

**חוות דעת מומחה - עסקות קווי אשראי - פספורט - יואל - יונייטד**

**שנערכו בשנים 1995-1997**

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

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

נתבקשתי על ידי עו"ד יצחק מירון ורו"ח חיים רבינוביץ, המפרקים של קבוצת קווי אשראי, להכין חוות דעת כלכלית באשר לעסקות רכישה ומכירה של מניות חברת פספורט בשנים 1995-97, אשר חברת קווי אשראי רכשה את השליטה בה ביוני 1995.

במסגרת כתב התביעה שהגישו המפרקים לבית המשפט נטען, בין היתר, כי מר קובי מימון ומר חיים צוף, בעלי השליטה בחברת יונייטד, שרכשה את השליטה בחברת פספורט כתוצאה מהעסקות לעיל שנערכו באותן שנים, בצעו את הפעולות הללו תוך פגיעה בבעלי מניות המיעוט ובעלי האג"ח של חברת קווי אשראי, בתאום עם בעל השליטה דאז בקבוצת קווי אשראי, מר יובל רן, ומכאן הדרישה להשיב את המניות הללו, שנרכשו שלא כדין.

זו אינה חוות הדעת הראשונה שנכתבת בנושא זה.

במחצית השניה של שנת 1995 נכתבו שתי חוות דעת בנושא:

**הראשונה** נכתבה על ידי ד"ר אריה עובדיה, (להלן חוות דעת עובדיה) לבקשת קובי מימון, (ועורך דינו דאז והיום, מר פיני רובין) שהחזיק באותה עת מניות בפספורט, שהגיש תביעה לבית המשפט לביטול עסקת רכישת השליטה בפספורט ע"י קווי אשראי<sup>1</sup>, רכישה שהיתה מלווה בעסקה עוקבת, סיבובית, שיצאה אל הפועל כחודשיים לאחר העסקה הראשונה, ובה נרכשה השליטה בחברת יואל על ידי פספורט. (העסקה הראשונה היתה ביוני 95 והשניה באוגוסט 95)

שתי עסקות אלו, טען מימון, הן למעשה עסקה אחת, בלתי כשרה, שבה קופחו בעלי מניות המיעוט בחברת יואל ובחברת פספורט.

חוות דעת **עובדיה** תמכה בטענת מימון, שכן, היא הראתה כי היה חוסר תאימות כלכלי בין השווי לפיו נמכרה השליטה בפספורט לקווי אשראי לבין השווי שעל פיו נמכרה השליטה ביואל לפספורט.

חוות הדעת **השניה** נכתבה כחוות דעת נגדית לחוות דעת עובדיה, על ידי פרופסור אפרים צדקה, ד"ר רפי אלדור ומר יעקב אשד (להלן חוות דעת צדקה). היא נכתבה לבקשת חברת קווי אשראי כדי לסתור את טענות עובדיה לחוסר ההגיון ביחס השווי בין שתי החברות, פספורט ויואל.

<sup>1</sup> ת.א. 1415/95 מיום 21 בספטמבר 1995 שעליה חתום כאמור עו"ד פיני רובין

צדקה טען כי ניתן להצדיק כל אחת מעסקות אלו, רכישת פספורט ורכישת יואל, לגופן, כאשר מחשבים נכונה, לטענתו, את השווי הכלכלי של שתי חברות אלו ואת פרמיית השליטה ששולמה בעת הרכישה. שתי חוות דעת סותרות אלו לא הגיעו לדיון בבית המשפט שכן, בסמוך להגשתן, הגיעו (במפתיע) קובי מימון ויובל רן להסדר פשרה שבעקבותיו נמחקה תביעתו של קובי מימון. בהמשך, לאחר חודשיים נוספים, חברו מימון ורן לעסקה שבה נמכרו מחצית מאחזקות קווי אשראי בפספורט לחברה בשליטת קובי מימון, חברת יונייטד.

שש עשרה שנה לאחר מכן, באוגוסט 2011, נכתבה חוות דעת **שלישית** בנושא על ידי פרופסור אמיר ברנע (להלן חוות דעת ברנע) שאף היא הוזמנה על ידי קבוצת "מימון – צוף" (המיוצגת ע"י עו"ד פיני רובין) במסגרת כתב ההגנה שהגיש חיים צוף בתשובה לכתב התביעה שהגישו מפרקי קווי אשראי נגדו, נגד קובי מימון ועוד נתבעים.

באופן מפתיע, אירוני אולי, חוות הדעת שהזמינה קבוצת "מימון – צוף" ועוה"ד פיני רובין מברנע באוגוסט 2011 **סותרת** את חוות הדעת שהזמינו מימון ורובין מעובדיה באוגוסט 1995, למרות שהמצע העובדתי שעליו נשענות שתי חוות הדעת הללו הוא כמובן זהה.<sup>2</sup>

אני ניגש, אם כך, לכתוב חוות דעת **רביעית** בנושא, מטעם המפרקים כאמור, שתבחן מחדש את שתי חוות הדעת שנכתבו בשנת 1995, על ידי עובדיה וצדקה, ובעיקר תתמודד עם חוות דעת ברנע, שנכתבה לפני כשנתיים.

אקדים את המאוחר ואציין כי לדעתי, חוות דעת ברנע אינה משקפת נכונה את הארועים שהתרחשו בשנים 1995-1997, שהובילו כאמור להשתלטות של קובי מימון על חברת פספורט, (ובאמצעותה על חברות יואל וישראלמקו) כשנה לאחר שחתם על העסקה עם יובל רן, ולכן לא ניתן לקבל את טענתו כי העסקות שאותן בחן, עסקות שבצע קובי מימון באמצעות חברת יונייטד, נעשו על פי שווי הוגן לחברת פספורט.

ברנע אגב, כלל לא קרא את חוות דעת עובדיה. היא אינה מופיעה ברשימת המקורות שלו<sup>3</sup> ולמעשה חוות דעתו מתבססת על חוות דעת צדקה, שנכתבה כתשובה לתביעת מימון דאז ולפיכך הוא אמור היה לדעת על קיומה<sup>4</sup>. ברנע, כפי שאראה, גם לא קרא את כתב התביעה שהגיש קובי מימון בספטמבר 1995, באמצעות עו"ד פיני רובין, כתב תביעה שלדעתנו מבסס ומתקף את הניתוח הכלכלי שנציג להלן.

מאחר שלדעתי חוות דעת צדקה לא התמודדה נכונה עם סוגיית רכישת השליטה בפספורט והשווי הכלכלי לבעל השליטה ברכישת שליטה בפספורט ביוני 1995, דינה של חוות דעת ברנע, הנשענת על מתודולוגית צדקה, ונקודת המוצא שלה היא הערכים הכלכליים שחישב צדקה, להדחות.

כל זאת יובהר ויונהר בגוף מסמך זה.

## ואלה פרטי השכלתי:

1972 – תואר בוגר בכלכלה ופילוסופיה. האוניברסיטה העברית בירושלים.

<sup>2</sup> חוות דעת ברנע עוסקת גם בניתוח ארועים שקרו בשנים 1996-97 לאחר כניסת מימון לפספורט, שאליהם אתיחס בהמשך.

<sup>3</sup> ראה נספח ב, רשימת מקורות עמוד 21 בחוות דעת ברנע

<sup>4</sup> בחוות דעת צדקה יש פרק שלם העוסק בחוות דעת עובדיה

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

**ולהלן פרטי 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 אורבניים, 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. החברה עוסקת בהערכות שווי, הכנת תוכניות עסקיות, ליווי וניתוח פיננסי, תכניות הבראה, מתן חוות דעת מומחה לבתי משפט ומוסדות בוררות, בחינות מקרו של ענפי משק וכדאיות פרויקטים בחו"ל. רשימת פרויקטים שבוצעו בשנים האחרונות, כולל קבצי PDF של עשרות

פרויקטים, ניתן למצוא באתר החברה: [www.meiramir.co.il](http://www.meiramir.co.il)

להלן רשימה חלקית של חוות דעת מומחה שכתבתי בשנתיים האחרונות:

1. חוות דעת למשרד האוצר – מכרז למתן שירותים גריאטרים. יחד עם ירום אריאב (לשעבר מנכ"ל משרד האוצר).
2. חוות דעת לאיגוד חברות הביטוח. תעריפי אשפוז סיעודי ותכניות ביטוח הוצאות רפואיות. יחד עם פרופסור אביה ספיבק (לשעבר המשנה לנגיד בנק ישראל).
3. חוות דעת מומחה בודק לבית המשפט המחוזי בבאר שבע לפי הזמנת בית המשפט. תביעה ייצוגית נגד קוקה קולה.
4. חוות דעת מומחה למשכן לבוררות ופיתרון סכסוכים ע"פ הזמנת השופט בדימוס בועז אוקון. הליך בוררות בין חברת ניטרון מקבוצת שיכון ובינוי לחברה להשבת קולחים חדרה.
5. חוות דעת מומחה לבית המשפט הכלכלי בתל אביב בהקשר של תביעת נאמני האג"ח של בזק נגד מנהלי החברה בגין חלוקת דיבידנדים שלא מרווח.
6. הכנת חוות דעת מטעם התובעים בתביעה ייצוגית נגד תנובה בקשר למחיר הקוטג'.  
7. חוות דעת מומחה בקשר לתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בחברת חבס בגין חלוקת דיבידנדים. (חוות הדעת המליצה נגד הגשת תביעה)
8. חוות דעת כלכלית לאיגוד חברי הבורסה שאינם בנקים (ברוקרים פרטיים). יחד עם ירום אריאב.

9. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בתל אביב בקשר לתביעה שעניינה זכויות חכירה בגוש הגדול בת"א.
10. חוות דעת מומחה בבוררות שהתנהלה במשכן לבוררות ופיתרון סכסוכים אצל השופט ורדי זילר ז"ל – תביעה של חברת מעגן התפלה נגד חברת GES מקבוצת גרניט הכרמל.
11. חוות דעת מומחה שהוגשה לבית הדין הארצי לעבודה בתביעה של ההסתדרות וועדי נמלי חיפה ואשדוד בקשר להשפעת הרפורמה בנמלים על תנאי העבודה והשכר של העובדים.
12. חוות דעת שהוגשה לבית המשפט המחוזי בת"א בתביעה ייצוגית נגד חברת בתי הזיקוק בע"מ בגין הצגה מוטעית וחלקית של עסקות אשראי ספקים שבצעה בשנת 2012.
13. חוות דעת מומחה לחברת חישולי כרמל בתביעה שהוגשה בבית המשפט המחוזי בחיפה בקשר לתביעה לתשלום מס בגין חלוקת דיבידנד לכאורה.

חוות דעת זאת מתבססת על המסמכים כמפורט בזה :

- תשקיף חברת פספורט – מאי 1996 וחברת אקוויטל – פברואר 2000
  - חוות דעת עובדיה וחוות דעת צדקה. 1995
  - חוות דעת ברנע. אוגוסט 2011
  - דוחות כספיים פספורט, יואל, ישראלמקו, קווי אשראי. 1994.1995.1996.1997.
  - כתב תביעת המפרקים וכתב ההגנה לתביעה.
  - הסכמי עסקות קווי אשראי – יונייטד נובמבר 95, עסקת מכלול כנות פברואר 96, עסקת יחק ינואר 97
  - תביעה לביטול עסקות קווי אשראי – פספורט ופספורט- יואל שהגיש קובי מימון באמצעות עו"ד פיני רובין לבית המשפט המחוזי בת"א בספטמבר 1995 (ת.א 1415/95)
- ידוע לי כי חוות דעת זו, המוגשת כשהיא חתומה על ידי, דינה כדין עדות בשבועה בבית המשפט.

**ולהלן חוות דעתי.**

### **מבנה חוות הדעת**

חוות הדעת תכלול שלושה חלקים :

בחלק הראשון אעסוק בסוגיית השווי של חברת פספורט וחברת יואל למועד יוני 1995 שבו התבצעה ההתקשרות לרכישת השליטה בפספורט על ידי קווי אשראי. ברנע כאמור לא עסק בסוגייה זאת, **הסוגיה החשובה ביותר לדעתי בתיק זה**, ואימץ את חוות דעת צדקה בנושא.

בחלק השני אעסוק בניתוח העסקות שנעשו בשנים 1995-97 בין קווי אשראי ליונייטד שהביאו להעברת השליטה בפספורט ליונייטד ולאובדן כל מניות פספורט של קווי אשראי

בחלק השלישי אדון בהצעה שקבלה קווי אשראי מחברת תשלז לרכישת השליטה בה. בינואר 1997 ובסוגיית מימוש ההלוואות שקיבלה קווי אשראי בעסקת יחק, בינואר 97.

## חלק א – מה היה שוויה של חברת פספורט ביוני 95 לבעל השליטה בה?

**פרק א – עסקת לונדון שלא יצאה לפועל ועסקת קווי אשראי – פספורט שיצאה לפועל ביוני 1995**

1. ביום 2.6.95 נחתמה בלונדון<sup>5</sup> עסקה למכירת השליטה בחברת יואל לחברת קווי אשראי. העסקה נחתמה בין ד"ר ג'ו אלמליח, בעל השליטה ביואל, שהחזיק ב-16.82% ממניות יואל, לבין יובל רן, בעל השליטה בחברת קווי אשראי.<sup>6</sup> בתמורה להעברת כל מניותיו ביואל היה אלמליח אמור לקבל מקווי אשראי סך של 17.5 מיליון דולר: 11.5 מיליון דולר במועד ביצוע העסקה ו 6.0 מיליון דולר ב 12 תשלומים חודשיים שווים שכנגדם היתה קווי אשראי אמורה להמציא לו ערבות בנקאית.

2. העסקה שיקפה שווי של 104 מיליון דולר ליואל<sup>7</sup>. העסקה לא יצאה לפועל. קווי אשראי לא הצליחה לגייס את הערבות הנדרשת וגם לגבי חלק מהסכום שאותו היתה אמורה להעביר במזומן, הוטל עיקול על ידי בית המשפט.

3. אלמליח היה בעל השליטה ביואל שאותה הקים יחד עם אדמונד האמר כחברת אחזקות ציבורית שעיקר עיסוקה בחיפושי נפט וגז בשנת 1982. בהמשך הקים והנפיק בארה"ב את חברת ישראלמקו, חברת בת של יואל, ובשנת 1992 רכש את השליטה (33.8%) בחברת פספורט. שלוש חברות אלו היו בעלות זכוונות לחיפושי נפט וגז בישראל ובשטח המדף היבשתי בים התיכון. במהלך השנים 1982-94 גייס אלמליח באמצעות יואל, ישראלמקו ופספורט סכום של כ-600 מיליון ₪ שעיקרו הושקע בחיפושי נפט וגז. בכל התקופה לא היתה כל תגלית מסחרית של גז ונפט ובפועל המשקיעים בשלוש חברות אלו, להלן חברות הנפט, איבדו את מירב השקעתם בחברות אלו. כך למשל ירד שווי מניות יואל בבורסה בין ראשית 1994 לסוף שנת 1995 ב-93% ומניות פספורט ירדו באותה תקופה ב 89%.<sup>8</sup> אכזבת המשקיעים, רובם ככולם משקיעים מן הציבור הרחב, היתה לא רק מהכשלון בחיפושי הנפט והגז, שעל כל משקיע בחברות חיפושי נפט וגז להביא בחשבון, אלא גם מהתנהלותו של ג'ו אלמליח שהתאפיינה במשיכת דמי ניהול מופרזים משלוש חברות אלו, מביצוע עסקות תמוהות ומביצוע עסקות בעלי עניין.<sup>9</sup> כך למשל רשמה חברת פספורט, במהלך הרבעון הרביעי של שנת 1994, הפסד של כ-30 מיליון ₪ בחברה רגינה, חברה אמריקאית שעסקה בייצור שואבי אבק, כאשר עסקת רכישת החברה ומימוש הפסד התרחשו במהלך אותו רבעון. או למשל רכישת אג"ח להמרה, באותה שנה, בחברת ביסטופ, חברה כושלת שהיתה בבעלות מלאה של אלמליח ומנכ"ל חברת פספורט. נראה כי

<sup>5</sup> על מקום חתימת העסקה דווח בתקשורת באותה תקופה

<sup>6</sup> על פרטי עסקה זאת ראה ביאור 6 בעמוד 5 בתשקיף פספורט ממאי 1996 וכן בכתב התביעה שהגיש עו"ד רובין מטעם מימון בספטמבר 1995 שבו דרש לבטל את העסקה. ראה גם הודעה לבורסה בנדון מיום 5.6.95 על עסקת לונדון.

<sup>7</sup>  $104 = 17.5 / 16.82\%$

<sup>8</sup> ראה תשקיף פספורט מאי 1996 עמוד 8 ועמוד 9

<sup>9</sup> ראה למשל: חיפש נפט – מצא כסף. נתן ליפסון. הארץ. 9.2.04

לנוכח כל זאת ביקש אלמליח באותה עת לחסל את עסקיו בארץ, למכור את השליטה באשכול שלוש חברות הנפט שבבעלותו, פספורט, יואל וישראלמקו ומכאן החתימה על ההסכם בלונדון, שלא יצא לפועל.

4. עסקה זו, שאינה מוזכרת בשתי חוות הדעת שנכתבו בשנת 1995, (יתכן ומחבריהם לא היו מודעים לה באותה עת, אף שנמסרה הודעה עליה לבורסה ב 5.6.95), לא מוזכרת בחוות דעת ברנע מאוגוסט 2011. אבל ברנע היה צריך להיות מודע לה, שהרי היא מוזכרת גם ומפורטת בתשקיף פספורט ממאי 1996 שמופיע ברשימת המקורות שלו.

5. עניין זה של חוסר התייחסות מצד ברנע לעסקת לונדון לא מוזכר כאן לשם ניגוח, חו"ח, שכן דעתנו היא שעסקה זו מקבעת את הערך הכלכלי, המחיר למעשה, שהיה מוכן לשלם ביוני 1995 מי שיקבל את השליטה בשלוש חברות הנפט.

6. מדוע היה יובל רן מוכן לשלם מחיר הגבוה פי 3-4 ממחיר הבורסה במועד זה, עבור רכישת השליטה בחברות הנפט? על כך ניתן להביא חמש סיבות בעלות משקל:

**סיבה ראשונה** – באותה עת היו בקופות שלוש חברות הנפט כ- 300 מיליון ₪ בנכסים פיננסיים נזילים. במונחי שנת 2013 מדובר בסכום של למעלה מ 500 מיליון ₪, שבאותה עת, בבורסה בת"א, היה סכום גבוה מאד, בהשוואה לסכומי המזומנים שהיו בחברות אחרות בבורסה.<sup>10</sup>

**סיבה שניה** – שלוש החברות הללו, פספורט ויואל, חברות ציבוריות בבורסה בת"א וישראלמקו בניו יורק, היוו **פלטפורמה** זמינה לביצוע גיוסי הון, במניות ובאג"ח בעתיד, כפי שגייסו סכומים ניכרים בעבר. אלו היו שלוש חברות ותיקות ומוכרות.

**סיבה שלישית** – שלוש החברות הללו החזיקו ביניהן את מרבית הזכויות לחיפושי נפט וגז בשטח ישראל ובמדף הימי ואחזקה בהן היוותה מעין **אופציה** על מציאת תגלית נפט או גז בישראל בעתיד, אופציה שאכן התממשה, שנים רבות לאחר מכן. (ישראלמקו היא שותפה בכ- 30% משדה הגז תמר שהתגלה בראשית 2009). שלוש החברות רכשו ניסיון ומוניטין במימון ותפעול פרויקטים של חיפושי נפט וגז, הגם שלא הגיעו עדי תגלית מסחרית.

**סיבה רביעית** – עקב האכזבה של המשקיעים מהתנהלות חברות אלו, התנהלות בעל השליטה ד"ר גיו אלמליח לייתר דיוק, בעיקר בשנים 94-95 (הפסדים מעסקות רכישת חברות בחו"ל, עסקות בעלי עניין בארץ, כשלון חיפושי הנפט והגז) נסחרו מניות חברות אלו בטווח של 20%-50% משווי ההון העצמי שלהן, עובדה שסימנה כי ניתן יהיה לבצר את השליטה בחברות אלו במחירים נמוכים ביותר בבורסה, או בעסקות מחוץ לבורסה, שאף הן מושפעות מהמחיר בבורסה.

**סיבה חמישית** – לשלוש החברות הללו היו אחזקות צולבות אחת אצל רעותה, פרקטיקה שהנהיג

<sup>10</sup> לחברת קווי אשראי היו באותה עת נכסים נזילים בסך של כ- 20 מיליון ₪ ולכן התקשתה לממן את עסקת לונדון כאמור

- אלמליח בזמנו, וכך ניתן היה להשתמש בכספים הפנויים בחברה אחת כדי לרכוש את מניות חברת האם, חברת האחות או חברת הבת, מבלי להזקק להזרמת כספים מצד בעל השליטה.<sup>11</sup>
- 7.** לאחר שהבהרנו מדוע היה עניין לשני הצדדים, אלמליח ורן, לבצע את העסקה, במחיר הנקוב, העובדה שעסקת לונדון שלא צלחה, הוחלפה בעסקת רכישת השליטה בפספורט על ידי קווי אשראי, לא צריכה להיות בגדר הפתעה. זו היתה העסקה שנחתמה בין אלמליח לרן שבועיים לאחר מכן, ב- 15.6.95 עסקה שכן יצאה לפועל. במסגרת העסקה רכשה קווי אשראי את השליטה בפספורט מיואל (33.8%) במחיר של כ- 9 מיליון דולר, ששיקף שווי נגזר של 26.6 מיליון דולר לפספורט<sup>12</sup>. בהמשך, בעסקה העוקבת, באוגוסט 95, רכשה פספורט מאלמליח את השליטה ביואל תמורת 17.875 מיליון דולר, תוך שימוש ביתרות המזומן שהיו בפספורט בעת רכישתה. 98% מהסכום (!) שולם במזומן<sup>13</sup> ורק 2% שולם בששה תשלומים חודשיים שווים, נושאי ריבית, שנגדם הועמדה ערבות בנקאית לטובת אלמליח.
- 8.** אנו רואים כי אלמליח היה קפדן מאד בבואו לנסח את תנאי התשלום עבור המניות של יואל שהחזיק באופן פרטי. אך לא כך נהג בבואו לנסח את תנאי התשלום עבור רכישת השליטה בפספורט שהיתה בשליטת חברת יואל, על ידי קווי אשראי. סכום הרכישה של 9 מיליון דולר נפרש על פני 12 תשלומים חודשיים שווים, הערבות הבנקאית שנדרשה היתה על סך 2 מיליון דולר בלבד והשליטה בפועל (התפטרות דירקטורים מטעמו ומנוי דירקטורים מטעם קווי אשראי) הועברה מיד עם קבלת הסכום הראשון.
- 9.** לאחר ביצוע שתי העסקות ב 95, עסקת פספורט ביוני ועסקת יואל באוגוסט, רכשה קווי אשראי בפועל, הלכה למעשה, את השליטה בשלוש חברות הנפט: פספורט, יואל<sup>14</sup> וישראלמקו, כאמור בהוצאה של 9 מיליון דולר בלבד ובתנאי תשלום נוחים מאד. עובדה זו מביאה לשאלה הבלתי נמנעת: מדוע הסכים אלמליח, שדרש חודשיים לפני כן 17.5 מיליון דולר בגין השליטה בשלוש חברות הנפט, לקבל כמחצית הסכום עבור אותה שליטה אפקטיבית?
- 10.** לשאלה זו יש שתי תשובות:
- האחת** היא שאלמליח היה בדרכו החוצה והדבר האחרון שהטריד אותו באותם ימים של קיץ 1995 היה מהי התמורה שתירשם בקופת יואל עבור מכירת השליטה בפספורט, שהרי את ה 17.5 מיליון דולר שהובטחו לו בינוי בלונדון הוא אמור היה לקבל, וקיבל, באוגוסט במסגרת העסקה העוקבת לרכישת השליטה ביואל ממנו על ידי פספורט, ועוד קיבל "פצווי" נוסף של 375 אלף דולר שבגינם דרש וקיבל ערבות בנקאית. אם בעל השליטה מקבל את אשר הובטח לו, או שמא נאמר הבטיח לעצמו, מה לו נפקא מינה<sup>15</sup>?

<sup>11</sup> למועד יוני 95 החזיקה פספורט 7.4% ממניות חברת האם שלה, יואל, ישראלמקו החזיקה ב 5.5% ממניות יואל בהמשך, עבור לעסקת הרכישה רכשה יואל מניות נוספות בפספורט והגיעה לשליטה של למעלה מ 50% ראה להלן..

<sup>12</sup> 26.6=9/33.8%

<sup>13</sup> 14 מיליון דולר במזומן ומניות בשווי של 3.5 מיליון דולר

<sup>14</sup> פספורט החזיקה ב 7.4% ממניות יואל שנרכשו בבורסה עוד בשנת 1994

<sup>15</sup> טענות אלו נטענו בצורה חריפה, בוטה ומשכנעת על ידי פיני רובין בכתב התביעה שלו מטעם מימון נגד קווי אשראי מספטמבר 95

**השניה** היא שהסך של 9 מיליון דולר הוא הסך **המכסימלי** שניתן היה להשית על קווי אשראי ביוני 1995, שכבר אז התגלו סימנים לתחילת שקיעתה, קריסתה (ברביע השני של 95 היא רשמה הפסד תפעולי של 40% מההכנסה) והיא התקשתה לגייס כספים מחוץ לחברה, כפי שקרה שבועיים לפני כן בעסקת לונדון, שלא יצאה אל הפועל בדיוק מסיבה זאת.

**11.** יובל רן, אם כך, זכה, אם תרצו, מן ההפקר, ליתר דיוק, על חשבון בעלי מניות המיעוט ביואל, שלא קיבלו את מלוא התמורה הכלכלית המוצדקת בגין מכירת מניות השליטה בפספורט ועל חשבון בעלי המניות בפספורט, שקופתה רוקנה באחת והיא נדרשה להלוואות בעלים וגיוס הון נוסף כדי למלא מחדש את קופתה הריקה.

**12.** עסקות אלו כאמור הביאו לתביעתו של קובי מימון, בספטמבר 1995, לביטול העסקות הללו בטענה, שקיפחו את בעלי המניות מקרב הציבור בשתי החברות הללו.<sup>16</sup> דעתנו היא שקובי מימון של אוקטובר 1995, הגיש, באמצעות עו"ד פיני רובין, תביעה מבוססת וצודקת ואם בחר לסגת ממנה, היו לו וודאי סיבות טובות לכך.

**13.** הנה לדוגמה ציטוט אחד, מני רבים, המשקף את עמדתם של מימון ורובין באשר לשתי העסקות הסיבוביות של יוני ואוגוסט 95 המופיע בסעיף 5.3 של אותו כתב תביעה שהוגש בספטמבר 95 מטעם מימון על ידי עו"ד פיני רובין: (ההדגשות במקור)

(א) "מכירת" החזקות יואל בפס-פורט לקבוצת קווי אשראי, כנגד תמורה נמוכה, שרובה המכריע דחוי ופרוס על פני פרק זמן של שנה תמימה, **ללא קבלת בטחונות של ממש לתשלומה** (עובדה ש"הגיונה" ניתן להבנה רק נוכח חוסר הענין שהיה לקבוצת אלמאליח, כבר באותו מועד, בביצוע בפועל (בעתיד) של תשלומי התמורה ליואל, בגין החזקותיה בפס-פורט, לאור כוונתם לממש החזקותיהם ביואל עצמה "כמקשה אחת", בדרך של מכירתן לפס-פורט כנקוב בס"ק (ו) להלן).

**לשון אחר: בעלי השליטה ביואל וחברי הדירקטוריון שלה - העדיפו לנטוש ולהפקיר את אחד מנכסיה המרכזיים - פס-פורט, ובכך לפגום בשוויה של יואל, כדי לאפשר לעצמם קבלת התמורה בגין מימוש החזקותיהם ביואל - מכספי פס-פורט עצמה!**

**14.** הנה כי כן, עינינו הרואות: צדיקים מלאכתם נעשתה (לפני 18 שנה) על ידי אחרים (עו"ד פיני רובין).

**15.** זו הטענה הבסיסית העומדת בבסיס חוות הדעת שלנו, שאליה נחזור עוד בהמשך: רכישת מניות השליטה בפספורט על ידי קווי אשראי, כשליש מהמניות, כשבמקביל לה נרכשה השליטה ביואל על ידי פספורט, כשישית מהמניות, היתה שוות ערך לרכישת השליטה ביואל ישירות על ידי קווי אשראי ולכן היתה צריכה רכישת שליש ממניות פספורט להסגר בסכום זהה לרכישת שישית ממניות יואל על ידי

<sup>16</sup> למימון היו מניות בשתי החברות ומכוחן הגיש את תביעתו



קווי אשראי. ומכאן ששוויה של פספורט (100%) עבור מי שרכש את השליטה בה, לאחר שהושלמה רכישת השליטה ביואל על ידי פספורט, היה צריך להיות 51.8 מיליון דולר. (17.5/33.8%). סכום זה מהווה כמחצית משווייה של יואל (100%) כפי שסוכם בעסקת לונדון. נחזור ונדגיש: כל מה שרצה בעל השליטה להשיג לעצמו בעסקת לונדון ב 2.6, בעסקת קווי אשראי – יואל שלא צלחה, הוא השיג לעצמו ב 15.6 בעסקת קווי אשראי- פספורט – יואל. כל אותן חמש סיבות שמנינו לעיל בסעיף 6, כוחן יפה גם בעסקה החלופית שנקשרה שבועיים לאחר מכן.

16. ואמנם, כפי שנראה בהמשך, במספר צעדים מדודים ומתוכננים במהלך השנה הראשונה לאחר העסקה, הצליחו בעלי השליטה בפספורט לבצר את שליטתם בפספורט ל 55.2% ושליטתם ביואל דרך פספורט וישראל מקו ל- 54.3% בעיקר על ידי שימוש בכספים שנצברו בקופות שתי החברות הללו ששמשו לרכישת מניות צולבות בשתי החברות. עוד ב 95, לאחר עסקת קווי אשראי – פספורט, רכשה יואל עוד 10.5% ממניות פספורט בבורסה וישראל מקו היתה כבר בעלת 5.5% ממניות יואל ובכך השיגו בעלי השליטה שליטה מוחלטת הן בחברת פספורט והן בחברת יואל בתוך שנה!

### **פרק ב – קריאה מחודשת בחוות דעת עובדיה וחוות דעת צדקה**

17. כאמור בעקבות עסקות קווי אשראי- פספורט- יואל הגיש קובי מימון, בספטמבר 95, באמצעות עו"ד פיני רובין, תביעה לביטול שתי העסקות הללו, בטענה שמדובר בעסקות לא כשרות הפוגעות בבעלי מניות המיעוט בשתי החברות ומביאות להפחתת הונן ולצד התביעה צורפה חוות דעתו של ד"ר אריה עובדיה.

18. עובדיה לא התיימר לקבוע מהו המחיר ההוגן של פספורט או מהו המחיר ההוגן של יואל. הוא בחן את שתי העסקות לרכישת השליטה בשתי החברות הללו בנפרד, תוך שהוא מנסה להשוות בין השווי של שתי החברות הללו על בסיס הרכב המאזן שלהן, ניתוח הנכסים האחרים שלהן ומחירן בבורסה. שלא כמו הניתוח שלנו בפרק הקודם, שנשען על ניתוח עסקת לונדון כדי לגזור את שווי פספורט על בסיס העיקרון ששווי זה צריך לגלם את שווי השליטה בשלוש החברות גם יחד שהתאפשרה בגין עסקה זו, הניתוח של עובדיה התבסס על נתוני העבר של שתי החברות ונכסיהן.

19. בשלב ראשון השווה עובדיה את תמצית המאזן של שתי החברות לפני מועד העסקה. להלן נציג את תמצית המאזנים לסוף חודש מרץ 1995, כפי שהוצגו על ידי עובדיה:<sup>17</sup>

<sup>17</sup> מסיבות מתודיות העדפנו להציג את הניתוח של המאזנים למרץ 95 ולא יוני 95

תמצית מאזן יואל. 31 מרץ 1995. מיליוני ₪			תמצית מאזן פספורט. 31 מרץ 1995. מיליוני ₪		
רכוש שוטף	100.6	רכוש שוטף	53.9		
פקדונות לז"א	29	מזה מניות יואל 7.4%	5.2		
השקעות והלוואות לז"א	31.3	פקדונות לזמן ארוך	5.9		
התחייבויות לז"א	82.9	התחייבויות	12.7		
סה"כ נכסים פיננסיים נטו	78	סה"כ נכסים פיננסיים נטו	47.1		
השקעה בחברות כלולות	59.7	השקעה בחברות כלולות	26.2		
פספורט 33.8%	24.8	HSP	9.7		
ישראלקו 35%	22.8	ביסטופ	16.5		
הרטן 40%	11.8				
הון עצמי נטו	137.7	הון עצמי נטו	73.3		

שתי החברות, יואל ופספורט, כך טען עובדיה, דומות אחת לשניה. אצל שתייהן הנכסים הפיננסיים נטו מהווים כ- 60% מהמאזן שלהן, הנכסים הלא מוחשיים שלהן, הזכיונות לחיפושי נפט וגז הם לאותם אתרים פוטנציאליים, משמע סכויים דומים לתגליות וגם ההשקעות האחרות די דומות, שכן, יואל מחזיקה ב 33.8% מפספורט ומעבר לכך יש לה חברת בת נוספת מרכזית, ישראלקו, שמוצגת בשווי הנכסי שלה וגם פעילותה דומה לפעילות יואל ופספורט.

20. מכאן גזר עובדיה את טבלת ההשוואה הבאה בין שתי החברות:

פרמטרים בעסקת קווי אשראי-פספורט ופספורט - יואל			
במיליוני ₪			
יחס בין שווי יואל לפספורט באחוזים	פספורט	יואל	
166%	47.1	78	נכסים פיננסיים נטו
188%	73.3	137.7	הון עצמי נטו
230%			ממוצע יחס שווי שוק בבורסה 2/94-6/95
403%	80	322	שווי נגזר בעסקת קווי אשראי-פספורט

שלושת הפרמטרים הראשוניים: יחס נכסים פיננסיים נטו, יחס ההון העצמי ויחס שווי השוק הממוצע בין שתי החברות בשנה וחצי שלפני העסקה, מרמזים כי יחס השווי ההוגן בין יואל לפספורט צריך להיות בערך 1:2 אבל עסקת קווי אשראי – פספורט- יואל נעשתה ביחס של כ- 1:4 (כ 26.4 מיליון דולר לפספורט לעומת 106 מיליון דולר ליואל<sup>18</sup>) וזה, לדעת עובדיה, מרמז כי תמחור השווי הנגזר בין שתי החברות הוא לא הגיוני. ההגיון הכלכלי, כך מרמז עובדיה, בהינתן השווי הנגזר של עסקת רכישת יואל על ידי פספורט, היה מצביע כי את פספורט היה צריך לרכוש לפי שווי של כ- 53 מיליון דולר, מחצית משווייה של יואל ולא 26.4 מיליון דולר, שווייה בעסקת קווי אשראי – פספורט.

<sup>18</sup> שער הדולר היה 3.03 ₪

21. הגם שהוא מגיע למסקנות שלו בדרך אחרת משלנו, התוצאה שהוא מצביע עליה כמעט זהה לתוצאה שלנו, וזאת, נזכיר, **היתה עמדתו של קובי מימון**, (ושל עו"ד רובין שחוות דעת עובדיה מופיעה כנספח בכתב התביעה שהגיש מטעם מימון) בספטמבר 1995.

22. כעמדת נגד לעמדת עובדיה (קובי מימון) הציגה קווי אשראי את חוות דעת צדקה. חוות דעת זאת טענה שלוש טענות בסיסיות כנגד חוות דעת עובדיה:

**ראשית:** אין כל בסיס תיאורטי או אמפירי לכך שהיחס בשווי הכלכלי בין שתי חברות צריך לשקף את היחס בין הנכסים הפיננסיים נטו שלהן, שווי ההון העצמי שלהן או שווי השוק שלהן. זו כמובן טענה נכונה. אבל היא לא עושה צדק עם טענת עובדיה. עובדיה ניסה להציג פרמטרים רלבנטים כדי להשוות בין שווי שתי החברות והראה שהם מהווים מחצית מהפער שעליו מצביעה העסקה, כפי שהתקיימה בפועל, ומכאן סימן השאלה שהוא מציב לגבי מחירי העסקה. **שנית:** צדקה הכין הערכת שווי לשתי החברות, כאשר הוא יוצא מנתוני המאזן, כפי שעשה עובדיה ומבצע בהם התאמות שנראו לו מוצדקות כדלקמן:

הערכת שווי פספורט יוני 95. מיליוני ₪		הערכת שווי יואל יוני 95. מיליוני ₪	
72.5	הון עצמי	146.1	הון עצמי
4	בניכוי שווי אג"ח ביסטופ	37.4	תוספת בגין שיערוך נדל"ן
7.1	בניכוי שווי תביעות וביטוח	16	בתוספת שווי הפסדים שנצברו
2.8	בתוספת שווי הפסדים שנצברו	12	בתוספת התאמת שווי אג"ח
64.2	שווי מתואם	7.3	בניכוי שווי תביעות וביטוח
		2.7	נכוי נכסים לא מוחשיים
		3.2	התאמה למועד עריכת התחשיב
	<b>יחס יואל - פספורט לפי צדקה</b>	204.7	<b>שווי מתואם</b>
	<b>319%</b>		

לשווי הנכסי נטו (ההון העצמי) של יואל הוסיף צדקה כ- 60 מיליון ₪ ואילו מההון העצמי של פספורט גרע כ- 8 מיליון ₪ וכך הגיע ליחסי שווי כלכלי בין החברות של 3:1 לערך, קרוב יותר ליחס של 4:1 שבו בוצעו העסקות בפועל וגבוה מהיחס של 2:1 שעליו הצביע עובדיה.

23. לא כאן המקום לדון באריכות בהתאמות שביצע צדקה. בכל מקרה הן נראות לנו מוגזמות וחלקן אף נושא אופי ספקולטיבי. מחצית מתוספת השווי נבעה, לפי צדקה, מחישוב ערך ההפסדים שנצברו לצורכי מס ביואל, הפסדי הון והפסדים שוטפים, ומהפער בין ערך אגרות החוב של יואל בספרים לשווי השוק שלהן. בפועל הוספת שווי זו מניחה כי בשנים הקרובות להערכת השווי, נאמר 1995-1999, יהיו ליואל רווחי הון ורווחים שוטפים, כדי לממש את הערך הגלום בהפסדים שנצברו וכן כי החברה תרכוש את האג"ח שלה ותרשום רווח חשבונאי, כפי שעשתה בעבר. שני הדברים הללו לא קרו ולכן קשה לקבל את ההתאמות הללו.

גם לגבי הערכות שווי של עסקי הנדל"ן של יואל שעשה צדקה, כשהוסיף 37.4 מיליון ₪, דומה כי נעשתה הערכת יתר בהתאמה גבוהה כלפי מעלה. אכן, בשנת 1995 היה ליואל 45% בהון של קרית שדה התעופה, אבל באותו שלב היה קיים רק הסכם הרשאה לתכנון בין מנהל מקרקעי ישראל לבין

מושב ברקת, שהיה בעל זכויות חכירה בקרקע, ורק הוחל בהכנת תכנית בנין עיר. השקעת יואל למועד זה בפרויקט היתה בסך של 1 מיליון ₪ בשטרי הון ומתן ערבויות בסך 4.3 מיליון ₪. אין במסמך צדקה פרוט כיצד חושב השווי של התאמת ערך נדל"נית של 37.4 מיליון ₪ שכלל גם את חברת הרטן, שההשקעה בה (למעלה מ 11 מיליון ₪) נמחקה בסופו של דבר. כך או כך, אני נוטה להסכים כי היה שווי פוטנציאלי לעסקות הנדל"ן שהחלו להתרקם כבר בשנת 1995 אבל תוספת הערך שחישב צדקה אז נראית לי מוגזמת. מהערכת השווי שביצע צדקה לשתי החברות הוא גזר פרמיית שליטה של 9.6% ברכישת יואל, ופרמיית שליטה<sup>19</sup> של 8.7% ברכישת פספורט, שתיהן פרמיות שליטה בתוך התחום המקובל.

<b>חישוב פרמיית שליטה בעסקת פספורט-יואל</b>	
מיליוני ₪	
54.2	הסכום ששולם
16.82%	שיעור הבעלות שנרכש
322.0	שווי גלום בעסקה לחברה. 100%
204.7	הערכת שווי לחברה לפי צדקה
146.1	שווי נכסי נטו למועד העסקה
97.9	שווי שוק למועד העסקה
38.5%	פרמיית שליטה ביחס לשווי שוק
9.6%	פרמית שליטה ביחס להערכת שווי צדקה
20.3%	פרמית שליטה ביחס להון העצמי
<b>חישוב פרמיית שליטה בעסקת קווי אשראי - פספורט</b>	
מיליוני ₪	
27.27	הסכום ששולם
33.82%	שיעור הבעלות שנרכש
80.6	שווי גלום בעסקה לחברה. 100%
64.2	הערכת שווי לחברה לפי צדקה
72.5	שווי נכסי נטו למועד העסקה
43.4	שווי שוק למועד העסקה
29.0%	פרמיית שליטה ביחס לשווי שוק
8.7%	פרמית שליטה ביחס להערכת שווי צדקה
3.8%	פרמית שליטה ביחס להון העצמי

מה שצדקה לא חישב ואנו חישבנו עתה, היא פרמיית השליטה לעומת שווי השוק, הפרמטר היותר שכיח ומקובל לחישוב פרמיית שליטה, בעיקר כאשר מדובר בחברות ציבוריות. הדוגמאות שצדקה מביא בחוות הדעת שלו להסבר המושג פרמיית שליטה<sup>20</sup> כולן מחושבות על פי שווי שוק ולא שווי הון עצמי מתואם. כך גם אצל ברנע בחוות דעתו, בנספח ב, כאשר הוא מתמצת את מחקרם של סווארי ובר און באשר לסוגיית פרמיית השליטה, כל העסקות המובאות מבוססות על מחירי השוק, המחירים בבורסה.

<sup>19</sup> יש הבדל בין נוסחת חישוב פרמיית השליטה על ידי צדקה לעומת חישובו של ברנע, אך מדובר בהבדל שולי שנתעלם ממנו  
<sup>20</sup> ראה עמוד 3-4 בחוות דעת צדקה

בטבלה שהצגנו לעיל אנו מראים כי יואל נרכשה בפרמיית שליטה של 38.5% לעומת שווי השוק שלה ופספורט נרכשה בפרמיית שליטה נמוכה יותר, של 29% לעומת שווי השוק שלה, שתי רכישות שבהן פרמיית השליטה חורגת מהטווח המקובל בספרות של 6%-22% שמציין ברנע בחוות הדעת שלו.<sup>21</sup> חריגה זו מעידה כי בעל השליטה ידע, אל נכון, מה היתרונות הגלומים בשליטה בחברות עתירות מזומנים, שמחיר השוק שלהן נמוך מאד בהשוואה לשווין הנכסי, כפי שפרטנו קודם לכן. גם בהשוואת פרמיית השליטה להון העצמי אנו רואים כי רכישת פספורט מראה על פרמיית שליטה נמוכה מאד, יחסית לרכישת יואל, 3.8% לעומת 20.3%, עוד אינדיקציה למחיר הרכישה הנמוך של פספורט.

### **סיכום ביניים באשר לשוויה של פספורט לאור עסקות קווי אשראי- פספורט- יואל**

דעתי היא כי הדרך היחידה להבין את עסקת לונדון, שלא יצאה לפועל, ואת עסקות קווי אשראי- פספורט- יואל, היא על ידי הסתכלות על המכלול, אשכול שלוש החברות גם יחד, שכל אחת מאותן עסקאות היתה אמורה להקנות שליטה בהן. שנים רבות נוהלו חברות אלו על ידי אותו אדם, ד"ר גיו אלמליח, והפעילות שלהן היתה שלובה אחת בתוך השניה. ישראלמקו שמשה כמפעיל של זכיונות הגז והנפט של פספורט ויואל, ואף לה היו זכיונות באותם שטחים. החברות רכשו מניות צולבות אחת מהשניה כדי לבצר את השליטה של בעל השליטה כמחסום מפני השתלטות עוינת. גם לאחר רכישת השליטה בפספורט ביוני 1995 המשיכו בעלי השליטה החדשים באותה מדיניות המשלבת את פעילויות חיפושי הגז והנפט של שלוש החברות והמשיכו את רכישת המניות הצולבת בין החברות. מאחר ועסקת לונדון מה 2.6.95 ועסקת קווי אשראי מה 15.6.95 (כולל העסקה העוקבת לרכישת השליטה ביואל באוגוסט 95) הביאו בפועל לאותה תוצאה עסקית, על פי הפרמטרים שעמדו ביסוד העסקה הראשונה, אין לנו אלא לקבוע, בהמשך לקביעתו של ד"ר עובדיה משנת 95, שנעשתה עבור קובי מימון ועו"ד פיני רובין, כי השווי ההוגן של פספורט ברכישה ב- 15.6.95 היה צריך להיות כ- 52 מיליון דולר.

מספר זה הוא אמת המידה, Benchmark, שישמש אותנו בהמשך, כאשר נבחן את הערכות השווי והוגנות העסקות כפי שהן מופיעות בחוות הדעת של פרופסור אמיר ברנע.

## **חלק ב – ניתוח עסקות יונייטד- פספורט לאחר רכישת השליטה בפספורט וביואל על ידי קווי אשראי**

### **פרק ג – ניתוח עסקת קווי אשראי – יונייטד מנובמבר 1995 – עסקת קי – יו**

24. כזכור הסירה חברת יונייטד את התנגדותה לעסקות קווי אשראי – פספורט- יואל באוקטובר 1995 וחזרה בה מתביעתה במסגרת הסכם פשרה שהושג בין מימון לרן באישור בית המשפט. חודש לאחר

<sup>21</sup> ראה סעיף 37 במסמך ברנע

מכן נרקמה עסקת קווי אשראי – יונייטד (או שמא נרקמה לפני הסכם הפשרה בין החברות והוותה תנאי לו) לפיה נמכרו 14.55% ממניות קווי אשראי בפספורט (שכזכור מנו 33.8%) לחברת יונייטד (שכבר היו בבעלותה 4.7% ממניות פספורט) בסכום של 5 מיליון דולר, סכום ששיקף שווי נגזר לפספורט של 34.4 מיליון דולר. בפועל לאחר ביצוע העסקה היו לשני הצדדים 19.25% ממניות פספורט כ"א, אותן העבירו לשותפות מיוחדת שהוקמה לצורך כך, שותפות קי – יו (KU) שבה היתה לשני הצדדים שליטה משותפת.<sup>22</sup>

25. עוד לפני ביצוע עסקת קי- יו ביצרה פספורט את שליטתה ביואל כאשר רכשה בבורסה מניות יואל בשיעור של 4.4%, בעלות למניה של כשליש מהשווי הגלום של יואל בעסקת פספורט – יואל והגיעה לאחזקות של 28.4%<sup>23</sup>, אחזקה שמקנה לה שליטה מלאה בחברה. נקודת המוצא שלנו לניתוח עסקת קווי אשראי – יונייטד היא כי בעת הרכישה של פספורט ביוני 1995 השווי שלה לבעל השליטה היה 52 מיליון דולר, כפי שבארנו בחלק הקודם. ניתוח העסקה מוצג להלן:

ניתוח עסקת קי - יו. מכירת מניות פספורט ליונייטד. מיליוני \$	
14.55%	אחוז המניות שנמכר מפספורט ליונייטד
5.0	הסכום ששולם בגין
34.4	השווי הנגזר של פספורט מסכום זה
52.0	השווי הריאלי של פספורט
7.6	התשלום הנדרש ע"פ שווי ריאלי ללא פרמיית שליטה
7.1%	פרמיית שליטה בעסקה זו ע"פ ברנע
11.6	הסכום הנדרש על פי מחיר ריאלי ופרמיית ברנע
6.6	הנחה לא מוסברת ליונייטד

המתודולוגיה ואומדן פרמיית השליטה מתבססים בדיוק על אומדנו של ברנע<sup>24</sup> למעט נקודה אחת קריטית: ברנע העריך את שווייה של פספורט למועד עסקת יונייטד ב 22.5 מיליון דולר, כפי שקבע צדקה בזמנו, ואילו אני הערכתי אותה ב 52 מיליון דולר, כפי שהוסבר ופורט לעיל. למעשה שווייה של פספורט היה אף צריך להיות גבוה מ 52 מיליון דולר שכן, בין רכישת פספורט על ידי קווי אשראי לבין ביצוע עסקת קי- יו עלתה אחזקת פספורט ביואל, עברה את השיעור הקריטי של 25% המקנה שליטה מוחלטת ורכישה זו כאמור בוצעה במחירים הנמוכים של הבורסה שהיוו כשליש משווייה הנגזר של יואל.

26. הנה כי כן, על פי מתודת ברנע, ועל בסיס אומדן השווי שנקבנו לפספורט של 52 מיליון דולר, על יונייטד היה לשלם 11.6 מיליון דולר לקווי אשראי, בגין 14.55% שרכשה, יחד עם שליטה משותפת בחברה, ומשלא שילמה לה את הסך הראוי, נותר פער לא מוסבר של 6.6 מיליון דולר.

<sup>22</sup> ראה עמוד 4 בחוות דעת ברנע

<sup>23</sup> כזכור החזיקה פספורט ב 7.4% ממניות יואל שאותן רכשה בבורסה בשנת 94

<sup>24</sup> עמוד 12 בחוות דעת ברנע

## פרק ד – ניתוח עסקת קווי אשראי- כרמן (מכלול כנות)

27. עסקת קווי אשראי- כרמן נעשתה בפברואר 1996 כחודשיים אחרי עסקת קווי אשראי – יונייטד והיא כללה העברת מניות קווי אשראי בפספורט, שהוחזקו באמצעות שותפות קי- יו, לחברה משותפת לקווי אשראי וכרמן, חברת מכלול כנות, שבה לקבוצת כרמן<sup>25</sup> יהיו 66.7% מהמניות ולקווי אשראי 33.3% מהמניות. השליטה נשארה אצל קווי אשראי שכן, במקרה של מחלוקות בדירקטוריון מכלול כנות, שכל החלטותיו אמורות להתקבל בהסכמה מלאה בין השותפים, זכות ההכרעה היתה עוברת לדירקטור חיצוני, שהיה מקבוצת קווי אשראי ולפיכך ההסכם מקנה לקווי אשראי זכות הכרעה, ועל כן מדובר בעסקת מכירת מניות ללא שליטה, שפרטיה יוצגו להלן<sup>26</sup>:

ניתוח עסקת קווי אשראי- כרמן. מכירת מניות פספורט לכרמן. מיליוני \$	
19.80%	אחוז מניות פספורט שהחזיקה קווי אשראי למועד העסקה
66.7%	חלקה של כרמן במניות אלו
13.2%	חלקה בשרשור של כרמן בפספורט
3.33	המחיר ששלמה כרמן בגין מניות אלו
25.2	שווי נגזר של פספורט בעסקה זו
52.0	השווי הריאלי של פספורט למועד העסקה
6.9	הסכום הנדרש על פי מחיר ריאלי ללא פרמיית שליטה
3.5	הנחה לא מוסברת לכרמן

28. במועד העסקה החזיקו קווי אשראי ויונייטד כבר ב 39.6% בפספורט. הסכום ששולם משקף שווי של 25.2 מיליון דולר בלבד לפספורט, 27% פחות משוויה בעסקת קווי אשראי – יונייטד, פער שיכול להיות מוסבר לאור העובדה שהעסקה לא הייתה מלווה בהעברת שליטה. ולכן כרמן היתה אמורה לשלם סכום של 6.9 מיליון דולר. הפער בין הסכום ששולם, 3.3 מיליון דולר, לסכום המייצג את השווי הריאלי, 6.9 מיליון דולר, הוא 3.5 מיליון דולר, הנחה בלתי מוסברת לכרמן.

### פרק ה – גיוס הון בדרך של הנפקת זכויות בפספורט – יוני 1996

29. שלושה חודשים לאחר עסקת קווי אשראי- כרמן פרסמה פספורט תשקיף לגיוס הון בדרך של זכויות. מבנה האחזקות בפספורט למועד זה מוצג להלן:

<sup>25</sup> נמצאת בשליטת משפחת לבנת

<sup>26</sup> ראה הסכם מכלול כנות מפברואר 1996 סעיף 5.5 ואילך

אחזקות פספורט לפני הנפקת זכויות. יוני 1996		
קי יו	1,756,792	39.6%
יואל	465,536	10.5%
תשלוז	548,121	12.4%
הציבור	1,661,666	37.5%
סה"כ	4,432,115	100.0%

במועד זה כבר השלימה שותפות קי – יו את השתלטותה המלאה על פספורט, למעלה מ 50%, לאחר שיואל רכשה בבורסה, כבר בסוף שנת 1995, מניות של פספורט בשיעור של 10.5%. מנגד, קבוצת תשלוז, (יצחק תשובה) שרכשה מניות בפספורט בשיעור של 12.4% מחוץ לבורסה, גלתה עניין בחברה<sup>27</sup>, אף שהשליטה בה כבר היתה בידי שותפות קי- יו. הצורך בגיוס הון בא על רקע דילול מוחלט של קופת המזומנים בפספורט עקב רכישת השליטה ביואל באוגוסט 95, השקעות נוספות במניות יואל שמומנו בהלוואות שנטלה פספורט והמשך ההפסדים השוטפים כתוצאה מהוצאות על חיפושי נפט וגז. החברה תכננה לגייס כ- 30 מיליון ₪, בדרך של הנפקת זכויות במחיר הנמוך ב- 50% ממחיר הבורסה באותה עת(!).

30. אלו היו הפרמטרים העיקריים של ההנפקה.

פרמטרים בהנפקת פספורט. יוני 1996		
באחוזים	במיליוני \$	
100%	52.0	שווי ריאלי
42%	22.0	הון עצמי
18%	9.2	שווי שוק
9%	4.6	שווי לצורך הנפקה

השווי הריאלי של החברה היה פי 11 מהשווי שנקבע לצורך ההנפקה. מחיר המניה לצורך ההנפקה היה מחצית משוויה בבורסה למועד ההנפקה. החברה נסחרה לפי שווי של כ- 40% מההון העצמי שלה וההון גוייס לפי שווי של כ- 20% מההון העצמי.

לא כל בעלי המניות מקרב הציבור נענו להצעת ההנפקה וקבוצת קי- יו נצלה את ההנפקה כדי להגדיל את אחזקותיה בחברה ל 44.7% במחיר המשקף פחות מעשירית מהשווי הכלכלי שלה.

31. הנפקה זו משקפת את הנקודות העיקריות שעלו בראשית חוות דעת זאת, כשסקרנו את היתרונות שיש לבעלי השליטה בחברת פספורט:

1. היכולת לגייס כספים גם בתקופה שבה המניה נסחרת מתחת למחצית מההון העצמי שלה.
2. היכולת להגדיל את השליטה בחברה, עקב אי מימוש מלוא הזכויות מצד הציבור, במחיר נמוך אף יותר ממחיר הבורסה, (מחצית) שהיה כאמור נמוך כשלעצמו.
3. הפגיעה בבעלי המניות מהציבור שבאה בעקבות ריקון קופת החברה ולקייחת הלוואות נוספות לצורך ביצור השליטה ביואל, שחייבה הנפקת זכויות אשר מי שלא משתתף בה, למשל עקב אי אמון בבעלי השליטה, נפגע כלכלית וגם מדולל.

<sup>27</sup> באותה עת גילה עניין בחברות הנפט גם מר לב לבייב שרכש כ- 20% ממניות יואל קרוב למחירי הבורסה. שניהם, תשובה ולבייב מכרו את מניותיהן בשתי החברות, אולי משנאשו להגיע לעמדת השפעה בהן



4. הפער הבלתי נתפס בין השווי הכלכלי האמיתי של החברה לבעלי השליטה בה, למעלה מ- 50 מיליון דולר, לעומת השווי שעל פיו נעשתה ההנפקה, פחות מ 5 מיליון דולר. (!)

5. שימוש בכספי חברת הבת יואל כדי לבצר את שליטת בעלי השליטה במחיר הנמוך שבו נסחרה מנייתה בבורסה, לאורך כל התקופה ושימוש בכספי פספורט לביצור השליטה בחברת האם יואל. כל אחת מהנקודות הללו צריכה להחזיר אותנו ליוני 95 למועד שבו נרכשה השליטה בחברה, לשווי הגבוה שהיה לשליטה בחברה לבעל השליטה, שקיבל תוקף והוכחה באותה הנפקה מוזרה, שנה לאחר רכישת השליטה.

### פרק ו – ניתוח עסקת יחק- ינואר 97

32. חצי שנה לאחר ההנפקה בפספורט נעשית עסקה נוספת בין בעלי השליטה בפספורט, עסקת יחק, שבה נרכשות מניות כרמן על ידי יונייטד וקווי אשראי ובאותה עסקה עוברת השליטה בפספורט באופן מוחלט ליונייטד<sup>28</sup>. מבחינה כלכלית מדובר כאן בשתי עסקות: מכירת מניות ללא שליטה, מניות כרמן<sup>29</sup>, שנרכשות על ידי יונייטד וקווי אשראי, והעברת השליטה בפספורט, שעד למועד זה היתה משותפת לקווי אשראי ויונייטד, לידיה של יונייטד.

33. ניתוח עיקרי העסקה הראשונה, מכירת מניות ללא שליטה, מוצג להלן:

ניתוח עסקת יחק. מכירת מניות כרמן לקווי אשראי ויונייטד. מיליוני \$	
44.75%	אחוז מניות פספורט שהחזיקה שותפות קי- יו לפני העסקה
33.3%	חלקה של כרמן במניות אלו
14.9%	חלקה בשרשור של כרמן בפספורט
8.2	המחיר ששולם לכרמן בגין מניות אלו
55.0	שווי נגזר של פספורט בעסקה זו

כרמן מכרה את כל מניותיה בפספורט, שאותן רכשה 11 חודשים לפני כן בעסקת מכלול כנות מקווי אשראי תמורת 3.3 מיליון דולר על פי שווי נגזר של 25.2 מיליון דולר, תמורת 8.2 מיליון דולר, על פי שווי נגזר של 55 מיליון דולר. בתוך 11 חודשים עלה שווי השקעתה של כרמן בפספורט ב 118%. האם ניתן להסביר, כלכלית, את עליית ערכה של פספורט בשיעורים אלו? על כך נדון בהמשך.

34. במקביל כאמור, עוברת השליטה בפספורט ליונייטד, שכן מניותיה של קווי אשראי בפספורט לאחר עסקת יחק, אינן מקנות לה יותר שליטה משותפת בחברה, כפי שהיה עד למועד עסקת יחק. השווי הנגזר של העברת השליטה, הפרמיה בגין איבוד השליטה, מחושבת להלן:

ניתוח עסקת יחק. מכירת השליטה המשותפת מקווי אשראי ויונייטד. מיליוני \$	
7.45%	אחוז מניות פספורט שהחזיקה קווי אשראי קודם לעסקה
55.0	שווי נגזר לפספורט בעסקה
4.10	ערך מניות קווי אשראי בפספורט על פי עסקת יחק, ללא שליטה
7.1%	פרמיית שליטה בעבור ויתור על שליטה משותפת
8.3	הסכום המגיע לקווי אשראי בגין ויתור על שליטה משותפת
4.20	פצוי שלא התקבל עבור אובדן שליטה אצל קווי אשראי

<sup>28</sup> לפרוט נרחב יותר ראה עמוד 7 אצל ברנע  
<sup>29</sup> ראה הערת שוליים 21 במסמך זה

על פי תחשיבנו, המבוסס על מתודולוגית ברנע ושיעור פרמיית השליטה המשותפת שחישב בעסקת רכישת מניות פספורט על ידי יונייטד בנובמבר 95, 7.1% כזכור, קווי אשראי היתה זכאית לקבלת 4.2 מיליון דולר נוספים בגין הוויתור על השליטה, שלא קיבלה. אוסיף ואציין כי ביסוס החישוב לעיל על פרמיית שליטה נמוכה יחסית של 7.1% בלבד, קרוב לתחום התחתון של מרווח פרמיות השליטה המקובל, כפי שחישב ברנע, אינו משקף את היתרון הגלום ליונייטד ברכישת שליטה מלאה בפספורט ולכן יש לראות בסכום של 4.2 מיליון דולר שננקב כאן כאומדן שמרני מאד.

35. בסך הכל לפי חישובינו היתה קווי אשראי אמורה לקבל בין נובמבר 95 לינואר 97 עוד 14.34 מיליון דולר, שלא קיבלה, אילו תומחרו כל העסקות שבוצעו מאז : עסקת קי- יו בנובמבר 95, עסקת מכלול כנות בפברואר 96 ועסקת יחק בינואר 97, במחיר הריאלי שאותו קבענו בראשית חוות דעתנו, 52 מיליון דולר, כולל פצוי הולם על אובדן השליטה בעסקת יחק בינואר 97.

חישוב הפצוי המגיע לקווי אשראי בגין אובדן מניותיה בפספורט.	
מיליוני דולרים של שנת 1996	
6.6	פצוי בגין עסקת קי- יו
4.20	פצוי בגין מכירת שליטה ליונייטד בעסקת יחק
10.80	סה"כ פצוי מיונייטד
3.5	פצוי מכרמן בגין עסקת מכלול כנות
14.34	סה"כ פצוי מיונייטד וכנות

### פרק ז – עליית שוויה של פספורט ב 118% - האם יש לה הסבר כלכלי?

36. אבהיר כי אני אינני נדרש להשיב לשאלה מדוע עלה שוויה של פספורט בתוך 11 חודשים מ- 25.2 מיליון דולר ל 55 מיליון דולר<sup>30</sup>, גידול מפתיע של 118% שכן, מלכתחילה טענתי ששוויה של פספורט, החל מיוני 95, היה 52 מיליון דולר ועל כך הרחבתי את הדיבור בחלק הראשון של חוות דעת זאת. ומדובר, יש לחזור ולציין, בשווי מנקודת ראותו של בעל השליטה בפספורט, ששולט באמצעותה גם על חברת יואל וחברת ישראלמקו.

37. מי שנדרש להסבר זה הוא פרופסור אמיר ברנע, שקבע, באמצע את חוות דעת צדקה, כי שוויה של פספורט היה 25.2 מיליון דולר בפברואר 96, ובינואר 97 חישב את שוויה של פספורט, הנגזר מעסקת יחק שנעשתה לפי שווי פספורט של 55 מיליון דולר<sup>31</sup>. לכן אתייחס להסבריו להלן, הסברים שאין אני יכול להסכים איתם. וזאת, מהסיבה שלא קרה במהלך שנת 96 כל ארוע מהותי שהיה מצדיק את עליית ערכה של פספורט. ערכה של פספורט, לדעתי, לאורך כל התקופה היה בין 55-52 מיליון דולר והוא לא השתנה בשנת 1996.

<sup>30</sup> במסמך של ברנע נפלה טעות חישוב כאשר הוא מציין, סעיף 22, כי השווי הנגזר הוא 61.6 מיליון דולר ולא היא, השווי המחושב הוא 55 מיליון דולר בלבד.

<sup>31</sup> ברנע טוען כי בעסקת יחק השווי של 55 מיליון דולר כולל גם את פרמיית השליטה, זו אינה דעתי, אבל זוהי סוגייה משפטית שאין צורך לעסוק בה כאן, שכן, אם השווי של 55 מיליון דולר כולל גם את פרמיית השליטה, גם השווי של 25.2 מיליון דולר שנקבע בעסקת מכלול כנות כולל אותה שהרי מדובר בשני צדדים זהים ומנוגדים של אותה התקשרות בפברואר 96 ובינואר 97

38. בבדיקת התפתחות שווי השוק של פספורט בתקופה שבין רכישת השליטה בה על ידי קווי אשראי לבין מועד ביצוע עסקת יחק, אין אנו מוצאים אינדיקציה לכך שקרתה בחברה איזו שהיא התפתחות שהיתה מביאה לעליית שוויה. בכל התקופה המשיכה החברה להסחר ב- 80%-50% מתחת לשווי ההון העצמי שלה. בסוף יוני 96, לאחר שהחברה השלימה גיוס הון בדרך של הנפקת זכויות של כ- 30 מיליון ₪, (כ- 9 מיליון דולר) עלה שווי השוק שלה בסכום זה, אך כבר ברבעון הבא הוא צנח, קרוב לרמתו מיוני 95.

שווי שוק של פספורט במועדים שונים	
במיליוני \$	
מועד	שווי שוק
30.6.95	11.3
31.3.96	7.5
30.6.96	15.6
30.9.96	11.6
31.12.96	14.8

הטבלה עובדה מתוך נספח ז לחוות דעת ברנע, התרגום לדולרים ע"פ שער הדולר הרלבנטי לכל מועד. אילו השוק היה סובר כי חל בחברה שנוי ריאלי ממשי, כל שהוא, לבד כמובן מגיוס ההון, הדבר היה צריך להשפיע על מחיר המניה, וזה כאמור לא קרה. כן לא ניתן למצוא במאזני פספורט לשנת 1996 התייחסות או אזכור של מידע שבעקבותיו ניתן היה להסביר עליה של שווי החברה. בחברה ציבורית, הכפלת ערך החברה לא עוברת, בדרך כלל, בלי שיש לכך בטוי כל שהוא בדוחות, בבאורים או בדוח המנהלים.

39. סיבה אחרת אפשרית שמציע ברנע לעליית שוויה של פספורט בשנת 1996<sup>32</sup> היא הרחבת חיפושי הנפט וגידול הכנסות מהם. אבל, כפי שמציין ברנע עצמו, הכנסות אלו היו מלוות בהוצאות גבוהות יותר על חיפושי נפט ולא רמזו על כל שנוי חיובי. שנת 96 לא סימנה בחובה כל שנוי בסכוי למציאת תגלית נפט או גז, וכך גם היה המצב בשלוש השנים הקודמות וגם בשנת 1997 כפי שמורה הטבלה להלן<sup>33</sup>

הכנסות והוצאות מחיפושי נפט וגז בשנים 1993-1997. באלפי ₪							
יתרה	סה"כ הוצאות	הוצאות חיפושי נפט וגז	עלות הפקת נפט וגז	סה"כ הכנסות	הכנסות מדמי מפעיל ומתן שרתים	הכנסות ממכירת נפט וגז	
-1,460	1,460	1,460		-			1,993
-13,267	13,267	13,267		-			1,994
-3,561	3,699	3,699		138		138	1,995
-343	4,955	3,316	1,639	4,612	1,159	3,453	1,996
289	8,767	6,018	2,749	9,056	2,091	6,965	1,997
-18,342	32,148	27,760	4,388	13,806	3,250	10,556	סה"כ

היתרה המצטברת לשנים 93-97 היא הפסד גולמי של 18.3 מיליון ש"ח, לפני הוצאות הנהלה וכלליות. בכל השנים הללו, כפי שקורה בכל חברות חיפושי הנפט והגז בעולם, כל עוד אין גילוי מסחרי, הפעילות השוטפת מסתיימת כמובן בהפסד. גילוי מסחרי בפספורט ארע למעלה מעשור לאחר

<sup>32</sup> סעיף 51 בחוות דעת ברנע  
<sup>33</sup> תשקיף אקוויטל 2000 עמוד 7

המועד בו אנו דנים, בראשית שנת 2009, עם גילוי שדה הגז תמר. קיומם של הכנסות מקידוחי נפט, קידוחי תגלית או קידוחי ניסיון, אין לו כל משמעות מבחינה כלכלית. השקעה בחברות חיפושי נפט וגז היא השקעה בינארית. או שכל הסכום המושקע יורד לטמיון, כפי שהיה בתקופת אלמליח בחברה ובתקופת יונייטד בשנים שבהן אנו עוסקים, או שבסופו של דבר עולה החברה על תגלית מסחרית שמכסה על כל ההוצאות ומניבה רווח ניכר. מבחינה זו השקעה בחברות אלו היא הקרובה ביותר להימור ואמנם המשקיעים מקרב הציבור במניות אלו נדמים לעתים כמהמרים. כאלה בעצם הם גם בעלי השליטה, אך הם יודעים להטיל את מרב הסיכון על הציבור ולפצות את עצמם בדמי ניהול ובדרכים אחרות, כפי שקרה אצל אלמליח.

**40.** מטעמים אלו גם הרחבת תוקף רשיונות הנפט והגז, הזכינות, שאותה מזכיר ברנע כסיבה אפשרית לעליית שווי פספורט למועד עסקת יחק<sup>34</sup>, אינה מסבירה דבר. הרשיונות ניתנים בחינם, אינם מהווים נכס בספרי החברה, אלא להפך, הם יוצרים התחייבות להוצאות, שאחרת הם ילקחו וחידוש זכינות קיימים, שבדרך כלל ניתנים לתקופה של שלוש שנים, אינו מהווה ארוע כלכלי שיכול להביא לעליית ערך.

**41.** ברנע גם מציין את הגדלת אחזקות פספורט ביואל כהסבר לעליית ערכה, אך גם טענה זו אינה עומדת במבחן כלכלי. המניות נרכשו בבורסה ומחוץ לה, במחירים הקרובים למחירי הבורסה, כדי לבצר שליטה, שכבר היתה בפועל, ואין פעילות זאת מצביעה על עליית שווי.

**42.** הסיבה האחרונה שאותה מציין ברנע כהסבר אפשרי לעליית ערכה של פספורט היא רכישת השליטה בנפטא על ידי יואל ב 3 ביולי 1996. כפי שראינו בטבלה הקודמת, ברבעון השלישי של שנת 1996, לאחר רכישת השליטה בנפטא, ירד ערכה של פספורט בבורסה בכשליש, משמע השוק לא התרשם מרכישת השליטה בנפטא, אשר נעשתה במחיר מלא, בתהליך מכרז שבו נטלו חלק משתתפים נוספים. הרכישה, אגב, נעשתה תמורת תשלום של 66.5 מיליון ₪ ששילמה יואל למדינה עבור 44.11% ממניות המדינה. בתוך סכום זה היה מגולם שווי של 20.7 מיליון ₪ שנרשם בספרים בגין זכויות פיתוח שדה גז בקזחסטן. שווי זכויות אלו, כל הסכום, נמחק כהפסד בספרי החברה בשנת 1998.<sup>35</sup>

**43.** ככל שאנו מתעמקים בסוגיית עליית ערכה של פספורט בשנת 1996, על פי ברנע כמובן, הקפיצה הלא מוסברת משווי של 25.2 מיליון דולר ל 55 מיליון דולר וההסברים הלא מספקים (לדעתנו) שמנסה לתת להם ברנע, כך מתגבשת דעתנו ועמדתנו כי את שווייה של פספורט, בערך של למעלה מ 50 מיליון דולר, כבר ניתן היה לקבוע ביוני 95 ומדובר כמובן בשווי לבעלי השליטה בלבד. על כך רמז כבר עובדיה בחוות דעתו, שאותה צרף עו"ד פיני רובין לכתב התביעה שהגיש מטעם מימון, שציין את המחיר הנמוך, הלא סביר, שבה נמכרה פספורט לקווי אשראי.

<sup>34</sup> ראה שם בטבלה בעמוד 12

<sup>35</sup> ראה סעיף 6.4 בתשקיף אקוויטל. 2000

#### 44. חלק ג – דחיית הצעת תשלוח לקווי אשראי מינואר 97 ומימוש הלוואות קווי אשראי באוקטובר 97 שהביא לאובדן אחזקותיה בפספורט פרק ח – ניתוח הצעת תשלוח לקווי אשראי מינואר 97

45. בסמוך לביצוע עסקת יחק פנתה חברת תשלוח (יחחק תשובה) שהחזיק כזכור כ- 12% ממניות פספורט באותה עת, והיה מודע לפוטנציאל הרב של שלוש חברות הנפט, שאליהן הצטרפה ביולי 96 חברת נפטא, אף היא חברה ציבורית העוסקת בחיפושי נפט שיואל רכשה את השליטה בה, בהצעה לעסקת רכישת השליטה בקווי אשראי על ידי תשלוח, להלן עסקת תשלוח.

46. פרוט ההצעה שהציעה תשלוח לקווי אשראי, הצעה מורכבת מאד, מופיע בנספח עו של כתב התביעה, כולל חילופי המכתבים בין עו"ד דורי קלגסבלד מטעם תשלוח ועו"ד רם כספי מטעם קווי אשראי. לא כאן המקום לרדת לחקרה של הצעה זו לפרטיה. ענייננו כאן להציג את ההצעה מנקודת ראותם של בעלי האג"ח של קווי אשראי, שהצעה זו מכוונת גם אליהם.

47. להלן נציג בטבלה שלוש עסקאות אפשריות שעמדו בפני קווי אשראי בסוף ינואר 97 באשר למניותיה בפספורט:

**האפשרות הראשונה** היא האפשרות שנראית לנו הסבירה ביותר: למכור את כל מניותיה בפספורט במחיר מלא, כולל תמורה מלאה על אובדן השליטה, בסך כולל של 8.2 מיליון דולר ולייעד את התמורה, לאחר פרעון הלוואה לבנק, שהמניות בפספורט היו משועבדות לו, לפרעון מוקדם של האג"ח, בהסדר עם מחזיקי האג"ח.

**האפשרות השנייה** היא לקבל את הצעת תשלוח<sup>36</sup>, שכללה הזרמת 3 מיליון דולר לקווי אשראי כאשר הסכום הזה כולו ייועד לתשלום, בהסדר, למחזיקי האג"ח.

**האפשרות השלישית** היא לממש את עסקת יחק, שכידוע התממשה, והותירה את מחזיקי האג"ח ללא כל פצוי, עד להשלמת ההליכים בתיק זה, שכבר נמשך כזכור 14 שנה וסופו מי ישורנו?

48. נדגיש כי ההשוואה נעשית מנקודת ראות בעלי האג"ח בלבד, שהרי החברה היתה על סף חדלות פרעון למועד זה ושווי מניות המיעוט בה כבר התקרב לאפס. פרוט כספי של שלוש האפשרויות מוצג בטבלה:

ניתוח 3 עסקות אפשריות של קווי אשראי לסוף ינואר 1997. מיליוני דולרים	
11.00	ערכן בספרים של ההתחייבויות לבעלי אג"ח בחברה
8.20	שווי מניות קווי אשראי בפספורט (7.45%) בצרוף פרמיית שליטה
2.40	חוב לבנק דיסקונט בגין מניות אלו
5.80	תמורה נטו לבעלי האג"ח ממכירת מניות פספורט, כולל שליטה
5.20	הפסד לבעלי אג"ח
3.00	תמורה נטו לבעלי אג"ח מביצוע עסקת תשלוח
8.00	הפסד לבעלי האג"ח מעסקת תשלוח
0.00	תמורה נטו לבעלי האג"ח מעסקת יחק
11.00	הפסד לבעלי האג"ח מעסקת יחק

<sup>36</sup> הצעת תשלוח כללה גם "מצנח זהב" ליוכל רן ועוד עסקות שלצורך הדיון כאן אינן משנות דבר

הטבלה "מדברת בעד עצמה" כמאמר הקלישאה. עסקת יחק היתה הגרועה ביותר מבחינת מחזיקי האג"ח, שכן היא לא תרמה להם מאומה והותירה אותם להמתין לתוצאות תביעת המפרקים. עסקת תשלוח היתה מאפשרת להם לקבל 3 מיליון דולר במזומן. עסקת המכירה שאנו הצענו, שאף היא כמובן מעולם לא עלתה על הפרק ולא נשקלה ברצינות, היתה מניבה להם 5.8 מיליון דולר, כמעט כפליים מעסקת תשלוח וכמובן עדיפה לאין שיעור על עסקת יחק. ברור כי אם קווי אשראי, לאורך כל התקופה, היתה מקבלת את המחיר המלא (שווי הוגן) עבור מניות פספורט שמכרה ליונייטד ולכנות, היה בקופתה סך נוסף של 14.34 מיליון דולר, **שהיה מאפשר לה לפרוע, במחיר מלא, את כל האג"ח שהנפיקה.**

**49.** אם נדרשת הוכחה נוספת, או רמז למצער, לגבי התנהלות קווי אשראי ויונייטד בהקשר של עסקת יחק, או בכלל לאורך התקופה כולה, הרי הניתוח שאנו מביאים כאן, ככל שהוא נדרש, מראה כי עסקת יחק היתה עסקה תמוהה, שכן אחריתה היתה צפויה, בוודאות.

### **פרק ט – ניתוח ההלוואות שקבלה קווי אשראי לצורך הגדלת חלקה בפספורט במסגרת עסקת יחק (ההלוואות שלא נפרעו)**

**50.** בינואר 1997, מועד עסקת יחק, עמדה קווי אשראי בפני קריסה כלכלית ופשיטת רגל. רואי החשבון הוסיפו אזהרת "עסק חיי" למאזן החברה ליום 31.12.96. שנת 96 הסתיימה בהפסד של 70 מיליון ₪ וכתוצאה מכך ההון העצמי של החברה, שבמאזן לשנת 95 עוד עמד על 43 מיליון ₪, הפך להון עצמי שלישי של 26 מיליון ₪. לחברה לא היו מזומנים בקופה. כנגד רכוש שוטף של כ- 18 מיליון ₪ היו לחברה התחייבויות שוטפות של 52 מיליון ₪, משמע הון חוזר שלילי של 34 מיליון ₪. קווי אשראי לא היתה יכולה לגייס כספים ממוסדות בנקאים במצב זה ולא היו לה מקורות נזילים כדי לשרת הלוואות קיימות, וודאי לא הלוואות חדשות. במצב זה על החברה היה לממש בדחיפות כל נכס שניתן לממש, כדי שלא תגיע לחדלות פרעון, פשיטת רגל.

**51.** במועד זה היתה החברה יכולה, לכאורה, לממש את אחזקותיה בפספורט, מניות בשיעור של 7.45% שהוחזקו באמצעות שותפות קי- יו, שהרי באותו מועד ממשה כרמן את מניותיה בפספורט. שווי מניות קווי אשראי בפספורט באותה עת היה 4.1 מיליון דולר<sup>37</sup> ובאותה הזדמנות יכלה פספורט לגבות גם את פרמיית השליטה המשותפת בפספורט, שעליה כזכור ויתרה במסגרת עסקת יחק, ובכך לגבות עוד 4.2 מיליון דולר. כך היתה מקבלת לידיה במזומן סך כולל של 8.3 מיליון דולר, סכום שיתכן והיה מונע את קריסתה.

**52.** במקום לבצע פעולה מתבקשת זאת, בחרה קווי אשראי להגדיל את אחזקותיה בפספורט ב- 8.2% אחוזים נוספים, שאותם ממנה בקבלת שתי הלוואות משותפיה בפספורט: הלוואה של 2.3 מיליון

<sup>37</sup> 7.45%\*55

דולר מיונייטד, והלוואה של 2.2 מיליון דולר מכרמן<sup>38</sup>. כנגד הלוואות אלו שעבדה קווי אשראי את כל מניותיה בפספורט: 11.6% לכרמן, שההלוואה שלה לקווי אשראי הצטרפה כשעבוד שני על הלוואה קיימת שהיתה לקווי אשראי מבנק דיסקונט, שהמניות בפספורט שמשו לה כבטוחה, ו 4.1% שועבדו ליונייטד כנגד הלוואה של 2.3 מיליון דולר.

**53. לא היה כל סכוי** שקווי אשראי תוכל לפרוע את שלוש הלוואות הללו, אולי ניתן היה לעמוד בתשלומי הריבית השוטפים, שלא היו גבוהים במיוחד, עשרות אלפי דולרים בודדים. אך בפועל, כפי שמסבירים המפרקים<sup>39</sup>, קווי אשראי "דאגה" שלא לשלם את הריבית בגין הלוואה לבנק דיסקונט ומשארע ארוע זה, עמדו כל שלוש הלוואות לפרעון, במחצית שנת 1997 וכל מניות קווי אשראי בפספורט אבדו לה ועברו לידי יונייטד וכרמן, שממשיכות להחזיק במניות אלו עד עצם היום הזה.

**54. מי שהרוויח** מכך היתה כרמן, רווח של 1.8 מיליון דולר, המתווסף לרווח של 3.7 מיליון דולר שכבר הרוויחה כרמן, על פי חישובנו בעסקת מכלול כנות<sup>40</sup>. הטבלה להלן מציגה את עסקת הלוואות שאפשרה את עסקת יחק, את שעבוד מניות פספורט של קווי אשראי ואת תוצאותיה של עסקה זו.

ניתוח הלוואות שנתנו לקווי אשראי בעסקת יחק ומימושן. מיליוני \$	
7.45%	אחוז מניות קווי אשראי בפספורט לפני עסקת יחק
8.2%	מניות נוספות שרכשה קווי אשראי מכרמן במסגרת העסקה
15.7%	אחזקות קווי אשראי בפספורט לאחר עסקת יחק
8.6	שווין של מניות אלו ע"פ השווי הגלום
2.4	הלוואת דיסקונט לקווי אשראי
2.2	הלוואת כרמן לקווי אשראי
4.6	סה"כ הלוואות שהיו מובטחות כנגד שעבוד 11.6% ממניות פספורט
6.4	שווי נגזר של 11.6% ממניות פספורט
1.8	רווח לכרמן מקבלת מניות פספורט כנגד פרעון הלוואות אלו
2.3	הלוואת יונייטד לקווי אשראי
2.2	שווי 4.1% ממניות פספורט שועבדו ליונייטד
-0.1	רווח יונייטד מקבלת מניות פספורט כנגד הלוואה

עסקת יחק שהגדילה את חשיפתה של קווי אשראי להלוואות נוספות בסך 4.5 מיליון דולר, הביאה לה הפסד נוסף של 1.8 מיליון דולר, שאותו הרוויחה, ע ל חשבונה, כרמן. לא רק שעסקה זו הביאה הפסד נוסף לקווי אשראי, היא מנעה ממנה לבצע עסקה יותר הגיונית, מתבקשת, של מימוש מהיר של מניותיה בפספורט, שאולי היתה מונעת ממנה להגיע לסוף דרכה<sup>41</sup>.

<sup>38</sup> תאור מפורט ומדויק של כל המהלכים הללו, וסימני השאה שהם מעלים, ניתן היה למצוא כבר אז במאמרו המקיף של יורם גביון בעיתון הארץ מה 30.1.97: בונדי יצא וקווי אשראי איבדה את השליטה בפספורט. המאמר מופיע בנספח עה לכתב התביעה שהגישו המפרקים.

<sup>39</sup> סעיף 54 בכתב התביעה

<sup>40</sup> בפועל כרמן קיבלה את 26% ממניותיה בשותפות קי- יו ללא כל השקעה שכן את כל השקעתה קיבלה בחזרה בעסקת יחק, כולל התשלום לבנק דיסקונט של 2.4 מיליון דולר

<sup>41</sup> לעניין זה ראה סעיף 52 בכתב התביעה שהגישו המפרקים

**55.** לכאורה קיים פער בלתי ניתן לגישור בין חוות דעתי לחוות דעת ברנע. שהרי, אני חישבתי והראתי כי בתקופה הנדונה היה על יונייטד וכרמן לשלם לקווי אשראי 16.14 מיליון דולר נוספים, שלא שולמו, בעסקות פספורט השונות, ואילו ברנע קבע כי כל העסקות שעשתה יונייטד, ובמשתמע גם כרמן, היו עסקות כשרות, על בסיס שווי הוגן של פספורט, ומשום כך אין בסיס לטענת המפרקים לקיפוחה של קווי אשראי. אך בפועל, ההבדל העיקרי בין חוות דעתי לחוות דעת ברנע אינו במתודולוגיה או בניתוח האירועים, אלא בנקודת המוצא לגבי שוויה של פספורט ביוני 95.

**56.** ברנע, בעקבות צדקה, גרס כי שוויה של פספורט היה 25.2 מיליון דולר ואילו אני טוען שהוא היה 52 מיליון דולר. ברנע לא בחן את שני ההסכמים שנקשרו ביוני 95 לרכישת השליטה של קווי אשראי באשכול חברות הנפט. בלונדון לרכישת השליטה בישראל ישירות מאלמליח ובת"א לרכישת השליטה בפספורט מיואל, וזאת למרות העובדה שפרטי עסקת לונדון דווחו בראשית יוני לבורסה והופיעו אח"כ בתשקיף פספורט ממאי 96. אי אפשר להתעלם ממידע זה, שלטעמי מבהיר ומנהיר, באופן חד משמעי, את סוגיית שוויה של פספורט ביוני 95, ונותן תוקף למספר שבו נקבתי אני, ולא לזה של ברנע.

**57.** לו היה ברנע מקדיש לעסקות אלו תשומת לב ראויה, (ואין ספק שהן דורשות תשומת לב בהקשר הסוגיה שעל הפרק) יתכן והיה מגיע למסקנה דומה לזו שהגעתי אליה אני. יתרה מכך, אילו קרא את חוות דעת עובדיה, שנמסרה לבית המשפט על ידי עורך הדין פיני רובין, בשמו של קובי מימון, (שניהם כאמור מזמיני חוות דעתו של ברנע עכשו) יתכן והיה מאמץ את עמדת קובי מימון ורובין משנת 95 ולא את עמדת קובי מימון ורובין היום<sup>42</sup>. משלא עשה זאת, הוא נתקל בבעיה: כיצד להסביר את עליית ערך פספורט משווי (לטענתו) של 25.2 מיליון דולר<sup>43</sup> בפברואר 96 לשווי של 55 מיליון דולר בינואר 97, בין עסקת כנות לעסקת יחק.

**58.** אבל הניסיון להסביר את עליית שווי ערכה של פספורט ב 118% בתוך 11 חודשים, בין פברואר 96 לינואר 97, דינו להכשל, שכן לא היתה כל סיבה לעליית ערך פספורט במהלך 96 ועל כך דנו בחוות דעת זאת ודחינו את ההסברים שברנע ניסה להציע.

**59.** מכאן ששוויה של פספורט אכן היה 52 מיליון דולר (לפחות) מראשית הפרשה, מאז מכר בעל השליטה דאז ביואל, אלמליח, את השליטה בה ביוני 95 לקווי אשראי, וכל החישובים שלנו הם חישובים המבוססים על הנחת מוצא זאת. אין אנו נדרשים להסביר את הבלתי ניתן להסבר, את עליית ערכה של פספורט בשנת 96, שכלל לא היתה.

**60.** ההסבר של המפרקים לפער בין התשלומים הראויים, שעל קווי אשראי היה לקבל בעסקות השונות שנדונו לעיל, כפי שאני חישבתי אותם במסמך זה, לתשלומים בפועל, שמסתכם לשיטתנו לחוסר של 16.14 מיליון דולר בתקופה, סכום שהיה אמור להגיע בדין לקופת קווי אשראי ולא הגיע, הוא כי

<sup>42</sup> שכל הקורא וודאי יבין מדוע שינו את עמדתם מן הקצה אל הקצה



במקביל לתשלומים החלקיים ששולמו ודווחו, התבצעו, על ידי יונייטד וכרמן, תשלומים נוספים, ליובל רן, שלא דווחו בשום מקום.

**61.** לא עלי המלאכה להוכיח קיומם של תשלומים צדדיים אלו. אבל הניתוח הכלכלי המפורט שהבאתי כאן, המתבסס על כל המידע הגלוי בעסקות אלו, מצביע כי יש הגיון רב, הגיון כלכלי מוצק, להניח כי היו אמנם תשלומים נוספים, כפי שטוענים המפרקים.

ובזאת באתי על החתום :

מאיר אמיר

פברואר 2014