

**חוות דעת מומחה – בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד חברת א. דורי בניה בע"מ, א. דורי
קבוצה בע"מ ואחרים עקב דיווחים כספיים הכוללים פרטים מטעים באשר למצבה הפיננסי
האמיתי של א. דורי בניה בע"מ**

שמי ד"ר מאיר אמיר, 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.

נתבקשתי על ידי עורכי הדין רון דרור, אופיר מנצ'ל, אילן ורדניקוב, רונן להב וישראל וולנרמן
להכין חוות דעת של מומחה כלכלי שתוגש במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית שתוגש
לבית המשפט המחוזי בתל אביב (המחלקה לעניינים כלכליים), כנגד חברת א. דורי בניה בע"מ
(להלן החברה) ואחרים, בגין נזק שנגרם לבעלי מניות החברה ובעלי מניות חברת האם א. דורי
קבוצה בע"מ.

עילת הבקשה לאישור התובענה הייצוגית היא דיווחי החברה מהם עולה יחדיו כי קיימת
סטייה מהותית ביותר באומדני ההכנסות והעלויות של הפרויקטים שהיא מבצעת, אומדנים
המשמשים להכנת הדוחות הכספיים בכלל ודוחות רווח והפסד בפרט. גובה הסטייה המדוברת
עומד על 445 מיליון ₪ לפי דיווחי החברה.

לדברי החברה, הטעויות המהותיות הללו תחילתן באוקטובר 2012, עם תחילת הרבעון הרביעי
לשנת 2012 ולכן נדרשה החברה לתקן את הדוחות הכספיים שאושרו מאז, ולהציג מחדש,
Restatement את דוחותיה הכספיים כדי לשקף נכונה את מצבה העסקי האמיתי במועדים
אלו.

חוות דעתי להלן, חוות דעת של מומחה כלכלי, תעסוק בכל ההיבטים הכלכליים והכמותיים
הנובעים מדיווחים חריגים אלו תוך התמקדות באחריות החברה לתת דיווחים מדויקים
ואמינים על מצבה הכספי של החברה בזמן אמת וכיצד יש להבין ולנתח את מחדליה של
החברה, כאשר לא עמדה בחובות בסיסיות אלו.

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.

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.

1992-2014 - 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 וחוות דעת שהוגשו לבית המשפט, 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 גריאטריים. 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. בדיקת הסכם הפשרה בתביעה ייצוגית נגד החברה המרכזית למשקאות בע"מ (קוקה קולה).
4. חוות דעת מומחה בתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בדיסקונט השקעות בגין השקעתם הכושלת בעיתון מעריב (חוות הדעת מומנה על ידי הרשות לניירות ערך).

5. חוות דעת מומחה למשכן לבוררות ופתרון סכסוכים ע"פ הזמנת השופט בדימוס בועז אוקון, בקשר עם הליך בוררות בין חברת ניטרון מקבוצת שיכון ובינוי לחברה להשבת קולחים חדרה.
6. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בתל אביב בהקשר של תביעת נאמני האג"ח של בזק נגד מנהלי החברה בגין חלוקת דיבידנדים שלא מרווח.
7. חוות דעת מטעם התובעים בתביעה ייצוגית נגד תנובה בקשר למחיר הקוטג'. (חוות הדעת מומנה על ידי משרד המשפטים).
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 השלום בתל אביב בקשר לתביעה שעניינה זכויות חכירה בגוש הגדול בת"א.
11. חוות דעת מומחה בבוררות שהתנהלה במשכן לבוררות ופתרון 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 (ישראלמקו, אקוויטל, יואל).
13. חוות דעת עבור ההסתדרות וועדי העובדים בנמלים בחיפה ואשדוד, שהוגשה לבית הדין הארצי לעבודה, באשר לרפורמת הנמלים המתוכננת והשפעתה על שכרם ותנאי העסקתם של עובדי הנמלים (יחד עם פרופסור אביה ספיבק).
14. חוות דעת מומחה בתביעה ייצוגית נגד חברת בתי הזיקוק בע"מ בגין הצגה חלקית ומטעה במאזניה ובהודעותיה לבורסה של עסקות אשראי ספקים חריגות שנעשו בשנים 2012-2013.
15. חוות דעת לחברת חישולי כרמל, חברת בת של תאגיד UTC האמריקאי, בקשר לשומת מס שהושתה על החברה על ידי מס הכנסה.

16. חוות דעת למשרד האוצר על הארגון מחדש של ענף המחצבות בישראל. (בשיתוף עם חברת פז הנדסה וכלכלה)
17. שתי חוות דעת שהוגשו לבית הדין לעבודה בתל אביב שעוסקות בזכויות של עובדים שפרשו מהחברה לקבלת תמורה על עבודתם וזכותם להמשיך ולפעול באותו תחום עיסוק
18. חוות דעת שהוגשה לבית המשפט המחוזי בירושלים במסגרת בקשה לאישור תביעה נגזרת מצד אחד מבעלי המניות בחברת מלון שלום בע"מ

חוות דעת זאת מתבססת על המסמכים כמפורט להלן:

- מאזנים מבוקרים של החברה לשנים 2009-2013.
- מאזן מסוקר של החברה לרביע הראשון של שנת 2014
- מאזנים של חברת האם של החברה, קבוצת א. דורי בע"מ, לשנים 2009-2013
- מאזן מסוקר של קבוצת א. דורי בע"מ לרביע הראשון של שנת 2014
- הצעת רכש למניות החברה שהציעה קבוצת א. דורי בע"מ יוני 2014
- בקשות לאישור תובענה ייצוגית שהוגשו נגד החברה ואחרים.
- הודעות שהעבירה החברה לבורסה בשנים 2013 ו- 2014 ובכלל זה דיווח מידי על אזהרת רווח לרביע הראשון של שנת 2014 (הפסד של 27-37 מיליון ₪) מיום 12.5.14, דיווח מידי על טעות מהותית המחייבת הצגה מחדש (Restatement) של ספרי החברה לשנת 2013 (גידול בהפסד גולמי של כ- 10.8 מיליון ₪) מה- 26.5.14, ודיווחים מידיים מיום 27.7.14 ומיום 28.8.14 בדבר סטייה מהותית באומדנים (הפסדים) בשיעור של כ- 445 מיליון ₪ המחייבים הצגה מחדש (Restatement) של ספרי החברה מרבעון אחרון לשנת 2012 ואילך.
- דוח חברת מדרוג מה- 29.7.14 על הורדת דרוג האג"ח של החברה
- מצגת של החברה למשקיעים מאפריל 2013
- תשקיף לגיוס הון ראשוני של החברה מפברואר 2010 ותשקיף מדף מאוגוסט 2011
- דוחות כספיים של החברות הציבוריות: דניה – סיבוס, צמח המרמן, שיכון ובנוי, אורתם סהר ואלקטרה נדל"ן לשנת 2013

- מאזן החברה לתום הרבעון השני של שנת 2014 והמאזנים שהוצגו מחדש לסוף שנת 2013 ולרבעון הראשון של שנת 2014
 - הודעות שהעבירה החברה לבורסה במרוצת חודש אוגוסט 2014
- בנוסף** לכך קיימתי מספר פגישות ושיחות עם מנהלים בחברות ביצוע, מהנדסים העוסקים בליווי פיננסי של פרויקטי נדל"ן ואנשי כספים וכלכלה העוסקים בתחום.

מטרת חוות הדעת ומבנה חוות הדעת

במהלך שנת 2014 ארעו בחברה מספר אירועים מהותיים שחייבו דיווח מיוחד לבורסה לאור העובדה שמדובר היה באירועים חריגים שלא במהלך העסקים הרגיל של החברה:

1. דיווח מידי על אזהרת רווח לרביע הראשון של שנת 2014 מה 12.5.14 (לפני תחילת המסחר) שהעריך כי הרביע הראשון יסתיים בהפסד של 27-37 מיליון ₪ שאמנם בפועל התממש כאשר פורסם המאזן לרביע זה, שבו נרשם הפסד תפעולי לחברה של 37 מיליון ₪.
2. דיווח מידי על אירוע מהותי בחברה מיום 26.5.14 (לפני תחילת המסחר) שבו דווח כי יש להציג מחדש את ספרי החברה לשנת 2013 עקב טעות ברישום הכנסות והוצאות בפרויקטים בביצוע בהיקף של 10.8 מיליון ₪.
3. דיווח מידי מיום 27.7.14 (בסמוך לתחילת המסחר) על הפסד נוסף צפוי, עובר למאזן החברה לסוף הרביע הראשון של שנת 2014, **בסך 250-350 מיליון ₪** אשר יחייב הצגה מחדש של ספרי החברה וישפיע מיידית ובאופן דרמטי על מצבה הפיננסי והעסקי של החברה על כל הבטיו (לרבות מחיקת כל ההון העצמי של החברה).
4. דיווח מידי מיום 28.8.14 (בסמוך לתחילת המסחר) לפיו, בניגוד לטווח ההפסד שניתן בדיווח הקודם, שיעור הסטייה בפועל הינו גבוה יותר ועומד על כ- **445 מיליון ₪**.

אזהרת הרווח שעליה דיווחה החברה במאי 2014 לגבי התוצאות העסקיות ברביע הראשון של שנת 2014 היתה ארוע חריג בהסטוריה של החברה;

אין ספק בכך שהאירוע שדווח במאי 2014, לפיו על החברה להציג מחדש את המאזן שלה לשנת 2013, שכבר אושר ודווח לרשויות ולמשקיעים, מהווה אירוע מהותי וחריג, ובמקרה שלנו כאן מדובר על הקטנת הכנסות רטרואקטיבית עקב טעות בדיווחי ואומדני החברה.

יצוין שהחברה היא חברה ציבורית סולידית, העוסקת שנים רבות בתחום קבלנות ביצוע בישראל, שעד לאותו מועד נחשבה לחברה אמינה, בעלת מוניטין ללא דופי.

אבל שני אירועים אלו, חריגים כפי שהיו, לא יכלו להכין את המשקיעים לדיווח השלישי שהגיע ביום ראשון ה- 27.7.14 על הפסדים נוספים צפויים של 250-350 מיליון ₪ שבסופו של יום נתגבשו בדיווח מיום 28.8.14 לסכום גבוה יותר משמעותית של 445 מיליון ₪. לאמר שהדיווח על ההפסד הנוסף הבלתי צפוי בסך 445 מיליון ₪ האפיל וגימד את ההודעות הקודמות, יהא משום אנדרסטימנט מובהק.

הטענה המונחת ביסוד כתב התביעה כאן ובחוות דעתנו היא כי גילויי כשלי החברה פגעו פגיעה אנושה במשקיעים בחברה, והם פועל יוצא של ניהול כושל ורשלני בצורה קיצונית של החברה, שנמשך תקופה ארוכה, שהביא לכך שהחברה, לא רק שהפסידה סכומי עתק בעבר, (שיתכן ואף לא היתה מודעת להם בזמן אמת עקב התנהלותה הרשלנית, שלא לאמר מופקרת) אלא שהיא כשלה כשל מהותי בהפרת חובתה לדווח על הפסדים אלו, רבעון אחר רבעון, במשך שנים, כאשר הפסדים אלו קרו. לכן, כל מי שרכש את מניות החברה בתקופה זו, **תקופת ההטעיה**, הוטעה על ידי החברה ורכש את מניותיה במחיר מופרז ומופקע, שלא שיקף את מצבה העסקי לאשורו, ועל החברה ושאר הנתבעים בתיק זה לפצות את המשקיעים בחברה מקרב הציבור, בגין אותה הטעיה מהותית.

המסמך להלן יסביר ויבהיר מהי אותה הטעיה שהמבקשים טוענים לה, מדוע היא מצדיקה את התביעה לפיצוי המשקיעים עקב הנזק שגרמה להם החברה, כיצד יש לחשב את גובה הנזק ומהי קבוצת המשקיעים אשר זכאית לקבל את סכום הנזק הנטען.

כל זאת יוסבר להלן, בפרוטרוט אך בקצרה, על בסיס קריאתנו וניתוחנו את הדוחות הכספיים של החברה לתקופה הרלבנטית, כולל כמובן הדוחות שהוצגו מחדש.

מהניתוח שנציע נחשב את אומדן הנזק, נגדיר את קבוצת המשקיעים שנפגעה ונאמוד את סכום הפיצוי, הכספים שצריכה החברה להחזיר לבעלי מניותיה שאינם בעלי שליטה בחברה.

מבנה חוות הדעת יהיה כדלקמן:

בפרק א ניתן סקירה תמציתית על החברה, סיכום תוצאותיה העסקיות מאז הפכה לחברה ציבורית, מאפייני הענף שבו היא פועלת, שיטת הדיווח על הכנסות והוצאות ומשמעות הדבר מבחינת אחריות המנהלים על הדיווח התקופתי בחברה.

בפרק ב נעסוק בניתוח שני האירועים החריגים הראשונים של שנת 2014: הצורך להציג מחדש את הספרים לשנת 2013 עקב טעות באומדן הכנסות בשני פרויקטים במאזן לשנת 2013 וההפסד המהותי שעליו דווח ברביע הראשון של שנת 2014.

בפרק ג נעסוק באירוע החריג השלישי, אירוע חסר תקדים, שעומד בלב הבקשות לאישור תובענה ייצוגית. אירוע זה מצדיק לדעתנו לתבוע את החברה ומנהליה בגין דיווח מטעה, מתמשך, שגרם למשקיעים בתקופה לרכוש את מניותיה במחיר גבוה ומופרז, שמקורו בדיווח מוטעה במאזני החברה באשר למצבה הפיננסי, דיווח מטעה בדוחות רווח והפסד בתקופה, שהעיד לכאורה על איתנותה הפיננסית של החברה, על רווחים שנרשמים לכאורה מדי רבעון. דיווח על חברה בעלת הון עצמי של למעלה מ 200 מיליון ₪, שנמחק באחת לאחר גלוי ההפסדים הללו.

בפרק ד נעסוק בסוגית אומדן הנזק: נקבע מהי תקופת ההטעיה, נגדיר את קבוצת המשקיעים הזכאית לקבלת פיצוי כספי בגין הנזק שהסבה להם החברה ונחשב את גובה הנזק שנגרם למשקיעים.

בפרק ה נציע אומדן דומה לגבי קבוצת א. דורי בע"מ, חברת האם של הקבוצה אשר המשקיעים בה נפגעו מהדיווח המוטעה של החברה.

בפרק ו נביא דברי סיכום לחוות דעתנו.

פרק א' – תיאור קצר של החברה ותוצאותיה העסקיות

1. החברה היא חברה העוסקת בקבלנות ביצוע של פרויקטים בתחום הנדל"ן: מגורים (בעיקר מגדלי מגורים) תעשייה, מלונאות, מסחר, משרדים ופרויקטים אחרים. החברה הוקמה בשנת 1998 והפכה להיות חברה ציבורית במרץ 2010. שמה של החברה, א. דורי בניה בע"מ נושא את שמו של מיסד החברה, שראשית פעולתה היתה כבר בשנות ה-60 של המאה הקודמת. אורי דורי, שהיה נשיא התאחדות הקבלנים (התאחדות בנוי הארץ כיום) נחשב כאחד הקבלנים הוותיקים, המנוסים ובעלי המוניטין שפעלו בארץ ואת מניותיו בחברה מכר לבעלי השליטה הנוכחים בראשית שנת 2011 ובכך ניתק כל קשר עם החברה.
2. תחום קבלנות הביצוע הוא תחום מאד תחרותי. בישראל פועלים אלפי קבלני ביצוע ומהם לפחות 5-10 קבלני ביצוע גדולים שיכולים להתחרות עם החברה על כל פרויקט ביצוע שמוצע בשוק. חברות ציבוריות כמו שיכון ובנוי (סולל בונה), דניה סיבוס, אלקטרה נדל"ן, אורתם סהר וצמח המרמן, מהוות תחרות ישירה לחברה. כתוצאה מתחרות זאת, שולי

הרווח בענף קבלנות הביצוע בישראל הם נמוכים : רווח גולמי שנע בין 5%-10% מההכנסה ורווח תפעולי שנע בין 2%-7% מההכנסה. על מנת להמשיך ולהרוויח על החברות לנהל את הפרויקטים שלהן תוך פיקוח צמוד על ההוצאות ולוח הזמנים לביצוע.

3. עיקר ההתקשרויות בתחום קבלנות הביצוע הן בשיטה הפאושליט, Turn Key, שבה התמורה לקבלן מושתתת על מחיר קבוע שנקבע מראש לביצוע העבודה כולה, בדרך כלל צמוד למדד מחירי התשומות לבניה. התשלום נעשה על פי אבני דרך שנקבעות מראש. כל התשלומים המשולמים במהלך ביצוע הפרויקט נחשבים כתשלומי ביניים, עד למסירת הפרויקט למזמין. כן מתבצעות התקשרויות בשיטת כמויות למדידה, לפיה התשלום נעשה על פי כמות העבודה המבוצעת, כפי שהיא נמדדת בפועל, על פי המחירים הנקבעים בכתב הכמויות. כל הפרויקטים מתבצעים באמצעות קבלני משנה, כאשר החברה, כקבלן הביצוע הראשי, היא זאת שאחראית על הפרויקט בפני הלקוח. את רכישת חומרי הבניה מבצעת בדרך כלל החברה בעצמה באופן מרוכז.
4. הכרה בהכנסות בשתי שיטות ההתקשרות לעיל נעשית על פי השיטה היחסית, או שיטת שיעור ההשלמה, לפיה מוכרות הכנסות על פי החלק היחסי של ההוצאות שכבר הוצאו על הפרויקט, יחסית לאומדן העלות המקורי של ביצוע 100% של הפרויקט. תנאי להכרה בהכנסות בשיטה זאת הוא דיווח מדויק על שלב הביצוע שבו נמצא הפרויקט, אומדן מעודכן ומהימן של סך עלות ביצוע הפרויקט, עמידה בתכנית ההוצאות המקורית ודיווח מהימן על מצבו של כל פרויקט הנמצא בביצוע. בכל מקרה של אי וודאות לא ניתן לדווח על רווח בפרויקט הנמצא בביצוע והוא מוצג על פי עלותו בלבד, ללא רווח. במידה ופרויקט מורה על הפסד, מחייב הדבר הפרשה מיידית בגודל כל ההפסד הצפוי בלא קשר לשיעור ההשלמה של הפרויקט. מערכת הבקרה על התקדמות הפרויקט נעשית על ידי הלקוח, הממנה מפקח מטעמו, על ידי מנהל הפרויקט מטעם החברה, על ידי מערכת הפיקוח והבקרה של החברה ובפרויקטים גדולים על ידי הנהלת החברה. בצד זה נדרשת בקרה מצד המערכת הכספית של החברה, מערך הביקורת הפנימית ורואי החשבון של החברה.
5. הנה התייחסות לנושא הקרדינלי של אומדן ההכנסות בחברה כפי שהוא מופיע בביאור לדוח השנתי לשנת 2013 :

באור 3: - עיקרי האומדנים וההנחות בעריכת הדוחות הכספיים

אומדנים והנחות

להלן ההנחות העיקריות שנעשו בדוחות הכספיים בקשר לאי הודאת לתאריך המאזן ואומדנים קריטיים שחושבו על ידי הקבוצה ואשר שינוי מהותי באומדנים ובהנחות עשויים לשנות את ערכם של נכסים והתחייבויות בדוחות הכספיים בשנה העוקבת:

- הכנסות מעבודות על פי חוזי הקמה

הכנסה מעבודות על פי חוזי הקמה מוכרת, בין השאר, כאשר ההכנסות והעלויות הכרוכות בביצוע העבודה ידועות או ניתנות לאומדן מהימן. קביעת אומדני ההכנסות והעלויות בגין חוזי הקמה דורשת מהנהלת החברה לבצע תחזית מפורטת של תזרימי מזומנים עתידיים הצפויים להתקבל ממזמין העבודה ושל העלויות העתידיות החזויות להיות משולמות על ידי החברה בכדי לממן את ביצוע העבודה. הנהלת החברה מבצעת בחינה מחדש של האומדנים הנ"ל בכל תאריך מאזן. במידה וסכום העלויות הכרוכות בביצוע הפרויקט עולות על ההכנסות החזויות, החברה מכירה במלוא ההפסד הצפוי וזאת ללא קשר לשיעור ההשלמה.

6. היות ומדובר בחברה למטרות רווח, הנחת היסוד היא כי כל פרויקט שנחתם מתוכנן להביא רווח לחברה. למרות זאת, בחברה שמנהלת מדי שנה מאות פרויקטים, ובעיקר אמורים הדברים בפרויקטים גדולים, המתנהלים על פני שנים, בהיקף כספי ממוצע של למעלה מ-150 מיליון ש"ח כ"א, (בתקופה הרלבנטית היו 35 פרויקטים כאלו והם היוו כ-80% מהמחזור) תיתכנה סטיות, בעיקר באומדן ההוצאות ובלוח הזמנים, ופרויקטים מסוימים יסתיימו בהפסד, בניגוד לצפי הראשוני. מאידך, פרויקטים אחרים יסתיימו ברווח מעל המתוכנן שכן הסטיה בחישוב ההוצאות אמורה לפעול בשני הכיוונים. נקודת המוצא של משקיעים בחברת ביצוע קבלנית ציבורית היא כי מערך הדיווח והבקרה של החברה, שמזין את המערכת הכספית והחשבונאית שלה, הוא מערך אמין, מקצועי וקפדני, כפי שמפורט בבאור 3 לעיל, כך שבכל עת דיווחי החברה ברמה פרויקטלית משקפים נאמנה את מצבו העסקי של כל פרויקט ובמצטבר את מצבה העסקי של החברה, את דוח הרווח וההפסד התקופתי שלה. וגם אם יקרו שינויים ברמת הפרויקטים הבודדים בין תקופת דיווח אחת לזו העוקבת אחריה, לא יוכלו שינויים אלו להביא לשינויים משמעותיים במצבה של החברה, שהרי הבקרה מתבצעת מדי רבעון והסטיות באומדנים פועלות לשני הצדדים.
7. עוד שתי הערות לסיום בנושא זה: במידה והחברה אינה סומכת על מערכת הבקרה הפרויקטלית שלה, היא אמורה לדווח על תוצאות הפרויקטים בשיטת העבודות הגמורות, שאף היא שיטה מקובלת בחברות ביצוע. בשיטה זו כל עוד לא הסתיימו הפרויקט והוכרו רווחיו, יש לדווח עד מועד זה על פי ההוצאות בפועל ללא יחוס רווח לפרויקט, כל עוד שוררות אי וודאות לגבי האומדנים והרווחים במהלך הביצוע. בחירתה של החברה לדווח

על רווחים בעת ביצוע הפרויקטים, בשיטה היחסית, כמוה כהודאה למשקיעים כי מערכת הבקרה שלה היא ברמת מהימנות כזאת שיכולה לדווח בביטחון על רווחים עוד במהלך הפרויקט. הערה שניה היא לגבי אחריותם של רואי החשבון של החברה, שגם הם בין הנתבעים בבקשה זו: כמובן שרואי החשבון, גם במסגרת הדוח המבוקר השנתי, אינם יכולים לבצע בדיקה פרטנית של כל הפרויקטים בחברה. אבל חובתם לבצע מדגם מסוים, שיבחנו באופן מדוקדק ויתנו לרואי החשבון אפשרות לבחון את דיווחי החברה ומהימנותם. אילו היתה נעשית בדיקה כזאת, הרי היא היתה מגלה, אל נכון, את הכשל היסודי שעומד בבסיס תביעה זו, שכן, כפי שנראה בהמשך, כל הפרויקטים הגדולים לבניה למגורים, כמעט ללא יוצא מהכלל, הסתבר בדיעבד, כי הסתיימו בהפסד, שאותו ניתן היה לאתר בסמוך לקרותו.

8. הנה להלן תמצית התוצאות העסקיות של החברה מאז הפכה להיות חברה ציבורית (כפי שדווחו): בשלוש השנים הראשונות לפעולתה היה שיעור הרווח הגולמי בין 6%-9% ובשנת 2013 הוא ירד לשיעור של 4.5%. התשואה נטו על ההון העצמי בשלוש השנים הראשונות נעה בין 21% ל-18% והיא ירדה ל-4% בשנת 2013. ברביע הראשון של שנת 2014 עברה החברה להפסד תפעולי בשיעור של 6.5% מהמחזור שהוביל להפסד נקי של 27 מיליון ₪ ועל כך בהמשך.

דורי בניה תמצית רווח והפסד . 2010-2014 . מיליוני ₪					
2014 רבע 1	2013	2012	2011	2010	
372	1586	1642	1406	1058	הכנסות
398	1517	1543	1316	971	עלות ביצוע
-26	69	99	90	87	רווח גולמי
-6.5%	4.5%	6.4%	6.8%	9.0%	שיעור הרווח הגולמי
11	46	48	48	40	הנהלה וכלליות
-37	23	51	42	47	רווח תפעולי
1	9	2	-2	1	הוצאות מימון
-38	14	49	44	46	רווח לפני מס
-10	5	13	12	11	מס חברות
-28	9	36	32	35	רווח נקי
207	233	200	178	162	הון עצמי לסוף התקופה
-13.5%	3.9%	18.0%	18.0%	21.6%	תשואה על ההון העצמי

9. התוצאות לעיל הן על בסיס המאזן המאוחד של החברה. פעילות הבניה הקבלנית הפרויקטלית מתבצעת בחברה (סולו), ללא חברות הבנות. להלן תמצית תוצאות דורי (סולו) שאינן כוללות את ההכנסות של החברות הבנות ומשקפות רק את תוצאות קבלנות הביצוע בתקופה:

דורי בניה (סולו) תמצית רווח והפסד . 2010-2014 . מיליוני ₪					
2014 1 רבע	2013	2012	2011	2010	שנה
238	1142	1237	993	572	הכנסות
-38	32	50	42	36	רווח גולמי
-16.0%	2.8%	4.0%	4.2%	6.3%	רווח גולמי %
-44	3.5	23	16	16	רווח תפעולי
-18.5%	0.3%	1.9%	1.6%	2.8%	רווח תפעולי %
582	571	435	325	195	חוב לקוחות
365	402	368	302	173	חוב לספקים וקבלני משנה
217	169	67	23	22	הון חוזר תפעולי

10. פעילות הביצוע בדורי בניה (סולו) היתה בהיקף כספי שנתי ממוצע של כמיליארד ₪ בשנה. בשנתיים הראשונות, 2010 ו- 2011 כמעט ולא היה לחברה צורך בהון חוזר תפעולי שכן האשראי שהתקבל מקבלני המשנה והספקים היה שווה בערך לאשראי שניתן ללקוחות. החל מראשית שנת 2012 נרשם גידול רציף בדרישת החברה להון חוזר, הפער בין אשראי הספקים לאשראי הניתן ללקוחות שעלה לרמה של 67 מיליון ₪ בשנת 2012, 169 מיליון ₪ בשנת 2013 והגיע לשיא של 217 מיליון ₪ בתום הרבעון הראשון של שנת 2014. כאן המקום לציין כי גידול

בצרכי ההון החוזר, אשר אינו מלווה בגידול בהכנסות, יכול לרמז על הדרדרות בתוצאות העסקיות שהקשיים בניהול התזרים השוטף הם האיתות הראשוני לכך.

11. הנה לסיכום תמצית המאזן המאוחד של החברה לסוף שנת 2012:

תמצית מאזן מאוחד דורי בניה. 2012. מיליוני ₪			
20	אשראי בנקאי	75	מזומן
466	אשראי מספקים וקבלני משנה	571	חוב לקוחות
59	זכאים אחרים	44	נכסים שוטפים אחרים
545	סך התחייבויות שוטפות	690	סה"כ נכסים שוטפים
17	התחייבויות לא שוטפות	72	רכוש קבוע ואחר
199	הון עצמי		
762	סך הכל התחייבויות	762	סה"כ נכסים

12. עיקר הנכסים השוטפים, לבד ממזומן, הם חובות הלקוחות. עיקר המימון לפעילות מקורו

באשראי מספקים וקבלני משנה. החברה כמעט ולא נשענת על אשראי בנקאי. בשנת 2013, עם הגידול בצרכי ההון החוזר, גידול הפער בין האשראי הניתן ללקוחות לאשראי המתקבל מספקים וקבלני משנה, נדרשה החברה לגיוס חוב באמצעות הנפקת אגרות חוב והגדלת מסוימת של הון המניות.

13. ניתן לסכם בקצרה כי עד סוף שנת 2013 החברה התנהלה, לכאורה, בצורה טובה. שיעורי

הרווחיות, הגם שלא היו גבוהים, שקפו את הקורה בענף קבלנות הביצוע בישראל. התשואה על ההון העצמי היתה גבוהה והמשקיעים יכלו להבין שמדובר במניה סולידית, שאף כי לא צפויה להראות רווחים יוצאי דופן, היא תמשיך לשמור על ערכה, פחות או יותר, לאורך זמן.

14. והערה נוספת: ענף קבלנות הביצוע שבו עוסקת החברה, שעובדת רק בישראל ובעיקר מול לקוחות

גדולים, כולל חברות מקבוצת גזית גלוב, בעלת השליטה בחברה, הוא ענף סולידי. מדובר בפעילות הנדסית מוכרת וידועה, שהחברה והחברות שמהן צמחה, עוסקות בה במשך עשרות שנים. יש מעט

מאד הפתעות בעת הביצוע: מחירי היחידה (עלות למ"ר שלד, למ"ר ציפוי, עלות פיתוח, עבודות

גמר כמו אלומיניום, חשמל, אינסטלציה, מטבח ועוד) ידועים, ידוע מרווח הרווח של קבלן המשנה

ושל הקבלן המבצע, החוזים צמודים למדד תשומות הבניה ואין בעיה בגביית התשלומים

מהלקוחות. הדברים נכונים ביתר שאת בפלח הבניה למגורים שמהווה את עיקר פעילות הבניה

הקבלנית של החברה וניתן לומר כי את המוניטין שלה צברה החברה בפלח שוק זה, בניה למגורים,

בעיקר מגדלי מגורים באזור המרכז, כולל מגדלי יוקרה, תחום שבו החברה בצעה בכל שנותיה

מאות פרויקטים, ומכאן הידע והניסיון שנצבר, שעל בסיסו יכולים המשקיעים לקוות כי לא

תהיינה הפתעות בלתי צפויות.

15. אכן ישנן חברות ציבוריות שהן חברות "בינאריות" שבהן יתכנו רווחי עתק למול סיכון של מחיקת כל ההון העצמי, למשל חברות בתחום חיפוי גז ונפט או חברות ביומד שעוסקות בפיתוח תרופות חדשות. אבל חברות ביצוע קבלני, שעובדות בישראל, בתחום מגורי היוקרה במרכז הארץ, אינן אמורות להיות חברות בינאריות, והמשקיעים בהן מצפים לתשואה סולידית, נמוכה אולי, אבל וודאי לא לאפשרות של מחיקה בחטף של כל ההון העצמי של החברה ומחיקת מרבית השקעתם.

פרק ב – ניתוח אירועי מאי 2014

16. במאי 2014 דיווחה החברה פעמיים, ב- 12.5 וב- 26.5 על שני אירועים חריגים שחייבו דיווח מידי מתוקף היותם אירועים שלא במסגרת הפעילות העסקית הרגילה של החברה. האירוע הראשון היה אזהרת רווח לגבי תוצאות הרבעון הראשון, שעדיין לא התפרסמו באותו מועד, צפי להפסד של 27-37 מיליון ₪. הדיווח המידי השני באותו חודש היה על גילוי טעות מהותית במאזן החברה לשנת 2013, אומדן הכנסות שגוי בסך של כ- 11 מיליון ₪ אשר חייב תיקון והצגה מחדש של מאזן החברה לשנת 2013. ההפסד לרביע הראשון של שנת 2014 והתיקון של תוצאות שנת 2013 אירע בדוחות של דורי סולו, המבצעת את קבלנות הביצוע הפרויקטלית ומשם עלה לדוחות הכספיים המאוחדים של החברה. להלן רשימת הפרויקטים הגדולים והשינויים שחלו ברווח הגולמי שלהם מתוקף שני הדיווחים לעיל.

רווח והפסד בפרויקטים פעילים בחברה לוסוף שנת 2013 ולוסוף רביע 1 של 2014									
שם הפרויקט	שנת התחלה	היקף כספי מיליוני ₪	אחוז ביצוע מצטבר	רווח גולמי אלפי ₪. מאזן 2013	רווח גולמי מצטבר אלפי ₪. מאזן 2013	רווח גולמי שני באלפי ₪ לעומת מאזן מקורי	רווח גולמי מצטבר אלפי ₪. מאזן 2014	רווח גולמי מצטבר אלפי ₪. מאזן רביע 1 לשנת 2014	שיעור הרווח הגולמי מההכנסות
1 מגורים פ	2009	179	100%	22862	22862	0	22862	22862	12.8%
2 מגורים ב	2009	280	82%	14313	14313	0	14313	1550	6.9%
3 מרכז מסחרי ג	2009	177	100%	9767	9767	0	9767	-1749	4.5%
4 ת"כ דוראד	2009	305	100%	46796	46796	0	46796	-1598	14.8%
5 מגורים נ"ג	2009	137	100%	-15863	-15863	0	-15863	-17891	-13.1%
6 מגורים צ	2009	163	100%	5641	5641	0	5641	1200	0.7%
7 מגורים מ"ח	2010	168	94%	6933	6933	0	6933	5210	3.3%
8 מגורים ל	2010	80	100%	-2457	-2457	0	-2457	-2884	-3.6%
9 מגורים ת"ב	2010	87	100%	3891	3891	0	3891	-968	-1.1%
10 מגורים ל"ו	2010	335	86%	-36	-36	0	-36	-5660	-2.0%
11 מגורים ל"ג	2010	276	64%	3137	3137	0	3137	3002	1.7%
12 מגורים מ"א	2010	110	87%	7157	7157	0	7157	8421	8.8%
13 מגורים ע	2010	97	100%	-6317	-6317	0	-6317	-8303	-8.6%
14 משרדים ר"ג	2010	113	86%	1082	1082	0	1082	3894	4.0%
15 רב מבני ב	2010	81	100%	3974	3974	0	3974	3007	3.7%
16 מגורים ל"ז	2010	446	74%	21312	21312	0	21312	22403	6.8%
17 מגורים מ"ו	2010	295	75%	15858	15858	0	15858	17277	7.8%
18 מגורים ש	2011	91	77%	-5802	-5802	0	-5802	7285	10.4%
19 מגורים כ"א	2011	52	93%	6122	6122	0	6122	-10772	-22.3%
20 מגורים י"ח	2011	85	94%	-2109	-2109	0	-2109	-18190	-22.8%
21 מגורים ע"ג	2012	357	7%	-7874	-1731	-6143	-7874	1600	6.4%
22 משרדים ל"ח	2012	398	37%	1281	1281	0	1281	18611	12.6%
23 משרדים ס"א	2012	69	100%	14164	14164	0	14164	2201	3.2%
24 מגורים צ"ב	2012	164	77%	4004	4004	0	4004	11883	9.4%
25 מגורים ו	2012	150	92%	5968	10842	-4874	5968	-335	-0.2%
26 מגורים ע"ב	2013	66	30%	11276	11276	0	11276	1800	9.1%
27 מגורים כ"ב	2013	60	47%	1304	1304	0	1304	1824	6.5%
28 מגורים פ"ד	2013	54	28%	1256	1256	0	1256	1838	12.2%
29 מגורים ס"ג	2013	155	0%	1389	1389	0	1389	0	0.0%
30 מגורים כ"ח	2013	74	23%	890	890	0	890	1251	7.4%
31 רב מבני נ"ד	2013	73	100%	4896	4896	0	4896	4637	6.4%
32 משרדים מ"ג	2013	62	100%	7223	7223	0	7223	6862	11.1%
33 רב מבני ס"ב	2013	93	61%	3520	3520	0	3520	4543	8.0%
34 רב מבני כ"ז	2013	50	47%	1683	1683	0	1683	2332	9.9%
35 מרכז מסחרי ס"ז	2013	46	18%	121	121	0	121	983	11.9%
סה"כ פרויקטים גדולים		5428		198379	198379	-11017	187362	159002	4.1%
פרויקטים מתחת ל 40 מ'		858		79085	79085	0	79085	41151	4.8%
סך כלל הפרויקטים שהוכרו		6,286		277,464	277,464	-11,017	266,447	200,153	4.3%

17. הטבלה לעיל מאפשרת לנו להציג בתמצית את הפעילות הפרויקטלית של החברה. מתוך קרוב ל- 300 פרויקטים המתבצעים בוזמנית, 35 פרויקטים גדולים מרכזים 80% מהמחזור הכספי. אלו הם פרויקטים גדולים, בהיקף כספי של למעלה מ- 40 מיליון ₪ לפרויקט, בהיקף ממוצע של כ- 150 מיליון ₪ לפרויקט, שמשך הביצוע שלהם בדרך כלל הוא 2-5 שנים. רוב הפרויקטים הללו הם פרויקטים למגורים במרכז הארץ, בעיקר מגדלי מגורים. לצורך הדיון נתמקד בפרויקטים הגדולים בלבד, שבהם אירעו שנויים שחייבו דיווח על אזהרת רווח והצגה מחדש של ספרי החברה. למיטב הבנתנו בפרויקטים הקטנים, ממוצע של 3 מיליון ₪ לפרויקט, לא

אירעו אותם שינויים מהותיים ובדרך כלל מדובר בפרויקטים שמסתיימים ברווח ואינם מעוררים בעיה של אומדן הכנסות עקב משך הביצוע הקצר וההיקף הכספי המצומצם יחסית. מצבת הפרויקטים הקטנים משתנה מדי רבעון, כך שלא ניתן לעקוב במדויק אחר התוצאות העסקיות שלהם במקובץ, בו בזמן שבפרויקטים הגדולים שבהם נדון להלן, מדובר על אותם 35 פרויקטים שהחלו בשנים 2009-2013.

18. במאזן המקורי לשנת 2013, לפני ההצגה מחדש, דווח כי 35 הפרויקטים הגדולים, שהיקף כל אחד מהם עולה על 40 מיליון ₪, הציגו רווח גולמי, שהוכר בספרי החברה בשנים 2009-2013, בהיקף כספי של 198 מיליון ₪. שיעור הרווח הגולמי המצטבר בפרויקטים אלו עמד על 5.3%. בעקבות הטעות באומדן הכנסות בשני פרויקטים גדולים, מגורים מ ומגורים ע"ג (שמספרם 21 ו- 25 בטבלה) היה צורך לתקן את הדיווח ולהקטין את הרווח הגולמי בשני פרויקטים אלו ב- 11 מיליון ₪ במאזן לשנת 2013. הרווח הגולמי ירד לפיכך מ- 198 מיליון ₪ ל- 187 מיליון ₪ ושיעור הרווח הגולמי המצטבר ירד מ- 5.3% ל- 5.0%. כאמור שנוי מהותי אבל לא בלתי נתפס.

19. אזהרת הרווח ממאי 2014 והדוחות הכספיים לרבעון הראשון של שנת 2014 כבר הציגו תפנית יותר חמורה, הפסד גולמי של 28 מיליון ₪, ירידה של כמעט אחוז שלם ברווח הגולמי המצטבר של כל הפרויקטים הפעילים, מרמה של 5% לרמה של 4.1%. עיון בטבלה מורה כי מתוך אותם 35 פרויקטים גדולים פעילים, (למעט אחד, הפרויקט הראשון מגורים פ), נרשם ב- 34 פרויקטים שינוי ברווח או ההפסד ברביע הראשון של שנת 2014. ב- 17 פרויקטים גדולים נרשם רווח גולמי של 44 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2014 וב- 17 פרויקטים גדולים אחרים נרשם הפסד גולמי של 72 מיליון ₪ כך שבפועל הסתיים רבעון זה בהפסד גולמי של 28 מיליון ₪. משמעות הדבר היא כי על הכנסה של 187 מיליון ₪ שנרשמה ברביע הראשון של שנת 2014 ב- 35 הפרויקטים הגדולים של החברה, נרשם הפסד גולמי חסר תקדים של 15% וזאת בחברה שרשמה בממוצע רווח גולמי של 4.5% בארבע השנים הקודמות, מאז הפכה להיות חברה ציבורית.

20. אבל הפסד כבד ולא צפוי זה, דרמטי וכואב ככל שהיה, עדיין לא הכין את המשקיעים להתפתחות הקשה מנשוא הבאה, שעליה דיווחה החברה בדיווח מיוחד לבורסה ב-27.7.14, ובהמשך בדיווחים שונים בחודש אוגוסט, שאותם נסקור להלן בפרק הבא. זו היתה ההתפתחות שכונתה באחד מאמצעי התקשורת "לקוי מאורות".

פרק ג – לקוי מאורות- הדיווח המידי על הפסדים של 250-350 מיליון ₪ ב- 27.7.14 שהפך בדיווח מיום 28.8.14 להפסד של 445 מיליון ₪.

21. הדיווח על ההפסדים הבלתי צפויים של החברה, שעל פי דיווח החברה תחילתם באוקטובר 2012 וסופם בסוף יוני 2014, משמע שבעה רבעונים רצופים של דיווח מוטעה בצורה קיצונית,

כאשר הסכום שהוצג לבסוף בסוף חודש אוגוסט 2014 הוא **445 מיליון** ₪ של הפסדים שלא היו ידועים להנהלת החברה עד סוף חודש יולי 2014, הביא לשורה ארוכה של התפתחויות דרמטיות בחברה הכוללות בין היתר: חילופי מנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון; ישיבות רבות של דירקטוריון החברה בליווי יועצים ומפקחים נוספים כדי לנתח את ההפסדים ולשייך אותם לרבעון המתאים החל מהרבעון האחרון של שנת 2012; אספת בעלי האג"ח של החברה והורדת הדרוג של האג"ח של החברה; התחייבות מצד חברת האם ובעלי השליטה להעמיד כ- 250 מיליון ₪ בהלוואות בעלים והון מניות כדי לאפשר המשך פעילות החברה; ירידה של כ- 50% בשווי המניה בשוק; מחיקת ההון העצמי של החברה ומעבר להון עצמי שלילי בהיקף של כ- 220 מיליון ₪; ולבסוף מספר תביעות ייצוגיות מטעם משקיעים בחברה, הטוענים כי החברה ואחרים הם שצריכים לפצות אותם על הירידה החדה בשווי המניה שרכשו.

22. עניינו בפרק זה הוא לחזור ולנסות להבין מהיכן צצו בן לילה סטיות מהותיות, הפסדים לא ידועים, בהיקף של **445 מיליון** ₪ והאם ארוע זה אכן מחייב את החברה, נושאי המשרה בה, בעלי השליטה ורואי החשבון לפצות את משקיעיה.

23. הדיון להלן יעסוק ב- 35 הפרויקטים שכבר הוצגו לעיל, שהחברה נדרשה לבחון אותם מחדש כדי להציג את התוצאות העסקיות האמיתיות שלהם, כך שישקפו את מצב הדברים בפועל. מדובר ב- 35 פרויקטים בגודל ממוצע לפרויקט של למעלה מ- 150 מיליון ₪, שכל אחד מהם עולה על 40 מיליון ₪ והחברה התחילה לבצע אותם החל משנת 2009. רובם של הפרויקטים הם פרויקטים למגורים, תחום ההתמחות הייחודי של החברה, בעיקר מגדלי מגורים במרכז הארץ. כפי שמדווחת החברה בדוחות המנהלים שלה, יש לחברה יתרון יחסי על מתחריה בבנית מגדלי מגורים עקב התמחותה בבנית תבניות מורכבות.

24. נקודת המוצא שלנו היא הדוחות הכספיים של החברה לתום הרבעון הראשון של שנת 2014 שבה מופיעה רשימת הפרויקטים הללו אשר הרווח המצטבר בגינם היה 157 מיליון ₪. לאור גלוי הסטיות המהותיות היה צורך להציג מחדש את המאזן לרבעון הראשון של שנת 2014 ובמסגרת זאת הוצגו מחדש כל 35 הפרויקטים אשר הצביעו כעת על הפסד מצטבר של 109 מיליון ₪, שפרושו הוא כי בעקבות ההצגה מחדש נוצר **הפסד של 266 מיליון** ₪ בפרויקטים

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

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

הגדולים שעברו מרווח מצטבר של 157 מיליון ₪ להפסד מצטבר של 109 מיליון ₪.

התפתחות רווח והפסד בפרויקטים גדולים (מעל 40 מיליון ₪) בעקבות ההצגה מחדש. אלפי ₪						
שם הפרויקט	שנת התחלה	היקף כספי. מיליוני ₪	אחוז ביצוע מצטבר	רווח גולמי מצטבר רבעון 1 2014 לפני הצגה מחדש	רווח גולמי מצטבר רבעון 1 2014 אחרי ההצגה מחדש	סך הפסד מצטבר שנחשף בעקבות ההצגה מחדש
1 מגורים פ	2009	179	100%	21,064	22,862	1,798
2 מגורים ב	2009	280	82%	15,863	-6,305	-22,168
3 מרכז מסחרי ג	2009	177	100%	8,018	6,029	-1,989
4 ת"כ דוראד	2009	305	100%	45,198	45,198	-
5 מגורים נ"ג	2009	137	100%	-17,891	-28,321	-10,430
6 מגורים צ	2009	163	100%	1,200	-4,827	-6,027
7 מגורים מ"ח	2010	168	94%	5,210	-1,149	-6,359
8 מגורים ל	2010	80	100%	-2,884	-4,137	-1,253
9 מגורים ת"ב	2010	87	100%	-968	-968	-
10 מגורים ל"ו	2010	335	86%	-5,660	-42,948	-37,288
11 מגורים ל"ג	2010	276	64%	3,002	74	-2,928
12 מגורים מ"א	2010	110	87%	8,421	-5,811	-14,232
13 מגורים ע	2010	97	100%	-8,303	-30,475	-22,172
14 משרדים ר"ג	2010	113	86%	3,894	3,894	-
15 רב מבני ב	2010	81	100%	3,007	3,007	-
16 מגורים ל"ז	2010	446	74%	22,403	-15,530	-37,933
17 מגורים מ"ו	2010	295	75%	17,277	825	-16,452
18 מגורים ש	2011	91	77%	7,285	7,285	-
19 מגורים כ"א	2011	52	93%	-10,772	-27,357	-16,585
20 מגורים י"ח	2011	85	94%	-18,190	-31,218	-13,028
21 מגורים ע"ג	2012	357	7%	1,600	1,600	-
22 משרדים ל"ח	2012	398	37%	18,611	9,459	-9,152
23 משרדים ס"א	2012	69	100%	2,201	-952	-3,153
24 מגורים צ"ב	2012	164	77%	11,883	-302	-12,185
25 מגורים נו	2012	150	92%	-335	-25,492	-25,157
26 מגורים ע"ב	2013	66	30%	1,800	926	-874
27 מגורים כ"ב	2013	60	47%	1,824	-5,271	-7,095
28 מגורים פ"ד	2013	54	28%	1,838	428	-1,410
29 מגורים ס"ג	2013	155	0%	-	-	-
30 מגורים כ"ח	2013	74	23%	1,251	1,032	-219
31 רב מבני נ"ד	2013	73	100%	4,637	4,637	-
32 משרדים מ"ג	2013	62	100%	6,862	6,862	-
33 רב מבני ס"ב	2013	93	61%	4,543	4,543	-
34 רב מבני כ"ז	2013	50	47%	2,332	2,332	-
35 מרכז מסחרי ס"ז	2013	46	18%	983	983	-
סה"כ פרויטים שהוכרו מעל 40 מיליון ₪		5428		157,204	-109,087	-266,291

25. העמודה האחרונה משמאל מסכמת את ההפסד הנוסף שנחשף בפרויקטים הגדולים של החברה ביולי- אוגוסט 2014. למעט פרויקט אחד, כל ההצגה מחדש חייבה רישום הפסד נוסף. כמעט כל הפרויקטים למגורים, בהיקף כספי של 100-400 מיליון ₪, הפרויקטים שעליהם גאוות החברה ויתרונה היחסי המובהק, מצביעים עכשו על הפסד גולמי. דבר חריג ויוצא דופן קרה בחברה, עשרות פרויקטים של מגורים, שהחברה דיווחה באופן

קבוע, מדי רבעון, על רווחים בהם, הפכו כולם לפרויקטים מפסידים. הנה סיכום תמציתי של ממצאי הטבלה הקודמת:

עיקרי ההצגה מחדש. אלפי ₪			
היקף כספי במיליוני ₪	הפסד שנחשף בעקבות ההצגה מחדש	מס' פרויקטים	שנת התחלה
936	-38,816	5	2009
1,807	-138,617	8	2010
137	-29,613	2	2011
781	-49,647	4	2012
254	-9,598	4	2013
3,915	-266,291	23	סה"כ פרויקטים שהוצגו מחדש
1358		11	פרויקטים שלא הוצגו מחדש
5,273		34	סה"כ פרויקטים
74%			היקף כספי של המוצגים מחדש מכלל הפרויקטים

26. מתוך 23 פרויקטים שהוצגו מחדש, המהווים מבחינת היקפם הכספי 74% מהיקף פעילות החברה בתחום הפרויקטים הגדולים, 20 הם פרויקטים של מגורים. ההצגה מחדש לא פסחה על אף אחת מחמש שנות הדיווח, גם בפרויקטים שהחלו בשנת 2009 ובשנת 2010 ועומדים ערב סיום התגלו הפסדים כבדים ואף בפרויקטים שזה מקרוב התחילו בשנת 2013 יש צורך לעדכן ולהציג מחדש, לרשום הפסד שלא היה ידוע קודם לכן.

דיון כלכלי קצר – האם ניתן להבין טעות רוחבית, רב שנתית בהיקף כספי עצום?

27. כפי שכבר ציינו, סטיות תקופתיות בחישובי רווח של פרויקט בודד הם תופעה מוכרת בקבלנות הביצוע. אבל מדובר בסטיות של אחוזים בודדים, שהרי מבחינת החברה מדובר בפרויקטים מוכרים של מגדלי מגורים, שהחברה כבר הקימה מאות כמותם, ועד לתקופה האחרונה תוך רישום רווחים. וגם אם ישנן סטיות, הן פועלות לשני הכיוונים שהרי כל המערכת ההנדסית והכספית של החברה צריכה להיות בנויה על מערכת דיווח מקצועית ואמינה, שהסך הכולל של הסטיות שלה צריך להתכנס לסך אומדני הבסיס, ואין היא יכולה לסבול מצב דברים שבו כל התיקונים באומדנים דרך קבע הם תיקונים לשלילה, הגדלת הפסד עקב אומדנים לא נכונים. אין זכות קיום לחברת בניה שכל אומדניה מוטים כלפי מטה, שהוצאותיה בפועל גבוהות ממה שנחזה בתחילה, שלוח הזמנים שהתחייבה לו אינה יכולה לעמוד בו, שהדיווח על קצב ההתקדמות של הפרויקטים הנדרש בכל רבעון אינו נכון וההפסדים מתגלים לפתע, שנים לאחר שהם קרו בפועל.

28. אף חברה ציבורית לא יכולה לפעול אם המשקיעים בה לא מקבלים דיווח עדכני מהימן על מצב עסקיה מדי רבעון, וזאת מבלי להתייחס לסוגיה אם מדובר במצב עסקים שפיר או גרוע, מה

שעומד על הפרק הוא אמינות הדיווח, טיב המידע שנמסר למשקיעים ולמשקיעים בכוח, שעליו ורק עליו הם נסמכים בבואם לקבל החלטות על השקעה בחברה.

29. ואין מדובר בטעות באומדן שנעשתה ברבעון אחד אלא בטעות המובנית בהתנהלות החברה שעצם קיומה ומשכה מלמדים על כשל עמוק של מערכות הניהול והבקרה בחברה, בפרט כשל של הנהלת החברה, דירקטוריון החברה והמערכת החשבונאית הפנימית של החברה ורואי החשבון שלה.

30. וכפי שכבר הראנו בטבלה בסעיף 10 בעמוד 11 של מסמך זה, ניתן היה בניתוח הדוחות הכספיים, שהצביעו כבר בשנת 2012 על הרעה בתזרים המזומנים, להעריך כי משהו לקוי במערך הניהול של החברה ובאומדנים הפרויקטלים שלה, שאין לו הסבר אלא התעלמות מהפסדים שנצברו ואי דיווח עליהם בספרים. אין ספק בכך שגם לרואי החשבון של החברה חלק בכשל רוחבי מהותי זה שנחשף באיחור של כשנתיים לפחות.

31. ונשוב ונדגיש: פיקוח צמוד על פרויקטים של בניה וקבלת מידע אמין על מצב הפרויקט, קצב הוצאותיו ביחס לתכנית המקורית ולוח הזמנים שלו היא משימה פשוטה יחסית, מחייבת ידע וניסיון הנדסי, כזה הנמצא מזה עשרות שנים אצל עשרות מנהלים בחברה, בכל דרגי הניהול ולא ברור כיצד יכולה החברה לפספס במשך כמעט שנתיים הפסדים של 266 מיליון ₪ בלמעלה מ-20 פרויקטים גדולים ומרכזיים שכל אחד מהם, אל נכון, מוכר היטב להנהלת החברה ובראש כל אחד מהם אמור לעמוד מנהל פרויקט מיומן ומנוסה.

32. להפסד החריג של 266 מיליון ₪ בתום הרבעון הראשון של שנת 2014, נתווסף הפסד נוסף בפרויקטים הגדולים בסך של 20 מיליון ₪, על פי הדיווח של החברה ברמה הפרויקטלית לרבעון השני של שנת 2014 כך שההפסד המצטבר בפרויקטים הגדולים שנחשף באיחור מגיע לכדי 286 מיליון ₪. אבל על פי דיווח החברה, סך הסטיות המהותיות צריך להסתכם ב-445 מיליון ₪, משמע הפסד נוסף של 159 מיליון ₪ שנרשם ברובו ברבעון השני של שנת 2014 בלי שיוחס לפרויקט ספציפי אלא כנראה כהפרשה עבור הפסדים נוספים או מחיקה של הכנסות שכבר נרשמו. החברה לא הבהירה בדוח הכספי לרביע השני של שנת 2014 מהו ההיקף המדויק של ההפרשה הנוספת שאינה מיוחסת לפרויקט מסוים ולאילו פרויקטים היא אמורה להיות משויכת.

הערה על פרויקט תחנת הכוח דוראד

33. להערכתנו פרויקט מס' 4 בטבלה אצלנו, פרויקט רב מבני ס', הוא פרויקט בניית תחנת הכוח דוראד באתר קצא"א באשקלון, שהחברה שמשה בו כקבלן משנה עבור הקבלן הראשי, חברת GTS. על פי הדוח הכספי המעודכן של החברה לרבעון השני של שנת 2014 הפרויקט שהסתיים בשנת 2013, רשם רווח של כ-45 מיליון ₪. החברה מדווחת (באור 3 בדוח לרבעון השני של

שנת 2014) כי למועד המאזן רשומה במאזנה הכנסה לקבל בסך 66 מיליון ₪ מקבלן ההקמה. מאידך החברה הגישה תביעה נגד קבלן ההקמה בסך כ- 56 מיליון דולר ומנגד הגיש קבלן ההקמה תביעה נגד החברה בסכום דומה והיא תתברר במוסד לבוררות בלונדון. לא ברור לנו מדיווחי החברה, אם הפרשות להפסדים שאינם מיוחסים לפרויקטים ספציפים שאת מהותם לא הצלחנו לאתר, קשורות לסוגיית התביעה של החברה ונגד החברה לעיל.

34. עוד הערה לסיכום לגבי פרויקט דוראד: כידוע הוגשה בקשה קודמת ונפרדת על ידי התנועה לאיכות השלטון באשר לכשלונה של החברה לדווח בזמן על המשבר התזרימי שאליה נקלעה עקב הסכסוך בין החברה לקבלן הראשי של הפרויקט. בקשה זו אוחדה, על פי החלטת בית המשפט, עם הבקשה הנוכחית. חוות דעתנו זו אינה עוסקת בפרוטרוט בבקשה הקודמת, אבל היא תומכת תמיכה מלאה בטענה המרכזית שעמדה בבסיס בקשה זו. חוות דעתנו מוכיחה כי החברה התנהלה במשך תקופה ארוכה, בין אוקטובר 2012 לסוף יולי 2014, ללא מערכת בקרה אמינה תוך כישלון חרוץ של כל המערכות שהיו אמורות לפקח על הנעשה בחברה ולבחון את אמינות דיווחיה. מקרה דוראד, שעל פי התביעה ארע בין אוגוסט 2013 למרץ 2014, הוא אם כן מקרה פרטי של כשל מהותי בדיווח שנתגלה באיחור של כמה חודשים בתוף פרק הזמן של תקופת ההטעיה שאותה נגדיר בהמשך. הטענות והמצע העובדתי של שתי התביעות הללו שאוחדו, חד המה. בנסיבות אלה אף ניתן לראות בדיווח הראשון על הבעייתיות הקשה בתזרים המזומנים של החברה ביום 12.3.2014 שהוביל גם לירידה חריפה במניה, כהתחלה של תקופת הגילוי של הפערים בין מצבה הכלכלי האמיתי של החברה לבין מצבה כפי שהשתקף בדוחות.

סיכום – הסברי החברה לסטיות המהותיות ותגובתנו

35. הנה לסיכום הסברים לכאורה שנתנה החברה לכשלים בביצוע אומדנים נכונים של הפרויקטים, שהביאו לסטיות המהותיות בתוצאות החברה: (עמוד 17 בדוח הכספי לרבעון 2

של שנת 2014)

- ב. השינויים באומדני הפרויקטים נובעים, בין היתר, מהגורמים הבאים –
1. התמשכות לוחות זמנים בפרויקטים, בין מסיבות התלויות בחברה ובין מסיבות התלויות במזמין ו/או בגורמים חיצוניים.
 2. כשלים הנדסיים שגרמו לגידול בעלויות ביצוע הפרויקטים.
 3. קשיים תזרימיים אשר גרמו לדחיית תשלומים לקבלנים וספקים ואשר גרמו להאטה בקצב ביצוע הפרויקטים וצבירת הוצאות בניה ותקורה נוספות.
 4. במהלך חיי הפרויקט, הוצבו בפני מנהלי הפרויקטים יעדים לחיסכון בעלויות, אשר לא יושמו ועל כן, הופחתו.
 5. חולשות בניהול הבקרה התקציבית אשר מנעו חשיפת חריגות מהתקציב בזמן אמת וטיפול בהן.
 6. תחלופת כוח אדם ניהולי וביצועי בחברה אשר גרמה לאובדן מידע ופגיעה בתהליכי עבודה. לפרטים נוספים אודות תהליכי הבדיקה והבקרה שנערכו בחברה, ראה גם דוח אפקטיביות הבקרה הפנימית, המצורף לדוח הרבעוני השני לשנת 2014.

36. גם אם נקבל את ההסברים שאותם מונה החברה, אין בכוחם לפטור את החברה מחובתה לדווח למשקיעים בצורה נכונה, מדויקת, אמינה ובזמן, על התוצאות העסקיות שלה, שהרי התמשכות הפרויקטים מעבר למתוכנן, כשלים הנדסיים, קשיים תזרימיים, אי ישום יעדים שהוצבו בפני המנהלים בפרויקטים, חולשה בניהול הבקרה התקציבית ותחלופות בכוח אדם, הם כולם נושאים שנמצאים באחריות החברה וכישלונה של החברה לבצע את הפעולות הללו אינה מעניינם של המשקיעים בחברה. למצער, על החברה היה לגלות כי מערך הדיווח שלה כשל, או אז המסקנה היתה מעבר לדיווח לפי שיטת עלות (שיטת העבודות הגמורות) במקום אומדנים מוטים ומוטעים. החברה בחר שלא לשנות את שיטת הדיווח שלה.

37. הנה סיכום קצר של נקודה מהותית זאת: גם אם כשלה החברה בניהול הפרויקטים שלה ובצבירת הפסדי עתק (כישלון שאינו מהווה כאמור מושאה של בקשה זו), אין הדבר מצדיק את הכישלון בדיווחים התקופתיים למשקיעים; שהרי אם כשלה החברה בניהול ענייניה העסקיים מוטלת עליה חובה כפולה ומכופלת לדווח על כך למשקיעים, שאולי שוקלים לרכוש את מניותיה וזאת, לכל הדעות, לא עשתה. זהו אכן לוז הבקשה כאן.

פרק ד – אומדן הפיצוי הנדרש בחברת דורי בניה

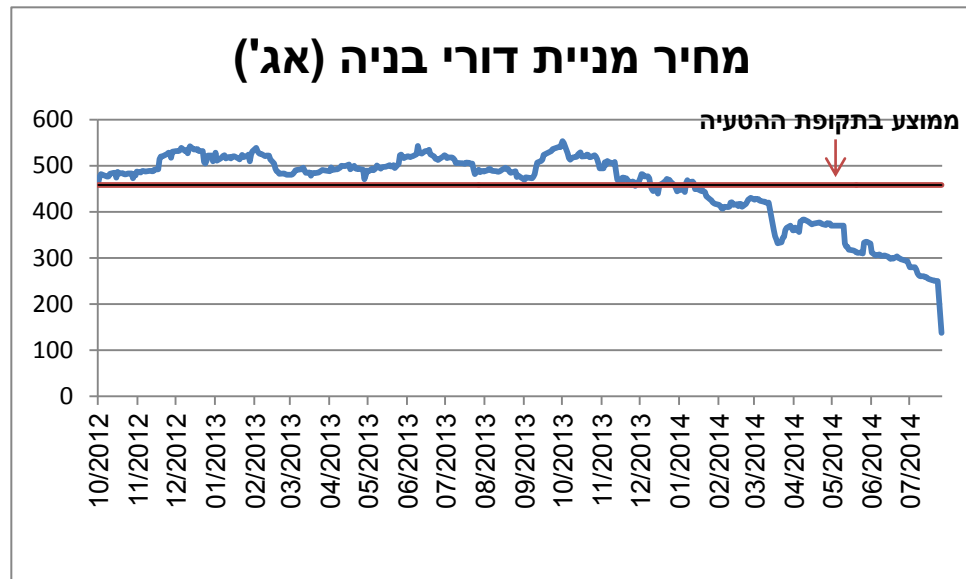
38. הפיצוי הכספי הנדרש הוא עקב הטעיית המשקיעים במשך תקופה ארוכה באשר למצבה של החברה, כשל דיווחי שאינו מוטל בספק ועליו הרחבנו את הדיבור לעיל. המידע שמסרה החברה למשקיעים באשר למצבה העסקי: רווחיה, הונה העצמי, רווחיות הפרויקטים הגדולים שלה בעיקר, היה מידע מוטעה בצורה קיצונית, מידע שהטעה את המשקיעים לחשוב כי המחיר שבו נסחרת מניית החברה בבורסה, הוא מחיר המשקף את שווי השוק שלה, המשקף את מצבה העסקי ולא היא. כאשר התחוור למשקיעים מצבה האמיתי של החברה, ירד מחיר מניית

החברה (וכך גם מחיר מניית חברת האם) באופן חד.

חלופת חישוב נזק ראשונה

39. על פי דיווחי החברה בעת ההצגה מחדש של דוחותיה הכספיים, הדיווחים השגויים התחילו באוקטובר 2012, עם תחילת הרבעון הרביעי לשנת 2012 שכן כבר עבור רבעון זה היה צריך לתקן את הספרים, להציג הפסד שלא היה ידוע בסך של 53 מיליון ₪, שהעביר את החברה, שדיווחה בשנת 2012 על רווח נקי של 36 מיליון ₪ להפסד. לכן תחילתה של תקופת ההטעיה לפי שיטת החברה הוא ב-2.10.12 יום המסחר הראשון ברביעי האחרון לשנת 2012 וסיומה ביום 28.8.14 שבו דיווחה החברה לבורסה כי הסטיות בדיווחי עבר שלה מסתכמות בהפסד בסך של כ-445 מיליון ש"ח. ניתן להעריך (הנתונים בעניין זה מצויים אצל החברה) לאור היקף הסטייה שמדווח ברבעון האחרון של 2012 ולאור מועד התחלת הבנייה של חלק מהפרוייקטים המעורבים כי היא החלה קודם לכן ובאופן סביר בשנת 2012.
40. מדובר במקרה חריג ביותר וקשה ביותר בו רוכשי מניית החברה במהלך תקופת ההטעיה רכשו חברה שבניגוד גמור לדוחותיה ומצגיה, הונה היה שלילי בפועל ושוויה הנגזר מהפסדיה המתמשכים הוא אפסי. זה מקרה חריג המצדיק לדעתי שיפוי הרוכשים בהפרש שבין המחיר שבו רכשו את המניה, לבין שוויה לאחר גילוי מלוא היקף הטעויות בדיווחים ושיעור ההפסדים.
41. כל מי שרכש מניות של החברה בתקופת ההטעיה, רכש אותם במחיר מופרז, פרי הטעות שהטעתה החברה את משקיעיה. בחישוב שמרון, שווי מניית החברה הוא המחיר שנקבע בבורסה לאחר פרסום ההודעה על ההפסדים החריגים ב-28.8.14.
42. מחיר מניית החברה שנקבע במסחר לאחר הגילוי ב-28.8.14 עמד על 102 אג' למניה. מחיר זה לא השתנה משמעותית בימים הסמוכים הבאים (ממוצע לחמשת ימי המסחר לאחר הדיווח 102.88).
43. על האחראים לשלם לכל משקיע שרכש את מניותיה בתקופת ההטעיה את ההפרש בין מחיר הרכישה בפועל ששילם לבין המחיר בתום תקופת הגילוי, 102 אג', או לבין המחיר המכירה במידה ומכר את המניות (כולן או חלקן) במהלך תקופת הגילוי.

44. הנה תיאור גרפי של שערי המניה בתקופת ההטעיה:



45. רק כדי לתת הערכה כללית לגבי הנזק שנגרם לבעלי המניות שניזוקו מחיר המניה הממוצע ששרר בתקופת ההטעיה עמד על כ- 458 אג' (למען הנוחות בלבד לפי שיטת החברה, כלומר החל מאוקטובר 2012).

על כן, הנזק לבעל מניות "ממוצע" שניזוק עומד על כ- 356 אג'. סכום זה אינו מהווה חישוב או אומדן של התשלום שעל החברה לשאת בו בפועל. הסכום הכולל בפועל יקבע על פי מספר המניות שנרכשו בתקופת ההטעיה והוחזקו עד תומה ועל פי המחיר ששילם כל משקיע בודד בגין רכישת מניית החברה.

חלופת חישוב נזק שניה

46. חלופה זו להערכת הנזק מניחה כי תקופת ההטעיה זהה לזו שנקבעה בחלופה הראשונה אך חישוב הנזק שונה.

47. בחלופה זו השינוי במחיר המניה עם גילוי המציאות משקף את הנזק שנגרם לבעלי המניות. ההנחה היא שלא דלף מידע לשוק במהלך תקופת ההטעיה, לפני דיווחי החברה והגילוי אודות הטעויות הקשות בדוחותיה. אחת מיתרונותיה של שיטה זו היא בפשטות קביעת הנזק האינדיווידואלי לבעל המניות שניזוק, ופיצויו.

48. במקרה שלפנינו, הגילויים נעשו במספר דיווחים שתוארו לעיל, מרס 2014 (לעניין תזרים המזומנים), המשך ב- 12 במאי 2014, ועד האחרון שבהם כאמור ביום 28 באוגוסט 2014.

49. לצורך הפשטות והחישוב בלבד (מבלי לגרוע באמור ביחס לגילוי הפער בתזרים המזומנים) אניח להלן מועד תחילת תקופת הגילוי ביום 12.5.14 - מחיר המניה יום לפני (12.5.14) עמד על 369.7 אג' (ממוצע חמישה ימי מסחר שלפני עמד על 369.8) ובסיומה (28.8.14) על 102 אג'.
50. הואיל ומדובר בירידה במחיר המניה לאורך תקופה, יש להתחשב בשנוי במדד מניית היחס, במקרה שלנו מדד ת"א יתר, שבאותה תקופה ירד ב 3.48%.
51. ההפרש בסך 267.7 אג', בניכוי 3.48%, מהווה את הנזק למניה - 258.4 אג'.
52. **על האחראים לשלם לכל משקיע שרכש את מניותיה בתקופת ההטעיה, למעט מי שרכש את המניה בתקופת הגילוי, סך של 258.4 אג' עבור כל מניה.** מבין אלה, מי שמכר את המניה במהלך תקופת הגילוי זכאי להפרש שבין 369.7 אג' למחיר המכירה (בניכוי/תוספת השפעת מדד היחס בין מועד תחילת הגילוי לבין מועד המכירה).
53. בשונה מהחלופה הראשונה, נזק זה הוא אחד ומיוחס לכל בעלי המניות שניזוקו.
54. בעלי המניות שרכשו את המניות במהלך תקופת הגילוי (12.5.14 - 27.8.14), ניזוקו וזכאים להפרש שבין מחיר הקניה ששילמו לבין מחיר המניה ב- 28.8.14 שהיה 102 אג', או מחיר מכירת המניה במידה ומכרו את המניות תוך תקופת הגילוי (בניכוי/תוספת השפעת מדד היחס בין מועד הרכישה לתום התקופה או המכירה).

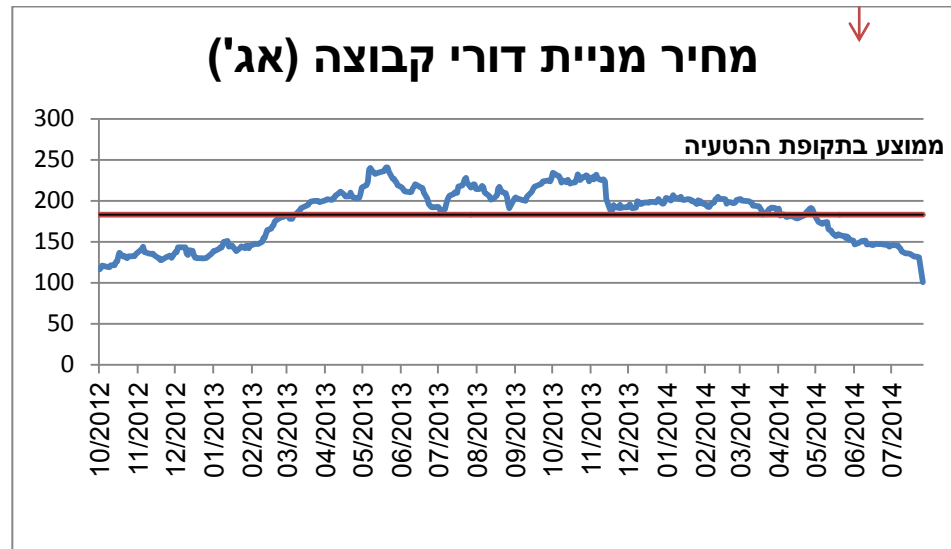
הערה כלכלית קצרה לגבי שתי חלופות אומדן הנזק למשקיעים

55. ככלכלן אני נוטה להעדיף את שיטת האומדן הראשונה שבצעתי. שיטה זו מתבססת על הטענה הכלכלית כי החל מאוקטובר 2012 (לכל המאוחר, כפי הנראה מוקדם יותר) שבו חל אותו לקוי מאורות, כשל רוחבי של מערכת הבקרה והדיווח בחברה, שהיה חלק בלתי נפרד מההידרדרות העסקית החמורה, לחברה לא היה שווי כלכלי כי היא היתה מועדת להפסיד מכאן ואילך, באופן רציף, עד למועד חשיפת הכשל הזה כמעט שנתיים אחר כך. אותם הפסדים של כ- 445 מיליון ₪, שדווחו באופן מדויק וסופי רק בספטמבר 2014 (נטו כ- 441 מיליון ₪), כבר התגבשו באוקטובר 2012 (לכל המאוחר) כאשר קרסה מערכת הניהול והבקרה של החברה. לכן כל מי שרכש מניות של החברה החל ממועד זה, רכש מניות בחברה שלמעשה לא היה לה כל שווי כלכלי, שהרי הכלכלה מלמדת אותנו כי שוויה של חברה נגזר מכושרה לייצר רווחים עתידיים ובהעדר כושר זה, במציאות של הפסדים עתידיים וודאים, אין לחברה שווי כלכלי. אמנם באוקטובר 2012 היה לחברה עדיין הון עצמי, שווי מאזני נטו בספרים, של כ- 200 מיליון ₪, אך שווי זה נועד להתאיין, כפי שאמנם קרה במהלך תקופת ההטעיה ולכן אני מעדיף לחשב את

- הנזק על בסיס שער המניה בראשית אוקטובר 2012 לעומת השווי לאחר יום הגלוי המלא, 28 באוגוסט 2014, וממנו לגזור את הפיצוי למשקיעים.
56. בכל התקופה הזו, מי שרכש מניות בחברה, רכש מניות בחברה שלא היה לה כל שווי כלכלי. מדוע בכל זאת יש עדיין שווי לחברה שהודיעה במסגרת דיווחי הרבעון השני לשנת 2014 על הפסד שלא דווח של כ- 445 מיליון ₪ שלא דווח עד אז ומחק באחת את כל הונה העצמי שהיה כ- 200 מיליון ₪? התשובה היא שבעלי השליטה החליטו לתמוך בחברה והזרימו לה כ- 250 מיליון ₪ בהלוואות בעלים שיומרו להון מניות.
58. מהלך זה היה ידוע למשקיעים, בעלי השליטה לא התכוונו לנטוש את החברה, ולכן שווי המניה לאחר היום הקובע איננו אפס, אלא 102 אג', ששימש אותנו כרף התחתון שעל פיו קבענו את החישוב שלנו.
59. ומכאן כאמור העדפתנו לשיטת החישוב הראשונה, חלופה א, שמבטאת את ההיגיון הכלכלי כפי שאנו רואים אותו.

פרק ה- אומדן הפיצוי הנדרש בדורי קבוצה

60. דורי קבוצה היא חברת האם של החברה, ומהווה את הנכס העיקרי של דורי קבוצה. ירידת המחיר של מניית דורי קבוצה במהלך תקופת הגילוי נבעה מירידת המחיר של מניית החברה, כתוצאה מההודעות לבורסה על חשיפת הסטיות המהותיות בחברה. לכן המחיר המשקף את שווי מניית דורי קבוצה הוא המחיר שנקבע בתום תקופת הגילוי, ביום הקובע 28.8.14 : 88.1 אג' (ממוצע חמישה ימי מסחר שלאחר ההודעה עומד על 91.48).
61. תקופה ההטעיה של משקיעי דורי קבוצה חופפת לתקופת ההטעיה של משקיעי דורי בניה. הקבוצה הזכאית לפיצוי אף היא זהה, כל מי שרכש מניית דורי קבוצה בתקופת ההטעיה והחזיק בה ביום 27.8.14 (יום לפני הגילוי האחרון ב- 28.8.14) או מכר את מניותיו (כולן או חלקן) במהלך תקופת הגילוי.
62. על האחראים לשלם לכל משקיע שרכש את מניותיה של דורי קבוצה בתקופת ההטעיה את הפרש בין מחיר הרכישה בפועל ששילם לבין המחיר בתום תקופת הגילוי, 88.1 אג', או לבין מחיר המכירה במידה ומכר את המניות (כולן או חלקן) במהלך תקופת הגילוי.
63. להלן גרף המראה את תנודת מניית דורי קבוצה בתקופת ההטעיה :



64. מחיר מניית דורי קבוצה בתקופת ההטעיה עומד על כ- 183 אג'. לפיכך, הנזק לבעל מניות "ממוצע" שניזוק עומד על כ- 95 אג' למניה. סכום זה אינו מהווה חישוב או אומדן של התשלום שעל החברה לשאת בו בפועל. הסכום הכולל בפועל יקבע על פי מספר המניות שנרכשו בתקופת ההטעיה והוחזקו עד תומה ועל פי המחיר ששילם כל משקיע בודד בגין רכישת מניות החברה.

חלופת חישוב נזק שניה

65. החלופה השניה לחישוב הפיצוי למשקיעים, מבוססת על אותם עקרונות שהוסברו בחישוב החלופה השניה בחברת דורי בניה.
66. מחיר המניה לפני תחילת תקופת הגילוי (ביום 11.5.14) עמד על 174.3 אג' (ממוצע חמישה ימי מסחר לפני - 175.3 אג'). מחיר המניה בתום תקופת הגילוי וההטעיה, ביום 28.8.14, עמד כאמור על 88.1 אג'.
67. שוב, הואיל ומדובר בירידה במחיר המניה לאורך תקופה (תקופת הגילוי), יש להתחשב בשינוי במדד מניית היחס, במקרה שלנו מדד ת"א יתר, שבאותה תקופה ירד ב 3.48%.
68. ההפרש בסך 86.2 אג', בניכוי 3.48%, מהווה את הנזק למניה - 83.2 אג'.
69. על האחראים לשלם לכל משקיע שרכש את מניותיה של דורי קבוצה בתקופת ההטעיה, למעט מי שרכש את המניה בתקופת הגילוי, סך של 83.2 אג' עבור כל מניה. מבין אלה, מי שמכר את המניה במהלך תקופת הגילוי זכאי להפרש שבין 369.7 אג' למחיר המכירה (בניכוי/תוספת השפעת מדד היחס בין מועד תחילת הגילוי לבין מועד המכירה).
70. בעלי המניות שרכשו את המניות במהלך תקופת הגילוי (12.5.14 - 27.8.14), ניזוקו וזכאים להפרש שבין מחיר הקניה ששילמו לבין מחיר המניה ב- 28.8.14 שהיה 88.1 אג' (בניכוי/תוספת השפעת מדד היחס בין מועד הרכישה לתום התקופה).

פרק ו – סיכום ומסקנות

71. לדעתנו, עובדות המקרה שלפנינו מצביעות על כשל מערכתי של כל אורגני החברה, כולל הנהלת החברה, מערך הבקרה הפנימית, דירקטוריון החברה ורואי החשבון שלה שחטאו בהתנהלות רשלנית ולא השכילו לעשות את המינימום הנדרש מהם: לוודא שמערך הדיווח של החברה הוא מערך דיווח אמת, שמבוסס על פרוצדורות סטנדרטיות המקובלות בכל חברת ביצוע קבלני, שאל נכון פעלו בחברה, ופעלו היטב, במשך שנים רבות, כאשר הדיווחים השוטפים של החברה שיקפו את מצבה העסקי לאשורו.
72. בנקודה מסוימת בזמן, אולי בסמוך לעזיבתו של היו"ר אורי דורי את החברה, שלוותה גם בעזיבתו של מנכ"ל החברה הוותיק והמוערך דאז, אסף מור, במחצית שנת 2011 (אותו אסף מור שהוחש עכשו שוב ביולי 2014 למלא מחדש את התפקיד שמילא כמנכ"ל החברה בהצלחה עד לפני שלוש שנים, לאחר שתי קדנציות קצרות ולא מוצלחות של שני מנכ"לים שהובאו על ידי בעלי השליטה להחליף אותו) חדלה החברה לתפקד כבימים ימימה וחוותה קריסת מערכות רבתי של כל מערך הניהול, הפיקוח הבקרה והדיווח בחברה, דבר שהביא מיידית לתופעה מדהימה וחסרת תקדים של היווצרות הפסד עתק, לא מדווח ואולי לא מודע מצד ההנהלה, של למעלה מ- 400 מיליון ₪ בחברה, שמעולם לא רשמה הפסד ברבעון ומעולם לא כשלה בדיווח בדוחות הכספיים שלה. ומדובר בתקופה ממושכת של שנתיים-שלוש על פי דיווחי החברה.
73. בעלי השליטה מקבוצת גזית גלוב כשלו באופן קיצוני בבחירת המנהלים ובעיקר כשלו בשמירה על אמות דיווח נאותות, בלי קשר ותלות ברמתו של המנהל הנבחר, שכן על טעות בבחירת מנהל ניתן אולי לעבור לסדר היום, אך על טעות בדיווח, במשך שבעה רבעונים רצופים, שממנה נפגעו כל רוכשי המניות בחברה מקרב הציבור בתקופה, לא ניתן לוותר.
74. עניינו כאן כמובן הוא טובתם של המשקיעים בחברה, שאינם בעלי שליטה, שראו את החלק הארי של השקעתם נמחק בצורה דרסטית וכל מה שנותר להם הוא לתבוע את כספם מהאחראים למחדל הדיווחי המג'ורי הזה.
75. ושוב נחזור ונדגיש כי בענף קבלנות הביצוע, ובעיקר בבניית מגדלי דירות למגורים בארץ, לא אמורות היו להיות הפתעות ולא אמורים היו לקרות ארועים דרמטיים בעשרות פרויקטים בו זמנית כפי שקרו בחברה. כך לפחות חשבו המשקיעים ומי שהטעה אותם חייב לפצות אותם על הנזק הכספי שגרם להם.

מאיר אמיר