי ספקים	
220	הון חוזר תפעולי	780	סה"כ גידול במזומנים	1000	הון חוזר תפעולי
1400	חוב פיננסי נטו בנכוי הון חוזר תפעולי		1400	חוב פיננסי נטו בנכוי הון חוזר תפעולי	

פרק ג – החברה הציגה באופן מטעה את עסקות המימון החריגות שלה מול הספקים

9. במשך עשרות שנים קבלה בזן במהלך עסקיה הרגיל, אשראי מספקי הנפט הגולמי שלה בממוצע ל- 30 יום, **ללא ריבית**. אמנם ישנם בתי זיקוק שמקבלים אשראי לתקופה ארוכה יותר, של 60-90 יום אך בזן כאמור לא עשתה זאת. ומכאן נגזרו צורכי ההון החוזר שלה, ההיקף הכספי של המימון השוטף המהווה את הפער בין מלאי בתוספת אשראי ללקוחות לבין אשראי מספקים. החל מנובמבר 2011 ועד לחודש מרץ 2012 בזן ניהלה מגעים עם ספקי הנפט הגולמי שלה כדי להתקשר בעסקאות חריגות ושלא במהלך עסקיה רגיל של החברה (כפי שעשתה במשך עשרות שנים). זאת, לשם הגדלת תקופת האשראי מעבר לתקופת 30 הימים כך שבגין התקופה שמעבר ל-30 ימים החברה תשלם ריבית, מה שהיה מגדיל את התזרים שלה בסכום של 500-550 מיליון דולר. מהמסמכים שנמסרו לעיון התובע, מדובר בשה"כ ב-3 עסקות בלבד לקבלת אשראי מספקים, כאשר ההיקף הכספי של כל אחת מהן הושחר. בהתחשב בכך שמדובר ב-3 עסקות בהיקף כולל משמעותי של 550 מיליון דולר, אני יכול להעריך שבכל מקרה לכל אחת מהעסקות השפעה מהותית שכן מדובר בעסקת העמדת אשראי של 150-200 מיליון דולר בממוצע לשלושת הספקים הללו.
בכל מקרה, מנקודת מבטה של בזן (וכך גם של משקיעיה) יש להתייחס לאשראי הספקים החריג נושא הריבית כמכלול אחד כשווה ערך במהותו הכלכלית לאשראי ספקים שניתן בעסקה אחת. גם פרופ' עדן בס' 4.3.8 לחוות דעתו מתייחס לכך שההתקשרות בעסקות

- הני"ל היתה עפ"י בקשה של בזן לספקיה. עובדה זו מתיישבת עם כך ששתי עסקות נחתמו באותו יום והשלישית (שמועד חתימתה הושחר) חלה על תקופה דומה.
10. עסקות חריגות אלו הן במהותן, כפי שהסברנו בפרוטרוט בפרק הקודם, עסקות פיננסיות, שלא הביאו להקטנת החוב הפיננסי של החברה. אבל עובדה זו, כפי שעולה חד משמעית מהניתוח הכלכלי של העסקות והמסמכים שנמסרו למבקש, לא היתה ברורה לכל מי שעקב אחר האופן שבו הביאה החברה לידיעת המשקיעים את מהות העסקות כהלוואות, יהא שמם אשר יהא: דחיית תשלום כנגד תשלום ריבית, דחיית תשלום כנגד תשלום מחיר גבוה יותר פר חבית נפט גולמי, עסקה בתחום ניהול המלאי התפעולי, גיוון מקורות המימון או כל שם וכנוי אחר שיבחר. **ניתוח כלכלי אינו עוסק בסמנטיקה אלא במהות.** המהות היא פעולה חריגה מאין כמותה, שלא במסגרת מהלך העסקים הרגיל של החברה, שהביאה לגידול במזומנים שלה בקופה בסכום עתק של 750-800 מיליון דולר, שבהמשך שמשו בחלקם להקטנת החוב לבנקים.
11. אין ולא יכול להיות בהסברי בזן כדי לגרוע במאומה מהניתוח הכלכלי הני"ל. כך למשל, אין בטענת בזן שעסקות אלו נקשרו בין נובמבר 2011 למרץ 2012 כדי לגרוע מהניתוח הני"ל במאומה. בטענת בזן שמדובר במספר עסקות גם אין מאומה שגורע מהניתוח כלכלי הני"ל. אשוב ואציין בקשר לכך שבכל מקרה מדובר ב-3 עסקות בלבד שלכל אחת מהן כך נראה השפעה מהותית על בזן ושכלל מקרה גם יש להתייחס אליהן כמכלול אחד שווה ערך כלכלית להתקשרות בעסקה אחת. טענת בזן שישנם בתי זיקוק שמקבלים אשראי של 60-90 ימים לא רלבנטית לחברה שהאשראי בכל עסקותיה במהלך העסקים הרגיל הוא 30 ימים. אין כל משמעות לטענת בזן שלאשראי הזה לא ניתן שם תואר של "הלוואה". אין משמעות לטענת בזן שתקופת האשראי והיקף האשראי נושא הריבית לא הוגדר כ"מסגרת אשראי". די בכך שניתן אשראי נושא ריבית לתקופה מקסימלית מוגדרת. יתרה מכך, דווקא התנאים שהוסכמו עם הספק הופכים את האשראי שנתן לבזן למסוכן יותר ופחות יציב. בסופו של דבר אין עוררין על כך שהחברה קיבלה מספקים אשראי חריג נושא ריבית של כ-550 מיליון דולר, שכמוהו לא קיבלה לפני כן.
12. גם אין ולא יכול להיות כל הסבר אמיתי לאי מסירת מידע מהותי על הריבית בגין האשראי החריג שניתן ע"י הספקים. כך למשל, טענת החברה שהריבית היא עניין טריוויאלי כי "כסף עולה כסף" אינה יכולה להיות מענה לחובה של החברה לתת מידע מהותי לגבי גובה הריבית. **ללא מתן הגילוי הני"ל, כיצד ידעו המשקיעים להבחין שמדובר בעסקה פיננסית, נושאת ריבית ולא עסקה ריאלית?**

החברה לא יכולה גם להסתייע בטענתה שלא תמיד נקבעה ריבית, כאשר לפעמים במקום תשלום ריבית נקבע מחיר גבוה יותר. מבחינה כלכלית המשמעות היא שהתוספת למחיר כמוה כריבית, וכך יש להתייחס אליה.

גם לא יכולה לסייע לחברה טענתה שבסופו של דבר בנובמבר 2012 נאלצה לדווח על הריבית בשל שאלות אנליסט. האנליסט שאל את השאלה הנ"ל משום שהריבית היא עניין מהותי, וכאשר לא ניתן היה להסתיר עוד מהותן של העסקות לאשראי ספקים, החברה נאלצה למסור דיווח (שאף הוא חסר) ביחס לריבית. בקשר לכך יצוין, שתשלום הריבית השנתית על עסקות מימון חריגות אלו עמד בשנת 2013 על למעלה מ-32 מיליון דולר, לא סכום זניח כלל ועיקר במונחי תזרים בון.

13. מבחינה כלכלית לא ניתן גילוי לפרטים מהותיים ביותר בהתקשרות לקבלת אותו אשראי מספקים. כאמור יש לזכור שעסקות כאלו אינן יציבות וממושכות כמו עסקה עם המערכת הבנקאית ולספק יש (וכך גם נראה מהמסמכים שהחברה מסרה לעיון) שיקול דעת רחב לסגת ממנה, באופן חד צדדי בתוך פרק זמן קצר. לכך חשיבות מהותית. בכל דיווח על עסקת מימון החורגת מעסקי התאגיד הרגילים צריך לדווח מהי תקופת ההלוואה ובאילו מצבים קמה למלווה עילה לדרוש פירעון מיידי של ההלוואה. זה מידע מהותי, המבהיר את החשיפה של החברה למשבר נזילות. לכך ולהוראות רשות ני"ע הנוגעות הפניתי בחו"ד הקודמת בעמוד 5 והערת שוליים מס' 3. המידע הזה, שהוא קריטי עבור כל משקיע, מעולם לא נמסר, עד עצם היום הזה. אם יחול ארוע בטחוני כלשהוא באזור, או כל ארוע אחר שישנה את המציאות העסקית של בון או של ספקי הנפט הגולמי שלה, ואשראי הספקים החריג לא יחודש, מהיכן תגייס החברה בפרק זמן קצר את הסכום הזה של 550 מיליון דולר³? על כך, על העובדה שאשראי בנקאי המעוגן בהסכם אשראי מפורט, שאמנם יש בו התניות מצד הבנק אולם הוא גם מגן על זכויות החברה, אשראי זה הומר באשראי ספקים לא יציב, לא נתנה החברה כאמור גלוי נאות.

14. מבחינה כלכלית עמדת המשיבים חסרת לוגיקה: בעוד שעל אשראי בנקאי חריג, המעוגן בהסכם הלוואה מפורט, יש חובת דיווח, אין כך לטענת המשיבים ביחס לאשראי ספקים חריג. עמדת המשיבים אינה לוגית במיוחד בהתחשב בכך שאשראי הספקים החריג פחות יציב מאשראי בנקאי ומן הסתם לא מגן על החברה כמו הסכם בנקאי רגיל.

15. הנה לסיכום עמדתנו הכלכלית בסוגיה זאת: עיסקות אשראי הספקים החריג, אשראי נושא ריבית בהיקף כספי של 550 מיליון דולר (200-150 מיליון דולר בממוצע לכל אחת

³ בשנת 2013 צמח אשראי הספקים החריג ל-700 מיליון דולר.

משלוש עיסקות אלו), לא דווחו כראוי. העסקות לא דווחו במועדן, בעת קרותן, לא דווח על היקפן, כאשר היה כבר ידוע לחברה ההיקף המשוער, לא דווח שהאשראי נושא ריבית, עניין קריטי מאין כמוהו. הריבית היא ניר לקמוס ואבן בוחן להבדיל בין עסקה ריאלית לעסקה פיננסית והחמור מכל: לא דווחו פרטי ההתקשרויות הללו ובאילו נסיבות אשראי בלתי יציב זה עשוי להתבטל.

פרק ד – החברה הציגה באופן מטעה את עסקת המימון החריגה של "זמינות

המלאי"

16. עסקת המימון החריגה מהסוג השני היא עסקת "זמינות המלאי". אף זו היתה עסקה פיננסית, שכן נוכח אופציית הפוט של חברת הסחר, היא לא היתה כרוכה במכירה סופית של המלאי לחברת הסחר. לכן האפשרות היחידה היתה לסווגה כעסקה פיננסית: זו עסקה של הגדלת המזומנים בחברה שמקורה לא ביכולתה של החברה לפעול, מכאן ואילך, עם כמויות מלאי יותר קטנות, אלא עסקה שלא שינתה דבר בהתנהלות הריאלית (התפעולית) של החברה. זאת עסקת הלוואה, שהסוותה את הריבית בשם "דמי זמינות". היתה זו כאמור עסקה לטווח של חמש שנים עם אפשרות לחברת הסחר לצאת ממנה במהלך התקופה, בנסיבות שאותן לא פרטה החברה והחברה נתנה לרוכש אופציה לרכוש ממנו חזרה את המלאי בסוף התקופה.
17. זו אינה עסקה תפעולית. בזן לא זקוקה לסיוע של חברת סחר בינלאומית שתייעץ לה כיצד לנהל את המלאי שלה ואת אסטרטגיית רכישת הנפט הגולמי שלה לסוגיו. שהרי זו פעילות ליבה מובהקת שבזן לא תעביר לגורם חיצוני. אף אם טכנית המלאי הוא בבעלות חברת הסחר, לא ניתן לטעון ברצינות (כפי שטוענים המשיבים) כי חברת הסחר יכולה למכור את המלאי לצד ג, כאשר בפועל מלאי זה חייב להיות "זמין" לבזן ומהווה מלאי אופרטיבי שלה.
18. הלן אציג את אופן הצגת "עסקת הזמינות" כפי שהציגה אותו בזן, עסקה שהיא במהותה עסקה פיננסית, לעומת עסקה ריאלית שבצעה חברת PKN חברה זיקוק פולנית.

באור 33 – אירועים מהותיים לאחר תאריך הדוח

- יא. לאחר תאריך הדוח, חתמה החברה על הסכם שעניינו זמינות נפט גולמי, עם חברה בינלאומית (להלן: צד ב'). להלן עיקרי ההסכם:
1. על פי ההסכם תתאפשר לחברה גישה זמינה, על פני תקופה של 5 שנים ('יתקופת ההסכם'), לכמות של עד 2 מיליון חביות (כ- 270 אלפי טון) של סוגים שונים של נפט גולמי, שבעלות צד ב', לרבות בדרך של החלפתם בכמות זהה של נפט גולמי מסוגים שונים שיהיו בבעלות החברה.
 2. החברה תשלם לצד ב' תשלומים עיתיים בגין התחייבויותיו בהסכם. כחלק מההסכם, תבצע החברה הפקדות כספים אצל צד ב', בסכומים הנגזרים מהסוגים השונים של נפט גולמי שיחזיק צד ב'.
 3. על מנת לעמוד בהתחייבויותיו על פי ההסכם, יאחסן צד ב' נפט גולמי במתקנים של ספק תשתיות, בהתאם להסכם עם ספק התשתיות.
 4. במסגרת ההסכם, העניקה החברה לצד ב' אופציית מכר (Put), לפיה זכאי צד ב' למכור לחברה, בתום תקופת ההסכם, נפט גולמי במחיר המבוסס על מחיר השוק של נפט גולמי מייצג (Spot Market Price), כפי שיהיה בתום תקופת ההסכם.
 5. כן לקחה על עצמה החברה התחייבויות מותנות מסויימות כלפי צד ב' וכלפי ספק התשתיות בקשר עם עלויות וסיכונים מסויימים הקשורים עם ביצוע ההסכם על ידם.
 6. כל אחד מהצדדים רשאי להביא לסיום ההסכם לפני תום תקופת ההסכם בהתקיים נסיבות מסויימות. במקרה בו תסיים החברה את ההסכם לפני תום התקופה, היא עשויה לשאת בדמי ביטול.
- ההסכם יאפשר לחברה להפחית על פני זמן את כמויות מלאי הנפט הגולמי אותן היא מחזיקה, וכתוצאה מכך, לנהל באופן מיטבי את יתרות המלאי התפעולי שלה.
- היות וצד ב' נושא בתשואות וביסכונים המהותיים הנוגעים לבעלות על המלאי נשוא ההסכם וכן שולט בו, מלאי זה לא יוכר בדוחותיה הכספיים של החברה, אלא יטופל כחוזה ביצוע (קרי, התקשרות חוץ מאזנית).
- דמי הזמינות ייקפו כהוצאה תפעולית לדוח רווח והפסד על פני תקופת ההסכם.

19. עסקת "זמינות המלאי" היא עסקה פיננסית. כל מעריך שווי מקצועי הבקיא בפרטי ההתנהלות של בזן, ויש לו גישה לדוחות פנימיים שאינם חשופים למשקיעים מן הציבור ואפשרות לשוחח באופן חופשי עם בכירים בבזן, יתאם אותה כעסקה פיננסית. כך עשה רו"ח אורי כהן בכל הערכות השווי שביצע (עבור בעלי השליטה בחברה). כך לא עשה אף לא אחד מהאנליסטים האחרים, שרזי העסקה המורכבת הזאת לא היו ידועים להם. מהותה הפיננסית של העסקה ומחיר הריבית שלה נחשפו במסמכים שהחברה מסרה לעיון, ולכך אתייחס בהמשך חוות דעת זו.

20. העסקה בחברת PKN הפולנית אינה דומה לעסקת "זמינות המלאי" בעיקר משום שאין בה אופציית פוט. הדיווח של החברה הפולנית מופיע בחו"ד של פרופ' עדן⁴ בשפה האנגלית ובתרגום חופשי שלי:

ב 23 לדצמבר 2010 PKN מכרה 490 אלף טון של נפט גולמי מסוג REBCO, כמות המהווה כ- 14% מכמות מלאי החובה שהחברה צריכה להחזיק על פי חוק. במקביל התקשרה PKN עם הגורם שלו מכרה את המלאי בהסכם לניהול מלאי זה עבורה, על

⁴ סעיף 12.5 לחוות הדעת של פרופסור יורם עדן

פי החוק הקיים. פעילות זאת תואמת את הוראות החוק משנת 2007 לגבי מלאי חובה של נפט גולמי, מוצרי נפט וגז. בכך עשינו שימוש במנגנון החוק הנוהג בפולין ובאיחוד האירופי שמאפשר מכירת מלאי הנפט הגולמי והעברת האחריות החוקית לאחזקת המלאי לצד ג. בכך הצלחנו להשיג את מטרתנו העיקרית: לשפר את מאזן החברה ולהקטין את חובנו. פעולה זו הביאה לגידול בתזרים המזומנים של החברה בכ 270 מיליון דולר שלפני כן היו מרותקים למימון כמות מלאי זאת.

21. בקליפת אגוז עפ"י התיאור הנ"ל חברה פולנית מבצעת עסקה פשוטה וריאלית. היא מוכרת חלק מהמלאי שלה ומקבלת מזומן שמקטין את החוב הפיננסי שלה. המלאי נמחק מהמאזן שלה לצמיתות ואין לחברה כל מחויבות לרכוש אותו בעתיד. בהנחה שאלו כל פרטי העסקה המהותיים, זו עסקה ריאלית לחלוטין שלא תאפשר לאף תובע לטעון לגלוי חסר, הטעיית משקיעים ואנליסטים ופגיעה במחיר המניה.

22. מנגד, בזן עשתה עסקה שונה לחלוטין שבמהותה היא פיננסית. ככל שתטען שאין היא פיננסית לא יעלה הדבר ולא יוריד. כל מעריך שווי מקצועי, לו הוצגה בפניו עסקת "זמינות המלאי" לכל פרטיה בגלוי נאות ובשפה מובנת (למשל רו"ח אורי כהן), היה מתאם, משמע מצרף, את סכום היקף העסקה לחוב הפיננסי נטו (כפי שעשה רו"ח אורי כהן) שהרי ברי כי בעולם הריאלי דבר לא קרה.

23. על הדרך שבה קלטו האנליסטים השונים המסקרים את בזן את שני סוגי עסקות המימון החריגות, וכיצד השפיע הדבר על הערכות השווי שלהם, המלצות קניה ומחירי יעד, אתייחס בפרק הבא.

פרק ה – התייחסות מעריכי שווי ואנליסטים לעסקות המימון החריגות שעשתה בזן בראשית שנת 2012

1. רואה חשבון אורי כהן

24. רואה החשבון אורי כהן, מבכירי מעריכי השווי בשוק, הוא רואה חשבון עתיר ניסיון שמכיר את בזן מקרוב. הוא ביצע מספר רב של הערכות שווי לבזן, עבור אחת מבעלות השליטה בבזן, חברת מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ, מפ"ב, במסגרת בדיקה אם חלה ירידה בערך ההשקעה בחברה (Impairment of Assets) על פי תקן חשבונאי IAS36.

25. מלבד היכרותו הקרובה עם החברה והמשאבים שעומדים לרשותו לצורך ביצוע הערכת שווי מפורטת, המצורפת לדוחות הכספיים של חברת מפ"ב, יש לאורי כהן יתרון נוסף על

כל אנליסט אחר המסקר את החברה: יש לו גישה למסמכי החברה הפנימיים, שאינם מוצגים לציבור ויש לו גישה לחברי הנהלת בזן, לברור כל סוגיה ושאלתה, כפי שימצא לנכון.

לכן יש משקל מיוחד לקביעותיו המקצועיות של רואה החשבון אורי כהן.

26. אורי כהן, בכל הערכות השווי שעשה לבזן לאחר השלמת שתי עסקות המימון החריגות במרץ 2012, זיהה את שתי העסקות הללו כעסקות **פיננסיות** במהותן, ולא עסקות **ריאליות**, במהותן. לכן את אשראי הספקים החריג, נושא הריבית, הוא תאם לחוב הפיננסי, משמע הגדיל את החוב הפיננסי בשיעור עסקת אשראי הספקים החריג, שכאמור עמדה על 500-550 מיליון דולר בתקופה. כך נהג גם לגבי עסקת "זמינות המלאי" שאף אותה זיהה כעסקה פיננסית ולא עסקה ריאלית. ההתייחסות של אורי כהן מבחינה אנליטית היתה זהה לתיאום (הגדלת) החוב הפיננסי בכ-230 מיליון דולר הגם שהוא עשה זאת בטכניקה אחרת. במקום להגדיל את החוב הפיננסי בגובה עסקה זו, כ-230 מיליון דולר, הוא הגדיל את ההשקעה בהון חוזר (מלאי) בשנים הקרובות, עד לגובה הון חוזר תפעולי (מלאי) "נורמלי" שבו גובה המלאי הוא פונקציונלי ואינה כלולה בו יותר עסקת זמינות המלאי. צעד זה הוא שווה ערך אנליטית⁵ להגדלת החוב הפיננסי בשיעור עסקת זמינות המלאי בעת ביצוע הערכת השווי.

27. קביעתי ששתי עסקות המימון החריגות היו עסקות **פיננסיות**, מקבלת אפוא תמיכה בכל הערכות השווי שביצע אורי כהן לאחר מרץ 2012.

28. דא עקא שהערכות השווי המפורטות של רואה החשבון אורי כהן הופיעו כנספח לדוחות הכספיים של מפ"ב (ולא של בזן). סקירות האנליסטים המסקרים את בזן מעידות על כך שהם לא היו מודעים להערכות השווי הנ"ל, קל וחומר המשקיעים במניות בזן מקרב הציבור.

2. אלעד זלסקו וצבי בוימל – מעלות מאי 2012⁶

29. שני האנליסטים הללו הורידו את דרוג האג"ח של בזן במועד הסקירה המצוין לעיל, אולם כאנליסטים של אג"ח לא עסקו בהערכת שווי לבזן. את שתי עסקות המימון החריגות הם זיהו כעסקות פיננסיות, שיש לצרף אותן לחוב הפיננסי של החברה. על אף זאת, את עסקת אשראי הספקים החריג הם לא תאמו לחוב הפיננסי וכך הם אומרים

⁵ מבחינה מתמטית שיטתו של אורי כהן מניבה סכום מתואם אפקטיבי נמוך מעט משיטת תאום סכום העסקה במועד הערכת השווי, עקב אפקט ההיוון של ההשקעה בהגדלת מלאי שנפרסת על פני שלוש שנים. אבל מדובר בפער נמוך מאד.
⁶ נספח 3 לתגובת המשיבים

- בלשונם: "לדעתנו התקופה המינימאלית עד ליציאה מוקדמת של הספק, גם במידה והפרופיל הפיננסי של בזן ימשיך להיחלש, מעניקה רמת נוחות מסוימת".
30. מעלות העריכה שזו עסקה פיננסית. להערכתה אשראי זה משפר את תזרים המזומנים בטווח הקצר, אף שבמהותו הוא אשראי פיננסי שיש לתאם אותו לחוב הפיננסי נטו. היות ולהערכת מעלות ספק האשראי החריג לא ימשוך את האשראי בטווח הקצר, מעלות לא מצאה לנכון, **בשלב זה**, להגדיל את החוב הפיננסי בגובה אשראי זה. חוות דעתם נותנת תוקף גם למהותה הזמנית הלא ברורה והלא יציבה של עסקת הארכת אשראי הספקים.
31. עם זאת אציין, שבסקירה מאוחרת יותר של בזן על ידי מעלות מיוני 2013 האנליסטים הוסיפו לחוב הפיננסי נטו של החברה סכום של 211 מיליון דולר, כגובה עסקת זמינות המלאי שאותה כאמור זיהו כעסקה פיננסית. תוספת זו משתקפת בטבלה שלהלן שלקוחה מהסקירה של מעלות:

בתי זיקוק לנפט בע"מ

Table 3

Reconciliation Of Oil Refineries Ltd. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (000s \$)

--Fiscal year ended Dec. 31, 2012--

Oil Refineries Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	Revenues	EBITDA	Operating income	Interest expense	Cash flow from operations	Cash flow from operations	Dividends paid	Capital expenditures
Reported	2,407.0	808.8	9,673.2	54.0	(90.5)	123.6	619.6	619.6	--	280.9
Standard & Poor's adjustments										
Trade receivables sold or securitized	122.5	--	--	--	--	7.9	72.5	--	--	--
Operating leases	131.6	--	--	9.9	9.9	9.9	44.0	44.0	--	23.8
Postretirement benefit obligations	--	51.4	--	17.5	0.4	2.4	1.2	1.2	--	--
Surplus cash and near cash investments	(169.0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	--	17.7	(17.7)	(17.7)	--	(17.7)
Share-based compensation expense	--	--	--	1.6	--	--	--	--	--	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	--	(3.1)	--	--	--	--	--
Reclassification of interest, dividend, and tax cash flows	--	--	--	--	--	--	(129.9)	(129.9)	--	--
Reverse changes in working-capital	--	--	--	--	--	--	--	(592.3)	--	--
Debt - Derivatives	(108.0)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Debt - Inventory	211.0	--	--	--	--	--	--	--	--	--
EBITDA - Other	--	--	--	46.0	46.0	--	--	--	--	--
FFO - Other	--	--	--	--	--	--	46.0	46.0	--	--
Total adjustments	188.1	51.4	0.0	75.1	53.2	38.0	16.0	(648.8)	0.0	6.2
Standard & Poor's adjusted amounts										
	Debt	Equity	Revenues	EBITDA	EBIT	Interest expense	Cash flow from operations	Funds from operations	Dividends paid	Capital expenditures
Adjusted	2,595.1	860.2	9,673.2	129.1	(37.3)	161.6	635.6	(29.3)	0.0	287.0

תוספת זו מעידה על כך שבסופו של דבר, גם אם באיחור, מעלות הבינה שמדובר בחוב פיננסי שיש להוסיף אותו לחוב הפיננסי של החברה.

3. אלה פריד, לאומי פרטנרס – יוני 2012⁷

32. המסמך של אנליסטית לאומי פרטנרס אלה פריד הוא מסמך מסווג שנשלח רק ללקוחות לאומי פרטנרס ולא היה בידי בעת הכנת חו"ד הקודמת. לא רק שאין בסיס לטענה כלפי כאילו "הסתרת" אותו אלא שאילו היה בידי הייתי מוכיח באמצעותו את ההטעיה בדיווחי החברה.

33. האנליסטית רואה את שתי עסקות המימון החריגות כהתפתחות חיובית המורידה את החוב הפיננסי החשבונאי של החברה. באופן לא ברור אלה פריד סברה שהיקפן של שתי עסקות אלו מגיע ל- 1 מיליארד דולר, אולי עקב העובדה שהחברה לא נתנה גלוי נאות על גובה עסקת אשראי הספקים החריג. בכל מקרה, בבואה לבחון את שווי החברה בעקבות העסקות אותן היא מכנה "הנזלת המלאי" היא מורידה סכום של 1 מיליארד דולר מה EV של החברה וכך מכפיל ה EBITDA ל-EV יורד כפי שמראה הטבלה להלן המציגה את התחשיב של אלה פריד :

אלה פריד. מודל שווי שוק. יוני 2012	
1220	שווי שוק
2537	חוב פיננסי נטו
3757	EV
192	EBITDA
20	EV/EBITDA
1000	תאום חוב פיננסי
2757	מתואם EV
14	EV/EBITDA
200	מחיר מניה
220	מחיר יעד
10%	פער שווי

34. עקב הקטנת החוב הפיננסי נטו של החברה ב-1 מיליארד דולר שעשתה אלה פריד, המכפיל של החברה, מכפיל ה-EBITDA ל-EV, ירד מ-20 ל-14 מה שגרם לאנליסטית לסבור כי מהלכי עסקות המימון החריג העלו את האטרקטיביות של החברה, לאור

⁷ נספח 5 בתגובת המשיבים

- ירידת המכפיל. בעקבות זאת היא לא היססה להמשיך להמליץ על מחיר יעד גבוה יותר למניה ממחיר השוק שלה, פער של 10% בין 200 ל-220.
35. הניתוח של אלה פריד מצביע על שתי בעיות: ראשית היא משום מה הניחה כי גובה שתי עסקות המימון החריגות הוא 1 מיליארד דולר, מספר שבו השתמשה בחישוביה. שנית היא חשבה בטעות שהעסקות הללו מורידות את החוב הפיננסי נטו של החברה.
36. כתוצאה מכך היא פרסמה תחזית אופטימית לבזן, כולל המשך המלצה על מחיר יעד גבוה של 220 למול מחיר שוק של 200 באותה עת. המלצה זו נשלחה לכל לקוחות לאומי פרטנרס (מאות ואולי אלפי משקיעים), כשהיא מבוססת על ניתוח שגוי של עסקות המימון החריגות.
37. בכך תרמה בזן, באמצעות אלה פריד, לתחושה בקרב המשקיעים כי מצבה הפיננסי ושוויה הנגזר מכך מסמנים על כיוון חיובי התומך במחיר מניה גבוה של 200 ואף מעבר לכך.
38. לאחר גילוי המסמכים החסויים של עסקת זמינות המלאי ביוני 2014, ניתן לקבוע כי עלותה השנתית של עסקת זמינות המלאי עמדה על כ-25.2 מיליון דולר. מדובר בעלות מימון יקרה באופן קיצוני. אבל אלה פריד, שלא היתה חשופה למידע זה שעכשיו נמצא בידנו, סברה בטעות (בשל הטעיית בזן) כי עלות עסקת מימון המלאי היתה 10 מיליון דולר בלבד.

4. אלעד קראוס, הראל פיננסים - אוגוסט ונובמבר 2012⁸

39. אלעד קראוס מהראל פיננסים זיהה כי עסקת אשראי הספקים החריג היא עסקת פיננסית. לכן תאם סכום זה והגדיל בהתאמה את החוב הפיננסי נטו ב- 526 מיליון דולר לצורך הערכת שווי בזן שביצע בשני המועדים לעיל. את עסקת "זמינות המלאי", שאף היא עסקת פיננסית, אלעד קראוס תאר כמהלך פיננסי, ועם זאת - כנראה בשל מורכבותה וההטעיה של בזן בדיווחיה - הוא לא הגדיל כנדרש את החוב הפיננסי נטו של החברה. גם הוא סבר בטעות, כמו אלה פריד, כי מדובר בעסקת שעלותה המימונית לבזן קטנה מעלות המימון של המלאי לבזן וכך הוא כותב:

"בזן מכרה חלק מהמלאי התפעולי שלה לצד ג אשר עלות המימון שלו הינו זולה יותר מאשר של בזן"⁹; כעת לאחר עיון במסמכים שנמסרו ע"י בזן, ניתן לומר שמדובר בעסקת

⁸ נספח 7 ו 9 במסמך התגובה
⁹ עמוד 7 בנספח 7 של תגובת המשיבים

מימון יקרה בריבית דולרית שנתית של כ-11% שגבוהה באופן משמעותי מעלות הריבית של בון מול הבנקים.

להלן תמצית שתי הערכות השווי שביצע אלעד קראוס לעומת הערכות השווי שהיה מבצע אילו היה מתאם כמתחייב את עסקת זמינות המלאי לחוב הפיננסי:

אלעד קראוס חישוב מחיר יעד למניה. אוגוסט ונובמבר 2012				
נובמבר		אוגוסט		
תאום ספקים ללא עסקת זמינות מלאי	תאום מלא	תאום ספקים ללא עסקת זמינות מלאי	תאום מלא	
4069	4069	3936	3936	שווי פעילות
2366	2366	2234	2234	חוב פיננסי נטו
526	756	526	756	תאום חוב תפעולי
2892	3122	2760	2990	סה"כ חוב מתואם
1179	949	1176	946	NAV
1083	1083	891	891	שווי שוק
174	174	150	150	מחיר מניה
194.0	152	194.0	159	מחיר יעד
11%	-12%	30%	6%	פער שווי

40. ניתן לראות כי אילו היה אלעד קראוס מבצע **תאום מלא** של שתי עסקות המימון החריגות, כפי שנדרש על בסיס התיאוריה וכפי שעשה רואה החשבון אורי כהן, היו מחירי היעד שקבע למניית בון נמוכים ב-24% לעומת המחירים שבהם נקב. זו הוכחה נוספת לכך שבון גרמה לכך שכל אנליסט נתן פירוש משלו לעסקות המימון החריגות, וכל זאת כתוצאה ממסירת מידע חלקי. גם כאן המידע החלקי נתן גיבוי לקביעת מחיר מניה גבוה מזה שהיה ניתן, אילו כל המידע הנדרש היה עומד לרשות האנליסטים בזמן. אילו ידע אלעד קראוס על העלויות האמיתיות של עסקת זמינות המלאי (הריבית האפקטיבית), כ-25 מיליון דולר בשנה (כפי שעולה מהמסמכים שבון מסרה לעיון), הוא היה מוריד את מחיר היעד בכמה אחוזים נוספים.

5. ירון זר, כלל פיננסים - מרץ 2013 ויוני 2013

41. בחודש מרץ 2013 ערך ירון זר הערכת שווי לבון, שבה לא ביצע כלל התאמה לחוב הפיננסי נטו של עסקות המימון החריגות. ירון זר סבר (בטעות) שמדובר בעסקות ריאליות, המשפרות את מצבה הכלכלי של החברה. כך גם חשבה אלה פריד. את הערכתו

השגויה הנ"ל ירון זר עשה על בסיס דיווחיה החסרים והמטעים של בזן. דיווחים חסרים אלו הטעו את כלל האנליסטים שמסקרים את בזן.

42. להלן הערכת השווי של ירון זר ממרץ 2013, בשעה שסבר שמדובר בעסקות ריאליות, והערכת השווי שביצע, **לאחר** שיחת וועידה של הנהלת בזן עם משקיעים מוסדיים שהתקיימה ב-20.5.2013. רק אז ירון זר הבין שבזן לא הציגה את מלוא המידע הרלבנטי.

חישוב מחיר יעד למניה. ירון זר		
יוני-13	מרץ-13	
3499	3599	שווי פעילות
1964	2154	חוב פיננסי נטו
550	0	תאום חוב תפעולי
2514	2154	סה"כ חוב אפקטיבי
985	1445	NAV
1,084	1,327	שווי שוק
165	202	מחיר מניה
150.0	220	מחיר יעד
32%		פער בין שתי המלצות

ביוני 2013 ירון זר הוריד את מחיר היעד של מניית בזן מ-220 ל-150 – הפחתה בשיעור של כ-30%! לעומת מחיר היעד של מרץ 2013, וזאת רק בשל תיאום אשראי הספקים. לו היה מתאם את אשראי הספקים כבר בחודש מרץ 2013, ירון זר היה מוריד את המלצתו למחיר המניה ביותר מ-30%. בפועל הפער היה יכול להיות אף גבוה יותר אילו תאם ירון זר גם את עסקת "זמינות המלאי" שאת מהותה, כמו שאר האנליסטים, לא הבין.

43. כאן המקום להגיד כי הצגתו של ירון זר על ידי המשיבים כאנליסט זחוח דעת ולא מקצועי אינה במקומה. ירון זר הוא אנליסט הבית של כלל פיננסים, בעל ניסיון של כ-20 שנה בעבודת אנליזה. טעותו נבעה אך ורק מהטעיית בזן. זה יותר ממובן מאליו שכאשר איש מקצוע שמסקר את החברה מוטעה, מוטעים גם המשקיעים שאינם מיומנים ומקצועיים.

סיכום ביניים

44. טענת המשיבים כי בבסיס הבקשה לאישור תובענה ייצוגית עומדת טעות של אנליסט פזיז ובודד, הינה שגויה. למעט רואה חשבון אורי כהן, שהיתה לו גישה עדיפה למקורות החברה, שלא היתה לאף אנליסט אחר, כל האנליסטים שגו בהערכות השווי שלהם. כולם נתנו ערך גבוה לבזן ממה שראוי היה וכל זאת בעטיו של הדיווח החסר והמטעה.

45. הטחת הביקורת של בזן ברואה החשבון שלומי שוב על המאמר שפירסם ותואר בחוות דעתי הקודמת - גם היא אינה במקומה. אסתפק בכך שאציין ששלומי שוב, מנהל תכנית הלימוד בחשבונאות במרכז הבינתחומי, מוערך כאחד מרואי החשבון המבריקים בשוק, ולא במקרה נבחר לאחרונה, בסקר שערך העיתון כלכליסט בין 50 רואי חשבון, כטוב בישראל בתחום ה-IFRS¹⁰. מאמרו של שלומי שוב על החשבונאות היצירתית של בזן, קוסמטיקה חשבונאית, מוצג ומנותח בימי עיון שנערכים בתחום החשבונאות במקומות שונים.

פרק ו – הערה לגבי הדרך שבה מציג פרופסור יורם עדן את חוות דעתי

46. בהתייחסו לחוות דעתי, פרופסור יורם עדן טועה ומטעה, כפי שיובהר להלן.
47. בסעיף 22.1 מצטט פרופסור עדן מחוות דעתי, ולאחר מכן מפרש את כוונתי באופן מוטעה שאינו משתמע מדברי:

22.1. ד"ר אמיר חזר ומדגיש כי:

"השווי הנכסי הנקי מחושב על פי שווי הפעילות של חברה בניכוי החוב הפיננסי נטו ולכן הגדלת החוב הפיננסי נטו מתרגמת מיידית לירידה בשווייה הנכסי הנקי של החברה, באותו סכום שבו גדל החוב הפיננסי".

22.2. ד"ר אמיר למעשה קובע כי יש לנתק בין שווי פעילות החברה, הנקבע לשיטתו על פי משתנים רבים, לבין היקף החוב הפיננסי נטו שלה: לשיטתו של ד"ר אמיר נטילת הלוואה לשם ביצוע השקעה אינה מעלה כהוא זה את שווי פעילות החברה, כלומר כל השקעה שחברה מבצעת באמצעות נטילת חוב יורדת, כביכול, לטמיון באותו היום בו בוצעה.

48. אמנם בפרקטיקה הכלכלית, שווי הפעילות נאמד על בסיס תחזית עתידית לתזרים מזומנים הכולל של החברה (DCF). אחר כך המעבר לשווי נקי (כלומר לבעלי המניות, מכונה בד"כ NAV) מתבצע ע"י נטרול החוב (שהוא חלקם של המלווים בשווי הפעילות) ונטרול התחייבויות אחרות שאינן תפעוליות. לא ברור מדוע בחר פרופסור עדן לקפוץ למסקנה המסולפת לפיה קבעתי כי נטילת הלוואה מורידה את שווי החברה: נטילת הלוואה לשם השקעה מגדילה מחד את החוב הפיננסי בהווה ומנגד צפויה להגדיל את תזרים המזומנים העתידי של החברה; במידה והתזרים העתידי החזוי מההשקעה גבוה

¹⁰ ראה <http://www.universities-colleges.org.il>/רוח-שלומי-שוב-הבינתחומי

- (בערכים מהוונים כמובן) מהחוב הנוכחי שמימן אותה (לשון אחרת NPV חיובי) הרי שההשקעה תגדיל את השווי הנכסי של החברה.
49. הדוגמא המספרית של פרופסור עדן מקובלת עלי אך היא לא מעלה ולא מורידה מן העניין. זאת משום שהקושי בביצוע הערכת שווי לחברה שמבצעת תדיר עסקות המשפיעות על רמת ההון החוזר (למשל ניכיונות, עסקות מכירת מלאי, שינוי בתנאי תשלום לספקים) הינו בקביעת הרמה ה"נורמלית" של הון חוזר. משתנה זה כמובן אינו נצפה ולכן בפועל נדרש מעריך השווי לקבוע באיזו מידה ההון החוזר התפעולי של החברה הינו "נורמלי". לשון אחרת: מעריך השווי חייב להתייחס לשאלה באיזו מידה ימי הלקוחות ומלאי ספקים הקיימים הינם ברי קיימא ומייצגים את רמת ההון החוזר שהחברה צפויה הנדרשת לשמר בעתיד.
50. השאלה שבמוקד היא האם נתנה בזן גילוי נאות שאיפשר למשקיעים (ובכללם האנליסטים המקצועיים המסקרים את החברה) להעריך באיזו מידה העסקות הנדונות היו עסקות ריאליות המשקפות את רמת ההון החוזר הפרמננטית של בזן ובאיזו מידה היו אלה עסקות בעלות אופי פיננסי החורגות מפעילות ריאלית במהלך מחזור עסקים רגיל.
51. ככל שהיו אלה עסקות פיננסיות "חריגות", כלומר שאינן "ריאליות" ובמהלך עסקים רגיל, נדרש ממעריך השווי לתת עליהן את הדעת במעבר משווי פעילות לשווי חברה – ועל כך דומני כי אין מחלוקת ביני ובין פרופסור עדן.
52. אני חולק על המסקנה השגויה שאליה הגיע פרופ' עדן כאילו המשקיעים הבינו נכון ובזמן אמת את מהותן האמיתית של העסקות. זו מסקנה בלתי מתקבלת על הדעת כאשר כל אחד מארבעת האנליסטים שסיקרו את החברה בתקופה, נתן לעסקות אלו פירוש שונה וכאשר כל האנליסטים הנ"ל בשורה התחתונה נתנו לחברה שווי גבוה ממה שהיו נותנים אילו היו מוצגות עסקות אלו בצורה נאותה.

פרק ז – כיצד השפיעה ההצגה המוטעית של עסקות המימון החריגות על מחיר מניית בזן?

53. בחוות דעתי הקודמת הצעתי שיטה לאומדן הערכת היתר של מניות בזן בתקופה ינואר 2012 עד ליוני 2013, תקופה שבה הוטעו המשקיעים במניות החברה בעקבות הטעויות של האנליסטים שסיקרו את מניות בזן, שהם מצדם הוטעו על ידי דיווחי החברה החסרים והמטעים. בתמצית הצעתי מודל כלכלי המחשב את הערכת היתר של מניית

- החברה בתקופת ההטעיה עקב מסקנה שגויה של המשקיעים והאנליסטים (כל אחד וטעותו) שבזן בצעה עסקות מימון חריגות שהעלו אות שוויה.
54. כוונתי לא היתה לנתח ארוע נקודתי בודד של נפילת מניה באבחה אחת כתוצאה מאירוע אחד מובהק שתרים לירידה משמעותית ברת זיהוי במניה.
55. טענתי היתה כי לאורך כל התקופה הציגה בזן למשקיעים מצג שווא כאילו מצבה טוב יותר מאשר היה בפועל, עקב הערכתם של המשקיעים כי בזן בצעה שתי עסקות ששיפרו בצורה משמעותית את מצבה ע"י הקטנת החוב הפיננסי שלה.
56. ההתפכחות לשיטתי, ממצב דברים זה, שבו המשקיעים מעריכים הערכת ייתר את בזן היתה צריכה להגיע, שהרי תפיסה זו בטעות יסודה ובסופו של דבר הטעות תתגלה והשוק יעשה את שלו.
57. פרסום המאמר של רו"ח שלומי שוב והמלצת הורדת מחיר המניה של ירון זר ביוני 2013, שימשו אותי לגידור תקופת ההטעיה בין ינואר 2012 ליוני 2013 תקופה שבה המשקיעים בבזן נשענו על מידע חסר ומטעה. אבל יתכן ותקופת ההטעיה נמשכה אף מעבר לכך וכתוצאה מכך בזן איבדה את אמון המשקיעים וכל זה בא לידי בטוי במחיר המניה, עד עצם היום הזה.
58. אינני מתיימר לכמת בוודאות עד כמה תרמו אירועי המימון החריגים שלא דווחו כהלכה לירידת מחיר מניית בזן ועד כמה תרמו התפתחויות ריאליות אחרות. אציין, שמניית בזן ממשיכה לדשדש בגובה נמוך של כ- 100 בעת כתיבת חוות דעת זאת, מחצית ממחירה בראשית שנת 2012 ו- 2013, הגם שהוסרו בחודשים האחרונים אי הוודאויות שאפפו את החברה, גויס הון נוסף ואג"ח, נחתמו הסכמים חדשים עם הבנקים, מתקן המידן החדש פועל כהלכה והגז זורם כסדרו. כל אלו היו צריכים להביא, לכאורה, לשיפור משמעותי במצב החברה ולהשפיע גם על מחיר המניה.
59. בפועל היתה שנת 2013, שבמהלכה ירדה מניית בזן מרמה של כ- 200 לרמה של כ- 100, שנה טובה יותר מבחינה עסקית לבזן מאשר שנת 2012; הרווח הגולמי עלה מ- 103 מיליון דולר ל- 259 מיליון דולר; הרווח התפעולי עלה מהפסד של 90 מיליון דולר לרווח של 44 מיליון דולר; ההפסד הנקי הצטמצם מהפסד של 198 מיליון דולר להפסד של 167 מיליון דולר, ה- EBITDA עלתה מ- 116 מיליון דולר ל- 266 מיליון דולר ומרווח היחוס של בזן עלה מ- 4.9 דולר לחבית ל 5.3 דולר לחבית. ובכל זאת המניה התרסקה ב- 50%.
60. ההסבר שלנו להתרסקות זאת, לפחות בחלקו (שהרי דיברנו על ירידה של 30% ולא 50%) הוא כאמור חשיפת מהותן האמיתית של עסקות האשראי החריג, שכיום היקפן הכולל

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

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

עומד על כ- 1 מיליארד דולר. מדובר באשראי פיננסי יקר ולא יציב, שכיום מהווה משקולת כבדה, אבן ריחיים על צווארה של בזן, ועובדה זו, באיחור של שנה וחצי לפחות, ידועה כבר לכל המשקיעים בחברה. אשראי יקר ובלתי יציב זה פוגע בתוצאות העסקיות של החברה וחמור מכך, הוא מגדיל את הסיכון העסקי של החברה, התלויה בספקים שלה לצורך מימון הפעילות השוטפת שלה. זו תופעה יוצאת דופן בעולם העסקי. המשקיעים במניה כבר הפנימו במשך הזמן את מהותן הפיננסית של העסקות (הגם שפרטים מהותיים עליהן טרם גולו). מכאן המחיר הנמוך של המניה כיום, שאת ראשיתו יש כאמור למצוא בעסקות שלא ניתן עליהן גילוי נאות בראשית שנת 2012.

61. חוות דעתי אינה עומדת בסתירה לתאוריית השוק היעיל של פרופסור יוגין פאמה שאותו מצטט פרופסור יורם עדן. ההפך הוא הנכון: במידע החלקי שמסרה בזן על עסקות המימון החריג שלה יש לראות כאירוע מתמשך שבו המשקיעים מקבלים החלטות מוטעות, על בסיס מידע שגוי וחלקי, ורק כאשר הגיע לשוק כל המידע הרלבנטי והופנם על ידי כל השחקנים, בוצע מהלך התיקון של השוק והמניה ירדה כפי שירדה.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

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

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

[Redacted content]

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

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

[Redacted content]

מאיר אמיר
יולי 2014