

בבית המשפט המחוזי [המחלקה הכלכלית] תצ 18 – 10 – 63128  
בתל אביב בפני כבוד השופטת רות רינג

בענין שבין מעין פלטר נ' קרן הגשמה בע"מ, קרן הגשמה (נציגות) בע"מ ואח'

## חוות דעת כלכלית

### מעין פלטר נגד קרן הגשמה בע"מ, קרן הגשמה (נציגות) בע"מ ואח'

שמי ד"ר מאיר אמיר, ת.ז. 006488100, יועץ כלכלי.

הנני הבעלים של חברת ד"ר מאיר אמיר ושות' בע"מ, חברה לייעוץ כלכלי הפועלת משנת 1992. כתובת החברה: רח' ויזל 21, תל אביב.

נתבקשתי על ידי עו"ד מעין פלטר להכין חוות דעת מקצועית שתוגש לבית המשפט בתמיכה לבקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד קרן הגשמה.

מטרת חוות הדעת היא להוכיח כי בעת שקרן הגשמה גייסה כספים ממשקיעים היא לא הציגה את הפרויקטים המתוכננים בצורה הוגנת, ממצה, מפורטת ושקופה כדי שהמשקיעים יוכלו להעריך נכונה את הסיכונים הכרוכים בהשקעה לצד הסיכויים המובטחים וכמו כן להראות כי משקיע חסר השכלה וידע כלכלי לא יכול היה להבין למשל שיש סיכוי, כלל לא מבוטל, שהוא עלול להפסיד את כל קרן השקעתו או למצער חלק לא קטן מקרן השקעתו. לאחר גילוי מסמכים ע"י קרן הגשמה, ניתן יהיה לחשב את סך הנזק שנגרם למשקיעים שהלכו שולל אחר מצגות הקרן וכן ע"י מיילים שיווקיים שהופצו על ידה.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית המשפט ואני מצהיר בזאת כי ידוע לי היטב, שלענין 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 שמילאתי 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 אורבניים, הקמת קרן הון סיכון, חממות מדע תעשייתיות ועשרות פרויקטים נוספים.

1992-2017- בעלים של חברה לייעוץ כלכלי, חברת ד"ר מאיר אמיר ושות' בע"מ. החברה ביצעה למעלה מ 400 פרויקטים כלכליים מיום הקמתה, כולם בוצעו אישית על ידי הח"מ. החברה עוסקת בהערכות שווי, הכנת תכניות עסקיות, לווי 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](http://www.meiramir.co.il)

**להלן רשימה ייצוגית של חוות דעת מומחה שכתבתי בשנים האחרונות:**

1. חוות דעת למשרד האוצר ולאגוד בתי אבות ודיור מוגן בישראל – מכרז למתן שירותים גריאטריים. יחד עם ירום אריאב (לשעבר מנכ"ל משרד האוצר).
2. חוות דעת לאגוד 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). בית המשפט אישר את הגשת התביעה הנגזרת ב- 9.8.15.
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). הבקשה אושרה בבית המשפט המחוזי מרכז באפריל 2016.
8. חוות דעת מומחה בקשר לתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בחברת חבס בגין חלוקת דיבידנדים (חוות הדעת המליצה נגד הגשת תביעה).
9. חוות דעת כלכלית לאגוד 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 נגזרת 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.
19. חוות דעת שהוגשה למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בת"א במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד החברות הציבוריות דורי בניה ודורי קבוצה בגין הפסדים של מאות מיליוני ₪ שלא דווחו למשקיעים במועדם.
20. שלוש חוות דעת שהוגשו מטעם עיריית נס ציונה לבית המשפט כתגובה לתביעות שעניינן גובה אגרת הביוב והיטל הביוב בנס ציונה.

21. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בתל אביב (המחלקה הכלכלית) בתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בחברת בזק וכנגד חברת הייעוץ מריל לינץ בגין עסקת בעלי ענין ברכישת מניות יורוקום בחברת יס על ידי חברת בזק (2015).
22. חוות דעת לאיגוד חברות אנרגיה מתחדשות בישראל באשר לתועלת למשק מפיתוח התעשייה הסולארית (יחד עם ירום אריאב).
23. חוות דעת להסתדרות הציונית העולמית בגין המרצת פתיחה שהוגשה נגדה ונגד חברת אוצר התיישבות היהודים (אוה"ה) על ידי החברה לאיתור והשבה של נכסי נספי השואה לבית המשפט המחוזי בת"א לחלוקת מניות בל"ל שברשות אוה"ה כדיבידנד בעין.
24. חוות דעת מומחה בבקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד חברת פיליפ מוריס, בעלת מונופול בשוק הסיגריות בישראל, בגין גביית מחיר מופרז על הסיגריות ששיווקה בשנים 2011-2016. (2016)
25. חוות דעת מומחה בתביעה נגד מגדל חברה לביטוח בגין הפרת זכויות היוצרים של הציר המנוח יעקב וכסלר בעת הפקת לוחות השנה של החברה. (2016)
26. חוות דעת מומחה שהוגשה לבית המשפט העליון על ידי איגוד החברות לביטוח חיים בתביעה נגד המדינה באשר לאי הנפקת אג"ח מיועדות לבעלי פוליסות ביטוח מנהלים. יחד עם ירום אריאב. (2016)
27. חוות דעת מומחה בבקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד חברות בזק בינלאומי, פרטנר וסלקום בגין גביית מחיר בלתי סביר ממתקשרים מזדמנים בשיחות בינלאומיות יוצאות. (2016)
28. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בירושלים בתביעה ייצוגית נגד חברת בזק בגין גביה בלתי מוצדקת של כספים מציבור משתמשי שירות שיחה משלימה בעת פניה למוקד 144. הבקשה אושרה וחוות הדעת עוסקת באומדן סכום ההשבה. (2016)
29. חוות דעת מומחה בהליך בוררות בין רשות שדות תעופה לחברה הציבורית ממן באשר לחישוב הסכום שהרשות אמורה לשלם לממן עבור פדיון השקעות עבר של ממן במסוף המטענים בשדה התעופה בן גוריון. חוות הדעת נכתבה עבור הרשות. (2016)

30. חוות דעת מומחה בנושא התפוסה בבתי החולים הסיעודיים. (2017)
31. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בחיפה ולבית המשפט העליון בסכסוך בין חברת חיפה כימיקלים לעיריית חיפה בנושא מיכל האמוניה ביחד עם ירום אריאב. (2017)
32. חוות דעת עבור החברות שפיר הנדסה ועזריאלי באשר לחלוקת הגז הטבעי בישראל. (2017)
33. חוות דעת לעיריית אשדוד בעניין גובה היטל ההשבחה בגין בניית נמל חדש בעיר, נמל הדרום, ע"י זכיינים. (2018)
34. חוות דעת מומחה בנושא מיסוי הסיגריות ומוצרי הטבק בישראל. (2018)
35. דו"ח בודק מטעם בית המשפט לעניין הסדר פשרה. בז'רנו נגד יינות ביתן. (2018)

----

#### א . מבוא ורקע קצר

1. בראשית חודש פברואר 2019 פנתה אלי עו"ד מעין פלטר (שאותה לא הכרתי קודם לכן) ושאלה אם אהיה מוכן לכתוב חוות דעת מומחה, שתוגש לבית המשפט בהליך בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד קרן הגשמה, בגין הפסדים שנגרמו למשקיעים בקרן, עקב הצגה מטעה ומוטה של ההשקעות שאליהן הציעה להם הקרן להצטרף לרבות אי ציון והעלמת פרטים מהותיים למשקיעים בהצעה להשקעה.
2. ביקשתי מעו"ד פלטר, שכבר באוקטובר 2018 הגישה את הבקשה למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב, להעביר לי את כתב הבקשה על נספחיו. אינני נוהג להסכים לכתוב חוות דעת מומחה לבית המשפט, לפני שאני מעיין בעיקרי הטיעון הכלכלי שעל הפרק, ומשתכנע בצדקתו העקרונית וביכולתי להציגו ככזה בחוות דעת מומחה. כן עלי להסכים ברמה האישית לסייע בתמיכה בבקשה, לאחר שהשתכנעתי כי מדובר בבקשה ראויה.
3. במקרה זה השתכנעתי, שמדובר בבקשה ראויה: עו"ד פלטר לקחה על עצמה לייצג מאות משקיעים לפחות, שהפסידו את כל קרן השקעתם ומאות משקיעים שהפסידו חלק מקרן השקעתם, בהשקעה במיזמי השקעה וואו בחו"ז השקעה שהציעה להם

קרן הגשמה, ועוד מספר גבוה יותר של משקיעים שלא יקבלו החזר נומינלי של קרן השקעתם השקלית.

4. מאז הקמתי את חברת הייעוץ שלי לפני 27 שנים כתבתי מאות חוות דעת כלכליות בנושאי משק וכלכלה מגוונים, כולל נושאי נדל"ן, השקעות בארץ ובחו"ל, מיזמי "היי טק", תביעות נגד בנקים וכן הכנתי תכניות עסקיות רבות עבור משקיעים פרטים וציבוריים.

בעשור האחרון כתבתי עשרות חוות דעת לבתי משפט, בעיקר בתובענות ייצוגיות ותביעות נגזרת (למשל תביעת נגזרת נגד הדירקטורים בדסק"ש בגין השקעתם בעיתון מעריב, שאושרה, ותובענה ייצוגית נגד תנובה בגין גביית מחיר מופרז לגביע הקוטג', שאושרה אף היא). לפני שהקמתי את חברת הייעוץ שלי מילאתי מספר תפקידים בכירים בתחום כלכלה וכספים, הקמתי מיזמי נדל"ן וחתמתי על הסכמים רבים לקידום פרויקטים כלכליים.

5. להכנת חוות דעת זאת הצטרף גם שותפי מיקי גור, דוקטורנט לכלכלה בעבר באוניברסיטת הרווארד שניהל במשך 20 שנה חברה בינלאומית בתחום הנדל"ן התיירותי (CWI), הקים פרויקטים ברחבי העולם בהשקעה של מאות מיליוני דולרים ובקיא מאד ביזמות נדל"ן בחו"ל.

6. לאחר שהקרן למימון תובענות ייצוגיות של משרד המשפטים הביעה נכונות לסייע במימון הכנת חוות דעת כלכלית בתיק זה, לבקשתה של עו"ד פלטר, לא הייתה אם כך כל מניעה מצדי להכין את חוות הדעת הכלכלית שתוצג להלן.

#### **ב. עיקרי חוות הדעת**

7. חוות הדעת שתוצג להלן היא חוות דעת כלכלית, ואין היא עוסקת בסוגיות המשפטיות הרבות שתיק זה מעלה. כל אשר יאמר, יוצג וינותח הוא מנקודת ראותו של כלכלן הסוקר את דרך התנהלותה של קרן הגשמה בשנים 2010-2016 (ועד בכלל) כאשר גייסה למעלה מ- 2 מיליארד, מאלפי משקיעים בארץ להשקעה בכ- 250 שותפויות, רובן בתחום הנדל"ן בחו"ל.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> כמפורט במצגת הגשמה לונדון קילבורן 1001 2017, עמ' 2 – אתר מגנ"א- מסמך 21

8. השאלה הכלכלית העומדת ביסוד חוות הדעת כאן היא אחת: האם בעת גיוס כספים אלו הציגה קרן הגשמה את הפרויקטים המתוכננים בצורה הוגנת, ממצה, מפורטת ושקופה כדי שהמשקיעים יוכלו להעריך נכונה את הסיכונים הכרוכים בהשקעה לצד הסיכויים המובטחים? האם משקיע חסר השכלה וידע כלכלי יכול היה להבין למשל שיש סיכוי, כלל לא מבוטל, שהוא עלול להפסיד את כל קרן השקעתו או למצער חלק לא קטן מקרן השקעתו?

9. התשובה שלי ככלכלן לשאלה זו היא אחת: לא זה מה שעשתה הקרן.

10. מצגי קרן הגשמה למשקיעים הפוטנציאליים לא היו מצגים הוגנים ולא היו מפורטים כפי שניתן היה לצפות ולדרוש: לא הוצגו הסיכונים באובדן קרן ההשקעה או חלק ממנה; לא הוצגה מהות הפרויקטים, שהם בעיקרם פרויקטים של השלמת הון עצמי במיזמים של נדל"ן בחו"ל, פרויקטים מסוכנים מאד שכל סטייה קלה מהתכנית העסקית, - סטייה שמאפיינת כמעט כל פרויקט ייזום נדל"ן- מביאה להפסד קרן ההשקעה, חלקה או כולה; לא הוצג המינוף הקיצוני של הפרויקטים על ידי בנקים וגורמי מימון אחרים, אשר להם זכות קדימה במימוש הנכס, לפני משקיעי הגשמה; לא הוצג ניגוד העניינים שבפעילות הגשמה, כאשר היא גובה דמי ייזום מהיזום בחו"ל, דמי ייזום שהוסתרו ממשקיעי הקרן, מעבר לדמי הגיוס והניהול שהיא גובה בארץ בעת גיוס ההשקעה מהמשקיעים הישראלים ובכך יכולה להבטיח לעצמה רווחים משמעותיים גם כאשר הפרויקט נכשל.

11. לאור כל זאת, נראה לי כי לו הייתה קרן הגשמה מציגה את הפרויקטים בצורה הוגנת ושקופה, מרבית המשקיעים שהשקיעו את כספם במיזמי הקרן, לא היו עושים זאת וכך היה נמנע הפסד כבד ממאות משקיעים שהוזנו במידע מטעה, מוטה וחלקי.

12. כאשר אני מתייחס בחוות דעתי זו למידע שהציגה הקרן למשקיעים הפוטנציאליים, עובר להעברת כספי המשקיעים לידיה, אני מתכוון אך ורק למידע שנמסר בכתב, המצגות שנשלחו במייל והסכמי השותפות שעליהם חתמו המשקיעים לפני העברת הכספים לקרן. מטעמי שמרנות, לא אעסוק בהבטחות חסרות בסיס שניתנו למשקיעים בע"פ וגם לא באופן ניהול הפרויקטים שנראה, לעתים, למסתכל מן הצד כרשלני ולא מקצועי. הגדרת הקבוצה שאני מציע היא זאת: כל המשקיעים ב-



- 250 הפרויקטים בשנים 2010 – 2016 אשר בתום המועד המתכוון לסיום הפרויקטים לא צפויים לקבל בחזרה את השקעתם השקלית הנומינלית.
13. להדגמה אציג את אחד הכשלים המהותיים באופן הצגתה של קרן הגשמה את תוצאותיהן הכלכליות של ההשקעות למשקיעים הפוטנציאליים. זהו כשל מתמשך המאפיין לא רק את כל ההשקעות שגויסו ללא תשקיף אלא גם את המצגות המופיעות בתשקיפי הקרן שאותם החלה הקרן לפרסם בשנת 2017.
14. מדובר בשיטה מטעה לפיה מציגים אך רק השקעות שהסתיימו ולא כוללים בתחשיב השקעות שטרם הסתיימו למרות שהזמן שתוכנן להשלמתן חלף. כך למשל בתשקיף לונדון קילבורן 1001 מחודש ינואר 2017<sup>2</sup>, כותבת קרן הגשמה כך: "למעלה מ-250 השקעות, 65 אקזיטים, ממוצע תשואות 14.7%" הבעיה היא שהשקעות שנעצרו ויניבו בעתיד הפסדי עתק למשקיעים – אינן כלולות במצגת המבוססת רק על 65 אקזיטים, ולכן אין כל אמת ואין כל ערך למספרים שהוצגו ע"י קרן הגשמה במצגת. זה בפרוש חצי אמת הגרוע משקר! ברור לחלוטין שהתשואות מוטות כלפי מעלה. בכמה בדיוק נוכל לדעת רק לאחר גילוי המסמכים שיפרט את כל אותן 250 השקעות.
15. אדגים את אופן ההצגה המעוות בדוגמה תיאורטית. קרן כלשהי גייסה 10 השקעות שוות בגודלן. ב- 8 מהן היה אקזיט והן הניבו 20% תשואה כל אחת. הקרן מדווחת על 20% תשואה שהושגה. אלא שאם יסתבר בהמשך ששתי ההשקעות שהתעכבו ירדו לטמיון אזי התשואה האמתית של כלל ההשקעות בקרן תהיה מינוס 4%.

דוגמה להשקעה כוללת המניבה הפסדים גם כאשר רוב ההשקעות נושאות רווחים				
	רווח כולל ממוצע	שיעור משקיעים	מספר משקיעים	
רווח משוקלל	20%	80%	8	קבוצה 1
	-20%	20%	2	קבוצה 2
	-4%	100%	10	סך הכל

<sup>2</sup> מסמך מס' 21

16. יש לציין כי מטבע הדברים, השקעות הנקלעות לקשיים, נמשכות זמן רב מעבר לפרק הזמן שתוכנן ועד להכרזה עליהן כאובדן מוחלט. לעתים, יחלפו שנים רבות. לפי כד, אין להשקעות אלה "אקזיט", אין להן שיעור תשואה כלשהו המחושב או מוצג ע"י הקרן. הגדרתית, אפוא, שיעור התשואה על ההשקעות שהיה בהן אקזיט שהוצג על ידי קרן הגשמה, מוטה כלפי מעלה.

17. מטעמי שמרנות, לא אציע לכלול בחישוב הנזק משקיעים שהוחזרה להם (או תוחזר להם) קרן השקעתם השקלית במלואה, גם אם לא קיבלו או לא יקבלו את התשואה שהובטחה להם במצגת. מאידך, מי שלא קיבל החזר קרן שקלי מלא זכאי לתפיסתי לתשלום מצד הקרן להשלמה עד לגובה הקרן שהשקיע. (הסיכון של אובדן הקרן לא הוזכר אפילו ברמזו במצגות או במיילים שנשלחו למשקיעים. באחת מהערות השוליים שנרשמו באותיות קטנות, אוזכרה, לכל היותר, האפשרות של אי עמידה בתחזיות התשואה).

18. כדי שנוכל לקבוע במקצועיות את שיעורי התשואה האמתיים של קרן הגשמה ואת היקף הנזק שנגרם למשקיעים, יש לדרוש מהקרן, על פי הוראת בית המשפט, את התוצאות השקליות המדויקות של כל 250 הפרויקטים שיזמה הקרן בתקופה המדוברת, כדי שמהן ניתן יהיה לחשב את גובה הנזק ואת גובה הפיצוי הנדרש.

### ג. שתי השקעות להדגמה

19. אציג עתה שתי השקעות כושלות ששווקו על ידי קרן הגשמה והוצגו באופן מטעה ביותר למשקיעים.

### השקעה א' – לונדון 9 ( Poland Street )

20. בחודש דצמבר 2014 השלימה קרן הגשמה השקעה בחברת הנכס

19-20 Poland Street LLP (להלן גם: לונדון 9)

21. סך סכום ההשקעה<sup>3</sup> של המשקיעים שגויסו ע"י הקרן נאמד ב – 1.9 מיליון ליש"ט.
22. באותה עת, שער החליפין עמד על כ- 6 ₪ לליש"ט. כלומר, סך ההשקעה של משקיעי הגשמה עמד על כ- 11.4 מיליון ₪.
23. מספר המשקיעים שגויסו ע"י הגשמה למיזם לונדון 9, נאמד ב- 102.
24. המשקיעים חולקו ל- 3 קבוצות השקעה, כל אחת בת 35 משקיעים, לכל היותר. וזאת, כדי לעמוד, לכאורה, בכללי הרשות לני"ע, הקובעים מגבלה של 35 משקיעים לצורך גיוס הון להשקעה בודדת ללא תשקיף. **ההבדל היחידי בין הקבוצות הוא גובה ההשקעה של חבר בקבוצה.**
25. קבוצה א' נקראה "סילבר", ואוגדו בה משקיעים שהשקיעו 20,000 ליש"ט ליח' השקעה. קבוצה שנייה נקראה "גולד" ואיגדה משקיעים שהשקיעו 25,000 ליש"ט ליחידת השקעה, קבוצה שלישית נקראה "פלטינום", ואיגדה משקיעים שהשקיעו 30,000 ליש"ט ליח' השקעה.
26. בסקירה תמציתית זו אנו מתייחסים לכל 102 המשקיעים שגויסו ע"י קרן הגשמה והשקיעו במיזם כקבוצה אחת.
27. **כל המשקיעים במיזם קרן הגשמה 'לונדון 9', הפסידו את כל כספם. ההשקעה כולה, בסך 11.4 מיליון ₪, הקרן במלואה, ירדה לטמיון.**
28. כפי שיובהר בהמשך, ההשקעה 'לונדון 9' הייתה השקעה בסיכון גבוה מאד. קרן הגשמה כלל לא הציגה למשקיעים את כלל הסיכונים שהיו גלומים במיזם. (לא היה מינימום של גילוי נאות לגבי המיזם) אך הציגה למשקיעים שיעורי תשואה צפויים גבוהים מאד, אולי דמיוניים, שמהם ייהנו, ללא כל בסיס.
29. להלן הסבר תמציתי<sup>4</sup> על מיזם 'לונדון 9'. מדובר בבניין משרדים השוכן באזור סוהו בלונדון. על פי המצגת של קרן הגשמה, התכנית הייתה לרכוש אותנו, לשפצו ולהסב אותנו ל 8 דירות יוקרה שתימכרנה ברווח ניכר בתוך שנה וחצי ממועד ההשקעה. עלות רכישת הבניין עמדה על 12.7 מיליון ליש"ט ועלות השיפוץ ועלויות אחרות נאמדו ב- 6.0 מיליון ליש"ט, כלומר: סך

<sup>3</sup> בהעדר דו"חות רשמיים ומפורטים, הסכומים המופיעים כאן הינם אומדנים המתבססים על פרסומי קרן הגשמה

<sup>4</sup> כל הנתונים מפורטים במצגת המיזם מסמך מס' 5

- ההשקעה המתוכננת עמדה אפוא, על 18.7 מיליון ליש"ט. הסך הכולל ממכיר דירות היוקרה נאמד ב – 21.4 מיליון ליש"ט, והרווח צפוי היה להיות לכאורה 2.7 מיליון ליש"ט.
30. נשיא קרן הגשמה מר אבי כץ, לא הסתפק ברווחים על הנייר כפי שהוצגו למשקיעים במצגת הקרן והופיע בעצמו בכתבה שצולמה ליד הבניין של מיזם 'לונדון 9' ברח' Poland ושוודרה בערוץ 2 וכך אמר: **"אנו קונים בניין כזה ב- 80 מיליון ₪ ומוכרים אותו ב- 140 מיליון ₪"** כלומר, כץ לא הסתפק אפילו במחיר המכירה החזוי שפורסם במצגת למשקיעים כ- 128 מיליון ₪ וללא שמץ של היסוס ניפח את מחר המכירה ואת הרווח החזוי כביכול בשידור טלוויזיה (בערוץ של המדינה) ב- 12 מיליון ₪. התנהגות זו הפוכה לכללי הזהירות החלים על מנהלי קרנות המגייסות כספים מהציבור ואולי היא גובלת בהונאה. כך לא נוהג משקיע נדל"ן סולידי, ועוד בחו"ל, המגייס מיליארדי ₪ מעשרות אלפי משקיעים תמימים ולא מיומנים.
31. השקעות בנדל"ן ככלל ולבטח השקעות בנדל"ן בחו"ל כרוכות בסיכונים רבים כגון: האטה בכלכלת המדינה בה נמצא הנכס, פיחות בשער המטבע המקומי ביחס לשקל ותקלות שונות הקשורות באומדני עלויות, בקצב התקדמות הבנייה, בכללי הרגולציה המקומית, במיומנות היזם המקומי שבחרה הקרן כשותף ועוד. אלא שמעל ומעבר לכל אלה, **מיזם לונדון 9 מלכתחילה היה מיזם עתיר סיכון ברמה בלתי סבירה לחלוטין. סיכון זה לא הוצג כלל למשקיעים שגייסה קרן הגשמה למיזם זה.**
- מדובר היה בסיכון רב לאובדן כל קרן ההשקעה, כפי שאכן ארע בפועל בה בשעה** שהמשקיעים הוטעו לחשוב שהסיכון המרבי הטמון בהשקעתו הוא אי השגת התשואה הגבוהה שהובטחה כ- 24% לשנה, על פי המצגת. ( לצד הצגת "תחשיב התשואה ליחידת השקעה" בעמוד 7 במצגת מופיע הערת שוליים ובה אזהרה כי הערכת התשואה עלולה שלא להתממש )
32. כדי להבין את הסיכון הבלתי מדווח והבלתי מוצג שהיה גלום במיזם לונדון 9, יש להיכנס לפרטים שלא פורסמו כלל במצגת. כ- 86% (!) מההשקעה, 16.1 מתוך 18.7 מיליון ליש"ט מומנו בהלוואה בנקאית קצרת מועד לשנה וחצי וכמובן שהנכס שועבד במלואו לבנק המלווה. שלושה פרטים מהותיים אלה: אחוז המימון הבנקאי הגבוה באופן קיצוני, משך ההלוואה הקצר מאד והשעבוד המלא של הנכס לבנק, כלל לא מפורטים במצגת, ומדובר בפרטים רבי חשיבות המלמדים על סיכון גבוה מאין כמותו שלא לאמור הימור.

33. השקעות ככלל והשקעות בתחום הבנייה בפרט מתאפיינות לעתים תכופות בחריגות מהתקציב ובאי עמידה בלוחות זמנים. פרויקטים שבהם יש עיכובי מסירה וחריגה מהתקציב הם עניין שכית. אם עקב אומדנים שגויים, אם בעטיים של קבלנים בעייתיים, אם עקב אישורים רגולטורים שמתעכבים ואם בגלל ליקויים בלתי צפויים המתגלים תוך כדי העבודה.
34. קרן הגשמה הניחה, באופן בלתי סביר לחלוטין, כי ליקויים שכיחים אלה לא יתרחשו, משום מה, במיזם לונדון 9. הקרן הניחה כי העבודות יסתיימו במועד ובתקציב שתוכנן, ועל הנחה שגויה זו, התווסף הימור מסוכן מאין כמוהו: **קרן הגשמה הניחה כי בתוך שנה וחצי עד למועד שנקבע להחזרת כל קרן ההלוואה, דהיינו במחצית שנת 2016, (עוד לפני משאל העם בדבר הברקזיט) תימכרנה כל הדירות במחירים הגבוהים שנחזו, וייווצרו המקורות להחזר ההלוואה (קרן וריבית), וכן החזרה קרן למשקיעי הגשמה בתוספת הרווח שהובטח.**
35. אין בכוחנו לקבוע אם מדובר בחוסר מקצועיות והבנה קיצונית או שמא בהימור חסר אחריות; אך ברור לנו כי תמונת מצב זו שהייתה אמורה להיות ברורה לכל משקיף מן הצד שמבין עניין, עוד לפני ההשקעה, לא הוצגה למשקיעים. להיפך, נשיא הקרן אף הצהיר בטלוויזיה על הרווחים המופלגים החזויים (או שמא הזויים?) מהמיזם ואף הפליג מעל ומעבר לרווחים המופלגים שהוצגו במצגת למשקיעים.
36. בפועל התגלו במיזם 'לונדון 9' בעיות שכיחות ביותר בתחום הבניה. עיכובים בהתנעת הבנייה, חריגות מתקציב, קשיים רגולטורים.<sup>5</sup> היזמים אף האריכו את משך הבנייה כאשר ביקשו הרחבות ושינויים בתכנית השיפוץ.
37. ובנוסף לכל אלה, כלל לא נמצאו לדירות קונים שהיו מוכנים לשלם את המחירים המבוקשים.
38. כך קרה, כלל לא במפתיע, כי בעת שהגיע מועד פירעון ההלוואה הבנקאית ביוני 2016, בחלוף 18 חודשים, זמן קצר בהחלט במונחי בנייה ונדל"ן, לא הושלם שיפוץ הבניין והסבתו למגורים ולא נמכרה ולו דירה אחת. כמובן שלא הייתה כל דרך להחזיר לבנק את כספי ההלוואה, ולאחר מתן אורכת זמן קצרה מצד הבנק, הבנק מימש במהלך 2017 את שעבוד הבניין והעבירו לבעלותו. בהמשך הועברה חברת הנכס, שלא נותר בה דבר מלבד חובות לספקים, לכינוס נכסים.

<sup>5</sup> כמפורט בדוחות הרבעוניים – מסמך מס' 8

39. כל משקיעי 'לונדון 9' שהלכו שולל אחר הבטחות קרן הגשמה, איבדו אפוא את כל השקעתם בסך של 11.4 מיליון ₪. עם זאת, קרן הגשמה עצמה, בכל מקרה, נטלה לעצמה מראש ממשקיעים אלה את דמי הניהול והחזר ההוצאות בסך של כ- 680,000 ₪ וכמו כן, קיבלה דמי ייזום בסכום של 195,000 ליש"ט ( כ- 1.17 מיליון ₪!! ) מהיזם הבריטי המקומי עבור גיוס משקיעים אלה. דמי הייזום הללו שולמו ככל הידוע לחברה אחות של קרן הגשמה הרשומה בחו"ל ( MIS Operations ). אין להם כל אזכור במצגת או בהסכם המשקיעים והדבר מעלה תהיות וסימני שאלה קשים.

40. על פי העדכון האחרון שבידינו<sup>6</sup> מיוני 2018, שווי הנכס 'לונדון 9' שטרם נמכר לא צפוי לכסות אפילו את מלוא ההלוואה והריבית לבנק המלווה ויותר גמ חובות לא מובטחים של למעלה ממיליון ליש"ט לספקים. הנכס שאבי כץ הודיע בערוץ 2 שיימכר ביותר מ- 23 מיליון ליש"ט, מוצע למכירה ב- 18 מיליון ליש"ט בלבד וזאת כפי שהובהר לאחר חריגה של מיליונים מהתקציב המתוכנן.

41. לסיכום: הצגנו כאן רק את הכשלים המהותיים באופן גיוס המשקיעים למיזם 'לונדון 9' ואת העובדה שמדובר בנטילת סיכונים בלתי סבירים בלשון המעטה. הבהרנו כי המצגת והמיילים למשקיעים לא הציגו כלל סיכונים אלה. מפאת קוצר המקום לא פרטנו סדרה ארוכה של משפטים מטעים או חסרי משמעות שנכתבו במצגת ובמיילים כדי לשכנע את המשקיעים להשקיע במיזם כגון: "ערבות אישית של היזם על התחייבות החברה" .. או "כל הקודם זוכה"<sup>7</sup>. כל הקורא יצחק, צחוק מר כלענה, אם הוא אחד מהמשקיעים.

### השקעה ב' – מנהטן 8 ( 18 West 75<sup>th</sup> St )

42. מיזם מנהטן 8 דומה עד מאד במאפייניו למיזם לונדון 9 שתואר בעמודים הקודמים.

<sup>6</sup> כמפורט בדוחות הרבעוניים – מסמך מס' 8

<sup>7</sup> מסמך מס' 6

גם מיזם זה מאופיין בנטילת סיכונים בלתי סבירים לחלוטין, בתחזיות מופרזות לרווחי עתק שיושגו תוך פרק זמן קצר ובהטעה מוחלטת ומכוונת של המשקיעים שגויסו למיזם.

43. גורמי הסיכון הבלתי סבירים במיזם מנהטן 8 הינם אותם גורמים שתוארו במיזם לונדון 9:

- מימון רוב ההשקעה ע"י הלוואה פיננסית בשיעור גבוה מאד של 80% מסך העלות.
- שעבוד מלא של הבניין לגורם המממן.
- תחזית מופרכת למכירת הבניין במחירי שיא בתוך זמן קצר מאד לשם החזרת ההלוואה.
- חוסר היערכות לחריגה בהוצאות בפועל.
- הסכמה עם הגורם המממן במסגרת הסכם ההלוואה לריבית נשך של 19.5% (!) במקרה של בקשה לדחיית מועד הפירעון.

44. התכנית העסקית של המיזם כללה רכישת בניין מגורים בן חמש קומות, איחוד עשר הדירות הישנות שהיו בו, שיפוץ הבניין והסבתו לבית יוקרתי.

45. התכנית שהתבססה על הסכם שנחתם בחודש מאי 2015, בין יזמים מקומיים לבין נציגות הגשמה, כיוונה להשלמת השיפוץ ומכירת הבניין בתוך שנתיים.

46. על פי המצגת שנשלחה למתעניינים, סך ההשקעה בגין רכישה ועבודות השיפוץ הוערך בכ- 17.0 מיליון דולר ( 11.3 מיליון דולר רכישה ועוד 5.7 מיליון \$ בגין עבודות השיפוץ ועלויות נוספות). מחיר המכירה של הבניין המשופץ, שהייתה אמורה להתבצע ב- 2017, נאמד ב- 21.4 מיליון דולר. רווח חזוי של 4.4 מיליון דולר.<sup>8</sup>

47. מתוך סך ההשקעה המתוכננת בסך 17.0 מיליון דולר, 13.6 מיליון דולר (80%) מומנו ע"י הלוואה שנלקחה מחברת מימון, והיתרה מומנה ע"י הון עצמי בסך של כ- 3.4 מיליון דולר שמהם כ- 3 מיליון דולר גויסו ממשקיעי קרן הגשמה ורק סכום מזערי של 0.4 מיליון דולר גויס מהיזם המקומי, כ 10% בלבד מההון העצמי, שהיווה כאמור רק 20% מהעלות הכוללת. המשקיעים חולקו ל- 2 קבוצות "זהב" ו-"פלטינום" כדי לעקוף את מגבלת התקנה האוסרת לגייס יותר מ- 35 משקיעים ללא תשקיף. מס' המשקיעים ( מס' יח' ההשקעה ) נאמד ב- 66.

<sup>8</sup> כמפורט במצגת הפרויקט, מסמך מס' 10

יחידת השקעת מסוג זהב עמדה על סך של 30,000 דולר ויח' השקעה מסוג פלטינום עמדה על סך 60,000 דולר.

**48. בהשקעה זו, מנהטן 8, הפסידו כל משקיעי קרן הגשמה כ- 92% מהשקעתם, סך של כ- 2.7 מיליון דולר. (כ- 10.2 מיליון ₪)**

49. קרן הגשמה, מכל מקום, גבתה מראש את ההוצאות ועלות הגיוס בסכום מוערך של 210,000 דולר (לפי 7%) וכמו כן, יש לשער שגבתה מהיזמים "דמי ייזום" בסכום בלתי ידוע לנו שהופקדו בחברה קשורה אחרת ולא דווחו כלל למשקיעי קרן הגשמה.

50. במיזם זה ארע תרחיש דומה לתרחיש שכבר תואר בהרחבה במיזם לונדון 9: הבניין היה אמור להימכר במחיר של 21.4 מיליון דולר במחצת 2017. הפדיון היה מאפשר להחזיר את ההלוואה לחברת המימון וכמו כן להחזיר למשקיעי הגשמה את קרן השקעתם בצירוף רווח נאה.

אלא שבפועל לא נמצא קונה לבניין במועד המתוכנן ולא ניתן היה לפרוע את ההלוואה או להשיב למשקיעים את השקעתם בתוספת רווח.

51. תקצר היריעה מלתאר את סבכי המשא ומתן שנערך בשנים 18-2017 בין קרן הגשמה לחברת המימון. יצוין רק שבגלל חוסר היכולת להחזיר את ההלוואה, והסכם גרוע שכלל קנס חמור על אי החזרת הקרן במועד, תפחה הריבית ליותר מ-19% כ- 250,000 דולר בחודש!

52. בניגוד לתכנית העסקית ולמצגת שנשלחה למשקיעים, לא נמצא קונה לבניין המשופץ ("עקב שפל בלתי צפוי במכירות נדל"ן מסוג זה"<sup>9</sup>).

הבניין שהיה אמור להימכר תוך 22 חודשים על פי המצגת לא נמכר גם בחלוף יותר מ- 3.5 שנים ועבר לבעלות חברת המימון לאחר שהיזמים לא יכלו להחזיר לה את הלוואתה.

53. המחיר הגבוה ביותר שהוצע עבור בניין מנהטן 8 לאחר אינספור מאמצי מכירה היה כ- 12.3 מיליון דולר וזאת לעומת השקעה שתוכננה לעמוד על סך של 17.0 מיליון ומחיר מכירה צפוי שהוצג למשקיעים בסך של 21.4 מיליון דולר. ( המחיר הגבוה ביותר שהוצע עבור הבניין עמד על 57% בלבד מהמחיר החזוי שהוצג במצגת למשקיעים)

<sup>9</sup> מסמך מס' 13



54. מיזם מנהטון 9 היה הימור מסוכן שלא צלח וגרם למשקיעי הגשמה להפסיד את רוב רובה של השקעתם (92%). המצגת שהוצגה למשקיעים לא חשפה את הסיכונים האדירים שהיו גלומים בפרויקט כפי שיובהר ויונהר בסעיפים הבאים של חוות הדעת.

#### ד. הסיכון הגלום בהשקעות במינוף גבוה

55. שתי ההשקעות שהצגנו מאופיינות במינוף גבוה. ההון העצמי עמד על 20% ופחות.

המשמעות של הון עצמי נמוך המשולב בהלוואה לזמן קצר היא סיכון גבוה ביותר סיכון של ממש להפסיד את מלוא קרן ההשקעה אם תהיה סטייה קלה בתחזית העלויות, או בלוח הזמנים או בתחזית הפדיון ממכירות. נכסי ההשקעה במלואם היו משועבדים לבנקים ולגורמים מממנים.

56. סיכון גבוה זה לא הוצג למשקיעי הגשמה. ההיפך הוא הנכון, שתי ההשקעות הוצגו כהשקעות בסיכון נמוך מאד לפי שיטה מופרכת לחלוטין "חישוב סיכונים" שפותחה, לכאורה, ע"י קרן הגשמה, לשימוש פנימי והוצגה במצגות שנשלחו למשקיעים.

57. בטבלת הרגישות הבאה נמחיש את הרגישות הגבוהה של השקעות דוגמת שתי ההשקעות שהוצגו לעיל. כפי שניתן לראות כל סטייה קלה מהתחזיות של התכונות העסקיות שהוצגו למשקיעים במצגת, מביאה לתשואה שלילית על ההשקעה.

ההשפעה של סטייה קלה בתכנית העסקית בהשקעת מזנין ממונפת על שיעורי התשואה שיושגו (טבלת רגישות)				
נתונים ותוצאות עסקיות	נתוני מצגת 1-	סטיה קלה 2-	סטיה בינונית 3-	סטיה בינונית פלוס 4-
סטיית מחיר מכירה ועלות ביצוע	0%	-5%	-10%	-15%
הון עצמי יזם	5	5	5	5
השלמת הון עצמי הגשמה	15	15	15	15
סה"כ הון עצמי	20	20	20	20
מימון בנקאי	60	60	60	60
סך עלות ללא מימון ולפני גידול בעלות	80	80	80	80
שיעור מינוף	75%	75%	75%	75%
מספר שנות פרויקט	2	3	3	4
ריבית שנתית	5%	5%	5%	5%
עלות מימון	6	9	9	12
תוספת עלות בגין סטייה	0	4	8	12
סך עלות הפרויקט	86	93	97	104
תקבולים בפרויקט	96	91.2	86.4	81.6
רווח של הפרויקט	10	-1.8	-10.6	-22.4
רווחיות כוללת של הפרויקט באחוזים	10%	-2%	-12%	-27%
שיעורתשואה על ההון העצמי	50%	-9%	-53%	-112%
שיעור תשואה על ההון העצמי בכני דמי ניהול ועמלת יזום 11%	42%	-17%	-61%	-120%

אנו רואים כי סטייה של 5% בהוצאות ובמכירות כבר פוגעת בקרן וסטייה של 15% מביאה לאובדן ההשקעה כולה.

#### ה. 11 כשלים והטעיות במצגת של קרן הגשמה למשקיעים

58. בפרק זה, בפסקאות 59-69, נסקור בקצרה את דרך הצגת הפרויקטים להשקעה של קרן הגשמה בפני המשקיעים. אנו מתייחסים אך ורק להצגה בכתב כאמור, ואת הבעייתיות, לעתים בעייתיות חמורה, שבדרך הצגה זו, שגובלת עם הטעייה מכוונת שלא לאמור הונאה של המשקיעים. (על פי תצהירים שקראנו, ההבטחות שניתנו בעל פה ע"י אנשי המכירות חרגו מעל ומעבר לכל מה שהוצג במצגות, אך לכך לא נתייחס).

59. הטענה כי מדובר בהשקעות "בסיכון קטן עם תשואה גבוהה" – זו טענה שקרית. אין השקעות כאלו וזו טענה העומדת בניגוד לתיאוריה הכלכלית ולעקרונות כלכלת המימון. עצם הצגת טענה זו בפני המשקיעים היא הטעיה, חד וחלק.

60. העלמת העובדה שיש סיכוי, לא מבוטל, לאובדן קרן ההשקעה או חלק ממנה. דעתנו היא שהצגת אפשרות זאת בפני המשקיעים עובר לביצוע ההשקעה, הייתה גורמת לרובם, לקבל "רגליים קרות" ולא לשים את כספם על קרן הצבי, קרן הגשמה.

61. אי הבהרת העובדה שמדובר בהשקעות מסוג מזנין, השלמת הון עצמי ליזם בחו"ל. כפי שכבר הבהרנו בטבלה בפרק הקודם, אלה הן השקעות בסיכון גבוה מאד שכל סטייה ולו מזערית מהתכנית העסקית המקורית, אירוע כלל לא יוצא דופן, מסכנת את קרן ההשקעה.

62. הסתרת העובדה שמדובר בד"כ בפרויקטים עם מינוף גבוה מאד, 80% בממוצע ואף מעבר לכך, כאשר המוסד הפיננסי הוא בעל החוב הבכיר ולו זכות קדימה למימוש הנכס כאשר הפרויקט חורג מלוח הזמנים שלו או מהתכנית העסקית המקורית, אירוע שגור כאמור בכל מיזם נדל"ן.

כאשר הבנק מממש את הנכס, שהוא בעל החוב הבכיר והקודם שלו, הוא רוצה לעשות זאת בזריזות ולהחזיר את ההלוואה שנתן, קרן וריבית, בלי לקחת בחשבון את האינטרסים של המשקיעים שקולם לא נשמע והאינטרס שלהם לא מיוצג.

63. **הסתרת העובדה שהקרן גובה "דמי ייזום" מהיזם בחו"ל, אחוז מסוים מהכספים שגייסה ממשקיעיה בארץ וזאת לאחר שגבתה מהם כבר דמי ניהול וגיוס שאמורים לכסות, עם רווח, את כל הוצאותיה.** כך יצרה הקרן לעצמה מעין "קופה ב' " נסתרת, רווחים ללא הוצאות שצומחים לה ורק לה, על חשבון המשקיעים שלה. הדבר מעמיד את הקרן בניגוד עניינים לעומת המשקיעים שלה, בניגוד מוחלט להצהרותיה על זהות עניינים עם משקיעיה.

64. **הקרן לא ציינה כלל את העובדה, שהיא אמנם טריוויאלית אבל דורשת הבלטה, שמעבר לכל הסיכונים, שלא הוצגו כאמור כיאות, קיים גם סיכון מטבע ( שינויים בשער החליפין) למי שמנהל את עסקיו במטבע ישראלי.**

הצגת סיכון מהותי זה הייתה מחובתה הבסיסית של הקרן בלי כל קשר לשאלה אם משקיע בר דעת אמור להיות מודע לסיכון זה. הסיכון הגלום בשינויי שער חליפין, כמו גם סיכונים נוספים, מוצגים באותיות של קידוש לבנה במסגרת תשקיפי השקעה חדשים של הקרן. בכל ההשקעות שאליהן אנו מתייחסים, לא היה תשקיף.

65. **הקרן הציגה השקעות בתחום היי טק ומיזמים חקלאים ותיירותיים עתירי סיכון בארץ ובחו"ל כפרויקטים חסרי סיכון שבהם מובטחת תשואה שנתית דו ספרתית בתקופה קצרה של שנה שנתיים ואף פחות מכך.** אלו הן השקעות שלא מתאימות בכלל לקרן השקעות שמתחזה להיות קרן סולידית ואכן הקרן חדלה מהשקעות אלו בהמשך, כנראה עקב התוצאות בפועל.

66. **הקרן פיתחה "מודל" מגמתי ומופרך לחלוטין, "מודל לניתוח סיכונים" שאותו הציגה למשקיעי הקרן במצגותיה.** מודל זה מנוגד לחלוטין לכל תחשיבי הסיכונים המוכרים ( שבהם עושים שימוש בנקים בעת שהם מממנים השקעות מסוג זה, לדוגמא). מודל זה נועד להוליך שולל את המשקיעים ולהראות להם שההשקעה שאליה ייכנסו היא השקעה בסיכון נמוך. כדי ליצור "אמינות" למודל המופרך הקרן נתנה "ציוני סיכון" נמוכים, בד"כ בין 3 ל 4 בהשוואה להשקעה בסיכון גבוה שציונה הוא 10. המודל המופרך התעלם לחלוטין מרמת המינוף של הפרויקט, מהשעבוד הראשוני לבנק או לגורם המממן, מלוחות הזמנים הקצרים, מההשלכה של חריגה

בעלויות, מההשלכה של אי מימוש תחזית המכירות וכו' או, בקיצור, מהסיכוי הגבוה לאובדן קרן ההשקעה במלואה, מעל ומעבר לאי השאת תשואה כלשהי. כל זה הוצג בדרך גרפית מתוחכמת, "שעונים" שמודדים לכאורה סיכון. אלו היו שעונים שאף פעם לא הראו את השעה הנכונה.

**67. רשימה חלקית מאד של גורמי הסיכון הוצגה ע"י הקרן באופן מינורי וצדדי, באותיות קטנות בשולי עמוד המצגת או בהערות שוליים וזאת לעומת הצגה מודגשת ורחבה של תוצאות עסקיות מצוינות ותשואות מופרזות. תשואות דו-ספרתיות שיושגו, לכאורה, בתקופת זמן קצרה מאד, שאינה מקובלת בפרויקטים של נדל"ן, למשל, 18 חודש או שנתיים.**

אופן הצגה זה יצר הטעייה של המשקיעים, שרובם היו משקיעים לא מתוחכמים, לא אמידים במיוחד וללא רקע בהשקעות אלו. כאשר מוצגת תשואה מובטחת דו-ספרתית המשקיע סובר לתומו שבמקרה הגרוע מבחינתו, התשואה תהיה נמוכה יותר. אין הוא מעלה כלל בדעתו אפשרות של אובדן הקרן, שלא לדבר על אובדן מלוא השקעתו, הקרן כולה. זו הטמנת פח יקוש למשקיע.

**68. הקרן לא טרחה לעדכן את המשקיעים שלה שרוב הפרויקטים המוצעים הם פרויקטים של נדל"ן בחו"ל, התלויים לא רק בגורמי מקרו בחו"ל, אלא גם בגורמים רבים שאין עליהם שליטה, גורמי אי וודאות שפועלת לרעתם: תקנות רגולטוריות, חוקי בניה, התנגדויות שכנים, יזמים מקומיים כמעט חסרי הון עצמי, לעתים בעלי עבר מפוקפק, פשיטת רגל של הקבלן המבצע, העדר בטחונות חיצוניים מצד היזם המקומי, אי אפשרות לגדר את שיעור הפסד הקרן, שנוי מדיניות מיסוי ועוד. הסיכון הגבוה של ניהול פרויקטים של נדל"ן בחו"ל, כשהם עתירי מינוף, הנעשים בשלט רחוק, כאשר הגורם הקובע הוא היזם המקומי, יזם קטן ואלמוני בדרך כלל, לא הוצג למשקיעים.**

**69. "הייפ שיווקי"- כל דרך גיוס המשקיעים נוגדת את כללי הזהירות והסולידיות שניתן לצפות ממי שמגייס סכומים לא מבוטלים, 100-200 אלף ₪ בממוצע ממשקיע בודד בשותפות, מהאיש הקטן, האיש ברחוב. הקרן יצרה תחושה שמדובר בהגרלת ענק, חלוקת מתנות, כל הקודם זוכה ומי שמהסס לרגע מפסיד. כך לא מגייסים השקעות, לפחות לא אצל גופים רציניים ואף זה תרם לאווירת חוסר הזהירות, השאננות מצד הקרן שעברה למשקיעים. ( וכבר צוין שמטעמי שמרנות**

לא נתייחס להבטחות שניתנו בעל פה כגון זו של נשיא הקרן, מר אבי כץ, שהוסיף בהבל פה בשידור כלל ארצי בערוץ 2 עשרות אחוזי תשואה שיושגו כביכול בפרויקט הבנייה לונדון 9, מעל ומעבר למה שנכתב במצגת הקרן, פרויקט שבו איבדו המשקיעים את כל קרן השקעתם)

#### ו. סיכום ומסקנות

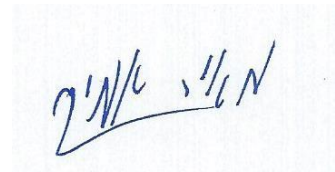
70. ניתן היה אולי, בדוחק רב, להתעלם או להשלים עם אחד או שניים מתוך אחד עשר הכשלים שמנינו; אבל אי אפשר להתעלם מכשלים שהם בבחינת הצבת מכשול בפני משקיע תמים ועיוור. מה שברור לנו, מעבר לכל ספק, הוא שהאפקט ה**מצטבר** של אחד עשר הכשלים העקרוניים שנמנו כאן, העוברים כחוט השני בכל מצגות קרן הגשמה ב- 250 הפרויקטים של השנים 2010-2016 הופך את דרך גיוס הכספים למכשלה. זוהי הצגה מטעה למשקיעים למטרות שיווק ומכירה שאיננה עומדת ברף הבסיסי ביותר של גלוי נאות. אין לעבור לסדר היום, על הונאה שכזו ועל תוצאותיה הרות האסון למאות, או אולי לאלפי משקיעים.

71. הצגנו כאן שני פרויקטים שביצעה הקרן בתקופה הרלבנטית. ויובהר, פרויקטים אלו אינם מהווים כנראה מדגם מייצג של ההפסדים שרשמו משקיעי קרן הגשמה בתקופה. אבל, וזאת הנקודה החשובה, פרויקטים אלה מהווים בהחלט מדגם מייצג לדרך הצגת כל ההשקעות בפני המשקיעים הפוטנציאליים: המצגות שנשלחו אליהם במייל וכללו את אחד עשר כשלי היסוד שמנינו.

72. בשתי הדוגמאות שהצגנו בחוות דעת זו, הראינו כיצד כ- 178 משקיעים איבדו את מלוא השקעתם בסך כולל של 21.6 מיליון ₪. התייחסנו אך ורק לקרן ההשקעה שאבדה במלואה. לא מצאנו במצגת כלשהי רמז לסכנה של אובדן הקרן בהסתברות לא קטנה כפי שהדגמנו, במקרה של חריגה קלה מהתכנית העסקית. לא חישבנו ולא התייחסנו כלל לאובדן התשואה על ההשקעות למרות שהתשואה הגבוהה החזויה לכאורה הוצגה באופן בולט ביותר בכל המצגות.

73. את סך הפסדי הקרן בפועל ואת מספר המשקיעים שספגו הפסדים אלה, נוכל לדעת ולחשב כאשר בית המשפט יורה לקרן הגשמה לדווח על התוצאות האמתיות, בש"ח, בכל אחת מ - 250 ההשקעות ששיווקה והציגה לציבור המשקיעים באופן מטעה בכוונת מכוון.

בזאת באתי על החתום,



ד"ר מאיר אמיר

4 באפריל 2019

נספח מקורות בעמוד הבא:

נספח לחוות הדעת - רשימת מקורות					
מס'	קטגוריה	פירוט	פירוט נוסף	שנה	הערות
1	אתר אינטרנט	קרן הגשמה	kerenhagshama.co.il	2019	
2	אתר אינטרנט	קרן הגשמה	ויקיפדיה	2018	
3	מסמכי ההשקעה	לונדון 9	מייל גיוס	2014	
4	מסמכי ההשקעה	לונדון 9	הסכם משקיעים	2014	
5	מסמכי ההשקעה	לונדון 9	מצגת למשקיעים	2014	
6	מסמכי ההשקעה	לונדון 9	התחייבות לערבות אישית של היזם	2014	נאווה איתני
7	מסמכי ההשקעה	לונדון 9	סרט מכירות של אבי כץ ושמש ערוץ 2	2015	
8	מסמכי ההשקעה	לונדון 9	דו"חות רבעוניים	2015	עד 2019
9	מסמכי ההשקעה	לונדון 9	תצהיר שי גלבע	2019	
10	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	מצגת למשקיעים	2014	
11	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	הסכם יזם	2015	
12	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	הסכם משקיעים	2015	
13	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	דו"חות רבעוניים	2015	עד 2019
14	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	חוות דעת שמאי compass	2015	
15	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	דו"ח כספי של המיזם	2017	
16	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	מכתב הבהרה של יועץ משפטי עו"ד לדרמן	2018	
17	מסמכי ההשקעה	מנהטן 8	תצהיר איתי פישמן 2019	2019	
18	כללי	MIS OPERATIONS	דו"ח כספי - הכנסות מדמי ייזום	2017	
19	נייר עמדה	הרשות לני"ע	הצעת ניירות ערך לציבור	2016	
20	נייר עמדה	הרשות לני"ע	גיוס ללא תשקיף - המותר והאסור	2017	
21	תשקיפים	תשקיף 1	הגשמה לונדון קילבורן 1001	2017	
22	תשקיפים	תשקיף 7	קופס ביי מנהטן 1008	2018	
23	תשקיפים	תשקיף 8	קופאנד 10 1009	2018	
24	תשקיפים	כללי	מצגת מכירה לתשקיפי קופאנד X	2018	
25	תובענה ייצוגית	מעין פלטר	תובענה ייצוגית נגד קרן הגשמה	2018	
א	השקעות אחרות	איזיבוב הלוואות	מצגות, מיילים, תצהירים, דו"חות רבעוניים	2013	עד 2019
ב	השקעות אחרות	זכרון יעקב	מצגות, מיילים, תצהירים, דו"חות רבעוניים	2015	עד 2019
ג	השקעות אחרות	נווה יהושע	מצגות, מיילים, תצהירים, דו"חות רבעוניים	2013	עד 2019
ד	השקעות אחרות	חוות דגים אקווסק	מצגות, מיילים, תצהירים, דו"חות רבעוניים	2012	עד 2019
ה	השקעות אחרות	כיבאלי	מצגות, מיילים, תצהירים, דו"חות רבעוניים	2013	עד 2019
ו	השקעות אחרות	לאצ'י	מצגות, מיילים, תצהירים, דו"חות רבעוניים	2011	עד 2019