



**דוח בודק**

**בנושא**

**מכירת מניות איסתא**

**נערך על ידי**

**光榮**

**ALKALAY&CO**

**SHARP. FAST. ACCURATE.**

**נובמבר 2022**

תאריך : 24 בנובמבר 2022

לכבוד  
נשיאות התאחדות הסטודנטים והסטודנטיות בישראל  
חברי הנשיאות הנכבדים,

**הנדון : דוח בודק בנושא מכירת מניות חברת "איסתא"**

בחודש אוגוסט 2022 מונה החתום מטה כבודק מטעם נשיאות התאחדות הסטודנטים והסטודנטיות בישראל (להלן: "ההתאחדות"), וזאת לצורך בדיקת נאותות תהליך מכירת מניות חברת "איסתא ליינס" (להלן: "איסתא"), אשר בוצעה בתאריך 22 יוני 2022.

בדיקתי כללה שיחות עם גורמים מההתאחדות ומחוצה לה הקשורים בתהליך, שיחות עם גורמים משוק ההון, וכן ניתוח חומרים ומסמכים שונים הקשורים בתהליכי קבלת ההחלטות שהובילו למכירת המניות, תהליך המכירה ואישורה במוסדות ההתאחדות.

אנו מודים לחברי העמותה על שיתוף הפעולה לו זכינו במהלך הבדיקה.

בכבוד רב,  
עופר אלקלעי, רו"ח וכלכלן  
משפטן (LL.B, LL.M)

תוכן עניינים

4	מבוא	א.
4	הפעולות שבוצעו	ב.
5	רקע על ההתאחדות	ג.
6	רקע על אחזקות ההתאחדות בחברת איסתא	ד.
7	השתלשלות מכירת המניות	ה.
9	ההחלטה על מכירת המניות	ו.
10	בחינת אופציות להשקעה אלטרנטיבית	ז.
10	קבלת הערכת שווי בלתי תלויה	ח.
14	אישור מכירת המניות	יב.
14	נאותות המחיר בה נמכרו מניות איסתא	יג.
16	תגובת יו"ר ההתאחדות	יד.
18	סיכום	טו.
19	המלצות	טז.

## א. מבוא

לבקשת נשיאות ההתאחדות, ערכתי במהלך חודשים אוגוסט-נובמבר 2022 בדיקה לגבי נאותות תהליך מכירת מניות איסתא, שהוחזקו בבעלות ההתאחדות. הבדיקה התמקדה בבחינת נאותות תהליכי העבודה, הבקרה וקבלת ההחלטות, משלב גיבוש ההחלטה העקרונית למכור את מניות איסתא ועד לאישור המכירה וביצועה. הבדיקה לא ביקשה לבחון האם בדיעבד מדובר היה בהחלטה מוצלחת, קרי האם מחיר המניה של איסתא, נכון למועד הבדיקה גבוה או נמוך מהתמורה שהתקבלה, שכן מדובר בניתוח בדיעבד הכולל פרמטרים שלא היו בעיני מבצע העסקה במועד הביצוע, המושפעים מפרמטרים שונים שאינם בשליטת המוכר, לדוגמת מצב השוק ומידע חדש על התוצאות העסקיות של מניות איסתא, לאלא לבדוק את התהליך ואת התוצאות שלו למועד ביצוע העסקה.

## ב. הפעולות שבוצעו

במסגרת הבדיקה, ביצענו את הפעולות הבאות :

- ✓ ערכנו שיחות ובירורים עם בעלי התפקידים הבאים :
- מר אלחנן פלהיימר, יו"ר ההתאחדות (להלן: "מר פלהיימר");
- גבי שקד בנפשי, סיו"ר ההתאחדות (להלן: "גבי בנפשי");
- מר שי שידלוב, מנכ"ל ההתאחדות (להלן: "מר שידלוב");
- מר אחישי גל, מנכ"ל ובעל שליטה בחברת איסתא (להלן: "מר גל");
- מר ישראל פלדהיים, חבר ועדת ההשקעות של ההתאחדות (להלן: "מר פלדהיים");
- גבי נועה פריגי בן דוד, חברת ועדת ההשקעות של ההתאחדות;
- עו"ד טל שפירא, מטעם יועמ"ש ההתאחדות (להלן: "עו"ד שפירא");
- עו"ד יניב בר זיק, מטעם יועמ"ש ההתאחדות (להלן: "עו"ד בר זיק");
- מר רועי רבר-מונקה, מנהל הכספים של ההתאחדות;
- מר טל שיינברום, יו"ר דירקטוריון איסתא;
- מר מודי קרת, חבר ועדת ההשקעות של ההתאחדות לשעבר;
- מר יעקב סנדלר, חבר ועדת ההשקעות של ההתאחדות לשעבר;
- מר שי נבו, משנה למנכ"ל חברת פועלים אי. בי. אי;
- עו"ד ירון מוזס, יועמ"ש חברת פועלים אי. בי. אי;
- מר יניב סיימן, ראש שירותי ייעוץ החיתום חברת פועלים אי. בי. אי;
- גבי ספיר בלוזר, מנכ"ל ההתאחדות לשעבר;
- מר ברק דביר, יו"ר אגודת הסטודנטים באוניברסיטת בן גוריון;
- מר' יובל ריבלין, יו"ר אגודת הסטודנטים באוניברסיטה העברית;
- גבי שני אטלי, יו"ר אגודת הסטודנטים במכללת ספיר;
- רו"ח יזהר קנה, לשעבר נשיא מועצת אגודת הסטודנטים של אוניברסיטת ת"א;

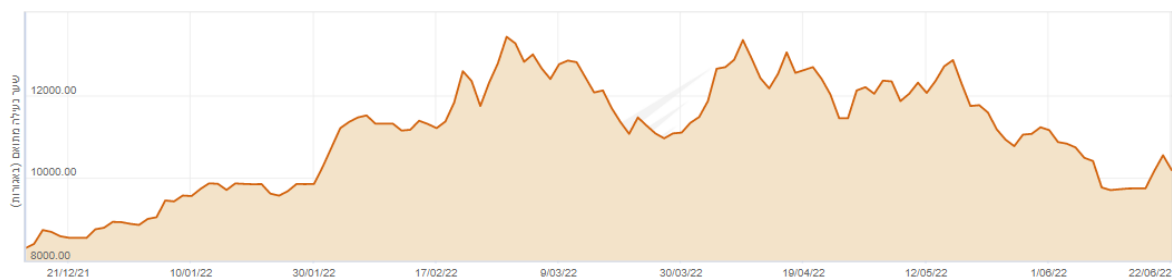
- עו"ד גיא קרנר, יו"ר ההתאחדות ויו"ר דירקטוריון איסתא לשעבר ;
- ד"ר טל מופקדי, מומחה כלכלי ;
- מר איציק לקס, דירקטור בחברת איסתא ;
- גורמים שונים הפועלים בשוק ההון, אשר ביקשו שפרטיהם לא יוזכרו ;
- ✓ עיינו בחומרים שונים הקשורים בתהליך המכירה, לרבות :
  - תקנון ההתאחדות ונספחיו.
  - פרוטוקול ישיבת הנשיאות מתאריך 19 יוני 2022.
  - הצעות המחיר שהוגשו להתאחדות מצד הגורמים המקצועיים לצורך ליווי תהליך המכירה.
  - דוחות כספיים של חברת איסתא לשנים 2020-2021.
  - הסכם בעלי השליטה שנחתם בחודש ספטמבר 2016.
  - מצגות המכירה וטפסי ההצעות הפרטיות.

## ג. רקע על ההתאחדות

1. ההתאחדות, אשר מהווה הארגון היציג של הסטודנטים בישראל, נוסדה בחודש דצמבר 1934, והחל משנת 1995 מוכרת כמלכ"ר וכעמותה רשומה.
2. נכון לחודש ספטמבר 2022, מאוגדות בה כלל אגודות הסטודנטים של כלל האוניברסיטאות והמכללות בישראל, למעט הטכניון. תפקידה המרכזי הוא לשמור על זכויות הסטודנטים ומעמדם, כמו גם להעצים את יוזמת הסטודנטים ולעודדם להיות פעילים בחברה.
3. להתאחדות מספר אפיקי הכנסה, כאשר לאורך שנים העיקרי שבהם היה דיבידנד שנתי שהתקבל מאיסתא. בנוסף, להתאחדות חברת בת בשם אלחון אחזקות בע"מ (להלן: "אלחון"), המהווה את החברה הכלכלית של ההתאחדות, אשר אחראית על פרויקטים שיווקיים פרסומיים, ניהול אחזקות ההתאחדות ומיזמים כלכליים שונים.
4. להתאחדות תקנון מוסדר ומובנה, בו מתוארים תהליכי העבודה, הנהלים, והיררכיית בעלי התפקידים בה. בהתאם לתקנותיו, מתקבלות החלטות השונות בעמותה, כאשר ישנן החלטות בנושאים מסוימים הדורשות בחירה ברוב "סטנדרטי" ע"י נשיאות העמותה, המהווה האסיפה הכללית של העמותה, וישנן החלטות הדורשות בחירה ברוב משמעותי יותר. כמו כן, ישנן החלטות בנושאים שונים אשר לצורך קבלתן ישנו צורך בהסכמת בעלי תפקידים נוספים/הצבעה ברוב בפורומים שונים.
5. להתאחדות יועמ"ש, מנהל כספים, רוי"ח מבקר, הנהלת חשבונות, מבקר פנימי וועדת השקעות. ועדת השקעות מאוישת ע"י שלושה בעלי מקצוע חיצוניים המכהנים בה בהתנדבות, בנוסף ליו"ר ומנכ"ל ההתאחדות. תהליכי מינוי כלל בעלי התפקידים, סמכויותיהם, אורך כהונתם וכן כל פרט רלוונטי לעניין תפקידיהם, מובהרים בתקנון ההתאחדות.

#### ד. רקע על אחזקות ההתאחדות בחברת איסתא

6. חברת איסתא (איגוד סטודנטים לתירור אקדמאי), החלה את דרכה בשנת 1956 כארגון חילופי סטודנטים שפעל מאוניברסיטת "הטכניון", ובשנת 1958 הוקמה כחברה עצמאית השייכת לאגודת הסטודנטים בטכניון. מהותה במקור, הייתה לספק שירותי תיירות במחירים מוזלים לסטודנטים ישראלים. לימים הרחיבה פעילותה באופן משמעותי וכיום נחשבת לאחת מקבוצות התיירות הוותיקות בישראל.
7. איסתא, צברה רווחים לאורך שנות פעילותה, והגדילה את ערכה במאות אחוזים. החברה דוגלת במדיניות דיבידנד ולאורך השנים חילקה למשקיעיה דיבידנדים על בסיס שנתי. בתקופת הקורונה, נפגע שווי החברה וערך מניותיה ירד, בין היתר מפגיעה קשה בענף התיירות.
8. לאורך השנים, החלה לפעול החברה גם בתחום הנדל"ן, וכיום עיקר נכסיה והכנסותיה קשורים בענף זה. בשילוב התאוששותה מנזקי המגיפה בענף התיירות בפיתוח פעילותה בענף הנדל"ן, הצליחה לספק לאורך השנים ובפרט בשנים האחרונות, תשואה חיובית משמעותית למשקיעיה. יודגש כי לאורך שנים 2020 – 2021 לא חולק דיבידנד בין משקיעי החברה, וזאת בשל השלכות מגפת הקורונה על החברה.
9. משחר פעילותה, התאחדות הסטודנטים הייתה בעלת שליטה באיסתא, ובעלת נתח בעלות בה בשיעור של עשרות אחוזים, כאשר החזיקה במניות החברה באופן ישיר ובאמצעות חברת אלחון.
10. כך למעשה, לאורך עשרות שנים היוו אחזקותיה של ההתאחדות בחברה, את רוב נכסיה, ואילו הדיבידנדים שחילקה איסתא, היוו הבסיס התזרימי לתקציבה השנתי של ההתאחדות.
11. לאורך ההיסטוריה, לא הרבתה ההתאחדות למכור מאחזקותיה בחברה, וכן מלבד המכירה שבוצעה ביוני 2022 על ידה, מכרה בחודש מאי 2007, 24.4 אחוזים ממניות החברה לקבוצה בראשות מר גל. כיום, לאחר שמכרה 16 אחוזים נוספים לגופים מוסדיים בחודש יוני 2022, נותרה ההתאחדות עם אחזקה של 5.31 אחוזים ממניות איסתא.
12. להלן גרף המנייה של חברת איסתא בחצי השנה שקדמה למכירה, שבוצעה בתאריך 22 יוני 2022 :



13. כפי שניתן לראות בגרף, לאורך שלושת החודשים הראשונים לשנת 2022, מניית החברה צברה תשואה של למעלה מ-150 אחוזים, לאחר מכן ירדה לאורך חודש מרץ באופן יחסי לערכה בשיאה, ולאחר מכן חזרה לתחומי שיאה בין החודשים אפריל – מאי 2022. החל ממוחצת חודש מאי 2022, צנחה בחזרה לתחומי ערכה מתחילת חודש פברואר 2022.
13. באשר לדיבידנדים לחלוקה, בשנת 2022 חולקו 20,000,000 ₪ כדיבידנד בין בעלי החברה, כאשר בהתאם לאחזקות ההתאחדות וחברת אלחון במועד החלוקה, אלו קיבלו יחד כ-4,000,000 ₪ לערך.



ALKALAY&CO

SHARP. FAST. ACCURATE.

באשר לשנים קודמות, בשנים 2020-2021 לא חולק דיבידנד לבעלי החברה. בשנת 2019 חולקו 15,000,000 ₪ כדיבידנד בין בעלי החברה, כאשר בהתאם לאחזקות ההתאחדות וחברת אלחון במועד החלוקה, אלו קיבלו יחד כ-3,750,000 ₪ לערך. בשנת 2018, חולקו 21,624,666 ₪ כדיבידנד בין בעלי החברה, כאשר בהתאם לאחזקות ההתאחדות וחברת אלחון במועד החלוקה, אלו קיבלו יחד כ-5,400,000 ₪ לערך.

## ה. השתלשלות מכירת המניות

14. בחודש נובמבר 2021, נבחר מר פלהיימר לתפקיד יו"ר ההתאחדות. עם כניסתו לתפקיד החל "לעשות סדר" בבעלי התפקידים בה, שכן לדבריו היו בעלי תפקידים רבים אשר כיהנו בתפקידי מפתח כאלו ואחרים, אשר תקופת כהונתם חרגה מהתנאים כפי שהוגדרו בתקנון ההתאחדות. בסמוך לבחירות בהן נבחר לתפקידו, התפטרה מנכ"ל ההתאחדות דאז, גבי ספיר בלוזר מתפקידה, ואף המבקר הפנימי של ההתאחדות התפטר גם הוא, בסמוך לכניסתו של מר פלהיימר לתפקיד. כך למעשה, כחודש לאחר שנכנס לנעלי היו"ר, בחודש דצמבר 2021, הוביל ישיבת נשיאות במסגרתה מונו להתאחדות מנכ"ל, מבקר פנים, חברי ועדת השקעות, יועמ"ש, ואף מונו חברי דירקטוריון החברה הכלכלית, אשר החליפו את אלו שיהנו בתפקידים בטרם המינוי.
15. בחודש ינואר 2021 לערך, בשיחה לה היו שותפים מר פלהיימר, גבי בנפשי ומר שידלוב, עלה לראשונה הרעיון למכור את מניות איסתא. השיחה קוימה בפגישה לא רשמית אשר נערכה במשרדי ההתאחדות בירושלים, במסגרתה העלה מר פלהיימר את הרעיון בפני השניים, כרעיון בלבד ולא כהחלטה.
16. בתחילת חודש פברואר 2022 לערך, נפגשו מר פלהיימר ומר שידלוב, ודנו ברעיון המכירה, ואף החליטו כי ברצונם להוציא את המהלך לפועל.
17. בחודש פברואר 2022, נפגש מר פלהיימר עם עו"ד טל שפירא, וקיבל ממנו הנחיות פרוצדוראליות-אופרטיביות לביצוע, לצורך הוצאת המהלך לפועל, וביניהן לשכור את שירותיהם של שלושה בעלי מקצוע – יועמ"ש, יועץ מיסוי וחתם.
18. בתאריך 01 מרץ 2022, התקיימה ישיבת ועדת ההשקעות הראשונה, בפורום העכשווי שלה, כאשר במסגרת ישיבה זו הוצגה לראשונה בפני חבריה המחשבה למכור את המניות.
19. לאורך חודש אפריל 2022, מר פלהיימר פנה לחברות פועלים אי. בי. אי, וגיזה זינגר אבן (להלן: "גיזה"), ליועץ המס עו"ד מאיר מזרחי, ולעורכי הדין טל שפירא ויניב בר-זיק, ונפגש עמם, בקשר עם העסקה ובמטרה לקבל מאלו הצעת מחיר.
20. לאורך חודש אפריל 2022, התקבלו הצעות מחיר מכלל בעלי המקצוע. הצעותיהם של עו"ד מזרחי, עוה"ד שפירא ובר-זיק, וחברת פועלים אי. בי. אי, הוצגו בפני דירקטוריון חברת אלחון, אשר הצביע בעד ההתקשרות איתם, ולאור האמור נשכרו שירותיהם.
21. בתאריך 08 מאי 2022, התקיימה ישיבה של הצוות המקצועי אשר עמד בראש התהליך, ביניהם מר פלהיימר, מר שידלוב, גבי בנפשי, מר נבו, מר סילון, עו"ד בר-זיק, עו"ד מורן גולדברג, ועו"ד מאיר מזרחי. בישיבה זו, הגורמים דנו ברעיון המכירה ובפעולות שיש לבצע לצורך הוצאתה לפועל,

- החליטו כי יש לעדכן את מר גל בנושא, וכן כי מחשש לערך המנייה, לא יוצעו המניות למכירה במסגרת מכרז פומבי.
22. בתאריך 25 מאי 2022, נפגשו מר פלהיימר, מר גל ונציגים מחברת פועלים אי. בי. אי, כאשר בפגישה זו הוצג בפני מר גל רעיון המכירה, ואף הוצע לו לרכוש את המניות/חלקו. מר גל מסר כי ישקול זאת בחיוב, אך לדבריו של מר פלהיימר זה סירב לרכוש את המניות שלא בהנחה משמעותית. מר גל מסר בפגישה כי הוא מנהל משא ומתן עם חברת "הפניקס", להנפקה פרטית של מניות חברת "איסתא נכסים", שהינה חברת בת של חברת איסתא ליינס, המרכזת בפעילותה את פעילות קבוצת איסתא בענף הנדל"ן ומהווה עיקר שוויה של החברה. לדברי מר גל, אותה הנפקה הייתה במרחק "יום-יומיים" מלהיסגר באופן רשמי. מר גל ביקש שההתאחדות תמתין עם הפנייה לקונים הפוטנציאליים עד להשלמת העסקה עם חברת הפניקס.
23. בחלוף הימים, ועל אף שהמתינה ההתאחדות להשלמת העסקה, זו לא הושלמה, ועל כן שוחחו נציגי פועלים אי. בי. אי עם מר גל, במטרה לשכנעו לתת "אור ירוק" לפנייה לקונים הפוטנציאליים, וכן לקבל הסכמתו לכך שישוחח עם הקונים הפוטנציאליים כבעל השליטה וכמנכ"ל החברה. בתחילה הסכים מר גל להגיע לפגישה אחת, עם חברת "מנורה מבטחים", ולאחר ימים נתן את אישורו להתחיל ולפנות לגופים המוסדיים.
24. לאורך חודשים מאי – יוני 2022, פנו נציגי פועלים אי. בי. אי בדיסקרטיות, לגופים מוסדיים שונים אשר היוו קונים פוטנציאליים. חלקם לא הביעו עניין כלל ברכישת המניות, ואילו אלו אשר הביעו עניין, מלבד גוף יחיד אשר הציע לרכוש את המניות לפי ערך של כבין 80-85 ₪ למנייה, הציעו לרכוש את המניות לפי ערך של 75 ₪ למנייה.
25. בתאריך 08 יוני 2022, נערכה ישיבה נוספת בין צוות פועלים אי. בי. אי והנהלת ההתאחדות, אשר במסגרתה הציגו נציגי פועלים אי. בי. אי, מצג עדכני באשר לקונים השונים, לרבות כמויות המניות בהן הביעו עניין, והערך לפיו הביעו עניין לרכישה. במסגרת ישיבה זו, מסרו נציגי פועלים אי. בי. אי לצוות המקצועי כי ככל הנראה, באם תצא המכירה לפועל, ימכרו המניות לפי ערך של 75 ₪ למנייה.
26. בהמשך לישיבה זו, ועל אף שניתן לצוות פועלים אי. בי. אי אישור מצד מר פלהיימר להמשיך בגיבוש ההצעות לרכישת המניות לפי ערך של 75 ₪ למנייה, המשיכו הראשונים במשא ומתן עם הקונים הפוטנציאליים, במטרה לשפר את הצעותיהם.
27. ב-13 ביוני 2022, התקיימה ישיבה נוספת של ועדת ההשקעות, במסגרתה עדכן מר פלהיימר את חברי הוועדה בדבר יציאתה של המכירה לדרך, אנשי המקצוע ששכר את שירותיהם לצורך כך, ובמסקנות היועמ"ש לפיהן המכירה, אינה באחריות/בסמכות ועדת ההשקעות, אלא באחריות גורמים אחרים בארגון. באותה פגישה הציג מר פלהיימר את העסקה לפרטיה בפני חברי הוועדה, לרבות המחיר המשוער לביצוע העסקה.
28. בין התאריכים 13-19 יוני 2022, שוחחו מר פלהיימר וגב' בנפשי עם חברי הנשיאות השונים, במטרה לשכנעם להצביע בעד המהלך, וזאת לקראת ישיבת הנשיאות שהלכה וקרבה, במסגרתה היו אמורים לדון ברעיון ולהעלותו להצבעה. מר פלדהיים, שהינו חבר ועדת ההשקעות אשר תמך



בעסקה, שוחח גם הוא עם שני חברי הנשיאות לבקשתם, וזאת לצורך הסברת רציונל המהלך כאיש מקצוע.

29. בתאריך 19 יוני 2022, כונסה ישיבת הנשיאות בה נכחו כלל בעלי המקצוע אשר לקחו חלק בתהליך המכירה, מר פלדהיים אשר לטענתו הגיע לבקשתו של מר פלהיימר, והגב' פאני אילו, נציגת הגוף המבקר. לאחר שדנה הנשיאות ברעיון המכירה, זה הועלה להצבעה, אשר במסגרתה הצביעו כל חברי הנשיאות בעדו.

30. בתאריך 22 יוני 2022, מכרה העמותה 2,525,079 מניות של חברת איסתא ליינס שהיו בבעלותה לגופים המוסדיים, המהווים נתח בעלות בשיעור של 16 אחוזים בחברה, לפי ערך של 80 ₪ למנייה, ובסה"כ בסך של 202,006,306 ₪ לפני מס.

## ו. ההחלטה על מכירת המניות

31. במסגרת סעיף זה ביקשתי לבחון את סבירות שיקול הדעת שהביא לתחילת התהליך של מכירת מניות איסתא בפועל.

32. בשיחה שערכתי עם מר פלהיימר, נמסר כי רעיון המכירה, נולד מתוך הצורך לפזר סיכונים בניהול ההשקעות של ההתאחדות. לדבריו מעבר לעיקרון פיזור הסיכונים, אשר מהווה עיקרון יסוד בעולם ההשקעות, לאורך "תקופת הקורונה" חוותה ההתאחדות על בשרה כי גם חברה כמו איסתא, אשר נחשבה ליציבה וגדולה, שערכה עלה לאורך שנים, אינה חסינה, וכי לא יהיה מושכל מצד ההתאחדות "לשים את כל הביצים בסל אחד". בנוסף, ציין מר פלהיימר כי בעקבות "בצורת הדיבידנד", שאי חלוקתו השפיעה באופן ישיר על גובה תקציב ההתאחדות בשנים בהן לא חולק, נולדה הבנה בסיסית שעם כל הטוב שמגיע מאחזקה בשיעור גדול בחברה גדולה, אין מדובר בהכנסה תזרימית, קבועה ובטוחה, שעליה ניתן יהיה לבסס את תקציב ההתאחדות שנה אחר שנה. לאור האמור, החליט כי יש מקום לצמצם את האחזקה בחברה אחת ולפזר את ההשקעות, כך שניתן יהיה לקבל הכנסות קבועות שעליהן ניתן יהיה להתבסס, כגון השקעה בנדל"ן מסחרי בשילוב מספר מניות נוספות, כפי שיקבע בהמשך על ידי ועדת ההשקעות של ההתאחדות.

33. בנוסף, מסר פלהיימר כי רעיון המכירה נשקל גם ע"י שני קודמיו בתפקיד, מר שלומי יחיאב ומר רן שפע. כשנשאל האם נועץ בוועדת ההשקעות או לחילופין באיש מקצוע בלתי תלוי בקשר עם רעיון המכירה בכלל ובפרט בתנאים שנקבעו, מסר שלא, אך ציין כי עדכן את חברי ועדת ההשקעות בדבר המהלך עוד בשלב מוקדם של התהליך, וכי אלו נתנו את ברכתם.

34. בבירור שנערך מול מר פלדהיים, זה אימת את דבריו של מר פלהיימר, ואף מסר כי הוא עודנו תומך במהלך. לדבריו של מר פלדהיים, עליית הריבית בפניה עמד המשק בטרם המכירה, אשר אינה מטיבה עם נדל"ן וכפועל יוצא מכך עם חברות שפעילות הנדל"ן שלהן ענפה, אי הודאות בשוק המניות בארץ ובחו"ל, וכן דעתו החיובית כאיש מקצוע על עקרון פיזור הסיכונים, הובילו לתמיכתו במהלך.

35. לדעתי המקצועית ההחלטה לצמצם את האחזקה במניות איסתא הינה סבירה והגיונית, שכן אחד מעקרונות היסוד של ניהול השקעות הינו פיזור ההשקעות. כמו כן, בסופו של יום ההחלטה התבססה על צרכי ההתאחדות, אשר במקרה הנ"ל היו הצורך בתזרים רציף וקבוע למטרת ניהול

הוצאות ההתאחדות. עם זאת, לדעתי המקצועית מן הראוי היה בתהליך קבלת ההחלטה שהינה בעלת השלכה מהותית על אחזקות ההתאחדות, התזרים העתידי הצפוי ושווי נכסיה, לבצע תהליך בחינה וניתוח מעמיק לפני קבלת ההחלטה. במסגרת תהליך כאמור ראוי היה לכנס את ועדת ההשקעות ולדון בנושא בצורה מעמיקה, להזמין בדיקה מקצועית הכוללת סקירה על מניית איסתא, המועד הנכון לביצוע המהלך, היקף המניות למכירה, אופציות אלטרנטיביות וכד'. יודגש כי בנוסף לחברי ועדת ההשקעות הנוכחית, ניתן היה להיוועץ גם באנשי המקצוע אשר כיהנו בוועדה בעבר, שהינם בעלי וותק וניסיון רב, אשר יכלו לתרום מניסיונם הן כאנשי מקצוע, והן ככאלו המכירים את ההתאחדות, פעילותה וצרכיה. לסיכום, על אף ששיקול הדעת שהוביל למכירת המניות, הינו סביר והגיוני, הריני לציין כי מן הראוי היה לבצע תהליך סדור ומקיף בהרבה, בטרם קבלת ההחלטה למכור את המניות.

## ז. בחינת אופציות להשקעה אלטרנטיבית

36. במסגרת סעיף זה ביקשתי לבחון האם במקביל לתהליך המכירה, נבנתה על ידי ועדת ההשקעות תכנית השקעה סדורה, להשקעת התמורה שתתקבל בגין המניות שימכרו.
37. משיחה שנערכה עם מר פלהיימר עלה כי לא נבנתה תכנית השקעות אלטרנטיבית כאמור בטרם ביצוע העסקה. מר פלהיימר מסר כי הוחלט שלא להשקיע משאבים בבחינת אלטרנטיבות להשקעה בשלב זה, אלא לאחר ביצוע העסקה. לדבריו, היות וממילא הוצאת תהליך המכירה לפועל כשלעצמה דרשה משאבים רבים, היה קושי רב לנהל שתי חזיתות במקביל, מה גם שלא היתה כלל ודאות לביצוע המהלך, מאחר והיה צורך בהצבעת חברי הנשיאות בעדו ברוב של למעלה מ-75 אחוזים. כמו כן, מסר כי לא הייתה ודאות לעניין שיעור התמורה שתקבל ההתאחדות בגין מניותיה, וכן כי צפו שבמידה ותבנה תכנית השקעות כאמור, בעבור פרק הזמן שבין מועד הגייתה לבין מועד המכירה, יתכן ותהא לא רלוונטית.
38. בבירור שנערך מול מר פלדהיים, זה אישר את דבריו של מר פלהיימר.
39. ההסברים שנמסרו בעניין אי הכנת תוכנית אלטרנטיבית הינם הגיוניים וסבירים, אולם לדעתי לאור החשיבות של המהלך והיקפו, מן הראוי היה להציג בפני חברי הנשיאות תמונה רחבה יותר של המהלך, לרבות תכנית השקעה אלטרנטיבית, לכל הפחות בקווים כלליים, כגון היקף ההשקעה המתוכנן במניות, באגרות חוב, בנדל"ן מניב, השקעה בארץ למול חו"ל וכד'. יודגש כי מדובר בסכום מהותי של כ-200 מיליון ₪.

## ח. קבלת הערכת שווי בלתי תלויה

40. במסגרת סעיף זה ביקשתי לבחון האם בטרם ביצוע העסקה, הוזמנה הערכת שווי בלתי תלויה לחברת איסתא, לצורך בחינת נאותות התמורה שתתקבל מהמכירה.
41. משיחה שערכתי עם מר פלהיימר, עלה כי לא הוזמנה הערכת שווי בלתי תלויה לחברת איסתא בטרם המכירה. לדבריו, היה חוסר ודאות באשר להוצאת המהלך לפועל, שכן לצורך כך הייתה דרישה להצבעה בעד המהלך, ברוב של 75 אחוזים מחברי הנשיאות. בנסיבות העניין, בחרו שלא להוציא סכום כסף של עשרות אלפי ₪ על הערכת שווי, שייתכן ולא היה נעשה בה שימוש כלל

במידה ולא הייתה הנשיאות מצביעה בעד המהלך ברוב הנדרש. בנוסף, מסר כי לאורך תהליך המכירה, נעשו פניות לגורמים שונים בשוק לצורך קבלת הצעות מחיר, אשר משקפות את מחיר השוק בין קונה ומוכר בפועל, וזאת בניגוד להערכת שווי שהינה תאורטית.

42. משיחה שנערכה מול הצוות בפועלים אי. בי. אי. אשר ליווה את העסקה, עלה כי לדעתם, אין מקום וצורך להזמנת הערכת שווי בלתי תלויה, בטרם ביצוע עסקה כדוגמת העסקה שבוצעה, מאחר ומדובר בחברת נדל"ן סחירה וציבורית, אשר קל לתמחר את ערכה בין היתר לפי חברות השוואה. לטענתם בסופו של יום, גם אם והייתה מבוצעת הערכת שווי, לא הייתה לכך השפעה על המכירה, ועל הערך למנייה לפיו בוצעה.

43. מבדיקות שערכתי למול גורמים בשוק ההון אשר ביצעו עסקאות דומות בעבר, עולה כי גם לדעתם אין מקום לביצוע הערכות שווי למניה סחירה בטרם מכירה, שכן מחיר המניה בשוק מהווה את האינדיקציה הרלוונטית ביותר לתמורה אותה ניתן לקבל. מניסיוני, הערכות שווי אינן מדע מדויק, שכן לעיתים ישנם פערים של עשרות אחוזים בין הערכות שווי של מעריכים שונים. בנסיבות העניין, אין ליקוי בכך שלא בוצעה הערכת שווי טרם המכירה.

## ט. פעילות ועדת ההשקעות

44. במסגרת סעיף זה ביקשתי לבדוק את מעורבותה של ועדת ההשקעות בתהליך מכירת מניות איסתא בכל הקשור לאישור המהלך, יעוץ ליווי ופיקוח.

45. מבירור שנערך מול גורמים שונים בהתאחדות, לרבות מר פלהיימר, מר פלדהיים וגב' נועה פריגי בן דוד, עלה כי לכל אורך תהליך המכירה, מלבד עדכונים בודדים שקיבלו לעניין הרצון למכור את המניות, לא נשאלו חברי ועדת ההשקעות וביניהם אנשי מקצוע בלתי תלויים לאישור המכירה כלל, וכן לא היו מעורבים בתהליכי קבלת החלטות בקשר עם המכירה.

46. בשיחה עם מר פלהיימר נמסר כי לא הייתה חובה לערב את ועדת ההשקעות בהחלטה, שכן בתקנון ההתאחדות, מוגדר כי:

*"על ועדת ההשקעות לעסוק אך ורק בהשקעות של כספים עודפים שעולים על*

*תקציבה השוטף של ההתאחדות"*

כלומר, אך ורק בקבלת החלטות הנוגעות להשקעת הכספים שיתקבלו כתוצאה ממימוש האחזקה, ולא בהחלטות הנוגעות למימוש עצמו, וכי החלטות כאמור יש לקבל בנשיאות ההתאחדות וזאת בהתאם להנחיות היועמ"ש.

47. בבירור שנערך מול עו"ד שפירא ועו"ד בר-זיק היועצים המשפטיים של ההתאחדות, נמסר כי בהתאם לתקנון ההתאחדות, לא היה צורך באישורם של חברי ועדת ההשקעות בהחלטה למכור את אחזקות ההתאחדות בחברת איסתא, שכן לא מדובר בעניין הנתון לסמכות הועדה, אלא לסמכותה של הנשיאות. אלו עיגנו את מסקנתם, בסעיף 15.3.2.4 לתקנון ההתאחדות, בו צוין כי:

*"הצבעה העוסקת בשינוי הרכב האחזקות של ההתאחדות בעצמה או באמצעות*

*אחרים (להלן: "מכירת אחזקות") - ברוב של 75 אחוזים מכלל חברי הנשיאות.*

*לעניין סעיף זה, "אחזקות" פירושו כל סוג של כספים או נכסים בהם מחזיקה*

ההתאחדות, בין בעצמה ובין על ידי אחרים – יחידים או תאגידים, בנאמנות או אחרת".

48. עוה"ד מסרו בנוסף, כי גם אם והיה צורך לקבל את אישורם של חברי ועדת ההשקעות, על אף שלא היה, הרי שאלו תמכו במהלך, ואף דיברו בעדו בישיבת הנשיאות, תוך הכרת כלל תנאי המכירה כפי שבוצעה. כלומר, לא היה בדבר בכדי לשנות את מהלך האירועים כפי שאירעו.

49. מעיון בתקנון ההתאחדות עולה כי תקנון ההתאחדות לא ברור ודורש תיקון וחיידוד. בתקנון לא מוגדר האם מניות איסתא נכללות בגדר "אחזקות", או בגדר "כספים עודפים". בנסיבות העניין ולאור היעוץ שקיבל מר פלהיימר, הרי שזה פעל בהתאם להנחיות שקיבל ואישר את העסקה במסגרת הנשיאות ולא בוועדת השקעות. עם זאת, מניסיוני עם חברות אחרות, אין עוררין על כך שתפקיד ועדת ההשקעות, הינו התווית מדיניות בנושא השקעות, פיקוח וליווי תהליכים הקשורים בהשקעות כספים, שינוי אפיקי השקעה, בקרות על ההשקעות ועוד. על כן, גם אם על פי התקנון לא נדרשו מעורבות הוועדה במהלך ואישורו על ידה, מן הראוי היה כי חבריה ייטלו חלק מרכזי בכל התהליך, ובכלל זה תדון, תאשר ותסייע בנושא זה. בנוסף לאמור, היה ניתן להתייעץ גם עם חברי ועדת ההשקעות לשעבר בהתאחדות. משיחות שערכתי עמם, עולה כי מדובר באנשי מקצוע מהשורה הראשונה בתחום שוק ההון, אשר פעלו בהתנדבות לאורך שנים ותרמו מזמנם. התייעצות עם גורמים אלו יכלה לסייע רבות לתהליך וחבל שהדבר לא נעשה. לאור העובדה שוועדת ההשקעות הינה גוף מקצועי, לא סביר בעיניי כי בקשר עם החלטה כל כך מהותית להתאחדות, לא יערך דיון ממצה לפני ובמהלך ההליך על ידי הוועדה, גם אם אין דרישה פורמלית לכך. העובדה כי חברי הוועדה תמכו ועדין תומכים בהחלטה, אין בה כדי לשנות את העובדה כי היה מקום לנהל את ההליך בצל ועדת ההשקעות, או תוך ליווי של יועץ מקצועי בלתי תלוי כפי שיפורט בהמשך.

## י. בחירת היועצים לעסקה

50. במסגרת סעיף זה ביקשתי לבחון את תהליך בחירת היועצים שליוו את העסקה.

51. מבירור שנערך מול מר פלהיימר עלה כי בהתאם להנחיות הביצוע שקיבל מעו"ד טל שפירא, במסגרת הוצאת המכירה לפועל היה צורך בשכירת שירותיהם של שלושה בעלי מקצוע – יועמ"ש, חתם ויועץ מיסוי. לעניין היעוץ המשפטי נמסר כי נעשתה פניה ליועמ"ש ההתאחדות בלבד לצורך קבלת הצעת מחיר, שכן לדעתו היה "הכי טבעי" להיעזר ביועמ"ש המכיר את ההתאחדות, אשר ליווה את הרעיון עוד מבראשית. באשר לחברת החיתום, מסר שפנה לשתי חברות שונות, חברת פועלים אי. בי. אי וחברת גיזה, אליהם הגיע לאחר ששמע המלצות רבות בעניינם, וכי לאחר שהתקבלו משתייהן הצעות מחיר, בחר להתקדם עם חברת פועלים אי. בי. אי. שהסכימה לתמחר את שירותיה בהתבסס על אחוזי הצלחת העסקה בלבד, וכן לאור העובדה שליוותה בעבר את ההתאחדות בעסקה דומה, בעוד שחברת גיזה ביקשה סכום קבוע בתוספת לאחוזים מהעסקה. באשר ליועץ המיסוי, מסר כי פנה אך ורק לעו"ד מאיר מזרחי, מאחר וקיבל לעניינו המלצות רבות, מגורמי המקצוע השונים. לאחר שהתקבע על בעלי המקצוע הרשומים לעיל, הציג פלהיימר את

הצעות המחיר שאלו הגישו להתאחדות בפני דירקטוריון חברת אלחון, אשר הצביע בעד ההתקשרות איתם. כמו כן, הציג את ההצעות בפני הנהלת ההתאחדות.

52. אין חולק כי הגורמים איתם התקשרה ההתאחדות לצורך ביצוע העסקה, הינם גופים מובילים, מקצועיים ובעלי ניסיון, וכן כי שיקול הדעת לגבי בחירת היועץ המשפטי הינו סביר והגיוני. עם זאת, לדעתי ועל אף כי אין כל חובה מוגדרת בתקנון לעריכת מכרז או קבלת הצעות מחיר, לאור היקף העסקה וחשיבותה, היה מקום לקבלת שלוש הצעות מחיר, מכל אחד מבעלי מקצוע, תוך שיתוף גורמים באגודה בדבר הבחירה. לעניין חברת החיתום, הרי שהתקבלו שתי הצעות, אשר כל אחת מהן הינה בפורמט אחר, ולה מודל תמורה שונה. לאור עובדה זו, הרי שהיה מקום לפנות לשני גורמים נוספים שיתנו הצעה על בסיס הצלחה. בקשר עם עניין זה יצוין, כי בשיחה שערכתי עם גורם פעיל ומוביל בשוק, הנ"ל מסר לי כי שכר הטרחה המקובל נע בטווח שבין אחוז לאחוז, מהתמורה שתתקבל בגין המניות. בפועל, מניתוח ההסכם עם פועלים אי. בי. אי עולה כי שכר הטרחה ששולם להם, כפי שצוין בהצעת המחיר, הינו 2 אחוזים מהתמורה בגין המניות. בשיחה שערכתי עם מר פלהיימר, זה מסר לי כי המחיר שנסגר, מהווה פרמיית הסיכון, בשל אי הודאות שהייתה לביצוע העסקה. בבדיקה נוספת שערכתי עם גורם מוביל בתחום, נמסר לי מצידו כי היה מוכן ללוות את העסקה בעלות רגילה, וללא תוספת פרמיית סיכון. ככל שאכן ניתן היה לקבל הצעה מקצועית זולה יותר מגורם נוסף בתעריף של אחוז ויתכן אף פחות, הרי שמשמעות הדבר היה חסכון של כ-2 מיליון ₪ להתאחדות!

#### יא. יועץ מקצועי בלתי תלוי

53. כאמור לעיל נשכרו לצורך ביצוע ההליך יועמ"ש, חתם ויועץ מיסוי, אולם מבדיקתי עולה כי לא נשכרו שירותיו של יועץ בלתי תלוי, בעל ניסיון בשוק ההון לצורך ליווי ובקרת העסקה. בשיחה שערכתי עם מר פלהיימר, נמסר לי כי לפי היועץ שקיבל וכן למיטב הבנתו, פועלים אי. בי. אי היתה אמורה לעשות כל שביכולתה על מנת להשיג עבור ההתאחדות את המחיר המקסימלי. לאור העובדה ששכרה גם נגזר משווי העסקה, הרי שיש בכך היגיון ותמריץ לביצוע העסקה בצורה אופטימלית. עוד צוין, כי מאחר ואין לו ניסיון קודם בביצוע מכירת מניות או ניסיון בשוק ההון, הסתמך באופן מלא על המקצועיות של פועלים אי. בי. אי.

54. מבדיקתי עולה כי פועלים אי. בי. אי מהווה למעשה מתווך בעסקה, וכי לא התחייבה בכתב או בעל פה כי תשיג את המחיר המקסימלי למניות. יצוין כי הבטחה כאמור גם אינה אפשרית כלל, שכן לא ניתן לדעת האם המחיר שהתקבל הינו הטוב ביותר. בפועל החתם פועל לסגירת העסקה, כאשר הוא פועל בין המוכר לקונים לצורך מציאת איזון בין שני הצדדים, אשר יאשרו את העסקה. בנסיבות העניין לדעתי המקצועית היה מקום לשכירת יועץ מקצועי בלתי תלוי שילווה ויפקח על נאותות ההליך וידאג כי הוא יבוצע בצורה המקצועית הטובה ביותר ותוך השאת התמורה, במיוחד כאשר ההתאחדות אינה בעלת ניסיון בביצוע עסקאות כאמור. יודגש הנושא יקבל משנה תוקף בפרק שידון על המחיר שהתקבל בסופו של דבר.

## י. אישור מכירת המניות

55. במסגרת פרק זה ביקשתי לבחון את התהליך הפרוצדורלי של אישור המכירה ואת המידע שהוצג לחברי הנשיאות. מניתוח התהליך עולה כי בסופו של יום, נשיאות ההתאחדות הצביעה בעד מכירת המניות, כאשר אף לא אחד מחברי הנשיאות התנגד לה. במסגרת תהליך האישור ניתנה לחברי הנשיאות אפשרות לשאול שאלות ולקבל החלטה באופן עצמאי.

56. בנסיבות העניין מכירת המניות אושרה כדין על ידי הנשיאות וחבריה נושאים באחריות לתוצאות. עם זאת מניסיוני, חשוב לציין כי אופן הצגת העסקה משפיע על הסיכוי לאישורה בפועל. מעיון במצגות המכירה ובפרוטוקול משיבת הנשיאות בה התקבלה ההחלטה, ניתן דגש ליתרונות של ביצוע העסקה והדחיפות לביצועה. בנסיבות העניין וכאשר גורם מקצועי ממליץ על ביצועה, קשה לי לראות כיצד היו מתנגדים חברי הנשיאות שאינם אנשי מקצוע לעסקה. ככל שהיה גורם בלתי תלוי שהיה מציין כי המחיר שמוצע אינו סביר, יתכן והיתה מתקבלת החלטה אחרת.

57. זאת ועוד, במסגרת בדיקתי, נבדקה טענה אשר הועלתה מצד חברי הנשיאות לעניין קיום ישיבת הנשיאות בה הועלתה המכירה להצבעה, בתוך 72 שעות מהפצת הזימונים לישיבה לחברי הנשיאות. לדבריהם אלו לא יכלו ללמוד את נושא המכירה לפרטיו בטרם היה עליהם לקבל החלטה בזמן כה קצר באופן יחסי. בעניין זה אציין כי מבירורים שערכתי, לא הועלתה כל טענה בזמן אמת מצד חברי הנשיאות לכך שלא קיבלו מספיק זמן ללמידת נושא המכירה, וכי בסופו של יום, גם אם ולא החזיקו בידע הנדרש לקבלת החלטה בקשר עם סוגיית המכירה, הם בחרו להצביע בעניינה למרות זאת, ובאופן אוטונומי.

58. מעיון בפרוטוקול הישיבה במסגרתה הצביעה הנשיאות בעד ההחלטה, עולה גם כי לא הוצגו בפני חברי הנשיאות כלל העובדות הרלוונטיות לצורך גיבוש החלטה מושכלת בעניין המכירה, לרבות תוכנו של סעיף 7 להסכם בעלי השליטה שנחתם ע"י ההתאחדות ומר גל בתאריך 04 ספטמבר 2016, הקובע כי החל מיום 27 דצמבר 2027, תהא רשאית ההתאחדות לחייב את מר גל למכור יחד איתה חבילת שליטה במניות החברה. יודגש בעניין זה כי מדובר בעובדה מהותית, אשר הכרתה נחוצה לקבלת החלטה מושכלת בקשר עם הצבעה בעניין המכירה, שכן באם והייתה פועלת ההתאחדות לפי סעיף 7, היה ביכולתה לדרוש בעתיד פרמיית שליטה עבור מניותיה, ובכך להשיא את התמורה בעבורן. כמו כן, ובהתאם למצוין בסעיף יב' לדו"ח זה, לא הוצגו בפני חברי הנשיאות אלטרנטיבות למכירת המניות כפי שבוצעה בפועל, כגון מכירת האחזקה "בטפטוף", מכירת אחוז בעלות קטן יותר ועוד.

## ג. נאותות המחיר בה נמכרו מניות איסתא

59. סוגיה מרכזית בדיון הציבורי שהתעורר לאחרונה, עוסקת בסבירות המחיר שקיבלה ההתאחדות עבור מניות איסתא.

60. מבדיקה שבוצעה, עלה כי בתאריך 22 יוני 2022 - יום מכירת המניות, מניות חברת איסתא אשר נמכרו ע"י ההתאחדות לפי ערך של 80 ₪ למנייה, נסחרו בבורסה לפי ערך של 100.2 ₪ למנייה, קרי הנחה של 20 אחוזים ממחיר השוק.

61. בשיחה שערכתי עם מר פלהיימר זה מסר כי הסתמך באופן מלא על המידע שנמסר לו מצד פועלים אי. בי. אי שטיפלה בעסקה, לפיו המחיר המקסימלי אותו ניתן היה לקבל עבור המניות הינו 80 ₪ למניה. לאור העובדה שהם הגורם המקצועי שטיפל בעסקה, הרי שמבחינתו מחיר השוק של המניה הינו 80 ₪ בלבד, וכן שווי השוק אינו רלוונטי כלל לעסקה. עוד מסר, כי ככל שיתברר כי פועלים אי. בי. אי לא פעלו בצורה מקצועית וכי נגרם נזק להתאחדות, הרי שיפעל בכל האמצעים למולם. 62. בבירור שנערך מול צוות פועלים אי. בי. אי, נמסר מצדם כי אותן טענות לעניין הנחה בשיעור כזה או אחר שניתנה במחיר אינן רלוונטיות, שכן לא ניתן לאמוד את שיעור ההנחה המדויק שניתן. לדבריהם מאחר והתהליך ארך כחודשיים, אשר במהלכם ידע ערך המניה ימים יפים יותר ויפים פחות, לא ניתן לבצע השוואה מדויקת. עוד מסרו, כי גם אם וניתנה הנחה מסוימת במחיר למנייה, לא יהיה מדובר באירוע חריג, שכן בעסקאות רבות שבוצעו ע"י חברות ציבוריות, במסגרתן נמכרו מניות בהיקף גדול ניתנה הנחה.

63. בשיחה שערכתי מול הצוות בפועלים אי. בי. אי, נמסר כי הם עשו מעל ומעבר על מנת להוציא העסקה לפועל, ובמחיר הטוב ביותר ללקוחותיהם. לדבריהם, בתחילה פנו לאנשי קשר נבחרים, הנושאים בתפקידי מפתח בגופים מוסדיים גדולים, ושאלו אותם לעניין בעסקה, וכן באם אלו הביעו עניין, בעבור איזה מחיר ולגבי איזו כמות. לדבריהם בשלב ההתחלתי חלק מהגופים הביעו עניין לפי ערך של 75 ₪ למנייה לערך, למעט גוף יחיד אשר הביע עניין לפי ערך של 80 ₪ לערך, ואילו השאר לא הביעו עניין כלל. בין הגופים שלא הביעו עניין לדברי פועלים אי. בי. אי נמנים חברת כלל ביטוח, חברת הראל ביטוח, וחברת מגדל ביטוח ועוד. לאחר שאלו השמיעו את מצב השוק בפני ההתאחדות, וכן לאחר שקיבלו את הסכמת הנשיאות להובלת העסקה במחיר מינימום של 75 ₪ למנייה, פעלו להשלמתה תוך מאמץ לשיפור מחיר העסקה, ולבצעה לפי ערך של 80 ₪ למנייה. לדבריהם המחיר שהתקבל הינו סביר, בשל סחירות נמוכה של המנייה, וכן בשל ונדרשו הרוכשים נדרשו לחתום כי לא יעשו כל שימוש במידה שנמסר להם מצד ההתאחדות, לפיו חברת הפניקס עתידה לרכוש מניות של חברת איסתא נכסים, המהווה עיקר שוויה של חברת איסתא, בהנחה של 10 אחוזים ממחיר השוק.

64. בבירור שנערך מול בעלי תפקידים בגופים המוסדיים, עלו הממצאים הבאים :

**אורי בר טוב מחברת כלל ביטוח** - משיחה עמו עלה כי פועלים אי. בי. אי לא פנו אליו בקשר לעסקה, אלא ברוקר אשר הציע לו לקחת בה חלק. מר בר טוב מסר כי השיב לאותו ברוקר שאינו מעוניין לקחת חלק בעסקה, שכן היה סבור שזו תבוצע לפי מחיר השוק, ובהנחה של לא יותר מ-3 אחוזים כמקובל בעסקאות אחרות. לדבריו, אם היה יודע שלימים המניות ימכרו במחיר בו נמכרו, הרי שהיה מביע עניין וייתכן וחברת כלל ביטוח הייתה מצטרפת לעסקה. לעניין שיעור הנחה מקובל לעסקאות של חברות ציבוריות, מסר כי שיעור הנחה ממוצע וסביר לעסקה בסדר גודל שכזה, בחברה סחירה וגדולה הוא 3 עד 5 אחוזי הנחה.

**עומר זורע מחברת הראל** – בשיחה עמו מסר כי לא שוחחו עמו מטעם פועלים אי. בי. אי בקשר עם העסקה, וכי לא הבין מדוע לא פנו אליו. לדבריו אם היו מציעים לו לרכוש את המניות בהנחה כפי



ALKALAY&CO

SHARP. FAST. ACCURATE.

שניתנה, היה שוקל בחיוב לקחת חלק בעסקה, וכי מדובר בהנחה חריגה ביותר, שכן הנחה בעסקה שכזו הינה בשיעור של 5 אחוזים לערך, ובמקרים חריגים עד 10 אחוז.

**יובל באר אבן מחברת מגדל ביטוח** – משיחה עמו עלה כי נציגים מפועלים אי. בי. אי, פנו אליו בקשר עם העסקה, אולם הוא לא הביע בה עניין לאור עניינים פנימיים של חברת מגדל ביטוח. לדבריו לא הוצגה בפניו בשלב יותר מאוחר האופציה לרכוש את מניות חברת איסתא בהנחה משמעותית.

65. יודגש כי שלושת גופים אלו, ובפרט שלושת בעלי התפקידים איתם שוחחנו, הוזכרו ככאלו אשר מצאו את העסקה כלא רלוונטית. מידע כאמור מעלה חשש כי לא נעשו כל המאמצים להשגת המחיר האופטימלי למניות. בשיחות שערכתי עם צוות פועלים אי. בי. אי, אלו מסרו כי לרשותם תכתובות וואטספ בהן מתועדות השיחות שערכו עם נציגי הגופים המוסדיים, במסגרתן הציעו לאלו להשתתף בעסקה, וכי יעבירו אותן לרשותי בשמחה. למרות שביקשתי מספר פעמים לקבלן, אלו טרם הועברו לידיי. הריני להמליץ להעמיק את הבדיקה בנושא זה למול שאר הגופים אליהם נעשתה פניה.

66. בנוסף לאמור לעיל, ערכתי שיחות עם מספר גורמים בשוק ההון אשר ביקשו שלא לחשוף את שמם וכן עם חברי ועדת ההשקעות לשעבר שאף הם בעלי ניסיון רב בשוק ההון. במסגרת השיחות היתה תמימות דעים כי הנחה של 20 אחוזים ממחיר השוק, גם בנסיבות שתוארו בדוח זה, הינה חריגה ולא סבירה. אחד מהגורמים ששוחחתי עמו ציין כי הוא נמצא בענף 30 שנה ומעולם לא נתקל במכירת מניות של חברה ציבורית גדולה שמניותיה נמכרו בהנחה משמעותית כל כך. בנסיבות העניין, לדעת הגורמים איתם שוחחתי לא היה מקום לאשר את העסקה. בשיחות הוסבר כי מחיר השוק מהווה למעשה את השווי האמיתי של המניה. לאור האמור, אין צורך בהזמנת הערכת שווי אלא למכור את המניות בהנחה קלה ממחיר השוק ביום העסקה. לדבריהם הנחה כפי שניתנה מגלמת עסקה לא סבירה כמו גם הסברים על סחירות נמוכה שכן המניה היתה צפויה לעבור למדד סחיר יותר כמו גם הפצת מניות לשוק במכירה.

## יד. תגובת יו"ר ההתאחדות

67. טיוטת דוח הבדיקה הועברה לתגובת יו"ר ההתאחדות ומצורפת כנספח לדוח זה. להלן תמצית התייחסותו:

קיבלתי המלצות רבות על כל אחד מהגורמים המקצועיים אשר שירותיהם נשכרו ע"י ההתאחדות בקשר עם העסקה. מדובר באנשי המקצוע המובילים בישראל בתחומם. ניהלתי משא ומתן עם שתי חברות חיתום כאמור, תוך דרישה בלתי מתפשרת ששכר הטרחה של היועצים יותנה באחוזים משווי העסקה, משני טעמים עיקריים: האחד- קושי תזרימי של ההתאחדות טרם העסקה, והשני- הנעת היועצים להשגת מחיר מקסימאלי עבור המניות. חברת פועלים אי. בי. אי, מעבר לכך ששירתה את ההתאחדות בעסקה דומה בעבר, הסכימה להעניק את שירותיה בתנאי תשלום מטיבים משמעותית ביחס לתנאי התשלום להם הסכימה חברת גיזה-אבן, ועל כן הבחירה בה הייתה ראויה ומתבקשת. בהתאם להסכם עמה, תהליך הבחינה והניתוח של העסקה נעשה על ידה.



בהמלצת יועצינו המשפטיים, בחרנו לערב בתהליך את כל הגורמים המקצועיים בהתאחדות לרבות ועדת ההשקעות, וגופים מקצועיים נוספים לרבות גופי הביקורת. גם אם לא התבקש אישורם הפורמלי של חברי ועדת ההשקעות, אלו היו מתריעים מתוקף תפקידם לו היו סבורים כי הליך האישור פגום, או כי העסקה איננה טובה כביכול להתאחדות. לא רק שחברי ועדת ההשקעות לא התנגדו לעסקה, אלא שהם תמכו בה בצורה נלהבת (עד היום), תוך העלאת נימוקים פוזיטיביים שהושמעו באוזני חברי הנשיאות בזמן אמת. בהתאם לייעוץ משפטי שקיבלנו, הקפדנו לאשר את העסקה באופן המחמיר ביותר, רוב של 75% מחברי הנשיאות, כאשר בפועל העסקה אושרה פה אחד בנשיאות, על דעת כל חבריה. גם אם והיה נדרש אישור של ועדת ההשקעות (וספק רב אם זה המצב), המשמעות היא שהמשוכה לאישור העסקה הייתה נמוכה משמעותית. כך או כך, ועדת ההשקעות עורבה בעסקה ותמכה באישורה. למרות שניתן אישור עקרוני למכור את המניות במחיר נמוך משמעותית מהמחיר שנסגר בפועל, עלה בידי חברת החיתום להשיא את התמורה. שכרו של יועץ בלתי תלוי היה משית עלות כבדה נוספת על ההתאחדות, גם במקרה בו העסקה לא הייתה יוצאת אל הפועל, מה גם שאף לא אחד מחברי הנשיאות העלה בזמן אמת את הצורך בשכירת שירותיו של יועץ בלתי תלוי, שיפקח על הייעוץ שניתן על ידי פועלים אי. בי. אי. בנוסף, תמלול ישיבת הנשיאות בה הועלתה המכירה להצבעה אינו מקצועי, והפרוטוקול שלה אינו מאזכר את הדיון שנערך לגבי הסכם השליטה והתייחסות ספציפית למספר המניות שיימכרו, אך כל אלו נדונו במסגרת הישיבה. ישיבת הנשיאות בה הועלתה המכירה להצבעה, קוימה במתכונת חירום בשל הצורך בדיסקרטיות, שכן דליפת רעיון המכירה לתקשורת היה בה כדי לפגוע בערך מניית איסתא, ומאחר ולדברי אנשי פועלים אי. בי. אי, בהסתמך על ניסיונם המקצועי, תוקפן של הצעות הרכישה אשר התקבלו מהגופים המוסדיים יפוג לאחר 72 שעות. לצד זאת, הנהלת ההתאחדות עמדה בקשר אינטנסיבי עם כלל חברי הנשיאות, כך שכל חברי הנשיאות הכירו וידעו את נושא המכירה מבעוד מועד וכמובן, יכלו לשאול כל שאלה שעלתה ברוחם. אם מי מהם חשב או הרגיש בזמן אמת שאין לו הידע והכלים בשביל לקבל החלטה בעניין, היה עליו להתריע באופן מידי ולהימנע או להתנגד בהצבעה שהתקיימה – אלא שכידוע, העסקה אושרה פה אחד. הקפדנו לשקף לחברי הנשיאות את מלוא התמונה, וההחלטה למכור את מניות איסתא, התבססה על שיתוף של כל הגורמים בהתאחדות.

68. להלן התייחסות עורך הדוח לתגובת היו"ר:

בשיחות שערכתי עם חברי ועדת ההשקעות, ביניהם מר פלדהיים, אלו מסרו כי לאורך כל התהליך, קוימו איתם אך ורק שתי שיחות בעניין המכירה, וכי היה מדובר בשיחות עדכון יותר משהיה מדובר בשיחות היוועצות. לדבריהם, אלו לא עורבו כלל בתהליכי קבלת ההחלטות, כאשר הכוונה היא לכלל ההחלטות אשר היה בהן כדי להשפיע על המכירה, ולא רק להחלטה המסכמת למכור במחיר לפיו בוצעה העסקה בפועל. חברי הועדה לא עורבו בבחירת גורמי המקצוע ובמשא ומתן מולם, בהחלטה על כמות המניות שהוצעו למכירה ובהחלטה האם למכור את כולן בהזדמנות אחת או במספר הזדמנויות, וכן למעשה מלבד לתת את ברכתם למהלך ולדבר בעדו בישיבת הנשיאות, לא לקחו בו חלק מהותי. לצד זאת, יצוין כי חברי ועדת ההשקעות אכן מסרו כי תמכו ועודם

תומכים במכירה גם נוכח הכרתם את המחיר הנוכחי לפיו בוצעה. לצד ההכרה באינטרס של חברת פועלים אי. בי. אי לפעול למכירת המניות במחיר מקסימלי בשל מודל התמורה, יש להזכיר כי אלו לא התחייבו לכך אלא למכירת המניות בלבד. בנסיבות העניין ובשל היקף העסקה המהותי, לדעתי המקצועית היה צורך בשכירת שירותיו של יועץ בלתי תלוי לצרכי ניהול התהליך. באשר לטענה הקשורה בעלות שכרו של היועץ, בה הייתה צריכה לשאת ההתאחדות גם בתסריט בו העסקה לא הייתה יוצאת אל הפועל, שלדעתי היקף העסקה הפוטנציאלי מחייב זאת. משיחות שערכתי עם חברי הנשיאות אשר נכחו בישיבה בה הועלתה המכירה להצבעה, עלה כי אלו לא שמעו בטרם הצבעתם בעד המהלך, אודות האפשרות למכור את חבילת השליטה בשנת 2027, וכן פרטים נוספים ומהותיים הנחוצים לצורך קבלת החלטה מושכלת, לרבות כניסתה הצפויה של איסתא למדד סחיר יותר. לדבריהם רעיון המכירה, הוצג בפניהם כרעיון ללא פגמים, תוך התעלמות מוחלטת מחסרונות המכירה.

## טו. סיכום

69. מבדיקתי עולה כי ההחלטה לצמצם את אחזקת ההתאחדות במניות איסתא הינה סבירה והגיונית. מתחילתו ועד סופו של תהליך המכירה, פעל פלהיימר בצמוד ובכפוף להנחיות היועמ"ש, תוך ציות לתקנון ההתאחדות. מר פלהיימר אף פעל לעיצוב תנאי ההתקשרויות מול בעלי המקצוע השונים, לפי מתווה אשר נועד לתמרץ את אלו לפעול למכירת המניות במחיר המקסימלי, ובו בזמן למנוע מצב בו תשלם ההתאחדות כספים, ירדו לטמיון במידה והעסקה לא תבוצע. בסופו של יום שכרה ההתאחדות את שירותיהם של גופים מובילים, מקצועיים ובעלי ניסיון רב, וכן הנהלתה פעלה לאישור החלטת המכירה באופן המחמיר ביותר המשתמע מתקנון ההתאחדות. חברי ועדת ההשקעות של ההתאחדות תמכו ועדיין תומכים במכירה. בנוסף, מבדיקתי עלה כי לא נפל כל פגם בכך שלא בוצעה הערכת שווי טרם המכירה.

70. עם זאת, מניתוח התהליך עולה כי הוא בוצע בצורה לקויה, באופן שגרם לכך כפי הנראה שולמה עמלה גבוהה יותר ממה שניתן היה לשלם וחשוב יותר שהתמורה שקיבלה ההתאחדות בגין מנייתיה הינו נמוך בצורה מהותית מהמקובל בשוק. מניתוח התהליך עולה כי לא נערך דיון מסודר בוועדת ההשקעות לעניין ההחלטה למכור ולגבי תהליך היציאה למכירה, אלא שיחות עדכון אשר לא תועדו בפרוטוקולים. לא נשכרו שירותיו של יועץ בלתי תלוי לצורך ליווי העסקה ויידוא כדאיותה לכל אורך הדרך. לא התקבלו 3 הצעות מחיר מבעל מקצוע, ולא נערך משא ומתן עם הגופים שאת שירותיהם שכרה ההתאחדות בקשר עם תהליך המכירה. לא נשקלו אלטרנטיבות לאופן בו נמכרו המניות בפועל, וכן בטרם ישיבת הנשיאות בה נערכה ההצבעה, לא הוצג בפני חברי הנשיאות כלל המידע הקשור במכירה ובהשלכותיה על ההתאחדות. לעניין העמלה ששולמה לפועלים אי. בי. אי, נמסר כי ניתן היה לקבל הצעה בעלות נמוכה יותר, שמשמעותה חיסכון של כ- 2 מיליון ₪.

71. לעניין המחיר בו נמכרו המניות, עלה לפי בדיקתי כי הינו חריג ונמוך מהמקובל בהשוואה לעסקאות שבוצעו בישראל. לדעת גורמים ששוחחתי איתם הנחה של 5 עד 10 אחוז היתה סבירה.

משמעות ההפרש הינו שניתן היה לקבל לכל הפחות כ 20 מיליון ₪ תמורה עודפת מעבר לסכום שהתקבל בפועל או לחילופין לבצע הליך אחר כגון מכירה בטפטוף שהיתה משיגה מחיר טוב יותר פר מניה אולם בכמות קטנה יותר. עוד עולה מהבדיקה כי המידע שנמסר על ידי פועלים אי. בי. אי לגבי חוסר התעניינות בעסקה של מספר גורמים היה לא מדויק ומעלה האם אכן נעשה מאמץ להשיג את המחיר המקסימלי או לחילופין לסגור עסקה בצורה המהירה ביותר. לעניין זה יש לדעתי להעמיק את הבדיקה.

72. למרות האמור לעיל יש להדגיש כי לא אותרו אינדיקטורים כי מר פלהיימר פעל ממניעים זרים או כי היה לו אינטרס אישי כלשהו בתהליך. לאורך הבדיקה התקבל ממנו שיתוף פעולה ושקיפות מלאה. בהקשר מר פלדהיים, יודגש כי בעבר עבד בחברת קרנות הנאמנות של חברת אי. בי. אי, ובחברת ניהול תיקי ההשקעות הגלובאליים של חברת אי. בי. אי, אולם כי מדובר בחברות שונות מחברת פועלים אי. בי. אי אשר ליוותה את ההתאחדות בתהליך מכירת המניות. מביור שנערך עם מר פלדהיים בעניין, זה מסר כי אינו בקשר עם אף אחד מעובדי פועלים אי. בי. אי, ובפרט עם כאלו אשר לקחו חלק בתהליך המכירה.

## טז. המלצות

1. לתקן את תקנון ההתאחדות, כך שיתייחס באופן ברור לתפקידי האורגנים באגודה בכלל, ולתפקיד ועדת ההשקעות בפרט, וכן לחדד את הסוגיות הקשורות בתהליכי מכירת החזקות העמותה.
2. לכתוב נהלי עבודה סדורים, לעניין קבלת החלטות בהתאחדות בקשר עם סוגיות מהותיות. כאמור, לתאר כיצד יתבצע תהליך קבלת ההחלטה מתחילתו ועד סופו, מי הם הגורמים אשר יש לערב בו וכי.
3. לחזק את וועדת ההשקעות בגורמים מקצועיים נוספים בעלי ניסיון עשיר בשוק ההון (ויתכן אף בתשלום), לאור היקף הכספים הנזילים הגדול העומד לרשות ההתאחדות.
4. לתעד ולערוך פרוטוקולים מסודרים ומקיפים של כלל הישיבות המתנהלות בהתאחדות.
5. יש לעדכן את נהלי העבודה, כך שיורו כי בכל פעם בה תבחר ההתאחדות להתקשר עם בעל מקצוע כזה או אחר לצורך ביצוע עבודה כזו או אחרת, בעבור שכר טרחה העולה על 50 אלף ₪, עליה לקבל משלושה בעלי מקצוע שונים לפחות הצעת מחיר, דהיינו, לקבל לפחות שלוש הצעות מחיר שונות.
6. העמקת הבדיקות באשר להתנהלות אי. בי. אי מול ההתאחדות ומול הגופים המוסדיים בהקשר מכירת המניות, וכן בחינת אחריותה המשפטית בליווי יועמ"ש ההתאחדות, למכירתן במחיר נמוך מהמקובל שוק.

בכבוד רב,  
 עופר אלקלעי, רו"ח כלכלן  
 משפטן (LL.B, LL.M)