

אל דלק קידוחים, מפקח, עו"ד גיא גיסין עו"ד אורי קידר רו"ח מיכי בלומנטל (נשלח במייל)
מאת מחזיקים

הנידון: בדיקת שינוי מיבני בשותפות ("הפיצול") - נושאים לבדיקת המפקח (1)

סימוכין: 1) מכתביו, נייר עמדה - אישור תקציב למפקח לבדיקת שינוי מבני של השותפות ("הפיצול") ונושאים נוספים, 3.7.2019,

במסגרת הבדיקה העצמאית שמקיים המפקח ("**בדיקת המפקח**") לגבי "**הפיצול**" - שינוי מבני של השותפות שהשותף הכללי מקדם ובודק ("**בדיקת הכללי**") (סימוכין 1), נבקשכם להתייחס גם לנושאים להלן (הרחבה בנספח א').

רקע

שותפויות נפט וגז הוקמו כגוף עסקי בסיכון גבוה (מאד) שבו שני שותפים, המוגבל - מחזיקי יחידות מהציבור, בהקמה אלו בד"כ יחידים, שמשקיעים את כול הון השותפות כשהתמורה היחידה שלהם למעשה היא הבטחה הסכמית שככל שתהיינה תגליות מסחריות יחולקו להם כול הרווחים.

השותף הכללי - מנהל מבוצר ניהולית שאינו משקיע ונהנה בכול מצב מתגמולים גבוהים (דמי ניהול דמי מפעיל ובהינתן תגליות גם סכומי עתק בתמלוג על). בדלק'ד הכללי מבוצר גם 'עיסקית' מתוקף אחזקתו ברוב מוחלט בשותפות המוגבלת. בשל חוסר האיוון 'בכוחות' בין השותפים, וכדי להגן על מחזיקי המיעוט זכויותיהם ונכסיהם, נקבע בשותפות באופן יחודי גם מוסד ייעודי - המפקח.

"הפיצול" הוא מהלך תקדימי ומורכב שמוביל הכללי, לטענתו כדי להציף ערך' לשותפות, שיחייב אישור באסיפה הכללית של רוב מהמיעוט. אישור האסיפה כולל שני מרכיבים, הראשון - אישור לפצל את נכסי השותפות, כשאלו של תמר ישארו בישראל בשותפות מדוללת ("תמר המדוללת"). השני - אישור להקים 'תאגיד ייעודי' בלונדון ("התאגיד הלונדוני") ולהעביר אליו את שאר נכסי השותפות (ליויתן אפרודיטה ושאר הרישינות, כולל רווחי תמר שכבר הושקעו בהם).

"הפיצול" הוא מהפך - מהלך קריטי שישנה לחלוטין את הזכויות המשפטיות הכלכליות והעסקיות של מחזיקי המיעוט. נכסים של עשרות מיליארדים שאותם השותפות מחויבת לחלק יעברו לשליטה של תאגיד בחו"ל, שאינו מחויב לחלוקה, שהחוקים בו שונים לחלוטין ושנמצא רחוק מיכולת ההתערבות והמעורבות של הרגולטור ושל הציבור בישראל.

התאגיד גם ישלט באופן מוחלט (מעל 50%) ע"י הכללי (בעלי השליטה בו) שיוכל למעשה לנווט את הנכסים והרווחים. ברקע חיבים להביא בחשבון את הברקזיט, מהלך שצפוי להשפיע באופן טוטאלי על הכלכלה והעסקים בבריטניה, ודאי גם על הבורסה בלונדון, ובעיקר צפוי לגרום לתנאים של חוסר ודאות למשך תקופה ממושכת.

עניין עקרוני בשולי הדברים, כשהרגולטור איפשר להקים שותפויות גז 'בעיתיות' נקודת המוצא של המשקיעים מהציבור היתה שהתנהלות תקינה משמעה שהשותפות תישאר כזו למשך כול חייה, וכמובן שתתנהל על פי ההסכמים (הסכם השותפות והסכם הנאמנות) וגם תחלק את רווחיה כמובטח. נראה שאיש לא חזה מצב בו השותפות תתקיים רק כול עוד יש בה סיכון לציבור, וכשיש תגליות הסיכונים נעלמים והשותפות צוברת נכסי עתק יאפשר הרגולטור לשותף הכללי לשנות את אופיה ו\או מטרותיה כך שיתאפשר לו להשתמש בנכסים.

על כן חשוב ש "**בדיקת המפקח**" תאפשר למחזיקים מהציבור להבין נושאים מהותיים, שיתמכו או ישללו את "**הפיצול**"

- ❖ בראש ובראשונה האם המהלך הוא בכלל חוקי, שהרי פיצול של שותפות ו\או הפיכתה לתאגיד בארץ, וודאי בחו"ל, לא מעוגנים בחוק (ההסכמים בשותפות, פקודת השותפויות).
- ❖ מה התועלת שהמהלך יביא למחזיקי המיעוט (לא 'לשותפות') - האם המהלך הקריטי הזה אכן כדאי להם, או שזה הימור מסוכן שעלול לגרום להם נזק גדול ובלתי הפיך.
- ❖ האם השינוי המיבני עדיף על המצב הקיים, שבו צפויה 'הצפת ערך' ודאית למחזיקים, וזה יקרה כאשר השותפות תחלק את הרווחים כמחויבותה וזה מבטיח שהמחזיקים יקבלו למעשה את כול נכסי השותפות.

❖ מה הסיכוי ש'הצפת ערך' לשותפות תקרה בבורסה בישראל, מה שייתר את "הפיצול", זה יקרה כתוצאה מהתקדמות של פרויקטים (ליוותן אפרודיטה קידוח לנפט ואחרים), חוזי מכירת גז נוספים ומחלוקת רווחים למחזיקים.

תחילה נבקש להבין למה הכללי מתכוון ב'הצפת ערך', והנגזר מכך מהו "התאגיד הלונדוני". האם הכוונה שבשונה מהמצב היום השווי של השותפות בבורסה ישקף את ערך הנכסים שלה, ולצורך כך יוקם תאגיד יעודי בלונדון שמטרתו רק לנהל את הנכסים הקיימים (התגליות והרישיונות בישראל והרווחים מהם) ולהציף להם ערך. או שמא הכוונה שיוקם תאגיד 'רגיל', שיותר לו להשתמש בנכסים ולהשקיע כהבנתו (בחברות, במיזמים וכד') ו'הצפת ערך' הם הרווחים ככול שיהיו?!

עניין שיש להביא בחשבון על רקע הדיונים ברגולציה לגבי הגורם שצריך לבצע אנליזה להחלטות שחברות מעלות להצבעה (מעריך חיצוני כמו אנטרופי או המוסדיים). יש אפשרות שהמוסדיים, המחזיקים הגדולים בשותפות, ישתמשו ב"בדיקת המפקח" לצורך הצבעה על "הפיצול" (תימוכין אפשר למצוא באישור הגורף שנתנו באסיפה שאישרה את מימון הבדיקה).

נבהיר שכדי להעריך את תועלת "הפיצול" יש לבחון 'כדאיות משוקללת' - כזו שמתיחסת לכלל הגורמים שמשפיעים על כדאיות המהלך עבור מחזיקי המיעוט, כאלו שניתן לכמת וגם כאלו שאפשר רק להעריך את השפעתם. לכן דרושה בדיקה מולטי-דיסציפלינארית - שבוחנת תחומים וגורמים שונים (ראה למטה) ואינטגרטיבית - שמשקללת אותם בניחות ובהמלצות.

"בדיקת המפקח" חשובה מאד למחזיקים ולכן היא צריכה להיות מקיפה ויסודית והיכן שנדרש גם אקטיבית - דהיינו לא שהמפקח והמומחים מטעמו רק יתייחסו לתוצרי "בדיקת הכללי" אלא שהם יבצעו גם עבודות משלימות שצפוי שתידרשנה (נשאים שהכללי 'פסח', אימות של הנחות יסוד ושל נתונים מהותיים, השלמת תסריטים, להתייעץ באנליסטים ובמומחים נוספים מאלו שהכללי מביא וכד').

- גורמי כדאיות - למפות את כול התחומים והגורמים, כלכליים ואחרים, שמשפיעים על הכדאיות.
- "התאגיד הלונדוני" - להגדיר ולהציג נתונים מפורטים של התאגיד (טיטוט תשקיף?), כפי שמחייב החוק (בארץ ובאנגליה) כשמקימים תאגיד זר (סוג התאגיד, מטרותיו, נכסיו, ההשקעות המתוכננות וכו').
- להציג בשקיפות - האם יתאפשר לתאגיד למזג או להשקיע במיזמים של השותף הכללי, קימים או עתידיים.
- תוחלת רווח\הפסד - לכל גורם שניתן לכמת, להעריך את 'גודל' הרווח\ההפסד ואת 'הסיכוי' שיתממש ולחשב את מכפלתם (התוחלת). לחשב את התוחלת המשוקללת - סך התוחלות לרווח ('הצפת ערך') ולהפסד ('הטבעת נכסים').
- אופק האירועים, וגם מהלך ללא דרך חזרה - להעריך את המשמעות שההבטחה ש "הפיצול" יביא רווחים למחזיקי המיעוט היא למועד לא ידוע, ומצד שני שרוב הסיכונים יתממשו בודאות כשחלקם מיד עם ביצוע המהלך. וגם, שהמהלך הוא חד כיווני ללא דרך חזרה, גם אם יתברר שהוא צפוי להיכשל.
- שינוי הסטטוס המישפטי - המשמעות, לכך שמחזיקי יחידות המיעוט יהפכו משותפים בשותפות בישראל למחזיקים בתאגיד זר מעמד המשפטי ישתנה לחלוטין ותהינה לכך השלכות עסקיות וכלכליות משמעותיות.
- שליטה - המשמעות, בשותפות הכללי מנהל מבוצר ניהולית (בדלק"ד גם עסקית) ולכן המחזיקים זוכים להגנה מסוימת בהסכמים ובחוק וכמובן של המפקח. בתאגיד לבעלי המניות תהיה פחות השפעה, מה גם שלכללי יש רוב מוחלט (מעל 50%) ויוכל לפעול כמעט כרצונו.
- ביטול מוסד המפקח - המשמעות, להחלשה המשמעותית בכוחם של מחזיקי המיעוט להגן על הזכויות והנכסים שלהם.
- ריחוק מישראל - המשמעות, שהתאגיד בלונדון הרחק מיכולת ההבנה (שפה, חוקים וכד') ויכולת המעורבות וההתערבות (פניה לגורמים בתאגיד, לבורסה) של מחזיקי המיעוט.
- חלוקת התמורה בין השותפים - להציג כיצד תחלק התמורה של התאגיד, הנכסים והזכויות, בין הכללי לבין מחזיקי המיעוט במוגבל. כל מה מותר ומה מקבל כול אחד מהם.
- שיקולי מס - האם "הפיצול" יוגדר כאירוע מס, מה שיחייב את המחזיקים לשלם סכומי עתק. מה תהיה השפעת השינוי במיסוי וויתור על זכויות המס בשותפות על מחזיקי המיעוט.
- הברקזיט - המשמעות, מכך שהמהלך ישפיע באופן משמעותי מאד על הכלכלה הבריטית על שוק ההון וכנראה שגם על הבורסה בלונדון. ובעיקר, צפויה תקופה ממושכת של חוסר ודאות (השקעות, שערי מטבע, חוקים ועוד).
- גורמים נוספים - שיעלה המפקח והמומחים שלו.

בדיקות שהמפקח מתבקש לבצע שיסיעו בהערכת הכדאיות ש "**הפיצול**" עבור מחזיקי המיעוט

- להבין את הגורמים **לפער הגדול** שבין התחזיות האופטימיות שהוצגו לקראת "**המיזוג**" (של שותפות אבנר לתוך דלק"ד) וחזו עליה בשווי של השותפות הממוזגת, לבין המצב היום כשנתיים וחצי אחרי - צניחה מתמשכת של עשרות אחוזים בשווי. הכללי מתכנן בדיקה דומה ב "**הפיצול**" וחשוב להבין את הסיבות לפער כדי להעריך מה יקרה.
- להבין את ה**סיבות ואת הגורמים** לירידות החדות והמתמשכות בשווי השותפות מאז "**המיזוג**", ובפרט בתקופה האחרונה מאז ההודעה על "**הפיצול**". זה יאפשר להעריך שני נושאים חשובים, הראשון, מה הסיכוי שיהיה תיקון בשוק בישראל מה שייתר את "**הפיצול**". השני, מה הסיכוי ש "**הפיצול**" אכן יביא תועלת למחזיקי המיעוט.
- לנתח את השלכות ה**ברקזיט** על שוק ההון באנגליה בכלל והבורסה בלונדון בפרט, על מיצובן של חברות זרות בבורסת לונדון וכיצד זה יש[יע על "**הפיצול**", ובעיקר להעריך אלו גורמים יהיו בחוסר ודאות ולכמה זמן.

התוצר הסופי של "**בדיקת המפקח**" צריך לדעתינו להיות דו"ח מקיף שיתייחס לכול הנושאים הרלבנטיים (חוקיות המהלך, היבטים כלכליים משפטיים עיסקיים מיסויים וכד'), ופרק סיכום שיציג ניתוח אינטגרטיבי של מכלול ה**יתרונות והחסרונות** הסיכויים והסיכונים והמלצות לגבי **הכדאיות** של המהלך עבור מחזיקי המיעוט.

בברכה

לידיעה (באמצעות המייל)

מחזיקי יחידות

רשות ני"ע, ר' צוות נפט

אחר

נושאים ל"בדיקת המפקח"

ב"בדיקת המפקח" נבקשכם לכלול גם את הנושאים להלן

הבהרות והגדרות

- מהי 'הצפת ערך' שהכללי מציין כסיבה ל "הפיצול" – האם הכוונה שהתאגיד ישיא בבורסה בלונדון ערך גדול יותר למאגרים בארץ ובקפריסין שיקבל, או שהכוונה שהתאגיד יוכל להתנהל בנכסים שקיבל כרצונו וככול שיהיו רווחים הם יחשבו ב'הצפת הערך' הבוטחת?
- בהקשר למעלה, מהו "התאגיד הלונדוני" – האם תאגיד ייעודי שמטרתו רק לנהל את הנכסים שקיבל מהשותפות כדי להציף להם ערך, או תאגיד 'רגיל' שיוכל למכור נכסים להשקיע במיזמים חדשים ולהתנהל כהבנתו.
- להציג בשקיפות, האם יותר לתאגיד להשקיע גם במיזמים קיימים או עתידיים של חברת דלק, למזג אותם או להתמזג לתוכם?! כידוע יש לחברה מיזמי אנרגיה רבים בחו"ל (חברת איתאקה רישיונות בארה"ב ובקנדה ועוד) ובכוונתה, כפי שהודיעה, להמשיך ולהרחיב את פעילותה ונבקש להבין אם יתאפשר לתאגיד לפעול בהם.
- להבהיר ש"בדיקת המפקח" בוחנת "כדאיות משוקללת" – דהיינו מתיחסת לכול התחומים והגורמים שמשפיעים על כדאיות המהלך למחזיקי המיעוט, כאלו שאפשר לכמת (כמו הבדלים במיסוי, השפעת שינויים בשער החליפין למשל בגלל הברקזיט) וכאלו שאפשר רק להעריך את השפעתם (כמו ריחוק התאגיד מהמחזיקים, שינוי במעמד המשפטי וכד').

חוקיות המהלך והיבטים משפטיים

- להציג חוות דעת לגבי חוקיות "הפיצול" לאור העובדה שמפצלים את השותפות והופכים את חלקה הגדול לתאגיד בחו"ל. שהרי המחוקק לא התכוון לאפשר לפצל שותפות או להפוך אותה לחברה, ועוד בחו"ל, וודאי לא שמהלך כזה יתבצע לאחר שלשותפות יש תגליות והיא צוברת נכסי עתק. ראייה לאמור לעיל היא שאין לא בהסכמים (הסכם הנאמנות, הסכם השותפות) ולא בחקיקה (פקודת השותפויות) שום איזכור למהלכים כאלו. ובהזדמנויות קודמות הרגולטור בלם מהלכים של הכללי לשנות את מטרות השותפות או להפוך אותה לחברה ('הסכם דוראד' שניסה לשנות את מטרות השותפות, הצעה בוועדה לתיקון (החמישי) של פקודת השותפויות להפוך את השותפות לחברה, ניסיון למזג את השותפות לתוך חברת דלק אנרגיה).
- לכן נראה שתידרש פרשנות יצירתית של החוק כדי לאפשר את המעבר משותפות בישראל לתאגיד בלונדון.
- אישור "הפיצול" באסיפה הוא גם אישור להקמת תאגיד בלונדון ולכן בדיווחים לקראת הצבעה נדרש לכלול גם תאור מפורט (טיזטת תשקיף?) של התאגיד (אופיו מטרותיו השקעות שהוא מתכוון לבצע וכו') כפי שמחייב החוק (בישראל, באנגליה) להציג כשמקימים חברה בחו"ל.
- לבצע השוואה מפורטת של כללי הממשל התאגידי בישראל ובאנגליה בכלל ובין התאגיד בלונדון לשותפות בפרט (תפקיד המפקח, מספר דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים, אופן המינוי ותדירות המינוי שלהם, אופן סיווג הזיקה של דירקטור חיצוני ובלתי תלוי בישראל אל מול הסיווג בחו"ל, אופן אישור עסקאות עם בעל השליטה ועוד).
- להציג כיצד ישפיע "הפיצול" על הזכויות המוקנות לבעלי היחידות במסגרת הסכם השותפות והסכם הנאמנות. לבצע השוואה בין תקנון "התאגיד הלונדוני" לבין ההסכמים של השותפות. בין השאר לעניין אופן אישור על הכנסת נכסים נוספים לחברה, אופן אישור גיוס הון וחוב בחברה, חובת חלוקת רווחים ועוד.
- מה תהיה שפת הדיווח של "התאגיד הלונדוני" ושל תגובת המחזיקים, האם רק בחו"ל באנגלית, מה שיקשה על המחזיקים גם להבין וגם להגיב. או שיתאפשרו גם דיווחים בארץ בעברית.
- להציג כיצד ישפיע "הפיצול" על היכולת של מחזיקים לתבוע את נושא המשרה בחברה בגין הפרת חובות כלפיהם, בין השאר – חובת נאמנות, הגינות וסבירות. כמו כן, כיצד תשפיע ההנפקה על היכולת לתבוע בגין הפרות של דיני ניירות הערך וחובות הדיווח של החברה כלפי המשקיעים.

נושאים נוספים

- ראשית למפות את התחומים (כלכלי עיסקי משפטי מיסוי ועוד), ובתוכם את הגורמים (בכול תחום יש גורמים שונים), שמשפיעים על הכדאיות המוכללת של "הפיצול", כאלו שניתן לכמת ואחרים שאפשר רק להעריך את השפעתם.
- גורמים שניתן לכמת - לחשב את תוחלת הרווח או ההפסד (לאמוד את 'גודל' ה רווח/הפסד ואת ה'סיכוי' שיקרה ולחשב את המכפלה שלהם). לחשב 'תוחלת משוקללת' - סכימה של כל התוחלות. גורמים שלא ניתן לכמת (או שאפשר לכמת רק חלק מהמרכיבים שלהם) - לבצע הערכה פרטנית של הכדאיות למחזיקי המיעוט.
- להציג ניתוח מדוע ב "המיזוג" (של שותפות אבנר לתוך דלק"ד) נוצר פער גדול בין הערכות האופטימיות שפורסמו לקראת ההצבעה לאישור המהלך, שכללו בין השאר שיפור במסחר ו'הצפת ערך' לשותפות הממוזגת, לבין המצב בפועל שבמשך כל התקופה, מאז ועד היום כשנתיים וחצי אחרי, קרה ההפך וערך השותפות ירד בעשרות אחוזים. חשוב להבין מדוע זה קרה כדי להעריך את ההמלצות שהכללי יציג לקראת "הפיצול", שיתבססו על נוהל בדיקה באמצעות ועדות דירקטוריון ומומחים שהכללי מביא, בדומה למה שנעשה ב "המיזוג".
- באותו הקשר, להציג ניתוח שיבדוק את הגורמים לירידה בשווי השותפות בשנים שלאחר "המיזוג" בכלל ומאז ההודעה על "הפיצול" בפרט, ירידות רצופות שנראות כמכוונות, גם למי שאינו מומחה בורסה. במיוחד כשהירידות מתרחשות על רקע גורמים 'תומכי עליה' - עליות חדות בבורסה כולל שותפיות גז, תוצאות עיסקיות טובות לשותפות (מתמר), השלמת פיתוח פרויקט ליוותן, חוזים חדשים לאספקת גז ודיווחים אופטימיים תכופים של השותפות. האם קיים 'כשל שוק' מתמשך ואם כן מדוע. או האם גורמים אינטרסנטיים מורידים את שווי השותפות, ואם כן האם זה קשור ל "הפיצול" - אולי של מי שמעונינים שהמהלך יכשל (לא כדאי להנפיק בשווי שוק כל כך נמוך), או להיפך, כאלו שמעונינים שהמהלך יאושר באסיפה ('רק בחו"ל השותפות תגיע לשווי ריאלי'). חשוב להבין זאת כדי להעריך האם כתוצאה מהתחלת האספקת מליוותן התקדמות באפרודיטה חתימה על חוזים חדשים למכירת גז וחלוקת רווחים, צפוי תיקון בבורסה בישראל והפיצול מיותר, או שרק "הפיצול" יעזור.
- להציג ניתוח להשלכות על "הפיצול" של תכנית הברקזיט, מהפך שצפוי לטלטל את הכלכלה הבריטית ולהשפיע על ההשקעות ועל הבורסה בלונדון. ובעיקר, מהלך שקשה לחזות את השלכותיו ואי הודאות צפויה להימשך תקופה ממושכת. והשאלה למה להסתכן ולהיכנס היום לבורסה בלונדון.
- להציג ניתוח (כמותי) להשפעת "הפיצול" על המעמד המיסוי של בעלי היחידות, מה ההבדלים במס בין תאגיד בלונדון לשותפות בישראל. האם הפיצול מהווה אירוע מס שיאלץ את המחזיקים לשלם מכיסם הפרשי מס. האם אחזקה במניות של חברה זרה תשפיע על חובות הדיווח או חבות המס של המחזיקים. האם איבוד זכויות המס שיש לשותפות בישראל יגרום להקטנת הרווח למחזיקים.
- להעריך את כדאיות "הפיצול" עבור כול מרכיב וגורם הקשור לשינויים במעמד המשפטי של מחזיקי המיעוט (שינוי כללי הממשל התאגידי, מעבר משותפות לחברה, מגבלות לפעול משפטית בחו"ל וכד').
- להעריך את כדאיות "הפיצול" למחזיקי המיעוט כתוצאה מביטול מוסד המפקח - אבדן שומר סף ייחודי והיעודי.
- להעריך את כדאיות "הפיצול" למחזיקי המיעוט כתוצאה ממצב ש "התאגיד הלונדוני" ישלט באופן מוחלט ע"י הכללי", שיוכל להעביר כמעט כול החלטה ולהשקיע במיזמים כרצונו, ובהעדר מפקח שיגן על המיעוט.
- להעריך את כדאיות "הפיצול" כתוצאה מאיבוד המחויבות לחלוקת הרווחים שקימת בשותפות. תאגיד אינו מחוייב לחלק רווחים, וב'תאגיד הלונדוני' יש יותר מסיכוי סביר שבעלי השליטה ישקיעו את הרווחים במיזמים שונים, גם שלהם, חדשים או קימים.
- להעריך את כדאיות "הפיצול" על רגע האפשרות שבתקנון של "התאגיד הלונדוני" יכללו גם הוראות שקימות בהסכמי השותפות, כמו המחויבות לחלוקת רווחים. למחזיקי המיעוט יהיה קשה (עד בלתי אפשרי) להבטיח שההוראות אכן יבוצעו שהרי גם בשותפות, שיש בה מפקח ויש הפרדה ברורה בין השותפים, נמצאו דרכים לעקוף מחיבויות. החלוקה למשל נעקפה באמצעות אישור של האסיפה להשקיע את הרווחים בלייזתן בסכומים ובמועדים לא מוגדרים.
- להעריך את כדאיות "הפיצול" למחזיקי המיעוט הנובעת מכך שהמהלך לא רק קריטי עבורם ושתוצאותיו אינן ודאיות, אלא גם שאין ממנו דרך חזרה, גם אם יתברר שהוא צפוי להיכשל.
- להעריך את כדאיות "הפיצול" למחזיקי המיעוט הנובעת מכך ש "התאגיד הלונדוני" רחוק מהמחזיקים ורוב מחזיקי המיעוט (ודאי היחידים) יתקשו להשתתף באסיפות לתקשר עם נושאי משרה להגיב להודעות בורסה לפעול באופן משפטי וכד'.

- להעריך את כדאיות **"הפיצול"** למחזיקי המיעוט הנובעת מהיכולת לסחור במניות בלונדון, בין השאר ביחס לעמלות מסחר שונות וזירות לביצוע עסקאות בניירות ערך לפניות לבורסה ולתגובות (למשל הצגת נירות עמדה ככול שזה אפשרי בלונדון).
- להעריך את כדאיות **"הפיצול"** למחזיקי המיעוט הנובעת מכך שלמהלך יש סיכונים רבים שיתממשו בודאות, חלקם הגדול מייד עם ביצוע המהלך, ואילו 'הצפת ערך' היא בגדר הבטחה לא ודאית למועד לא ידוע. סיכונים ודאיים ומידיים הם למשל איבוד הגנת המפקח, איבוד המחויבות לחלוקה, שליטה מוחלטת של הכללי, אי הודאות של הברקזיט ועוד.
- להעריך את כדאיות **"הפיצול"** למחזיקי המיעוט הנובעת מחלוקת 'התמורה' בין השותפים, להציג בפרוטרוט על מה 'יותר' ומה 'יקבלו' השותף הכללי והשותף המוגבל.
- להעריך את כדאיות **"הפיצול"** למחזיקי המיעוט אם הכללי יותר על 'תמלוג על'. לבדוק האם הכללי אכן מתכוון לותר על התגמול הזה שאינו קיים בחברה תמורת הזכויות העודפות שהוא מקבל כמנהל בתאגיד (הסרת מגבלות על התנהלותניהול ושימוש ברווחים, ביטול מוסד המפקח ועוד). אם הכללי כבר ניצל את התמלוג (מכר אותו) אזי להחזיר את התמורה לתאגיד.
- להעריך את כדאיות **"הפיצול"** למחזיקי המיעוט מכך שמחזיקי המיעוט יוכלו להחזיק בשותפות **"תמר החדשה"**. מה מבטיח שהכללי ימכור רק את חלקו בשותפות (מחויב עפ"י מתווה הגז), התנאי שמחזיקים "שאינם נמנים על קבוצת השליטה" יוכלו להמשיך ולהחזיק בשותפות, ושלא יפעל כדי למכור את כול השותפות (רקע לשאלה, כשהשותפות מכרה אחוים מתמר לתמר-פטרויליום, וקבלה בתמורה גם מניות של החברה, הכללי הציג באסיפה לאישור העסקה 'כוונות' לחלק את המניות למחזיקים, מה שעד היום עדיין לא קרה).
- להעריך את כדאיות **"הפיצול"** למחזיקי המיעוט על רקע הטיעון שכיון שלונדון היא בורסה גדולה עם מומחיות בנושאי אנרגיה תהיה גם 'הצפת ערך' לתאגיד. מה מבטיח שגודל הבורסה ומומחיותה לא יגרמו דווקא לירידה בערך התאגיד?! למשל בהנפקת אג"ח בלונדון ע"י חברת האנרגיה איתאקה שבשליטת דלק מסתמן ש'המומחיות' של הבורסה התבטאה בדרישה לריבית גבוהה מאד.