

## נייר עמדה : בדיקה של השותף הכללי לשינוי מבני של השותפות - "הפיצול"

אנו מחזיקי יחידות בשותפות החתומים מטה פונים בזה להנהלת השותפות (ולמפקח) לפרסם את נייר העמדה להלן לגבי נושא שיוצג באסיפה השנתית (16 למאי 2019), הבחינה שמבצעת השותפות שתאפשר שינוי מיבני (קריטי) שיהפוך אותה לחברה שתיסחר בחו"ל.

### הקדמה

ב 18.3.19 פרסמה השותפות הודעה שדירקטוריון השותף הכללי הנחה את הנהלת השותפות 'לבחון ולקדם תכנית לפיצול נכסי השותפות (להלן "הפיצול") ...! תכנית שעיקרה 'כלל נכסי השותפות והתחייבויותיה, ובעיקרם מאגרי לוויתן ואפרודיטה, למעט הנכסים וההתחייבויות המיוחסים לחוקות תמר ודלית, יועברו לתאגיד ייעודי זר שתקים השותפות ...', מניות התאגיד, שיסחרו ב**לונדון**, יחולקו בין בעלי היחידות. נכסי תמר ודלית ישארו בשותפות המדוללת (להלן "השותפות החדשה") ומחזיקים "שאינם נימנים על קבוצת השליטה בשותפות ויכלו להמשיך להחזיק (באמצעות השותפות) בזכויות בחוקת תמר ודלית, בכפוף לכך שבעלת השליטה תמכור לצדדים שלישיים את החוקותיה בשותף הכללי ובשותפות".

השותפות סובלת בשנים האחרונות משווי שוק נמוך וממסחר חלש שבולט במיוחד ובניגוד לצפוי על רקע : העליות המשמעותיות בשוק המניות - גם של שותפויות נפט, התוצאות העסקיות המצוינות בשותפות, פיתוח הפרויקט המרכזי - ליוויתן שנמצא בשלבי סיום ודיווחים אופטימיים של השותפים בכול הנושאים האחרים (חוזים, קידום אפרודיטה ועוד).

על כן אנו תומכים במהלכים שיציפו ערך לשותפות.

רק ש "הפיצול" הוא צעד ללא דרך חזרה, מהלך קריטי שעבור בעלי יחידות המיעוט יש בו גם סיכונים וחסרונות משמעותיים ובעיקר וודאיים, ואילו הסיכויים והיתרונות הם בגדר הימור לעתיד הרחוק. המהלך ישנה באופן מוחלט את מבנה השותפות, וקרוב לודאי שגם את מטרותיה, כשתהפוך משותפות לחיפושי נפט בארץ לחברה שתיסחר בחו"ל.

"הפיצול" צפוי לשנות לחלוטין את מעמדם הכלכלי העיסקי והמשפטי של המחזיקים מהמיעוט, נחזור ונזכיר שבשותפות מדובר בעשרות מיליארדים של כסף ששיך למחזיקי מיעוט מהציבור, ושאותם השותפות מחויבת לחלק.

מהלך קריטי כזה דורש יותר מ'סתם' בחינה של הנהלת השותפות ושל מומחים מיקצועיים. המהלך מחייב בראש ובראשונה שבדיקה תעשה גם ע"י גורם עצמאי שאינו מינוי של בעלי השליטה או נציגיהם, בחינה אובייקטיבית שתאפשר למחזיקי המיעוט להעריך האם הסיכוי ל'הצפת ערך' הוא ממש מול הסיכונים שהרווחים שלהם, קימים ועתידיים, 'יוטבעו'.

הסיכונים מרובים : החברה שתקום תישלט באופן מוחלט ע"י בעלי השליטה (יחזיקו מעל 50%) שיוכלו להעביר כמעט כול החלטה. ציבור שרכש 'נכסים' בדיעה שהוא כפוף לחוק ולרגולציה בישראל יאולץ להתנהל תחת חוק ורגולציה זרים, מחוץ להישג ידם' ולהבנתם של מחזיקים רבים. חברה שאינה מחויבת בחלוקה תישלט בריווחי העתק שהשותפות מחויבת לחלק. שהמהלך יכשל ובמקום 'הצפת' תהיה 'הטבעת' ערך. אחרון ולא חביב, לא תהיה שום דרך להחזיר את הגלגל לאחור.

דוגמא למהלך קריטי שתוצאותיו עדיין בסימן שאלה הוא המיזוג ממאי 2017 של שותפות אבנר לתוך דלק"ד ("המיזוג") , מהלך 'אל חזור', שנשמך על הערכת ההנהלות של שתי השותפויות שגובו במומחים, שהצביעו על שיפור במסחר ועל הצפת ערך צפויים לשותפות הממוזגת, ובכול שותפות המהלך קיבל את האישרים הדרושים. היום ובמבחן התוצאה, כשהמסחר בשותפות דל וערך השותפות דומה לזה שהיה לפני כשלוש שנים (ונמוך משמעותית מהערך המשוקלל שלפני המיזוג), בניגוד לצפוי על רקע של שוק הון פורח, תוצאות תפעוליות ועסקיות מצוינות של השותפות ודיווחים אופטימיים של כול השותפים, יש מקום למחשבה שאולי בדיקה ע"י גורם עצמאי יותר היתה מציגה למחזיקים הערכה ריאלית יותר לצורך החלטה.

המסקנה המתבקשת ב "הפיצול" , מהלך קריטי שיכול להיות גם 'סופני' עבור השותפות, שדרושה הערכה אובייקטיבית ע"י גורם עצמאי שתאפשר להבין וברמה גבוהה של ודאות האם יתקומו לפחות שני תנאים : הראשון - שהמהלך הוא בכלל חוקי. השני - שהמהלך אכן צפוי להציף ערך משמעותי גם עבור מחזיקי המיעוט.

השותפות דיווחה (18.3.19) שבכוונתה לבחון את המהלך באמצעות הנהלת השותפות וועדת הביקורת ודעתינו שבדיקה כזו אינה הדרך הנכונה והמיטבית שתגן על זכויות הציבור ומחזיקי המיעוט, וצריך **שתבצע גם בדיקה ע"י גורם שלא מונה ע"י בעלי השליטה או נציגיהם.**

גורם כזה בדיוק קיים (רק) בשותפות – **המפקח**, מוסד ייחודי שלא קיים בחברה שתפקידו הייעודי בשותפות, שבה יש שותף כללי מנהל מבוצר, הוא ההגנה על הזכויות ועל הנכסים של המיעוט, תפקיד שמוגדר בהרחבה בהסכם הנאמנות שמחייב את המפקח, ולא רק מאפשר לו, להישתמש בכול האמצעים הדרושים כולל יועצים מומחים ואחרים כהבנתו.

**עמדתינו שבנוסף לבחינה של הנהלת השותפות יש להסמיך גם את המפקח לבצע בדיקה עצמאית של "הפיצול" ולהעמיד לו את התקציב הדרוש לשיקולו.**

פנינו (אמנם באיחור) להנהלת השותפות ולדירקטוריון להוסיף בעניין זה שתי החלטות לאסיפה ועדיין לא קבלנו תשובה, הערכתנו שהפנייה תסורב ולכן צרפנו אותה בנייר העמדה (כנספח א').

נזכיר שכבר היו ניסיונות של בעלי השליטה להפוך את השותפות לחברה או לשנות את מטרותיה כדלהלן: ב 2004 פניה לאסיפה ולרגולטור לאשר את 'הסכם דוראד' שהיה מאפשר לשותפות להשקיע בתחנת כוח ופותח את הדלת גם להשקעות אחרות. ב 2014-5 'הצעה להפוך שותפות לחברה' שהעלה הכללי בוועדה לתיקון פקודת השותפויות (נספח ב' המצ"ב). ב 2017 בדיקה שערכה חברת דלק אנרגיה לאפשר 'למזג לתוכה את השותפות'. הניסיונות כשלו בין השאר בגלל התנגדות של מחזיקי יחידות.

נתייחס למספר טענות (שכבר נשמעו) בעניין בדיקת 'הפיצול' ע"י המפקח: הראשונה, הבדיקה אינה מתערבת כלל בהיבטים ניהוליים של השותפות. השנייה, המפקח אינו יכול לבחון את משמעותיות המהלך למחזיקים רק ע"י השתתפות בשיבות הדירקטוריון והוועדות (דרך זו בעיקר מטילה עליו אחריות בלי לאפשר לו בדיקה אמיתית). שלישית, הבדיקה אינה הוצאה 'מיותרת', גם בגלל שהיא **זניחה** בהשוואה לשווי הנכסים שהציבור מחזיק וגם להפסדים שהוא עלול לספוג, וגם בגלל שהגנה על המיעוט היא תפקידו הבלעדי של המפקח.

דוגמא למהלכים קריטיים שאפשר שהיו מסתיימים אחרת לו היתה מתבצעת בדיקה מקדימה ע"י גורם עצמאי: 'מיזוג השותפויות' שהיה אמור להציף ערך למחזיקים וזה לכאורה לא קרה. 'קביעת מועד החזר ההשקעה מתמר' שלאחר שהכללי קבע את המועד, שלאחריו תמלוג העל שהוא מקבל גדל משמעותית, המפקח נדרש לפנות לבית המשפט שיבדוק את הנושא. 'תשלום המס ע"י השותפות' שבו המפקח נאלץ לפנות לבית המשפט אחר שהכללי פעל כדי לשנות את שיטת התשלום, מה שהיה פוגע באופן חמור במחזיקים יחידים, המפקח זכה במחוזי והנושא מצוי בערעור בעליון.

להלן היבטים שכדאי שהמפקח יבדוק לגבי 'הפיצול': תוקיים - האם בכלל ניתן להפוך שותפות לחברה, ועוד כזו הנסחרת בחו"ל. כלכליים - האם צפויה למחזיקי המיעוט 'הצפת' או 'הטבעת' ערך. משפטיים - האם המעבר משותפות לחברה יזיק למעמד המשפטי של המחזיקים. עיסקיים - האם מחזיקי המיעוט יקבלו תמורה הוגנת בהשוואה לזו שיקבל השותף הכללי. מיסוי - האם המהלך יגרום לאירוע מס שבו המחזיקים ידרשו לשלם על רווחים רעיוניים, האם המחזיקים יפגעו מאובדן זכויות המס שיש לשותפות בארץ מול חברה שנסחרת בחו"ל. אחרים - שמשיפיעים על מחזיקי המיעוט ככול שהמפקח ימצא לנכון.

נושא לבדיקה (הועלה ע"י משרד המשפטים בוועדה לתיקון פקודת השותפויות, כמענה לפנייה של הכללי להפוך את השותפות לחברה) - אם השותפות תהפוך לחברה הכללי ידרש **לוותר על "תמלוג על"** - תגמול שלא קיים בחברה. זאת בתמורה לזכויות העודפות שהכללי יקבל כמנהל החברה (למשל התנהלות הרבה יותר חופשית ברווחים) ועבור הוויתורים על זכויות שעושים מחזיקי המיעוט (הגנת המפקח, המחויבות לחלוקת רווחים ועוד).

עוד נושא, האם ב'**השותפות החדשה**' שתיוותר (שכוללת רק את תמר) בעלי השליטה ימכרו את חלקם בכללי ובמוגבל כך שמחזיקי המיעוט יוכלו להמשיך ולהחזיק בחלקם, או שלאחר 'הפיצול' הכללי ינסה למכור את כול השותפות (הרקע לשאלה הוא המהלך בו השותפות מכרה אחוזים מתמר לתמר-פטרוילום, וקבלה בתמורה גם מניות של החברה. באסיפה לאישור העסקה הציג הכללי 'כוונות' לחלק את המניות למחזיקים ועד היום זה לא קרה).

## הסברים

נחזור ונציין שאנו תומכים במהלכים שיציפו ערך לשותפות רק שאנחנו רוצים גם לודא שהכוונות וההצהרות יהיו גם התוצאה הסופית של המהלך ובעיקר, **השצפת הערך תתבטא גם לגבי הציבור בכלל ובעלי יחידות מהמיעוט בפרט.**

**"הפיצול"** הוא מהלך קריטי, שינוי מיבני אבסולוטי שיהפוך שותפות שנסחרת בארץ וכפופה לפקודת השותפויות, שלמרות מגבלותיה היא מגינה על זכויות המחזיקים ועל חלקם בריווחי העתק הקימים וגם הצפויים, לחברה שתיסחר בחו"ל תהיה כפופה לרגולציה זרה שכלל לא בטוח שתתאמץ לשמור באופן מיטבי ובחברה זרה על הזכויות של המיעוט.

החסרונות של מהלך כזה עבור הציבור ועבור מחזיקי המיעוט הם בחורים ווודאיים

- שותפות מחויבת לחלק את רווחיה הקימים והעתידיים (בדלק"ד יש לציבור ריווחי עתק), חברה אינה מחויבת.
- עשרות מיליארדים של כספי ציבור יעברו לשליטה של גורמים בחו"ל.
- מחזיקי המיעוט יאבדו את הגנת המפקח, גורם ייחודי שקיים רק בשותפות במטרה להגן עליהם.
- החברה תישלט באופן מוחלט ע"י בעלי השליטה בשותף הכללי (יחזיקו מעל 50%) שיוכלו להעביר כמעט כול החלטה, גם להשתמש כרצונם בכספי המחזיקים מהמיעוט.
- החברה בחו"ל תימצא רחוק מהחוק ומהרגולציה בישראל, וגם מ'הישג ידם' ומהבנתם של חלק גדול מהמחזיקים.
- **"הפיצול" הוא מהלך חד כיווני.**

על כן נדרשת **בחינה אובייקטיבית** שתשכנע את מחזיקי המיעוט באופן חד משמע

- **ש "הפיצול" הוא בכלל חוקי.**
- שהמהלך אכן יציף ערך למחזיקי המיעוט (לא 'לשותפות' כמושג כללי שמשמעו עלול להיות בעיקר לכללי), ולא שיגרום להטבעה בחו"ל של ריווחי המחזיקים.

שכן לאחר ביצוע המהלך **לא ניתן יהיה להחזיר את הגלגל לאחור.**

### חוקיות המהלך

האם מהלך של פיצול שותפות והפיכתה בפועל (רוב נכסיה) לחברה, מה גם כזו שנסחרת בחו"ל, הוא **בכלל מהלך חוקי**? זו השאלה הראשונה. לאחר תגליות הגז וצבירת נכסי העתק בשותפויות היו מספר ניסיונות מצד בעלי השליטה לשנות את מטרות השותפות ("**הפיצול**" יאפשר זאת) או לקבל אישור רגולטורי לשינוי מיבני שיהפוך אותה לחברה, ניסיונות שנכשלו כתוצאה מהתנגדות של מחזיקים ובעיקר בגלל היבטים חוקיים.

מהלך לשינוי מטרות השותפות היה כבר ב 2004 כשהכללי פנה לרגולטורים ולאסיפה שיאשרו להשקיע את הרווחים בתחנת הכוח של דוראד ("**הסכם דוראד**"), מהלך שאם היה מצליח היה פותח לכללי את הדלת להשקיע את הרווחים בכול נמשא ועניין כרצונו. מחזיקי יחידות התנגדו למהלך, שבטל בסופו של יום בהתערבות של הרשות לני"ע.

מהלך אחר היה ב 2014-15 בוועדה לתיקון פקודת השותפויות, כשהכללי פנה לוועדה בבקשה שתאפשר להפוך שותפות לחברה. מחזיקי יחידות התנגדו, עמדתם התקבלה והוועדה עצרה את המהלך (משרד המשפטים [עו"ד אבי ליכט] גם ציין **שבמעבר לחברה הכללי ידרש לוותר על 'תמלוג על'** [דמי יוזמה], תגמול שלא קיים בחברה, ומיותר לציין שהכללי לא התכוון לוותר על התמלוג). מצ"ב בנספח **ב'** מכתב התיחסות שנשלח לוועדה ע"י מחזיקי יחידות.

מהלך נוסף בוצע לאחרונה כשחברת דלק אנרגיה, שנשלטה ע"י בעלי שליטה בכללי (ובינתיים 'נבלעה' לתוך דלק) ביצעה בדיקה שמטרתה למזג לתוכה את השותפות. מחזיקים התנגדו ובסופו של יום המהלך בוטל.

### הצפת ערך

האם **הפיצול** אכן יציף ערך **למחזיקי המיעוט** (לא 'לשותפות' כמושג כללי, שמשמעו עלול להיות בעיקר לכללי) ? או שבסופו של יום הפיצול יגרום ל '**הטבעה**' בחו"ל של ריווחי העתק שנצברו ויצברו מתמר ומליוותן, רווחים ששיכים למחזיקים ושהותפות מחויבת לחלק ? זו שאלת 'מיליון הדולר' שחייבת לקבל תשובה אובייקטיבית וחד משמעית.

בשנים האחרונות, בעיקר מאז שותפות אבנר מוזגה לתוך דלק"ד במאי 2017, מהלך קריטי כשלעצמו, שעל פי הערכות של השותף הכללי אמור היה לשפר את המסחר ולהציף ערך לשותפות הממוזגת, ישנה החלשה מתמשכת ואפילו התדרדרות במסחר ובשווי השוק של השותפות. עניין זה לא ממש צפוי ובולט במיוחד על רקע של שוק הון עולה, גם שותפויות נפט,

תוצאות עסקיות (ממכירת הגז מתמר) ותפעוליות (שלבים סופיים בפיתוח יוויתן) מצוינות לשותפות, ודיווחים אופטימיים של שותפי תמר וליוויתן (חתימת חוים, המשך פיתוח מאגרים).

ספק אם הסיבה למצבה העגום בשוק של השותפות נובע מכך שזו שותפות ושהיא נסחרת ב**ישראל**. כדאי שתיתבצע בדיקה יסודית מדוע "**המיזוג**" לא הביא להצפת הערך המצופה וכך אפשר יהיה להימנע מטעויות אפשריות גם ב "**הפיצול**".

היום, כשלמרות כול ההתפתחויות החיוביות בשותפות היא נמצאת במצב בו הייתה לפני כשלוש שנים, נמוך בהרבה ממצבה בסמוך ל "**המיזוג**", נראה שמעמדה כול כך נמוכה אפשר רק לטפס כך שערכה צפוי 'לצוף' במוקדם או במאוחר.

האם חברה שתיסחר בבורסה עשירה ומקצוענית בחו"ל תציף יותר ערך משותפות בארץ? שהרי אם הפרויקטים 'מוצלחים', תמר כזה ליוויתן ואפרודיטה צפויים להיות כאלו, הערך של השותפות יצוף גם בבורסה בישראל. אבל אם חו"ח הפרויקטים יהיו 'בעייתיים' (בפיתוח אפרודיטה, בחתימת חוים בליוויתן), האם משהו מעלה על הדעת שרק בגלל שהבורסה בלונדון עשירה המשקיעים שם יציפו ערך' לחברה? הרי דווקא המיקצוענות תגרום להם להתרחק ולא להשקיע.

קבוצת דלק הודיעה יותר מפעם שהיא תיתמקד בנושאי אנרגיה שכוללים חיפוש נפט וגז והפקתם, והיא מרחיבה את פעילויותיה בארץ ובחו"ל, ולא יהיה זה תסריט דימויני להניח שבחברה שלא מחויבת לחלוקה שתחליף את השותפות ותישלט על ידי דלק, הרווחים הגדולים הצפויים מליוויתן ומאפרודיטה ישמשו בעיקר להרחבת הפעילויות. המחזיקים צריכים להיות מודעים ש "**הפיצול**" יפחית משמעותית את הסיכוי שיחולקו להם רווחים ושעליהם להסתמך בעיקר על 'הצפת הערך' המובטחת, לכן השותפות חייבת להציג בפניהם בדיקה יסודית ועצמאית.

#### בדיקה עצמאית ע"י המפקח

בהודעת השותפות על "**הפיצול**" (מ 18.3.19) נמסר שאת הבדיקה יבצעו הנהלת השותפות וועדת הביקורת והיא תעבור את האישור של האורגאנים של השותף הכללי ושל האסיפה הכללית. עמדתינו, שכדי להגן על הזכויות ועל הנכסים של מחזיקי המיעוט, במהלך שרב בו הנסתר על הגלוי, ושיש בו סיכון גדול למחזיקים, המפקח הוא זה שצריך לבצע בדיקה עצמאית.

מחזיקים מהציבור שהשקיעו בשותפויות הנפט המוגבלות (לא בחברה) ידעו שהם אלו שנוטלים את כול הסיכונים (גבוהים מאד, רבים הפסידו את כול השקעתם), וגם ששהשותפות היא ארגון 'בעיתי' עם שותף כללי מבוצר ניהולית שלא נדרש להשקיע אבל נהנה מתגמול בכול מצב (דמי ניהול, דמי מפעיל, דמי יוזמה [תמלוג על]). אבל המחזיקים גם ידעו שבהינתן תגליות יהיו גם רווחים גדולים שהשותפות מחוייבת לחלק על פי ההסכמים, זו היתה המוטיבציה שלהם.

בנוסף המחזיקים ידעו שבשותפות גם קיים מוסד ייחודי שמגן עליהם, המפקח, שתפקידו הייעודי להגן על הזכויות ועל הנכסים שלהם. הסכם הנאמנות מרחיב וקובע שהמפקח ישתמש בכול האמצעים המתחייבים להבנתו, כולל יועצים ומומחים שונים, כדי למלא את חובתו למחזיקי המיעוט.

התיקון המשמעותי שנעשה בפקודת השותפויות ב 2015 חידד את מחויבות המפקח ושיפר את האמצעים שנתנו לו.

בעניין "**הפיצול**" כבר נשמעו טיעונים מכיוון הכללי שהמפקח יחמן לכול ישיבות הדירקטורין והוועדות הרלבנטיות וכך הוא יוכל להגן על המיעוט. דעתנו שבמהלך קריטי, ו "**הפיצול**" הוא מהלך סופני עבור השותפות ובעל משמעות מרחיקות לכת עבור מחזיקי המיעוט, השתתפות של המפקח בישיבות אינה מהווה תחליף ראוי לבדיקה מעמיקה ועצמאית. שיטה כזו בעיקר מטילה עליו אחריות לתוצאות המהלך ('ישב בכול הישיבות ושמע...') בלי להעמיד לו את האמצעים שיאפשרו לו למלא את תפקידו.

להלן מספר מהלכים משמעותיים בשותפות שלימדו שצריך לאפשר למפקח לבצע בדיקה עצמאית, ולא רק לאלץ אותו לפקח באופן פסיבי כמשתתף בישיבות.

- מיזוג השותפויות - שבניגוד להערכות המקדמיות שהוצגו ע"י הנהלות השותפויות לא ממש הביאה להצפת הערך המובטחת למחזיקים מהמיעוט (יותר נראה שההפך קרה, מאז המיזוג ערך השותפויות רק ירד).
- 'מועד החזר ההשקעה' בתמר' - הכללי בדק וקבע את המועד, שלאחריו התגמול על שהוא מקבל גדל באופן משמעותי, בסוף המפקח נידרש לפנות לבית המשפט יקבע את המועד, וגם הוגשו תביעות כנגד חברות מעורבות.
- 'תשלום המס עבור המחזיקים ע"י השותפות' - הכללי ניסה לשנות את שיטת התשלום שהיתה נהוגה עד 'חוק ששינסקי', שאז המס שולם עבור כול המחזיקים. לאחר שנכשל מ"מ עם הכללי המפקח נאלץ, כדי להגן על מחזיקים יחידים, לפנות לבית המשפט המחוזי (שם זכה) והיום הנושא בערעור בעליון.

• 'מחויבות לחלוקת רווחים' – למרות מחויבות השותפות לחלוקה, שהיא למעשה הנכס היחיד של מחזיקי המיעוט, הרווחים אינם מחולקים, והכללי, למרות פניות של מחזיקים, מסרב להציג מידע מסודר. גם עניין כזה עלול להתגלגל בסופו של יום לבית המשפט.

כדי לקיים בדיקה עצמאית ומיקצועית ל "**הפיצול**" המפקח יידרש להסתייע ביועצים ובמומחים שונים (כלכליים, פיננסיים, משפטיים ואחרים), ולקיים פעילויות נוספות כול שימצא לנכון. הבדיקה היא עבודה נוספת שחורגת (מאד) מהפיקוח המתחייב בהתנהלות 'סטנדרטית' של שותפות ועל כן יידרש לאשר למפקח את ההוצאות הנוספות המתחייבות.

למי שעלול לטעון שבדיקה עצמאית של המפקח היא 'הוצאה מיותרת' (כבר שמענו) נקדים ונאמר, ראשית שהגנה על מחזיקי המיעוט היא תפקידו ואחריותו הבלעדיים של המפקח ושצריך לאפשר לו לבצע אותו. שנית שההוצאות הצפויות הן 'כאין ואפס' בהשוואה לערך הנכסים שהציבור מחזיק (עשרות מיליארדים), ושעליהם שהמפקח מגן, וגם בהשוואה להפסדים שהמחזיקים עלולים לספוג אם "**הפיצול**" ייכשל, אפילו באופן חלקי. ואם תגובת הבורסה להודעה על "**הפיצול**", שהתבטאה בירידה חדה במחיר היחידות, אינדיקטיבית למה שצפוי לגרום "**הפיצול**" עצמו אז רצוי מאד שהמפקח יבדוק את הנושא ומהר ככול האפשר.

### היבטים לבדיקה ב "הפיצול"

הפיצול כאמור הוא מהלך מורכב מאד ומשמעותי מאד עבור השותפות בכלל ומחזיקי המיעוט בפרט ולכן נדרשת בדיקה במספר נושאים ביניהם

- חוקיים: האם החוק מאפשר להפוך שותפות לחברה ועוד כזו שתיסחר בחו"ל. הערכה בעבר הייתה שזה לא אפשרי.
- כלכליים: האם המהלך אכן יגרום להצפת ערך למיעוט, או שמדובר רק ב 'כוונות' ויש סיכון גבוה ששבסופו יגרמו למחזיקי המיעוט אובדן של זכויות ושל נכסים.
- משפטיים: האם השינוי במעמד המשפטי של המיעוט במעבר משותפות לחברה בחו"ל יגרום להם נזק (למשל ביטול חלוקות, דילול באמצעות הנפקות [בשותפות הזכויות מונפקות למחזיקים], יכולת להשפיע לע החלטות [גם בגלל שהחברה בחו"ל רחוק מהמחזיקים וגם בגלל שבעלי השליטה מחזיקים ברוב מוחלט ויכולים להעביר כל החלטה, בשותפות המוגנת ע"י הפקודה זה קשה יותר).
- עסקיים: כיצד תתחלק 'הצפת הערך', ככול שתהיה, בין השותפים, האם התמורה הכוללת למחזיקי המיעוט (הונית ואחרת כמו שליטה, העברת החלטות) תהיה הוגנת בהשוואה לזו שיקבל השותף הכללי.
- מיסוי: האם "**הפיצול**" יגרום למחזיקים לאירוע מס שבו ידרשו לשלם מס על רווחים רעיוניים. מה מידת הנזק שצפויה מאובדן זכויות המס שיש למחזיקים בשותפות. האם תהיה פגיעת מס אחרת בגלל שהחברה תיסחר בחו"ל.
- אחר: כל נושא שהמפקח חושב שיכול להשפיע על הזכויות והנכסים של מחזיקי המיעוט.

עניין עקרוני (הועלה ע"י משרד המשפטים בוועדה לתיקון פקודת השותפויות, כמענה לפנייה של הכללי לאפשר להפוך את השותפות לחברה - היום זה פועל יוצא של "**הפיצול**"). הכללי יוותר על 'תמלוג העל' ('דמי ייוזמה') – תגמול שלא קיים בחברה. זאת תמורת הזכויות העודפות שיקבל כמנהל החברה, מה גם כזו שהוא מחזיק בה ברוב מוחלט (החלטות השקעה ושימוש ברווחים כרצונו ללא המחויבות לחלק אותם), ותמורת הייתור על זכויות יעודיות שיש למחזיקי המיעוט בשותפות (הגנת החוק והרגולציה בישראל, הגנת מפקח, מחויבות לחלוקת רווחים וכד'). .

נושא נוסף (הוצג ע"י הכללי בדיווח על בחינת "**הפיצול**"), האם בעלי השליטה אכן מתכונים למכור את חלקם בכללי ובמוגבל ב "**השותפות החדשה**" (שתכלול אק את מה שיוותר מתמר לאחר הפיצול) כדי שמחזיקי המיעוט יוכלו להמשיך ולהחזיק בשותפות. או שלאחר "**הפיצול**" הכללי ינסה בעיקר למכור את כול השותפות כולל החלק של מחזיקי המיעוט?! הרקע לשאלה, המהלך בו השותפות מכרה אחוים מתמר לחברת תמר-פטרוילים וקיבלה בתמורה גם מניות של החברה. באסיפה לאישור העסקה הציג הכללי 'כוונות' לחלק את המניות למחזיקים, דבר שלא נעשה עד היום (וספק אם יקרה).

בברכה  
מחזיקים

**הנידון: הוספת נושאים לאסיפה השנתית בעניין בדיקת אפשרות לשינוי מבני של השותפות**

סימוכין: 1) דיווח, דלק"ד, זימון אסיפה כללית שנתית ומיוחדת של מחזיקי יחידות השותפות, 31.3.2019  
2) דיווח, דלק"ד, בחינת אפשרות לשינוי מיבני, 18.3.2019

אנו, מחזיקי יחידות השותפות בדלק קידוחים של מעל חצי אחוז, מבקשים מהשותף הכללי ומהדירקטוריון להוסיף לסדר היום של האסיפה השנתית (סימוכין 1) את הנושאים המובאים למטה ואת ההסברים הנלווים. אנו מקווים שלמרות האיחור בפנייתנו, שמקורה בחגים ובנסיבות אישיות, ניתן יהיה להוסיף את ההחלטות המוצעות.

ככל שלא ניתן יהיה לעשות כן, אנו מבקשים ממפקח השותפות לפנות לשותף הכללי שיזמן אסיפה יעודית להעלאת הנושאים הנ"ל, שיש להם לדעתנו חשיבות מכרעת לציבור ולמחזיקי יחידות המיעוט.

**נושא ראשון – להסמיך את המפקח לקיים בדיקה לשינוי המבני (להלן "הפיצול") הנבחן ע"י השותפות**

בהודעה מ 18.3.2019 (סימוכין 2) דיווחה השותפות על כוונתה לבחון, באמצעות הנהלת השותפות ואורגאנים של השותף הכללי (ועדת הביקורת), ולקדם תוכנית לפיצול נכסי השותפות ("הפיצול"). עמדתנו שמדובר במהלך קריטי שיספיע על הזכויות והנכסים של מחזיקי יחידות המיעוט ולכן דרושה גם בדיקה עצמאית שתבצע ע"י המפקח.

נוסח ההחלטה

**להסמיך את המפקח, בתאום איתו, לבצע בדיקה עצמאית של תכנית "הפיצול" והשלכותיה על השותף המוגבל ועל מחזיקי היחידות מהמיעוט. לאשר למפקח להפעיל את כול האמצעים הנדרשים לשיקולו לביצוע הבדיקה, כפי שמחייב אותו הסכם הנאמנות.**

הסבר

"הפיצול" הוא מהלך קריטי שמשנה באופן מהותי את מבנה השותפות ואת מטרותיה והופך אותה למעשה (את רוב נכסיה) משותפות ישראלית הנסחרת בארץ לחברה הנסחרת בחו"ל. במקרה של דלק קידוחים, החברה גם תישלט באופן מוחלט ע"י גורמים בשותף הכללי (יחזיקו מעל 50% מהחברה). מהלך כזה, ככול שיתבצע, ישפיע באופן קריטי על הזכויות של מחזיקי היחידות מהמיעוט ועל נכסיהם (הערכה, עשרות מיליארדים) ועל כן מתבקשת בדיקה יסודית מעמיקה ובעיקר עצמאית של גורמים שאינם 'מזוהים' עם חברת השותף הכללי.

בשותפות נפט, שבה השותף הכללי מבוצר, הוקם בדיוק למטרה זו מוסד יעודי שלא קיים בחברה - המפקח, שתפקידו היחיד למעשה היא שמירה על הזכויות והנכסים של המיעוט. על כן דעתנו שהדרך המיטבית לציבור ולמחזיקי יחידות המיעוט לבדוק את משמעויות "הפיצול" היא ע"י המפקח, ולא ע"י הנהלת השותפות ואורגאנים של השותף הכללי.

למרות שהגדרת התפקיד של המפקח מסמיכה אותו לבצע כול בדיקה הדרושה להבנתו לצורך הגנת המיעוט, זאת בלי שידרש לאישור של האסיפה, הרי שבגלל מחלוקות ו'אי הבנות' שנתגלו באירועים אחרים בעבר (ראה למטה), ומכיוון ש"הפיצול" הוא מהלך קריטי, אנו חושבים שנכון יהיה שהאסיפה 'תסמיך' במפורש את המפקח לבצע את הבדיקות המתחייבות לדעתו.

נציין שבמהלך קריטי כמו "הפיצול" אין שום אפשרות שהמפקח יבצע את הבדיקות וברמה המתחייבת רק בכך ש'שתתף ביישבות של דירקטוריון השותף הכללי ושל הועדות' (כפי שנאמר לנו). מהלך כזה מחייב בדיקה מעמיקה יסודית ובעיקר עצמאית של המפקח, זאת אפשר ללמוד גם ממחליטים 'קריטיים' אחרים שנעשו בשותפות, כמו 'קביעת מועד החזר ההשקעה בתמר', 'תשלום המס למחזיקים ע"י השותפות' 'מיזוג שותפות אבנר לתוך דלק"ד' (בעתיד אפשר שגם עניין 'המחויבות לחלוקת רווחים בשותפות'), מהלכים שבחלקם המפקח נידרש בסופו של יום לפנות לבית המשפט להכרעה.

בדיקות המפקח צריכה לכלול בין השאר את ההבטים הבאים

חוקיות : האם המהלך לפיצול השותפות והפיכתה בפועל לחברה הוא בכלל חוקי.

כלכלי : האם הפיצול אכן יביא ל 'הצפת ערך' (כהערכת הכללי) או שעלול חו"ח 'להטביע' את הרווחים ששיכים למחזיקים. משפטי : האם השינוי במעמד המשפטי של מחזיקי המיעוט במעבר לחברה, מה גם כזו שנשלטת ברוב מוחלט ע"י הכללי, וגם נסחרת בחו"ל, צפוי לפגוע בזכויותיהם ונכסיהם.

עיסקיים : כיצד מתחלקת 'הצפת הערך', ככול שתהיה, בין השותף הכללי לבין השותף המוגבל ומחזיקי המיעוט.

מיסוי : האם "**הפיצול**" יחשב אירוע מס (שיחייב את המחזיקים לשלם מס על רווחים רעיוניים). מה המשמעות למחזיקים של אובדן זכויות המיסוי שיש לשותפות

אחר : נושאים נוספים ככול שהמפקח ימצא לנכון, שעלולים להשפיע על הזכויות והנכסים של מחזיקי המיעוט.

### **נושא שני – לאשר למפקח את ההוצאות הנוספות הדרושות לביצוע הבדיקות**

"**הפיצול**" הוא מהלך ייחודי החורג מהפעילות והפיקוח השוטפים של השותפות ועל כן הבדיקות הן 'תוספת' עבודה למפקח שחורגת מפיקוח 'סטנדרט' שהוא מקיים בשותפו. לכן יש לאשר לו תקציב נוסף.

#### נוסח ההחלטה

**לאשר למפקח את התקציב הנוסף הדרוש לביצוע הבדיקות, שעבורן המפקח יהיה מוסמך להעסיק כול יועץ ולבצע כול פעילות הנדרשת על פי שיקול דעתו על חשבון השותפות (או ע"ח בעל השליטה ככול ויתקיימו התנאים הקבועים בדיון), המפקח גם ייקבל פרק זמן סביר לביצוע הבדיקות שתידרשנה, והכול טרם העלאת ההחלטה לאישור האסיפה.**

#### הסבר

על פי הסכם הנאמנות המפקח לא רק רשאי אלא גם חייב לבצע את כול הבדיקות הנדרשות, בסיוע של יועצים ושל מומחים, וגם לבצע פעילויות אחרות כפי הבנתו, במטרה להגן על הזכויות ועל הנכסים של מחזיקי היחידות מהמיעוט. כדי לבצע את האמור לעיל צריך לפעמים לאשר למפקח תקציב נוסף, בעיקר כשמתבצע בשותפות מהלך ייחודי וקריטי שחורג ממסגרת הפעילות והפיקוח 'הרגילים'. את התקציב מאשרת האסיפה.

"**הפיצול**" הוא ללא ספק מהלך ייחודי שהשותף הכללי מנסה לבצע, שחורג מהמסגרת של 'פעילות ופיקוח סטנדרטיים' בשותפויות נפט, לכן דעתינו שהאסיפה צריכה לאשר למפקח את התקציב הנוסף הדרוש לביצוע הבדיקות. כיון שמדובר במהלך שגם עלולות להיות לו השלכות קריטיות (מאד) על מחזיקי יחידות המיעוט, מוצע לאשר למפקח את תוספת התקציב שתאפשר לו לבצע בדיקות מעמיקות ויסודיות ולהביא את המלצותיו לבעלי היחידות.

למי שיטען שמדובר בהוצאה מיותרת (שהרי גם המפקח וגם גורמים בכללי מבצעים בדיקה) נקדים ונאמר,

- ראשית - שההוצאות לביצוע בדיקות ע"י המפקח הן זניחות בהשוואה לנכסים שהציבור מחזיק בשותפות וגם בהשוואה להפסדים שעלולים להיגרם למחזיקים אם 'הצפת הערך' תיכשל.
- שנית - שהגנה על המחזיקים היא תפקידו הבלעדי של המפקח כך שלא סביר לדרוש ממנו אחריות לתוצאות של מהלך קריטי בלי להעמיד לו את האמצעים הדרושים כדי לבדוק אותו.

## **נספח ב' הוועדה לתיקון פקודת השותפויות - התיחסות לפניית הכללי להפוך שותפות לחברה**

המצ"ב למטה נלקח ממכתב שנשלח ע"י מחזיקי יחידות, במסגרת הדיונים בוועדה לתיקון פקודת השותפויות, כמענה לפניה לוועדה של השותף הכללי (בשותפויות אבנר ודלק"ד) שתאפשר להפוך שותפות לחברה.

### **כוונת הכללי להפוך את השותפות לחברה**

בישיבה הקודמת (3.9.14) הוצגה **המטרה הסופית של השותף הכללי באבנר ודלק"ד שחותר להפוך את השותפויות לחברות**. גם את העמדה הזו (שהייתה ידועה ועליה התרענו גם קודם, סימוכין 2, מכתבנו מ 23.7.14) הכללי מקדם בוועדה (וקרוב לודאי שפעל גם לפני כן) בניגוד לעמדת ציבור בעלי היחידות.

**מי שרצה חברה היה יכול לעשות זאת מראש בהקמה** ולא לפעול בדרך העקלקלה, הקמת שותפות שמעבירה לציבור בשותף המוגבל את כל ההשקעות והסיכונים ולשותף הכללי את השליטה המוחלטת את התנאים המופלגים הרווחים (גם כאשר השותפות והציבור מפסידים) וגם לא מונעת ממנו להשתלט על המוגבל. ולבסוף, לאחר **שהסיכונים נעלמים ונוצרים נכסים גדולים לאפשר לכללי להפוך את השותפות לחברה וכך לשלול מהציבור את הנכס היחיד חלוקת הרווחים**, וכך גם לאפשר לכללי בסופו של יום להשתלט על החברה ועל הנכסים.

בהזדמנויות קודמות נשמעו טענות, שמקורן כנראה בכללי, **שמבנה של שותפות הוא בעיתי**, למשל כאשר היא מנסה לפעול בשוקים לגיוס הלוואות. אז נבחן את מה שקרה בשותפויות דלק"ד אבנר וישראלמקו ומיד נוכח שלא כצקתה והטיעון אינו מחזיק מים. כבר בשנת 2005 אבנר ודלק"ד גייסו כ-120 מיליון דולר בכל שותפות עבור פרויקט ים טתיס, באותו זמן סכום ענק ביחס לגודל הפרויקט ובהתחשב שפיתוח הגז בישראל היה בחיתוליו. ההמשך היה לא פחות מרשים כשבמספר הזדמנויות אחרו בנקים מהמובילים בעולם הלוואות גדולות לשתי השותפויות לפיתוח תמר ולפעילויות בליווינתן ואחרות. גולת הכותרת היתה לפני מספר חודשים כשכל שותפות גיסה מיליארד דולר באג"ח ובריבית נמוכה (עם אופציה להגדיל את ההלוואה בעוד 500 מיליון דולר).

גם שותפות ישראלמקו גייסה כמיליארד דולר מבנקים ומגופים מוסדיים לפיתוח תמר. המצב הקיים, היתרה מהלוואת המיליארד לאבנר ודלק"ד (לאחר שחלקה שימש להחזר ההלוואות לתמר) בתוספת ההכנסות השוטפות מתמר צפויים לכסות חלק ניכר מההשקעה לפיתוח ליווינתן שזה עיקר ההשקעה שהשותפות תידרש לו. מהאמור לעיל מסתבר שמה שחשוב למלווים, ויש לזכור שמדובר בבנקים ובגופים מהגדולים בעולם שודאי שוקלים היטב כל הלוואה, הם הנכסים והפרויקטים של השותפות וודאי גם הניהול **וכנראה הרבה פחות העובדה שזו שותפות ולא חברה**. ברור גם שלשותפויות המוכחות **לא היו בעיות בשוק ההון שמצדיקות דרישה להפוך אותן לחברות** על חשבון הציבור. אז אולי יש כוונות אחרות מאחורי הדרישה להפוך את השותפויות לחברות וגם בעניין זה לא צריך לנחש כיון שהן עלו בהזדמנויות קודמות רק שכוונות כאלו, אם קיימות, מנגודות למטרות ולתנאים שנקבעו בהקמת השותפויות ופוגעות בזכויות הציבור.

אפשרות אחת, **להנפיק את החברות|שותפויות בחו"ל**, עניין שכבר ניסו לעשות (בצורה לא ישירה, לפצל את חברת דלק לשתיים ולכלול את השותפויות בחברה שתונפק בחו"ל) והרי הציבור שהשקיע בשותפות, שיעדה הוגדר במפורש כמי שפועלת בתחומי מדינת ישראל, לא התכוון להשתתף בפעילויות של הכללי בחו"ל. היום לאחר עשרות שנים של הפסדים הציבור רוצה לקבל את הרווחים שמגיעים לו (כל מי שרצה יוכל לצאת אם הכללי לחו"ל דרך חברת דלק או חברה אחרת שיקים ולא להיגרר לשם שלא לרצונו דרך השותפות).

אפשרות שנייה, **כוונה להשתלט על השותפות** לאחר שזו תהפוך לחברה, זה כנראה פשוט יותר משפטית (בחברה מתאפשרת הצעת רכש כפויה) ואולי גם זול יותר מאשר להשתלט על שותפות. לאחר ששותפות תהפוך לחברה שאין לה מחויבות לחלק רווחים ובעיקר כזו שהכללי מחזיק בה רוב מוחלט, הניסיון מלמד שהציבור עלול להפסיק להשקיע בה וכך ירדו מחירי היחידות ומכאן קצרה הדרך להצעת רכש כפויה. גם בעניין זה לא צריך להמתין לתיקון הפקודה ומה שקורה בחברת דלק אנרגיה יכול ללמד על הצפוי (בעל העניין בכללי מחזיק את רוב המניות בחברה ומנסה מזה מספר שנים לכפות הצעת רכש על משקיעים פרטיים מהציבור. בעניין זה כאמור הוגשה תביעה משפטית ע"י משקיעים).

אפשרות שלישית, **כוונה להשתמש ברווחי החברה** לביצוע **השקעות אחרות** במקום לחלק אותם לבעלי היחידות כפי שהשותפות מחויבת. גם עניין זה כבר קרה לפני מספר שנים כשהכללי ניסה להעביר באסיפה את 'הסכם דוראד' שיאפשר להשתמש ברווחים להשקעה בפרויקטים נוספים מלבד חיפושי נפט. החלטה זו, שעמדה בניגוד למחויבויות בסיסית שנקבעה בהסכם השותפות, נפלה בסופו של יום בגלל התנגדות נחרצת של בעלי היחידות ועכשיו אפשר שיש כוונה להחזיר אותה בדלת האחורית. אז נחזור ונאמר, בעלי היחידות מהציבור השקיעו בשותפות כדי לקבל רווחים אם וכאשר יהיו ולא כדי להשתתף בהשקעות אחרות.