

**מבקר המדינה**

דוח ביקורת על  
רכישת מניות אלישרא  
על ידי אלתא





# מבקר המדינה

דוח ביקורת על  
רכישת מניות אלישרא  
על ידי אלתא



ירושלים, כסלו התשס"ו, דצמבר 2005

מס' קטלוגי 2005-002

ISSN 0793-1948

ניתן לקבל גירסה אלקטרונית של דוח זה באתר האינטרנט של

משרד מבקר המדינה בכתובת:

[www.mevaker.gov.il](http://www.mevaker.gov.il)

סדר : אונית שרותי מחשב בע"מ

הדפסה : דפוס קואופרטיבי "אחוזה" בע"מ

**דוח זה** מופץ כדוח מיוחד, נוכח חשיבותו העקרונית והעניינית ובהיות נשוא הדוח עניין מהותי בסדר היום הציבורי. הדוח דן בנושא: רכישת מניות אלישרא על ידי אלטא מערכות בע"מ (להלן - אלטא), חברה-בת של התעשייה האווירית לישראל בע"מ (להלן - תע"א). בביקורת נמצאו ליקויים משמעותיים בתהליך קבלת ההחלטות לביצוע הרכישה ובבקרה על התהליך. בעקבות ליקויים אלה, עלולים לרדת לטמיון סכומי כסף בהיקף ניכר. זאת, כאשר התע"א היא חברה ממשלתית ואלטא היא חברה-בת ממשלתית, ומשאביהן הם כספי ציבור.

ראוי, כי השרים המופקדים על תע"א ועל אלטא, שר הביטחון ושר האוצר, ידונו בליקויים החמורים העולים מהדוח, לרבות בהיבט האחריות האישית של יו"ר דירקטוריון אלטא ושל נושאי התפקידים. כמו כן, ראוי להפיק לקחים מדוח זה כדי למנוע הישנות הכשלים במקרים של עסקות דומות הנעשות בידי חברות ממשלתיות אחרות. אין בדברים אלו כדי להמעט בהישגיה של אלטא, כפי שהוצגו בפניי, בישיבה שהתקיימה לפי בקשת יו"ר דירקטוריון אלטא, מר משה קרת.

אוסף, כי אחריות אישית היא לב לבו של המינהל התקין במדינה דמוקרטית מתקדמת. הגנה על הציבור מחייבת אחריות אישית. על כן, ראוי לה, לביקורת, שתכיל בחינה של סוגיית האחריות האישית של נושאי תפקידים שכשלו וגרמו נזק לציבור.



**מיכה לינדנשטראוס**

מבקר המדינה  
ונציב תלונות הציבור

ירושלים, י"ח כסלו התשס"ו  
19 דצמבר 2005



# רכישת מניות אלישרא על ידי אלטא

## עיקרי הדוח

בנובמבר 2002 רכשה אלטא מערכות בע"מ (להלן - אלטא), חברה-בת באחזקה מלאה של התעשייה האווירית לישראל בע"מ (להלן - תע"א), מכור תעשיות בע"מ (להלן - כור) תמורת 100 מיליון דולר 30% ממניות אלישרא מערכות אלקטרוניות בע"מ (להלן - אלישרא) ואופציה לרכישת מניות נוספות בשיעור של עד 8% מהון המניות המונפק של אלישרא עד 31.12.03, במחיר מימוש שיחושב על פי אותו שווי. הרכישה בוצעה לפי ערך חברה של 330 מיליון דולר, וזאת לאחר שב-31.7.02 אישרה ועדת השרים לענייני כלכלה את העיסקה של רכישת המניות והאופציה של אלישרא מכור. במרס 2005 העריכה תע"א את שווייה של אלישרא כשלעצמה בכ-200 מיליון דולר. רכישת המניות נועדה למנוע את התחרות הקשה בין החברות, בעיקר בשוקי חו"ל, שהביאה לבזבוז משאבים ולאובדן שווקים, ומטרתה להקים שותפות אסטרטגית, אשר תביא לשיתוף פעולה בין החברות בתחום הלוחמה האלקטרונית, ותגדיל את כושר התחרות שלהן במכרזים בין-לאומיים.

בתקופה יוני עד נובמבר 2004 בדק משרד מבקר המדינה את תהליך קבלת ההחלטות בתע"א ובאלטא בכל הנוגע להשקעת אלטא ברכישת מניות אלישרא, ואת הבדיקות שערכו התע"א ואלטא; את תהליך קבלת ההחלטות במשרד האוצר, במשרד הביטחון וברשות החברות הממשלתיות (להלן - רשות החברות)<sup>1</sup> לגבי רכישת המניות; ואת תוצאות שיתוף הפעולה בין אלטא לבין אלישרא, על פי החוזה לשיתוף פעולה שנחתם ביניהן. בתקופה נשואת הביקורת, יו"ר דירקטוריון אלטא היה מר משה קרת, שהיה גם מנכ"ל התע"א.

## להלן עיקרי הממצאים שהועלו בביקורת:

א. אלטא השקיעה ברכישת 30% ממניות אלישרא והאופציה 100 מיליון דולר, ללא שבדקה ואישרה בעצמה הערכות שווי של אלישרא. אלטא והתע"א הסתמכו על ניתוחי רגישות שהתבססו על תחזיות הנהלת אלישרא, שאינן מקור אובייקטיבי

1 בתקופה שבה נחתמה עסקת רכישת מניות אלישרא, הייתה רשות החברות במשרד ראש הממשלה.

ושהוגדרו על ידי היועץ הפיננסי מטעם התע"א כאופטימיות מדי. אלתא והתע"א גם לא בחנו את מהימנות הנתונים ששימשו בסיס לביצוע ניתוחי הרגישות.

ב. במרס 2002 הגיש יו"ר דירקטוריון אלתא לכור הצעה לרכישת מניות אלישרא. לפי הצעה זו, המחיר שתשלם אלתא ייקבע לפי מנגנון תיקון, שיתבסס על הרווח התפעולי בשנים 2002 עד 2004 (להלן - מנגנון תיקון). מנגנון התיקון עשוי להקטין את הסיכון של אלתא, שהסתמכה על הערכותיה של הנהלת אלישרא לגבי המכירות והרווח הנקי. בסופו של דבר, לא כלל הסכם הרכישה מנגנון תיקון. לפני חתימת הסכם הרכישה ביולי 2002 אלתא והתע"א לא שקלו שוב אם ערך החברה בגובה של 330 מיליון דולר משקף את שווייה של אלישרא, למרות היעדר מנגנון תיקון כאמור.

ג. מינואר 2002 ועד הרכישה חלו מספר אירועים אשר היה בהם כדי להקטין את הערכת השווי של אלישרא - הדוחות הכספיים המבוקרים של אלישרא הצביעו על הפסד של כ-3.5 מיליון דולר; ולא התממשה הציפייה של אלישרא לזכות במכרז על עיסקה מהותית. למרות הרעת התנאים לאלתא בהסכם העקרונות לעומת הצעת התע"א ממרס 2002, ולמרות האירועים שחלו, לא נשקלה שוב כדאיות ביצוע העיסקה על פי שווי של 330 מיליון דולר. דרך התנהלותה של הנהלת התע"א הייתה בלתי תקינה: לא נערכו בדיקות יסודיות לעיסקה כה משמעותית, וההחלטות התקבלו ללא תהליך סדור ומבוסס.

ד. יו"ר דירקטוריון אלתא פנה ביוני 2002 לחברי הדירקטוריון בבקשה לאישור טלפוני של העיסקה ולאחר מכן להחלטה בכתב על עסקת רכישת מניות אלישרא. חברי דירקטוריון אלתא אישרו טלפונית את ההחלטה על הרכישה, ולאחר מכן חתמו על החלטה בכתב, ללא שהתקיים בדירקטוריון דיון סדור ומפורט בנושא, תוך מפגש משותף בין מקבלי ההחלטות ומיצוי "תבונתם הקיבוצית". קבלת ההחלטה לעיסקה חריגה זו בהיעדר דיון ובהיעדר תהליך קבלת החלטות סדור ומובנה, הכולל ניתוח סיכונים והערכת שווי, גם אם בלוח זמנים קצר, ספק אם היא מתיישבת עם חובת הזהירות המוטלת על חברי דירקטוריון בעיסקה מסוג זה.

ה. בדיקת הנאותות שביצעו התע"א ואלתא באלישרא לקראת רכישת מניות אלישרא לא הייתה מלאה, בין היתר נוכח העובדה שנבדקו הסכמי העבודה הקיבוציים שרוב העובדים מועסקים על פיהם, ואילו החוזים האישיים באלישרא לא נבדקו, אף על פי שהם עשויים להכיל תנאים משופרים, שעשויה להיות להם השפעה ניכרת על עלות השכר. זאת ועוד, הבדיקה החשבונאית, שהינה חלק מבדיקת הנאותות, לא כללה, בין היתר, בדיקת אסמכתות, אישורי יתרות ונוהלי בדיקה נוספים.

ו. בסיכום בדיקת הנאותות הפחית ארגון הסמנכ"ל לכספים של התע"א את הרווחים שנחזו על ידי אלישרא לשנים 2002 עד 2005 בשיעור ממוצע של כ-42%. תיקון זה אמור היה להקטין את הערכת שווייה של אלישרא לכ-200 מיליון דולר. לדירקטוריון אלתא נמסר, שלא נתגלו בבדיקת הנאותות ממצאים אשר יש בהם כדי לערער את יסודות העיסקה, מה שאינו מתיישב עם הממצאים כהווייתם. כלומר, לדירקטוריון אלתא הוצג מצג חסר.



ז. ועדת השרים לענייני כלכלה אישרה את הרכישה בכפוף למספר תנאים, ובהם שמנהל רשות החברות ומנכ"ל משרד הביטחון יאשרו עמידה בשלושה תנאים. בביקורת עלה, כי באישור שלוש התנאים נעשה פיצול: מנכ"ל משרד הביטחון אישר תנאי אחד - כי נחתם הסכם שיתוף פעולה מפורט בין אלטא לאלישרא, ואילו מטעם רשות החברות אושרו (על ידי סגן מנהל הרשות) שני התנאים האחרים - כי בדיקת הנאותות שערכה אלטא באלישרא לא הצביעה על ערך חברה נמוך ביותר מ-15% מערך חברה של 330 מיליון דולר, וכי נחתם הסכם בעלי מניות בין כור לאלטא. הפיצול הפחית מרמת הפיקוח והבקרה שהייתה אמורה להתקיים במקרה זה.

ח. רשות החברות (על ידי סגן מנהל הרשות) אישרה לוועדת השרים לענייני כלכלה, כי התנאי שבדיקת הנאותות תצביע על ערך חברה שאינו נמוך מ-85% מ-330 מיליון דולר, התקיים. אישור רשות החברות בנוגע לערך החברה, אינו תואם את ממצאי בדיקת הנאותות שהיו בידיה, ואשר על פיהם הסטייה עלתה על 15% מערך חברה של 330 מיליון דולר. כמו כן, בדיקת רשות החברות לא נערכה באופן עצמאי ובלתי תלוי, אלא האישור ניתן בהסתמך על הנתונים שמסרו אלטא והתע"א, שהיו צדדים בעלי עניין בעיסקה.

ט. בחוזה לשיתוף פעולה שנחתם בנובמבר 2002 בין אלטא לאלישרא הוגדרו ארבעה נושאים - שניים טרם הגיעו לידי מימוש. מבדיקת אופן שיתוף הפעולה בשני הנושאים האחרים עלה, כי באחד מהם לא התקיים שיתוף פעולה בהתקשרות עם לקוח א', ובשני - שיתוף הפעולה לא תאם במלואו את הנדרש בחוזה.

י. מסקנות צוות שהוקם באלטא ביוני 2004 לעניין שיתוף פעולה עם אלישרא היו, בין היתר, שהניסיונות לפתח מערכת משותפת בהתאם לחוזה לשיתוף פעולה, נכשלו בעבר. באופן שיתוף הפעולה הנוכחי, מסקנות אלה מעמידות בסימן שאלה את אחת המטרות העיקריות של עסקת רכישת 30% ממניות אלישרא על ידי אלטא.

יא. רק בינואר 2004 העריכה התע"א את פוטנציאל תוספת הרווח בגין הסינרגיה (להלן - רווח סינרגטי) שבין אלטא לאלישרא בעשרות רבות של מיליוני דולרים, זאת שעה שהעיסקה נחתמה ביולי 2002. סכום זה חושב על פי מחיר הון מסוים, בלי שהוצגו תימוכין ביחס לפרמיית הסיכון הכלולה במחיר זה, שאמורה הייתה לשקף את אי-הוודאות בכל הקשור לאפשרות המימוש של רווחי הסינרגיה, עובדה שהייתה ידועה באותו מועד.

יב. אלטא לא הבטיחה לעצמה בהסכם בעלי המניות הגנה מהאפשרות, שבעלי השליטה באלישרא יעבירו את הידע של אלישרא בתחום הלוחמה האלקטרונית לגורם אחר. בהיעדר סעיף כזה, גדל הסיכון, שאלטא לא תשיג את אחת המטרות העיקריות של ההשקעה במניות אלישרא, המתייחס להפקת רווח סינרגטי משיתוף פעולה אסטרטגי עם אלישרא.

יג. אלטא חתמה על הסכם בעלי המניות שבמסגרתו הובטחה לה זכות סירוב ראשונה המתייחסת למצבים שבהם שווי אלישרא גדול או שווה ל-330 מיליון דולר. קרי, היא רכשה זכות סירוב ראשונה חלקית בלבד. לפיכך קיים סיכון המתייחס לאפשרות שצד שלישי ירכוש את המניות והתע"א ואלטא לא תוכלנה לממש חלק או

את כל היעדים שקבעו לעצמן בעת שרכשו 30% ממניות אלישור, ושחלק או כל הרווח הסינרגטי של ההשקעה ירד לטימיון. מדיניות זו והשיקולים העומדים מאחוריה היו אמורים להיות מוצגים לדירקטוריון אלתא במועד קבלת ההחלטה על הרכישה, אך דירקטוריון אלתא לא כונס והחלטה על רכישת מניות אלישור התקבלה בשיחות טלפוניות.

יד. בהסכם הרכישה ניתנה לאלתא זכות שיפוי. לכאורה, אלתא הייתה זכאית לשיפוי בסכום של כ-3 מיליון דולר לפחות. כתוצאה מאי-מימוש זכות השיפוי עלולים לרדת לטמיון סכומים נכבדים.

**לסיכום**, בנובמבר 2002 רכשה אלתא 30% ממניות אלישור תמורת 100 מיליון דולר. השקעה זו היא חריגה, ללא תקדים בתולדות אלתא. סכום ההשקעה אף עולה על ההון העצמי של אלתא. השקעה זו ייחודית גם בכך שהיא מנוגדת למדיניות המוצהרת של הפרטה של חברות ממשלתיות. עסקת הרכישה גרמה לאלתא הפסדים ניכרים. עד ל-30.9.04 רשמה אלתא הפסדים של כ-15 מיליון דולר.

הביקורת העלתה ליקויים חמורים בתהליך בדיקת שווייה של אלישור, בתהליך קבלת ההחלטות על מהות העיסקה וגיבושה ובתהליך אישור העיסקה על ידי דירקטוריון אלתא. בעיסקה זו אלתא לא הבטיחה את עצמה באופן הולם מפני הסיכונים האפשריים הנובעים מרכישה של 30% בלבד ממניות אלישור. עוד עלה, כי עסקת הרכישה יצאה אל הפועל מבלי שהתנאים שקבעו מקבלי ההחלטות שאישרו את העיסקה, התקיימו במלואם. כמו כן, עד מועד סיום הביקורת לא התקיים בין אלתא לבין אלישור שיתוף פעולה כמתחייב מחוזה לשיתוף פעולה שנחתם ביניהן.

הליקויים המשמעותיים כפי שעלו בתע"א ובאלתא, ברשות החברות ובמשרד הביטחון, מצביעים, בין השאר, על הצורך באיסוף נתונים וניתוחם, לרבות באמצעות מודלים פיננסיים מקובלים, לצורך ניתוח אומדן הסיכונים הכרוכים בביצוע ההשקעה וחישובי הכדאיות. הליקויים ממחישים את הצורך החיוני לקיים דיונים ממצים על המסקנות וההמלצות במסגרות שונות של מקבלי ההחלטות, תוך מפגש משותף ומיצוי ה"תבונה הקיבוצית" של משתתפי הדיון.

במודל הארגוני והמשפטי של חברות בכלל ושל חברות ממשלתיות בפרט, קיימות מערכות של איזונים ובלמים, לרבות אחריותם של נושאי משרה ודירקטורים, המיועדות להבטיח בקרות נאותות. מערכות אלה, ביחד עם החלטות ועדת השרים לענייני כלכלה, שקבעה בקרות מיוחדות לעיסקה הנדונה, נועדו להבטיח בדיקה חוזרת ונשנית של כדאיות עיסקה כה מהותית ומשמעותית, בטרם השתכללה. אף על פי כן, ולמרות שבכל התהליך היו מספר צמתים שבהם ניתן היה לבחון מחדש את כדאיות העיסקה, תהליך האיזונים והבלמים כשל, כמתואר לעיל בדוח הביקורת. קיים כבר עתה חשש, כי השקעות בהיקף כספי ניכר, שחלקן הניכר מומן מכספי ציבור, עלולות לרדת לטמיון.



רכישת מניות אלישרא על ידי אלטא

ב-8.10.96 נחתם הסכם שיתוף פעולה בין אלטא מערכות בע"מ (להלן - אלטא), חברה-בת באחזקה מלאה של התעשייה האווירית לישראל בע"מ (להלן - תע"א), לבין אלישרא מערכות אלקטרוניות בע"מ (להלן - אלישרא), המוחזקת במלואה על ידי כור תעשיות בע"מ (להלן - כור), בנושא מערכות לוחמה אלקטרוניות (להלן - ל"א) בארץ ובחו"ל, לתקופה של שלוש שנים. על פי ההסכם, אלטא ואלישרא אמורות היו לפעול יחד ובאינטנסיביות להקמת חברה משותפת לפיתוח ולייצור מערכות ל"א. ממסמכי אלטא התברר, כי הסכם זה לא קידם כמצופה את שיתוף הפעולה.

ביוני 2001 כתב סגן מנהל חטיבת האלקטרוניקה בתע"א מסמך בנושא מערכת היחסים התחרותית הקיימת בין אלטא לבין אלישרא. במסמך צוין, כי שיתוף פעולה אסטרטגי ועסקי בין אלטא לאלישרא נוסה בעבר, וכי ההסכם שנחתם ביניהן מהווה מוקד חיכוך משמעותי. במסמך הוצג מתווה אשר מנסה להציע פתרון עסקי כולל, והועלו שתי הצעות:

א. מיוזג מלא של אלישרא ואלטא והקמת חברה בבעלות משותפת.

ב. רכישת אלישרא על ידי אלטא (זו ההצעה שנבחרה).

להלן מוצג לוח ובו מפורטים האירועים העיקריים:

תאריך	נסיבות האירוע
3.3.02	הצעת יו"ר דירקטוריון אלטא ליו"ר כור לרכישת 34% ממניות אלישרא.
6.6.02	אישור דירקטוריון אלטא לרכישת 30% ממניות אלישרא.
7.6.02	נחתם מסמך עקרונות בין כור, אלטא ואלישרא לרכישת 30% ממניות אלישרא על ידי אלטא.
27.6.02	אישור דירקטוריון אלטא למסמך העקרונות.
2.7.02	נחתם הסכם בין כור, אלטא ואלישרא לרכישת 30% ממניות אלישרא.
31.7.02	אישור ועדת השרים לענייני כלכלה לרכישת המניות בכפוף לתנאים שפורטו. האישור קיבל תוקף של החלטת ממשלה ב-22.8.02.
3.11.02	נחתם חוזה לשיתוף פעולה בין אלטא לבין אלישרא.
6.11.02	אישור הממונה על ההגבלים העסקיים.
26.11.02	אישור רשות החברות הממשלתיות ומנכ"ל משרד הביטחון.
27.11.02	נחתם הסכם בעלי מניות בין כור, אלטא ואלישרא; ונחתם הסכם נאמנות למניות האופציה של אלישרא.
12.02	נחתם הסכם יחסי גומלין בין משרד הביטחון, אלטא ואלישרא.
31.12.03	פג תוקף האופציה לרכישת 8% מניות נוספות של אלישרא.

ב-6.6.02 אישר דירקטוריון אלטא את עקרונות העסקה לרכישת 30% ממניות אלישרא. בדברי ההסבר להחלטת הדירקטוריון צוין, כי התחרות הקשה בין החברות הביאה לבזבוז משאבים, לאבדן שווקים ולפיתורי עובדים. החברות מבקשות להקים שותפות אסטרטגית, אשר תגדיל, תחזק ותשפר במידה ניכרת את כושר התחרות שלהן במכרזים בין-לאומיים, תגדיל ותרחיב את אפשרויות התעסוקה ותמנע את התחרות הקשה וההרסנית שביניהן. הסינרגיה הגבוהה שבתחומי פעילותן תהווה מכפיל כוח, תגדיל את הערך המצרפי ותציב אותן כאחד מבתי מערכות ה"א" הגדולים בעולם (להלן - יעדי הרכישה), וכפועל יוצא - תעלה מאוד את ערכן.

ב-7.6.02 נחתם הסכם עקרונות בין כור, אלתא ואלישרא, ונקבע בו, כי אלתא ותע"א יחד עם אלישרא ינהלו משא ומתן על מנת לגבש הסכם שיתוף פעולה פרטני בין הקבוצות, זאת בכפוף לאישור הממונה על ההגבלים העסקיים.<sup>2</sup>

בנובמבר 2002 רכשה אלתא תמורת 100 מיליון דולר 30% ממניות אלישרא ואופציה לרכישת מניות נוספות בשיעור של עד 8% מהון המניות המונפק של אלישרא עד 31.12.03, על פי אותו שווי. הרכישה בוצעה לפי ערך חברה של 330 מיליון דולר, וזאת לאחר שב-31.7.02 אישרה ועדת השרים לענייני כלכלה את העסקה של רכישת המניות של אלישרא מכור<sup>3</sup>. העסקה אושרה גם על ידי הממונה על ההגבלים העסקיים, המדען הראשי<sup>4</sup> ומרכז ההשקעות<sup>5</sup> שבמשרד התעשייה המסחר והתעסוקה. בנובמבר 2002, לאחר רכישת 30% ממניות אלישרא על ידי אלתא, נחתם חוזה לשיתוף פעולה נוסף בין אלתא לבין אלישרא.

בתקופה יוני עד נובמבר 2004 בדק משרד מבקר המדינה את תהליך קבלת ההחלטות בתע"א ובאלתא בכל הנוגע להשקעת אלתא ברכישת מניות אלישרא, ואת הבדיקות שערכו התע"א ואלתא; את תהליך קבלת ההחלטות במשרד האוצר, במשרד הביטחון וברשות החברות הממשלתיות (להלן - רשות החברות)<sup>6</sup> לגבי רכישת המניות; ואת תוצאות שיתוף הפעולה בין אלתא לבין אלישרא, על פי חוזה לשיתוף פעולה שנחתם ביניהן. הבדיקה נערכה בתע"א - בארגון הסמנכ"ל לכספים ובייעוץ המשפטי; באלתא - במינהל כספים ובמפעל "מעלות"; במשרד הביטחון - ביחידת היועץ הכלכלי וביחידת היועץ המשפטי; במשרד האוצר - בלשכת המנהל הכללי, באגף החשב הכללי (להלן - החשכ"ל), באגף התקציבים וברשות החברות<sup>7</sup>. כמו כן נערכו בדיקות השלמה במינהל לפיתוח אמצעי לחימה ותשתית טכנולוגית (להלן - מפא"ת) שבמשרד הביטחון - במחלקת מערכות אלקטרוניות, וביחידה לסיוע וייצוא ביטחוני (סיב"ט).

הוועדה לענייני ביקורת המדינה של הכנסת, בהתייעצות עם מבקר המדינה, החליטה שלא להניח על שולחן הכנסת ולא לפרסם נתונים מפרק זה לשם שמירה על ביטחון המדינה וכדי למנוע פגיעה בקשרי מסחר בין-לאומיים שלה, בהתאם לסעיף 17 לחוק מבקר המדינה, התשי"ח-1958 [נוסח משולב].

## הערכת השווי של אלישרא

ניירות הערך של אלישרא אינם נסחרים בבורסה לניירות ערך, ומדוחותיה הכספיים בלבד לא ניתן לאמוד את שווייה הכלכלי. במסמך של סגן מנהל חטיבת האלקטרוניקה בתע"א מיוני 2001 הוא ציין, כי על פי הערכה שהכין אחד הבנקים הגדולים לכור במרס 2001, הסתכם השווי של אלישרא בכ-190 מיליון דולר.

- 2 אישור הממונה על ההגבלים העסקיים נדרש, כיוון שההסכם מהווה הסדר כובל לפי חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, ועשוי להשפיע על התחרות בשוק הרלוונטי.
- 3 כנדרש בהתאם לחוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975, הקובע סוגי החלטות, שלפי טיבן הן מהותיות מבחינת השפעתן על אופי החברה ועתידה, הטענות אישור ממשלה.
- 4 לפי סעיף 50 לחוק עידוד ופיתוח בתעשייה, התשמ"ד-1984.
- 5 בהתאם לחוק לעידוד השקעות הון, התשי"ט-1959.
- 6 בתקופה שבה נחתמה עסקת רכישת מניות אלישרא, הייתה רשות החברות במשרד ראש הממשלה.
- 7 בתקופה עריכת הביקורת הייתה רשות החברות במשרד האוצר.

בסוף ספטמבר 2001 התקשרה התע"א עם חברה לייעוץ פיננסי (להלן - היועץ הפיננסי). בהסכם נקבע, כי היועץ הפיננסי ילווה את התע"א וייעץ לה במשא ומתן על העיסקה. עוד נקבע בהסכם, כי שירותיו אינם כוללים הערכת שווי או חייווי דעה כלשהי אודות שווי אלישרא, ועניינים אלו יבחנו על ידי הצדדים לעיסקה באופן עצמאי.

בסוף ינואר 2002 הגיש היועץ הפיננסי לסמנכ"ל הכספים של התע"א מסמך, ובו פירט ניתוחי רגישות של אומדני השווי של אלישרא, על בסיס נתונים שהעבירה אלישרא לאלטא, הכוללים נתונים לגבי מכירות ורווח נקי עד שנת 2006, שנחזו על ידי הנהלת אלישרא ומשרד רו"ח. נתונים אלו התבססו בעיקר על תרחישי הנהלת אלישרא, למכירות הצפויות ולרווח הנקי הצפוי של אלישרא.

מנתוני אלישרא עולה, כי הנהלת אלישרא צפתה עלייה ניכרת של 34.4% במכירות בשנת 2002, וכן המשך מתמתן של עלייה מדי שנה בשנה מ-12.2% בשנת 2003 ועד 5.0% בשנת 2006; ועלייה ניכרת של 73% ברווח הנקי בשנת 2002 (להלן - קפיצת המדרגה), וכן המשך עלייה ברווח הנקי מדי שנה בשנה עד שנת 2005 של בין 10% ל-46%. נתונים אלה שימשו את היועץ הפיננסי לניתוחי הרגישות של אומדני השווי של אלישרא; גם הערכות השווי של אלישרא שהזמינה כור (ראו להלן) הסתמכו עליהם.

היועץ הפיננסי ניתח את נתוני אלישרא עם משתנים כלכליים שונים של שיעורי צמיחה, שיעורי היוון ושיעורי רווחיות. להלן המסקנות של היועץ:

א. על אלישרא להוכיח בשנים הקרובות, כי קפיצת המדרגה אכן תושג, בעיקר בסוגיית הרווחיות, ולכן הוא ממליץ לקשור את התמחור הסופי לביצועים העסקיים המוכחים בשנים הקרובות.

ב. תחזיות משרד רו"ח והנהלת אלישרא אשר הוצגו לו ולנציגי התע"א ואלטא במצגת, "לוקות באופטימיות יתר" באשר לשיעורי הצמיחה במכירות, ויותר מכך - ברווחים התפעוליים לאחר שנת 2002.

ג. גם בתחשיבים שביצע היועץ הפיננסי, אומדן השווי המתקבל הוא 350 עד 400 מיליון דולר, אך תמחיר זה מותנה בהוכחת ביצוע קפיצת המדרגה בשנת 2002, כאמור לעיל.

להלן עיקרי מבנה העיסקה כפי שהציע היועץ:

א. התע"א תשקיע 100 מיליון דולר תמורת 33% מהון המניות של אלישרא (דהיינו לפי שווי של 300 מיליון דולר). הרווחים יחולקו בכל שנה לבעלי המניות עד להתחשבות הסופית שתיערך בתום שנת 2004.

ב. בתום שנת 2004 ייערך חישוב מחודש לערכה של אלישרא, על בסיס התוצאות העסקיות הממוצעות בשנים 2002 עד 2004. על פי חישוב זה, יוכפל הרווח התפעולי הממוצע לפני מס לשנים 2002 עד 2004 במכפיל של <sup>9</sup>. בהתאם לתוצאות החישוב, יוקצו לכור או לתע"א מניות נוספות בגין העיסקה הראשונית (להלן - מנגנון תיקון).

---

8 היועץ הפיננסי ציין, כי זהו המכפיל המקובל בענף זה, לפי חישובים כלכליים להערכת שווי חברות.

במהלך המשא ומתן קיבלה התע"א מכור את התוצאות של שתי הערכות שווי שהזמינה כור, אשר האחת, שערכה חברה א' לייצוא כלכלי, הסתכמה ב-375-450 מיליון דולר, והשנייה, שערך משרד רו"ח, הסתכמה ב-370-430 מיליון דולר. משרד מבקר המדינה ציין, כי התע"א לא דאגה לקבל פרטים על המודלים, ההנחות והפרמטרים שעליהם התבססו המכירות והרווחים החזויים והערכות השווי, ופירוט התחשיבים שבוצעו על ידיהם. משרד מבקר המדינה העיר, כי היה על התע"א לדאוג שיהיה בידיה מידע זה, בין היתר כדי שתוכל לבחון את מידת מהימנות הערכות השווי, במיוחד נוכח חוות דעת היועץ הפיננסי, שלפיה התחזיות שעליהן התבססו הערכות שווי אלה היו בעליל אופטימיות מדי.

עוד העיר משרד מבקר המדינה, כי התע"א הסתמכה על ניתוחי הרגישות של היועץ הפיננסי, שהסתמכו על תחזיות הנהלת אלישור, שאינן מקור אובייקטיבי, ושהוגדרו אף על ידי היועץ כאופטימיות מדי. יתר על כן, התע"א לא בחנה את מהימנות הנתונים ששימשו בסיס לביצוע ניתוחי הרגישות, כפי שהיה עליה לעשות.

ראוי היה, שהשקעה כספית לרכישת 30% ממניות אלישור ואופציה לרכישת מניות נוספות, שהסתכמה ב-100 מיליון דולר, תתבסס על הערכות שווי שנבדקו ואושרו על ידי התע"א, ולא על ניתוחי רגישות שהסתמכו על תחזיות של בעלי עניין באלישור.

התע"א ואלתא הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי מחיר הקנייה בהצעה ממרס 2002 הניח מחיר סף לפי שווי של 200 מיליון דולר עם מחיר גג של 400 מיליון דולר, בכפוף לביצועי הרווח בפועל בשנים 2002 עד 2004 ולמנגנוני בדיקה ותיקון מוגדרים (מנגנון תיקון). ההחלטה מיוני 2002 התקבלה בנסיבות שונות לחלוטין, והיא באה בעקבות פנייה של כור לאלתא, במצב שבו כור עמדה לסכם עסקה עם אלביט מערכות בע"מ (להלן - אלביט), על בסיס שווי של כ-300 מיליון דולר. עוד הודיעו התע"א ואלתא, כי לא זו בלבד שהעסקה שעמדה להתבצע בין אלביט לכור קבעה מחיר ייחוס במסגרת עסקה של מוכר מרצון עם קונה מרצון, אלא שמחיר זה עמד בבירור במבחן הכדאיות הכלכלית מנקודת ראותה של אלתא.

הצעת מחיר לרכישת 30% ממניות אלישור ואופציה לרכישת 8% נוספים צריכה הייתה להתבסס על הערכת שווי עדכנית של אלישור מנקודת המבט הפיננסית, ועל חישוב הערך הנוכחי של השקעת אלתא באלישור מנקודת המבט הפיננסית והאסטרטגית (להלן - מחיר הביקוש). זאת, על סמך נתונים זמינים, שאלתא הייתה יכולה לאסוף ולנתח באותה עת; בנוסף לכך, צריך היה להתבסס על חישוב עלות העסקה הנגזרת משווי חברה של 300 מיליון דולר של אלישור, או מערך נמוך יותר שניתן היה להשיג במשא ומתן (להלן - שווי ייחוס ריאלי של חברת אלישור). תנאי הכרחי לכדאיות העסקה הוא, שעלות העסקה הנגזרת משווי הייחוס הריאלי של אלישור תהיה נמוכה ממחיר הביקוש של העסקה. משרד מבקר המדינה מעיר, כי תשובת התע"א ואלתא, שהשווי של 300 מיליון דולר עמד בבירור במבחן הכדאיות הכלכלית מנקודת ראותה של אלתא, אינה מעוגנת בתיעוד. תיעוד כזה הוא חיוני לבחינת השיקולים שאלתא אמורה הייתה להפעיל בטרם אישור העסקה. זאת בפרט נוכח הוויתור על מנגנון תיקון, ונוכח העובדה שב-17.3.02 היו נתונים עסקיים נוספים על אלישור, לרבות התוצאות העסקיות שלה לשנת 2001 (ראו בהמשך), שעלולים היו להוביל להפחתת השווי של אלישור מנקודת המבט הפיננסית ולהפחתת מחיר הביקוש לעסקת הרכישה של מניות אלישור, בהשוואה לנתונים שהיו בידיהם, עת הגישו ב-3.3.02 את ההצעה בסך 300 מיליון דולר, שכללה מנגנון תיקון.

## תהליך קבלת ההחלטות לרכישת מניות אלישרא

### 1. הצעת אלטא/תע"א לרכישת מניות אלישרא

בישיבת דירקטוריון תע"א מ-31.10.01 דיווח מנכ"ל התע"א (שהוא גם יו"ר דירקטוריון אלטא) על כוונת כור למכור את אחזקותיה באלישרא, וציין, כי "התע"א עורכת גישושים ראשוניים" לגבי האפשרות של רכישת אלישרא על ידי תע"א באמצעות אלטא. על המגעים עם כור בנושא אלישרא הודיע מנכ"ל התע"א לדירקטוריון אלטא ב-12.3.02.

קודם לכן, ב-3.3.02, הגיש יו"ר דירקטוריון אלטא לנשיא כור הצעה, שהתבססה על המלצת היועץ הפיננסי, לרכישת 34% מהון המניות של אלישרא תמורת 100 מיליון דולר במזומן, ושכללה מנגנון תיקון; הוא ציין, כי ההצעה מתבססת על תחזיות הנהלת אלישרא, שלפיהן הרווח התפעולי השנתי הממוצע בשנים 2002 עד 2004 יגיע לעשרות מיליוני דולרים. לפיכך, שווייה של אלישרא מסתכם ב-300 מיליון דולר.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי יו"ר דירקטוריון אלטא הגיש לכור את ההצעה לרכישת 34% ממניות אלישרא תמורת 100 מיליון דולר, ללא שקיבל הרשאה מדירקטוריון אלטא, ואף ללא שיידע את הדירקטוריון קודם למתן ההצעה. יצוין, כי בעת הגשת ההצעה, סכום העיסקה עלה על סך הונה העצמי של אלטא. סכום ההשקעה אף היווה כ-94% ממקורות המימון של אלטא<sup>9</sup> לאותו מועד. מדובר אם כן בהשקעה מהותית. זוהי עיסקה ללא תקדים, בהיקפה ובמהותה, מבחינת הפעילות העסקית של אלטא.

אלטא והתע"א הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי הגשת ההצעה לכור הייתה יוזמה מקובלת במהלך עסקים רגיל של החברה, שבוצעה בהמשך למגעים שהיו ידועים לדירקטוריון אלטא, וכי בהצעה עצמה צוין מפורשות, כי היא ראשונית וכי היא כפופה לאישור הדירקטוריונים של אלטא ואלישרא.

נוכח העובדה שעיסקה זו טעונה אישור הממשלה לפי חוק החברות הממשלתיות, התשל"ה-1975 (להלן - חוק החברות הממשלתיות), וכיוון שהיא עיסקה אסטרטגית ומשמעותית בחיי אלטא, היא אינה יכולה להיחשב כעיסקה המתבצעת במהלך עסקים רגיל של אלטא. לדעת משרד מבקר המדינה, כשמדובר בעיסקה כל כך מהותית וחריגה לאלטא, מבחינת הסיכויים והסיכונים הכרוכים בביצועה, כאשר גובה ההשקעה עולה על סך ההון העצמי שלה, היה על יו"ר הדירקטוריון לכנס את הדירקטוריון לדיון יסודי ועקרוני בנושא, ולקבל את אישורו, בטרם מתן ההצעה.

עוד צוין בהצעה, כי שווי הרכישה יהיה כפוף למנגנון בדיקה<sup>10</sup>, אשר בתום שנת 2004 ייעשה לפיו ממוצע אריתמטי של הרווח התפעולי בפועל בשנים 2002 עד 2004. הכפלת הממוצע שיתקבל במכפיל של 8 תקבע את שווי אלישרא לצורך התחשיב הסופי, עד למחיר גג של 400 מיליון דולר ובמחיר סף של 200 מיליון דולר.

9 הון עצמי בתוספת התחייבויות לזמן ארוך.

10 דומה למנגנון תיקון.

בישיבת הדירקטוריון של אלתא שהתקיימה ב-1.5.02 דיווח יו"ר הדירקטוריון, כי הצעת התע"א, ולפיה ייקבע שיעור האחזקות שלה באלישרא על פי ביצועיה בעתיד, "לא נראתה להנהלת כור", אך סוכם שהנושא ייבדק עם מומחים, ובמקרה הצורך תהיה התע"א מוכנה להגמיש את עמדותיה בנושא. עוד דיווח יו"ר הדירקטוריון, כי ב-8.4.02 הודיע מנכ"ל כור לסמנכ"ל לשיווק של התע"א על החלטת חברת כור לנהל משא ומתן למכירת חלק מאחזקותיה בחברת אלישרא לחברת אלביט; ממסמכי התע"א עולה, כי המשא ומתן בין כור לבין אלביט לא הגיע לכדי סיום, ומספר שבועות לאחר מכן העבירה כור לאלתא הצעה לרכישת 30% ממניות אלישרא.

## 2. מסמך עקרונות לרכישת 30% ממניות אלישרא

ב-6.6.02 אישר דירקטוריון אלתא טלפונית פה אחד את עקרונות העסקה לרכישת 30% ממניות אלישרא, ולאחר מכן חתמו חברי הדירקטוריון על אישור העסקה בכתב, ללא שחברי הדירקטוריון התכנסו וללא שהתקיים דיון מפורט ומסודר בנושא.

מהחלטת דירקטוריון אלתא מ-6.6.02 עולה, כי באלתא התקבלה הצעה מחברת כור למכירת 30% ממניות אלישרא תמורת 100 מיליון דולר, דהיינו לפי שווי של 330 מיליון דולר. על פי ההצעה, במעמד זיכרון דברים שייחתם ביניהן, תפקיד אלתא פיקדון של 10 מיליון דולר, שיחולט במידה שאלתא תחליט שלא לממש את רכישת מניות אלישרא, למעט אם יתקיים אחד או יותר מהתנאים המפורטים להלן:

- א. תהליך ה"גילוי הנאות" יצביע על ערך חברה הנמוך ב-15% מ-330 מיליון דולר.
- ב. סירוב הממונה על ההגבלים העסקיים לאשר את העסקה.
- ג. סירוב משרד הביטחון לאשר את רכישת המניות.
- ד. אי-קבלת אישור לעסקה מוועדת השרים לענייני כלכלה.

ב-7.6.02 נחתם בין כור, אלתא ואלישרא מסמך עקרונות. להלן עיקריו:

- א. אלתא תרכוש מכור 30% מהון המניות של אלישרא תמורת 100 מיליון דולר.
- ב. אלתא תקבל אופציה לרכישת 8% נוספים ממניות אלישרא תמורת 26.4 מיליון דולר (דהיינו לפי אותו שווי), הניתנת למימוש עד ליום 31.12.03.
- ג. בתקופה של 14 יום, שתחילתה במועד החתימה על הסכם העקרונות, תאפשר כור לאלתא לבצע בדיקת נאותות באלישרא, לשם אימות הפרמטרים הפיננסיים<sup>11</sup> שהוצגו לאלתא. בממצאי בדיקת הנאותות לא יהיה כדי לשנות את מחיר המניות הנרכשות או את מחיר מימוש האופציה, אך זכותה היחידה של אלתא תהיה להודיע על ביטול מסמך העקרונות. במשך תקופה של חמישה ימים לאחר סיום הליך בדיקת הנאותות, תהא אלתא רשאית, אך לא חייבת, להודיע לכור בהודעה

11 במסמך העקרונות פורטו הפרמטרים הפיננסיים שהוצגו לאלתא: דוחות כספיים מבוקרים של אלישרא ל-31.12.01; דוחות כספיים סקורים של אלישרא ל-31.3.02; תחזית דוח רווח והפסד של אלישרא לרבעון השני של שנת 2002; והכללים החשבונאיים שלפיהם פעלה אלישרא בעריכת הדוחות הכספיים.



רכישת מניות אלישרא על ידי אלטא

מנומקת בכתב, כי לדעתה קיימת אי-התאמה מהותית בין ממצאי הליך בדיקת הנאותות לבין הפרמטרים הפיננסיים שהוצגו לה, וכי כתוצאה מאי-ההתאמה המהותית, שווי אלישרא נמוך ביותר מ-15% משווייה בהסתמך על הפרמטרים הפיננסיים שהוצגו לאלטא על ידי כור, עובר למועד החתימה על מסמך עקרונות זה, וכי ברצונה לבטל את מסמך העקרונות.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי הקביעה במסמך העקרונות, ולפיה הפער של 15% יחושב משווי החברה המבוסס על הפרמטרים הפיננסיים שהוצגו לאלטא, אינה תואמת את החלטת דירקטוריון אלטא, שלפיה הפער של 15% יחושב מערך החברה שממנו נגזר המחיר ששילמה אלטא. זאת משום שערך החברה צריך להתבסס על נתוני העבר ועל תחזית לעתיד לגבי הרווחים הצפויים של החברה; בה בשעה שהפרמטרים הפיננסיים שהוגדרו במסמך העקרונות, לצורך הערכת שווי החברה וסטייה מערכה ב-15%, מתייחסים לנתוני העבר ולתחזית דוח רווח והפסד לרבעון השני של שנת 2002 בלבד.

במסמך העקרונות לא נכלל מנגנון תיקון כפי שהמליץ היועץ הפיננסי. חשיבותו של מנגנון התיקון, שהוא מאפשר להתאים את מחיר העיסקה לתוצאות העסקיות של אלישרא, כלומר הוא מאפשר קביעת שווי חברה ומחיר עיסקה נמוכים יותר אם יתברר, כי תחזיות הנהלת אלישרא היו אופטימיות מדי, ולהיפך. דהיינו, מנגנון התיקון היה מקטין את הסיכון של אלטא, שהסתמכה ברכישה על הערכותיה של הנהלת אלישרא לגבי המכירות והרווח הנקי. מנגנון תיקון היה נחוץ גם בהתחשב בכך שממסמכי התע"א מיוני 2001 עולה, כי הערכת שווי קודמת של אלישרא, שערך אחד הבנקים הגדולים באותה שנה, אשר הסתמכה על הביצועים העסקיים שלה, הצביעה על שווי של כ-190 מיליון דולר.

אלטא והתע"א הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי מנגנון התיקון לא היה מקובל על כור. משרד מבקר המדינה מעיר, כי השאלה האם אי-הסכמה זו, של הנהלת כור, מחייבת מחשבה מחדש על העיסקה ותנאיה, לא נדונה בדירקטוריון אלטא לפני אישור העיסקה.

עוד הודיעו אלטא והתע"א למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי הערכות שווי שעשו אנליסטים כדוגמת זו שהכין אחד הבנקים הגדולים, נעשות בראייה של משקיע פיננסי גרידא; וכי התע"א הייתה מודעת לקיומן של הערכות שווי מסדר גודל זה, והן היוו סף בסיס להערכות שווי מתוך ראייה של משקיע אסטרטגי.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי אם נכנסו שיקולים אסטרטגיים למחיר ששילמה אלטא עבור מניות אלישרא, כנטען, היה על התע"א לכמת אותם בתנאים שהוצעו על ידי כור (ללא מנגנון תיקון), ולהציג אותם בפני הדירקטוריון, דבר שלא נעשה. זאת ועוד, רק בינואר 2004 ערכה התע"א לראשונה חישוב של תוספת הרווח הצפויה בגין הסינרגיה (ראו בהמשך).

יו"ר דירקטוריון אלטא פנה ב-6.6.02 לחברי הדירקטוריון בבקשה לאישור טלפוני של העיסקה ולאחר מכן להחלטה בכתב על עסקת רכישת מניות אלישרא. משרד מבקר המדינה העלה, כי יו"ר דירקטוריון אלטא לא כינס את חברי דירקטוריון אלטא לשיבה, שבה אמורים היו להימסר מלוא הנתונים, שהיו דרושים לצורך קבלת ההחלטה העקרונית על הרכישה, ובכלל זה שניתוחי הרגישות של היועץ הפיננסי הסתמכו על תחזיות אלישרא, שהיו לדעתו אופטימיות מדי; שבעיסקה לא נכלל מנגנון תיקון, עליו המליץ היועץ הפיננסי; ששווי החברה שממנה נגזר מחיר העיסקה עלה מ-300 מיליון דולר ל-330 מיליון דולר, למרות התנגדות כור למנגנון התיקון; ועל רמת הסיכון שאלטא לקחה על עצמה, בשל החשש מהשתלטות אפשרית של מתחרים על אלישרא, הנובע מרכישה של 30% מהמניות בלבד (ראו להלן).

משרד מבקר המדינה מעיר, כי מן הראוי היה שההחלטה על הרכישה לא תתקבל בסבב טלפוני, אלא בישיבת דירקטוריון שתכונס כדין, לאחר דיון משותף שבו יוצג כל המידע החשוב לעניין, שהיה בידי התע"א, ובכלל זה תחשיבים על בדיקות כדאיות, המתייחסות בין היתר לניתוח הסיכונים הכרוכים בביצוע העיסקה.

קבלת החלטה על ידי חברי הדירקטוריון לעיסקה חריגה בהיקפה ובמשמעויותיה, בהיעדר דיון ובהיעדר תהליך קבלת החלטות סדור ומובנה הכולל ניתוח סיכונים והערכות שווי, גם אם בלוח זמנים קצר, ספק אם היא מתיישבת עם חובת הזוהירות, המוטלת על חברי דירקטוריון בעיסקה מסוג זה.

התע"א ואלטא הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי לאחר שהמשא ומתן בין כור ואלביט הושעה (אך לא הופסק) נפתח חלון הזדמנויות צר, שבו ניתן היה לחדש את המשא ומתן בין כור ואלטא, אך זאת בתנאים שונים לחלוטין מתנאי המשא ומתן הקודם ועל יסוד מחיר שנגזר משווי חברה שעליו התבסס המשא ומתן בין כור ואלביט; כור דרשה תשובה מיידית מתע"א/אלטא והסבירה, כי כל השהיה במתן תשובה מצד התע"א תפגע ביכולת המשך ניהול המשא ומתן של כור מול אלביט, ולכך כור לא הייתה מוכנה. בנסיבות אלה, לא ניתן היה להמתין מספר ימים לכנוס ישיבת דירקטוריון.

עוד הודיעו אלטא והתע"א למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי לפני אישור מסמך העקרונות וההחלטה בכתב התקשרו יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל אלטא אישית לכל אחד מחברי הדירקטוריון, נתנו לכל אחד מהם הסבר מפורט על מסמך העקרונות, הבהירו את מלוא המשמעויות הנובעות ממנו והשיבו על כל שאלותיהם; וכי בנסיבות העניין ולאחר גיבוש מסמך העקרונות, היה הכרח לתת לכור מענה מידי ולא ניתן היה לכנס את הדירקטוריון, וכי ההכרח במתן תשובה מיידית לכור נועד לאפשר לכור להחליט על המשך המשא ומתן עם אלטא ועל הפסקת המשא ומתן עם אלביט. עוד ציינו אלטא והתע"א, כי חברי הדירקטוריון, שהכירו היטב את ההיסטוריה הקשה של יחסי אלטא ואלישרא, את השלכות התחרות ההרסנית ואת תהפוכות המאמצים שנמשכו זמן רב בניסיונות להגיע לשיתוף פעולה עם אלישרא, הבינו, כי נוצרה הזדמנות אמיתית וחשובה ליצור מפנה בעל משמעות אסטרטגית לטווח ארוך, הזדמנות שאין להחמיצה. מספר דירקטורים של אלטא מסרו למשרד מבקר המדינה את התייחסותם לנושא ברוח דברים אלה.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי הכרת ה"היסטוריה" כנטען על ידי הדירקטורים איננה כוללת את כל המידע הנדרש, והמודעות אליו, לצורך בחינת העיסקה ואישורה. התעוררו שאלות כבדות משקל, שהצריכו דיון וליבון, כגון העובדה שכור לא הסכימה למנגנון תיקון, שהציע היועץ הפיננסי. הכרת ההיסטוריה, יחד עם דרישת כור לתשובה מיידית, אינן פוטרות את בעלי התפקידים בתע"א ובאלטא ואת נושאי המשרה בדירקטוריון אלטא מלקיים תהליך קבלת החלטות סדור ומובנה. זאת במיוחד נוכח מהותיות העיסקה כאמור לעיל, ונוכח הסיכונים הרבים וחוסר הוודאות ביחס לשווייה האמיתי של אלישרא. יתר על כן, ראוי היה שהדירקטורים יקיימו פגישה ויקבלו החלטות תוך שימוש ב"תבונתם הקיבוצית". עליהם להחליף דעות, לקיים דיון מפרה, מקיף ומעמיק ובדרך זו להפיק את מלוא התועלת מהניסיון, מהידע ומהתבונה המצטברים של כל אחד מחברי הדירקטוריון.

עוד מעיר משרד מבקר המדינה, כי בתע"א ובאלטא לא נמצא תיעוד של השיחות הטלפוניות, שלפי הנטען בתשובת התע"א ואלטא, התקיימו עם חברי דירקטוריון אלטא. מן הראוי היה, ששיחות אלה יתועדו.

### 3. אישור העיסקה על ידי דירקטוריון התע"א

כאמור, מנכ"ל התע"א דיווח באוקטובר 2001 על כוונת כור למכור את אחזקותיה באלישרא, וציין כי "התע"א עורכת גישושים ראשוניים" לגבי האפשרות של רכישת אלישרא על ידי התע"א באמצעות אלטא. ב-10.6.02 שלח מנכ"ל התע"א מכתב לחברי דירקטוריון התע"א, ובו דיווח להם על העיסקה. בישיבת דירקטוריון התע"א שהתקיימה ב-26.6.02 סקר המנכ"ל את מהלכי המשא ומתן עם כור, דיווח על החלטת דירקטוריון אלטא לאשר את עקרונות העיסקה בהחלטה בכתב, וצירף את החלטת דירקטוריון אלטא.

מדיווח של מנכ"ל התע"א עולה, כי התע"א הייתה מעוניינת לרכוש את מניות אלישרא, באמצעות אלטא. בנוסף לזאת, ההשקעה במניות אלישרא בהיקף של 100 מיליון דולר עלתה על הונה העצמי של אלטא לאותו מועד ומהווה עיסקה מהותית, ללא תקדים, מבחינת הפעילות העסקית של אלטא. לכן היה ראוי, שיתקיים דיון בדירקטוריון התע"א, שיבחן את עמדת התע"א לעניין העיסקה. זאת, במיוחד נוכח החלק הפעיל שלקחה התע"א במשא ומתן על העיסקה.

### 4. עדכון ניתוחי הרגישות

ניתוחי הרגישות של היועץ הפיננסי נערכו כאמור בינואר 2002, ועליהם התבססה הצעתו של יו"ר דירקטוריון אלטא ליו"ר כור, אשר הייתה לפי הערכת שווי של 300 מיליון דולר. מאז ועד החתימה על מסמך העקרונות בין כור לבין אלטא ביוני 2002 חלפה כחצי שנה, ובמהלכה התבררו להנהלת התע"א ואלטא עובדות נוספות, שעשויות היו להקטין את הערכת השווי של אלישרא. משרד מבקר המדינה העלה, כי מידע זה לא הובא בחשבון בקביעת מחיר העיסקה. להלן הפרטים:

א. נתונים על התוצאות העסקיות של אלישרא לשנת 2001:

בבדיקת הרגישות שערך היועץ הפיננסי בינואר 2002 הוא הסתמך, כאמור, על תחזית הנהלת אלישרא, כי הרווח החזוי לשנת 2001 יסתכם במיליוני דולרים. יצוין, כי באותה עת - ינואר 2002 - טרם פורסמו הדוחות הכספיים המבוקרים של אלישרא לשנת 2001. דוחות אלו נחתמו ב-17.3.02, ועל פיהם הפסידה אלישרא בשנת 2001 כ-3.5 מיליון דולר. הדוחות הכספיים של אלישרא לשנת 2001 היו חלק מהפרמטרים שהוצגו לאלתא במסמך העקרונות.

ב. עיסקה מהותית של אלישרא שלא התממשה:

בשנת 2001 השתתפה אלישרא במכרז של חיל האוויר של מדינה א' בהיקף כספי של עשרות רבות של מיליוני דולרים. בדיקת הרגישות של היועץ הסתמכה כאמור על תחזיות הנהלת אלישרא, שלפיהן הייתה צפויה עלייה משמעותית במכירות, בין היתר כתוצאה מזכייה במכרז זה. גם ממסמכי התע"א עולה, כי היו מספר אינדיקציות על כך ששווייה של אלישרא עשוי לעלות אם אלישרא תזכה בעיסקה.

במרס 2002 התברר, כי אלישרא לא זכתה כלל במכרז. בתע"א ובאלתא לא נערכה בדיקה לגבי השפעת השינויים שחלו - התוצאות העסקיות לשנת 2001 וביטול העיסקה עם מדינה א' - על בדיקות הרגישות או על הערכות השווי של אלישרא, שמהן נגזר, בין השאר, מחיר העיסקה.

התוצאות העסקיות של שנת 2001 ואי-זכייתה של אלישרא במכרז לחיל האוויר של מדינה א' התבררו לאחר שבדיקת היועץ הפיננסי הסתיימה. היות שאלתא ידעה או היה עליה לדעת עובדות אלה, לפני שרכשה את מניות אלישרא ביוני 2002, שומה היה עליהן (אלתא והתע"א) לבחון את השפעתן על שווייה של אלישרא, דבר שלא נעשה.

התע"א ואלתא הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי "הערכות השווי של אלישרא, שעמדו לנגד עיני תע"א/אלתא במרס 2002, לקחו בחשבון את אי-מימוש העיסקה [עם מדינה א'] ואת התוצאות העסקיות של החברה לשנת 2001. בנתונים אלה לא היה כדי לשנות את הערכת ושקולי תע"א/אלתא בראייה של משקיע אסטרטגי". משרד מבקר המדינה מעיר, כי תשובתן של אלתא והתע"א אינה מתיישבת עם העובדות, שכן בדיקתן של היועץ מינואר 2002 הסתמכה על התוצאות העסקיות החזויות של אלישרא לשנת 2001, לרבות העיסקה עם מדינה א', ובמרס 2002 לא עודכנה הבדיקה.

## 5. בדיקת הנאותות של אלישרא

במסמך העקרונות נקבע, כאמור, כי כור תאפשר לאלתא לבצע בדיקת נאותות באלישרא לשם אימות הפרמטרים הפיננסיים שהוצגו לאלתא. באלתא ובתע"א הוקמו מספר צוותים: צוות משפטי, צוות כלכלי, צוות טכני, צוות כוח אדם וצוות ביטוח מהתע"א ומאלתא; וצוות חשבונאי ממשרד רו"ח.

א. היקף הבדיקה

במסמך העקרונות שנחתם ב-7.6.02 צוין, כי בתקופה של 14 יום, שתתחיל במועד חתימת המסמך, תאפשר כור לאלטא לבצע בדיקת נאותות באלישרא. ממסמכי התע"א ואלטא עולה, כי במסמך סיכום הבדיקה החשבונאית שערך צוות ממושרד רו"ח צוין, כי הם לא התבקשו לבדוק או לחוות דעה לגבי שווי אלישרא, מחיר העיסקה וכדאיות הרכישה. עוד צוין, כי בשל לוח הזמנים הקצר, הבדיקות שבוצעו אינן בדיקות נאותות מלאות. בין היתר, הן לא כללו בדיקת אסמכתאות, קבלת אישורי יתרה ונוהלי בדיקה נוספים. כמו כן, לגבי חברה ב', המוחזקת על ידי אלישרא בשיעור של 46% (ראו להלן), טרם ערכו קריאה של הדוח הכספי, ולגבי חברות מוחזקות בקבוצה, למעט חברה ד' וחברה ה' (חברות-בת באחזקה מלאה של אלישרא), לא בוצעו בדיקות כלל.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי בדיקת הנאותות לא הייתה מלאה, גם נוכח אי-בדיקה של כלל הסכמי העבודה באלישרא. רוב העובדים באלישרא מועסקים בהסכמים קיבוציים - שנבדקו, ומיעוטם מועסקים בחוזים אישיים (שכר בכירים) - שלא נבדקו. חוזים אלה עשויים להכיל תנאים משופרים הן לשכר והן לפרישה (כגון "מצנחי זהב"). קרוב לוודאי, שמשקל עלות השכר של עובדים אלה, המועסקים בחוזים אישיים, גבוה מממשקלם באוכלוסיית העובדים. בכך ויתרה אלטא על בדיקת עלויות השכר הכוללות באלישרא.

ב. סיכום נתוני בדיקת הנאותות

ממסמכי התע"א ואלטא ומסיכומם של הצוותים שערכו את בדיקת הנאותות עולה, כי לפני שסוכמו ממצאי הבדיקה עלו מספר אינדיקציות, שלפיהן הנתונים של הנהלת אלישרא אכן היו אופטימיים מדי. להלן הפרטים:

- (1) אלישרא מחזיקה ב-100% ממניות חברה ג'. הועלה, כי הנהלת אלישרא מסרה לאלטא נתונים, ולפיהם יהיה גידול משמעותי ביותר במכירות החזויות של חברה ג' בשנים 2002 עד 2005, לעומת המכירות בשנים 2000 ו-2001, על אף שמשויות שקיים אחד מצוותי הבדיקה עם הנהלת החברה עלה, כי קיימת סבירות גבוהה, כי החברה תיסגר. משרד מבקר המדינה מציין, כי גם במסמך של צוות בדיקת הנאותות המשפטית צוין, כי אלישרא שוקלת את פירוקה מרצון של חברה ג', לנוכח הירידה בהיקף פעילותה תוך צבירת הפסדים. כן צוין, כי צפויות הוצאות נוספות של כ-2 מיליון דולר בגין מלאי ולקוחות, וכי נערכה הפרשה להפסד עד לסגירת החברה.
- (2) בשנת 2001 הסתכמו המכירות של חברה ו', המוחזקת במלואה על ידי אלישרא, בכ-0.1 מיליון דולר (ללא נתוני השנים הקודמות) והוצגה תחזית מכירות של 6.9 מיליון דולר בשנת 2002, ו-12.5, 14.5 ו-18 מיליון דולר בשנים 2003, 2004 ו-2005, בהתאמה. בעניין זה ציין ראש תחום תקציבים באלטא, כי תהליכי הצמיחה בחברה ו' אינם ודאיים.
- (3) בתכנית הרכ-שנתית של קבוצת אלישרא הוגדל הרווח המוצג בשיעור של 20% מעבר לתחזית של רווחי החברות המוחזקות, כיעד להתייעלות.

ג. תיקון נתוני הרווח

בסיכום בדיקת הנאותות, ערך ארגון הסמנכ"ל לכספים בתע"א ביוני 2002 מצגת, ואותה הציג לדירקטוריון אלתא. במצגת נכלל לוח ובו נתונים על הרווחים המתוקנים בהתאם לממצאי הצוותים. התיקונים נבעו בין השאר מעדכוני אומדנים בפרויקטים, מביטול הגדלת הרווח בשיעור של 20% מעבר לתחזית של רווחי החברות המוחזקות, מביטול רווחי חברה ג' ומעדכון תחזית חברה ו'.

עקב ממצאי בדיקת הנאותות, הפחית ארגון הסמנכ"ל לכספים את הרווח החזוי על ידי הנהלת אלישרא לשנים אלו בשיעור ממוצע של כ-42%<sup>12</sup>.

בסיכום בדיקת הנאותות צוינו בין היתר "נקודות בעייתיות" שאובחנו: הוצאות בגין הסכמי שכר ופרישה, סיכונים הגלומים בפרויקטים ובצבר ההזמנות, קיומו של מלאי איטי והוצאות בגין שומות מס סופיות עד לשנת 1998. עוד פורטו מספר המלצות לצוות המשא ומתן עם כור, ובהן הצורך לקבל זכות שיפוי לגבי חלק מהנושאים (ראו בהמשך). עוד צוין, כי קיים פוטנציאל גדול לסינרגיה בפעילות של קבוצת אלישרא, אלתא ותע"א.

היועץ הפיננסי הציג כאמור, שהמחיר שתשלם אלתא יהיה מבוסס על הרווח הנקי הממוצע של אלישרא בשנים 2002 עד 2004, ודירקטוריון אלתא אישר את העיסקה בתנאי שתהליך הגילוי הנאות לא יצביע על כך שערכה של אלישרא נמוך ביותר מ-15% מ-330 מיליון דולר. היות שניתוחי הרגישות של הערכות השווי של אלישרא התבססו על הרווחים החזויים, תיקון הרווחים החזויים בשיעור של כ-42% אמור היה להקטין את שווייה של אלישרא לכ-200 מיליון דולר. אף על פי כן, לא ערכה הנהלת התע"א בחינות נוספות לאור מידע זה, והיא לא מסרה את המידע לדירקטוריון אלתא לבחינה חוזרת של כדאיות העיסקה.

לפי הסברי התע"א שניתנו לנציגי משרד מבקר המדינה, לסכום זה של 200 מיליון דולר יש להוסיף את הערך המהוון של תוספת הרווח הצפויה לאלתא בגין הסינרגיה, הנובע ממתון התחרות ומהעמקת שיתוף הפעולה בין שתי החברות.

דירקטוריון אלתא אישר את העיסקה בתנאי שתהליך הגילוי הנאות לא יצביע על כך שערכה של אלישרא נמוך ביותר מ-15% מערך חברה של 330 מיליון דולר. משרד מבקר המדינה מעיר, כי הסברי התע"א לא התייחסו לסוגיה האם השווי של 330 מיליון דולר, שעל פיו בוצעה העיסקה, כולל את הערך המהוון של תוספת הרווח הצפויה לאלתא בגין הסינרגיה (להלן - הרווח הסינרגטי) או לא. בהקשר לכך ישנן שתי אפשרויות:

(1) אם הסכום של 330 מיליון דולר אינו כולל את הערך המהוון של הרווח הסינרגטי, אזי על פי הכלל שקבע דירקטוריון אלתא, מורה בדיקת הנאותות על ירידה של כ-42% משווייה של אלישרא, בהשוואה לשווי של 330 מיליון דולר. במקרה כזה, טענת התע"א שיש להוסיף ערך זה לשווי של אלישרא בבדיקת הנאותות, אינה רלוונטית.

12 לפי חישובי משרד מבקר המדינה.

רכישת מניות אלישרא על ידי אלטא

(2) לעומת זאת, אם הסכום של 330 מיליון דולר כולל את הערך המהוון של הרווח הסינרגטי כאמור, אזי חישוב שיעור הירידה בערכה של אלישרא, בהשוואה לסכום של 330 מיליון דולר, ובהנחה שהערך המהוון של הרווח הסינרגטי נותר ללא שינוי, מעלה, ששיעור הירידה גבוה מ-15%.

**יוצא אפוא, שבשתי האפשרויות שיעור הירידה בשווי אלישרא גבוה מ-15%.**

עוד מעיר משרד מבקר המדינה לעניין זה, כי אם הנהלת התע"א סברה, שהערכת השווי של אלישרא מנקודת המבט של אלטא צריכה לכלול גם את הערך המהוון של הרווח הסינרגטי הצפוי לאלטא, היה עליה לחשב ערך זה לפני ביצוע העסקה ולהציגו בפני דירקטוריון אלטא, וזאת במקביל להצגת שווי החברה שעל פיה הציעה כור לבצע את העסקה. עוד מעיר משרד מבקר המדינה, כי התע"א חישבה לראשונה את הערך המהוון של הרווח הסינרגטי הצפוי מהעסקה בגובה של עשרות רבות של מיליוני דולרים, רק בינואר 2004, קרי כ-19 חודשים לאחר חתימת מסמך העקרונות.

#### ד. דיווח לדירקטוריון על ממצאי בדיקת הנאותות

בישיבת הדירקטוריון של אלטא ב-27.6.02 לא ניתן ביטוי לכך שבדיקת הנאותות העלתה, שהנתונים שהועברו לאלטא אופטימיים מדי. בישיבה הציג ארגון הסמנכ"ל לכספים של התע"א מצגת, ובה נתונים על סיכום בדיקת הנאותות. כמו כן הוצגו נתונים עיקריים אודות אלישרא: מכירות שנתיות וצבר ההזמנות שלה ושל החברות המוחזקות שלה, מוצרים עיקריים ומנועי צמיחה עיקריים של הקבוצה, סיכום הערכת סיכון בצבר ההזמנות, הסכמים קיבוציים, הסכמי פרישה ופיטורין ונתונים נוספים.

בפרוטוקול הישיבה דלעיל צוין, כי לבקשת היו"ר הציג סגן הסמנכ"ל לכספים את תוצאות הבדיקה ואת הנקודות הבעייתיות שאובחנו בה. יצוין, כי על אף שבמצגת לדירקטוריון הוצג הלוח, ובו נתוני הרווח המתוקן, שלפי חישובי משרד מבקר המדינה נמוך בממוצע בכ-42% מתחזיות הנהלת אלישרא, לא קיבל הדבר ביטוי בחלק המילולי של המצגת, ולא הובהרה לחברי הדירקטוריון המשמעות של תוצאות הבדיקה בכל הקשור לערכון הרווחים. זאת ועוד, בפרוטוקול הישיבה צוין, כי "בדיקת הנאותות הסתיימה וכי לא התגלו כל ממצאים אשר יש בהם בכדי לערער את יסודות העסקה".

יתר על כן, ב-26.6.02 דיווח מנכ"ל התע"א לדירקטוריון התע"א, כי צוות בראשות סגן הסמנכ"ל לכספים שמונה לערוך את בדיקת הנאותות, סיים, וכי "תהליך הגילוי הנאות הושלם ואין ממצאים אשר יש בהם כדי לשנות את הערכת שווי החברה בסכום הנמוך ביותר מ-15%".

משרד מבקר המדינה מעיר, כי לדירקטוריון אלתא הוצג לוח, ובו התאמות הרווח ונתונים על הרווח הנקי המתוקן הצפוי לשנים 2002 עד 2005. עם זאת, לא הוסבה תשומת לב דירקטוריון אלתא לכך שהרווחים המתוקנים הצפויים לאותה תקופה נמוכים בממוצע בכ-42% בהשוואה לרווחים החזויים שהציגה הנהלת אלישרא. כלומר, לדירקטוריון הוצג מצג חסר וכתוצאה מכך אף מטעה. משרד מבקר המדינה מציין, כי ניתוחי הרגישות וקביעת המחיר עבור המניות נעשו על סמך הרווחים החזויים. הנתונים של הרווחים המתוקנים נכללו אמנם במצגת לדירקטוריון אלתא, אשר כללה כ-35 עמודים, אך לדירקטוריון נמסר, כי לא נתגלו בבדיקה ממצאים אשר יש בהם כדי לערער את יסודות העיסקה, מה שעל פניו אינו מתיישב עם הממצאים שהווייתם. משרד מבקר המדינה מציין, כי מפרוטוקול הדיון עולה, כי הדירקטורים לא עמדו על הסתירה בנתונים וממילא לא ביקשו הסברים.



מן הראוי, שתהליך קבלת החלטות מסוג זה יתנהל בצורה יסודית וסדורה. אולם דרך התנהלותה של התע"א הייתה בלתי תקינה; לא נערכו בדיקות יסודיות לעיסקה כה משמעותית, ונתקבלו החלטות לא מבוססות כנדרש: למרות הרעת התנאים לאלתא בהסכם העקרונות לעומת הצעת התע"א ממרס 2002, ולמרות האירועים שחלו מאז ועד הרכישה, אשר היה בהם כדי להפחית את הערכת השווי, לא נעשו בדיקות נוספות. חברי דירקטוריון אלתא אישרו טלפונית ולאחר מכן בכתב את העיסקה, ללא שהתקיים מפגש ובו דיון מפרה מקיף ומעמיק, וללא שהוצגו להם מלוא הנתונים. יתרה מזאת, האווירה שנוצרה נוכח תכתיבי לוח הזמנים, הביאה להקטנת הבקרה של הדירקטוריון. למעלה מזאת, גם בדיקת הנאותות שערכה אלתא באלישרא, אשר העלתה, כי הרווחים הצפויים של אלישרא, אשר שימשו בסיס לניתוחי הרגישות, צפויים לקטון משמעותית, לא הביאה, לא את הנהלת התע"א ולא את הנהלת אלתא, להציג את מלוא המשמעויות ולערוך בחינות נוספות; זאת על מנת לוודא, שהמחיר ששולם עבור מניות אלישרא, אשר הסתמך על תחזיות הנהלת אלישרא, שהיא בעלת עניין ואינה מקור אובייקטיבי, אינו מחיר גבוה מדי.

### חוות דעת של משרד האוצר לרכישת המניות של אלישרא

ממלא מקום החשב הכללי הציג בפגישה עם נציגי משרד מבקר המדינה טיוטת מסמך מ-23.6.02, אשר שיקפה לדבריו את דעת אגף החשב הכללי, ולפיה יש להתנגד לרכישה מהטעמים הבאים:

א. התהליך של מיווג החברות הביטחוניות צריך להיעשות על ידי הסקטור העסקי לאחר הפרטה.



רכישת מניות אלישרא על ידי אלטא

ב. תהליך ההלאמה לפני ההפרטה עלול להטיל חסמים נוספים על תהליך ההפרטה העתידי של התע"א.

ג. ההיבט הפיננסי: הרכישה תטיל מגבלות על מאזן אלטא; לתע"א הון עצמי בהיקף של 19% בלבד מסך המאזן והיקף גבוה של התחייבויות למערכת הבנקאית; בנוסף לכך, המדינה עדיין ערבה לחובות התע"א.

ד. רכישת 30% אינה רכישה שליטה; קיימת אפשרות תיאורטית, שכור תחליט למכור 40% נוספים מאלישרא דווקא לאלביט, דבר שיבטל את כל היתרונות שמנתה אלטא בטיעוניה לרכישה.

ה. מספר חודשים קודם לכן, התקשרה אלביט עם כור בהסכם מחייב לרכישת 24% ממניות אלישרא לפי שווי של 300 מיליון דולר; על פי מקורות מידע שונים, במהלך שלב הגילוי הנאות החליטה אלביט שלא לממש את העסקה, כיוון ששווייה של אלישרא הוערך על ידיהם בכ-200 מיליון דולר בלבד. נוכח זאת, לא סביר שחברה ממשלתית תרכוש בכספי ציבור 30% ממניות אלישרא לפי שווי גבוה יותר.

עוד ציין אגף החשכ"ל בטיטת המסמך, כי בכל מקרה אין לקיים דיון בוועדת השרים לענייני כלכלה לפני סיומו של שלב הגילוי הנאות.

חוק החברות הממשלתיות קובע סוג החלטות, שלפי טיבן הן מהותיות מבחינת השפעתן על אופי החברה ועתידה, ולכן הן טעונות אישור ממשלה. לפי סעיף 11 (א) (9), רכישת מניות בחברה קיימת היא בגדר החלטות אלה, ולפיכך טעונה אישור הממשלה. אישור הממשלה לפי סעיף זה יתקבל על פי הצעת השרים שהוגשה לממשלה עם חוות דעת רשות החברות.

ב-29.7.02 פנתה הממונה על תפקידים מיוחדים במשרד האוצר לחשב הכללי, לסגן הממונה על התקציבים במשרד האוצר ולסגן בכיר ליועץ המשפטי של משרד האוצר, בבקשה להעביר חוות דעת כנדרש לפי חוק החברות הממשלתיות, וכן להכין הצעת החלטה לחתימתו של השר, לקראת הדיון בוועדת השרים לענייני כלכלה בקשר לרכישת מניות אלישרא על ידי אלטא.

התברר, כי אגף החשכ"ל ואגף התקציבים לא הכינו את חוות הדעת האמורה. כאמור, לאגף החשכ"ל היו נימוקים כבדי המשקל נגד הרכישה, כפי שהוצג בטיטת המסמך האמורה, לכן תמוהה העובדה, שהאגף לא הציג לפני השר חוות דעת בכתב.

סגן הממונה על אגף התקציבים הודיע למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי טיטת המסמך, שלפיה יש להתנגד לרכישת מניות אלישרא, גובשה במשותף על ידי אגף החשב הכללי ואגף התקציבים. סגן בכיר לחשב הכללי הודיע למשרד מבקר המדינה בפברואר 2005, כי בדיון פנימי שהתקיים ב-23.6.02 בראשות שר האוצר, הציג המשנה לחשב הכללי את נייר העמדה שהיה ברמת טיטה, ולפיו יש להתנגד לרכישת מניות אלישרא בידי אלטא, מהנימוקים המפורטים בו. עוד הודיע הסגן הבכיר לחשב הכללי, כי למיטב זיכרונו, שר האוצר הטיל על מנכ"ל האוצר לרכז את עבודת המטה ולגבש את עמדת משרד האוצר בנושא רכישת המניות על ידי אלטא.

רשות החברות הודיעה למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי שר האוצר הקים צוות לבחינת הנושא בראשות מנכ"ל משרד האוצר, וכי המנכ"ל נדרש לנושא בישיבת ועדת השרים לענייני כלכלה והבהיר, כי: "אנו ממליצים לאשר את ההצעה המבוקשת".

משרד מבקר המדינה מעיר, כי לא נמצא תיעוד על פעילות הצוות שמינה שר האוצר, ולא הוכן נייר עמדה של משרד האוצר בנושא לקראת הדיון שהתקיים בוועדת השרים לענייני כלכלה. בנסיבות העניין הייתה חשיבות מהותית לנייר עמדה, כיוון שהיה מקום להידרש בנייר עמדה כזה, בין היתר, לשאלה מדוע החליט משרד האוצר להמליץ על אישור ההצעה, למרות התנגדות הסגן הבכיר לחשב הכללי ואגף התקציבים. מנכ"ל האוצר דאז, שהתבקש להגיב על טיוטת הדוח, בחר שלא להגיב.

## החלטת ועדת השרים לענייני כלכלה

ב-22.7.02 הביאו ראש הממשלה ושר הביטחון לוועדת השרים לענייני כלכלה הצעת החלטה לרכישת 30% ממניות אלישרא ואופציה על ידי אלטא, תמורת 100 מיליון דולר. בדיון שהתקיים בוועדה (ראו להלן) ציין יו"ר הוועדה, כי הנושא הוא מורכב ובעייתי ועומד באופן עקרוני בניגוד למדיניות ההפרטה של הממשלה, וכי במשרד האוצר אין אחידות דעים ויש עמדות שונות בעניין. בהצבעה שהתקיימה בוועדה נמנע שר האוצר.

מנכ"ל משרד האוצר הודיע למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי עמדת האוצר כפי שהוצגה בוועדת השרים בידי המנכ"ל והחשב הכללי הייתה, שאם יתקיימו ההתניות לשיתוף פעולה בין החברות, תוך כדי הובלת התהליך על ידי משרד הביטחון, כפי שהוצג לוועדה במסמכים, אזי על אף שמשרד האוצר אינו רואה בחיוב עסקת רכישה של חברה פרטית בידי חברה ממשלתית, אין מניעה לאישור ביצועה.

כאמור, ב-31.7.02 החליטה ועדת השרים לענייני כלכלה לאשר מכוח סעיף 11 (א) (9) לחוק החברות הממשלתיות, את החלטת דירקטוריון אלטא מ-6.6.02, לרכוש מכור 30% ממניות אלישרא תמורת 100 מיליון דולר, ובכפוף לאישור דירקטוריון אלטא לרכוש עד 8% נוספים, תמורת סכום של עד 26.4 מיליון דולר, בכפוף בין היתר לתנאים הבאים:

א. הסכם לשיתוף פעולה מפורט בין אלטא לאלישרא, לרבות מנגנון ליישום ולהכרעה במקרה של חילוקי דעות.

ב. בדיקת נאותות של אלישרא על ידי אלטא, שתצביע על ערך חברה שאינו נמוך מ-85% משווי של 330 מיליון דולר, כאמור בהחלטת דירקטוריון אלטא מיום 6.6.02.

ג. הסכם בין כור לאלטא בנוגע להסדרת מכלול היחסים בין בעלי המניות באלישרא.

ד. עמידה בתנאים המפורטים בסעיפים א' - ג' לעיל תהיה בהתאם לאישור שיינתן בכתב על ידי מנהל רשות החברות ומנכ"ל משרד הביטחון.

החלטה זו קיבלה תוקף של החלטת ממשלה ביום 22.8.02.

משרד מבקר המדינה בדק את אישורם של רשות החברות ומנכ"ל משרד הביטחון לגבי עמידה בתנאים א' - ג' להחלטת ועדת השרים לענייני כלכלה, כמפורט להלן.

## אישורי רשות החברות ומנכ"ל משרד הביטחון

### 1. רשות החברות

מהמסמכים בתיקי רשות החברות עולה, כי הרשות קיבלה מהתע"א את המצגת ובה הלווה שהוצג לדירקטוריון אלטא, אשר כללה, בין היתר, ניתוח סיכונים של התכנית העסקית ואת שיעורי הרווח המתוקנים. אולם, כאמור, הדבר לא בא לידי ביטוי בחלק המילולי של המצגת. כאמור, ממוצע הרווח המתוקן הצפוי בשנים 2002 עד 2005 נמוך בכ-42% בהשוואה לממוצע הרווח הצפוי שנחזה על ידי הנהלת אלישרא. אף על פי כן, לא פנתה רשות החברות בכתב לתע"א או לאלטא בעניין זה ולא ביקשה הבהרות כלשהן.

ביוני 2002 כתב סגן הסמנכ"ל לכספים של התע"א לרשות החברות, כי צוות שבראשותו ערך הליך של בדיקת נאותות בקבוצת אלישרא, וכי דוח ובו ממצאי הבדיקה הועבר לרשות החברות, וכך ניתנו לה הסברים בעל פה בנושא הנדון. במכתב נוסף לרשות החברות מספטמבר 2002 כתב סגן הסמנכ"ל לכספים, שלא נמצאה כל אי-התאמה מהותית בין הדוחות הכספיים של קבוצת אלישרא, שצורפו למסמך העקרונות, לבין ממצאי הבדיקה, וכי לא נתגלו כל ממצאים שתוצאתם סטייה ברווחות הכספיים בשיעור הגדול מ-15% משווי אלישרא.

רשות החברות הודיעה למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי מכתבו של היועץ המשפטי של התע"א לרשות החברות מספטמבר 2002, "ניתן לראות כי רשות החברות דנה עם החברה בנוגע לבדיקת הנאותות".

משרד מבקר המדינה מעיר, כי רשות החברות לא קיבלה הבהרות ומשמעויות בנוגע לירידה של כ-42% מהרווח הממוצע שחזתה הנהלת אלישרא בשנים 2002 עד 2005; וכי רשות החברות קיבלה את מסקנתו של סגן הסמנכ"ל לכספים בתע"א, שלא נמצאה כל אי-התאמה מהותית בין הדוחות הכספיים של קבוצת אלישרא אשר צורפו למסמך העקרונות לבין ממצאי הבדיקה, למרות שכאמור הרווחים הצפויים שהוצגו במצגת שהועברה לרשות החברות, פחתו בשיעור ממוצע של כ-42%.

בנובמבר 2002 כתב סגן מנהל רשות החברות לאלטא, כי בהסתמך: על הנתונים שאלטא והתע"א מסרו לרשות, על מכתבו של סגן הסמנכ"ל לכספים של התע"א מ-4.9.02. בהתאם לסעיף ב' להחלטה, ועל מכתבו של היועץ המשפטי של התע"א מ-18.9.02, היא מאשרת, כי התקיימו התנאים האמורים בסעיפים ב' ו-ג' להחלטה.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי רשות החברות לא ערכה בדיקה עצמאית, אלא הסתמכה על מכתבו של סגן הסמנכ"ל לכספים, וכי רשות החברות אישרה כי התקיימו התנאים אף על פי שקיבלה לידיה את ממצאי בדיקת הנאותות, שלימדו על כך שהסטייה עלתה על 15%; בכך הוחמזה הזדמנות לשיקול דעת נוסף של גורם בקרה חיצוני של כדאיות העסקה.

## 2. משרד הביטחון

ב-15.8.02 פנה הייעוץ הכלכלי במשרד הביטחון לייעוץ המשפטי במשרד הביטחון וציין, כי רשות החברות מסרה, שהמשרד אמור לחוות את דעתו גם לגבי נאותות הערכת השווי שביצעה אלתא. ב-30.9.02 פנתה עורכת דין מהייעוץ המשפטי למערכת הביטחון למספר גורמים במשרד הביטחון ובין השאר ליועץ הכלכלי וציינה, כי בהתאם להחלטת ועדת השרים לענייני כלכלה, נדרש אישור של מנהל רשות החברות ושל מנכ"ל משרד הביטחון, וכי היא מבקשת את התייחסותו לשם מתן המלצה למנכ"ל המשרד. עוד היא ציינה, כי היא מצרפת את בדיקת הנאותות למכתבה. משרד מבקר המדינה מציין, כי בבדיקת הנאותות לא צורפה.

משרד מבקר המדינה העלה, כי היועץ הכלכלי למערכת הביטחון לא בדק את ממצאי בדיקת הנאותות שערכה אלתא, על אף שאישור מנכ"ל משרד הביטחון נדרש כאחד התנאים לאישור העיסקה, כפי שהתנתה ועדת השרים לענייני כלכלה.

עוד עולה מהתכתובת שבין הייעוץ המשפטי למערכת הביטחון לבין הייעוץ הכלכלי, כי עמדת הייעוץ המשפטי הייתה, שעל משרד הביטחון לבדוק את כל שלושת התנאים; וכי עמדת הייעוץ הכלכלי הייתה, שעליהם לבצע בדיקה עצמאית של דוח הנאותות.

## 3. אישור משותף של רשות החברות ומשרד הביטחון

ב-26.11.02 פנו מנכ"ל משרד הביטחון וסגן מנהל רשות החברות במכתב משותף לאלתא בהתייחס להחלטת ועדת השרים לענייני כלכלה. מנכ"ל משרד הביטחון ציין, כי בהסתמך על מכתבו של היועץ המשפטי של התע"א מ-20.11.02, הוא מאשר, כי התקיימו התנאים האמורים בסעיף א' להחלטת ועדת השרים. סגן מנהל רשות החברות ציין במכתב, כי בהסתמך על הנתונים שמסרו לרשות אלתא והתע"א, על מכתבו של סגן הסמנכ"ל לכספים של התע"א מ-4.9.02 בהתאם לסעיף ב' להחלטה, ועל מכתבו של היועץ המשפטי של התע"א מ-18.9.02, מאשרת הרשות, כי התקיימו התנאים האמורים בסעיפים ב' ו-ג' להחלטה של ועדת השרים לענייני כלכלה.

כאמור, ועדת השרים החליטה לאשר את הרכישה בכפוף, בין היתר, לכך שמנהל רשות החברות ומנכ"ל משרד הביטחון יאשרו עמידה בשלושה תנאים. בביקורת נמצא, כי בסופו של דבר נערך פיצול: מנכ"ל משרד הביטחון אישר תנאי אחד ואילו סגן מנהל רשות החברות אישר את שני התנאים האחרים. זאת ועוד, מהחלטת הממשלה עולה, כי כל אחד מהגורמים אמור לבדוק את קיום התנאים בבדיקה עצמאית ובלתי תלויה, ולא לתת אישור בהסתמך על גורם אחר שערך את הבדיקה. נמצא, כי בבדיקת רשות החברות לא נערכה עצמאית אלא האישור ניתן בהסתמך על הנתונים שמסרו אלתא והתע"א.

החלטת הממשלה נדרשה כדי להוות מענה לחובה החוקית לפי סעיף 11 (א) (9) לחוק החברות הממשלתיות, ולפיה רכישת מניות של חברה קיימת על ידי חברה ממשלתית טעונה אישור ממשלה. לא בכדי קבע המחוקק סוגי החלטות, עסקות ופעולות בחברה ממשלתית, שהן כה משמעותיות לאופי החברה ולפעילותה עד שביצוען טעון אישור ממשלה. לא בכדי התנתה הממשלה את אישורה בבדיקה מסוימת של התקיימות מספר תנאים על ידי רשות החברות, שיש לה סמכויות פיקוח ואכיפה לגבי כלל החברות הממשלתיות ואמורות להיות לה מיומנויות כגון אלה, ועל ידי משרד הביטחון, שהוא המשרד הממונה על התע"א. משרד מבקר המדינה העלה, כי הן בשל הפיצול והן בשל ההסתמכות על מי שהם בעלי עניין, נעשתה בבדיקה בהיעדר נתונים מהותיים, כך שנפגעה היכולת לבקר את הנתונים ולחוות דעה כנדרש. כל ביצוע מצמצם של החלטת הממשלה מפחית מרמת הפיקוח והבקרה שהייתה אמורה להתקיים במקרה זה.

רשות החברות הודיעה למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי אינה סבורה שקבלת עמדת הגורם המוסמך והמקצועי לנושא, קרי משרד הביטחון, מפחיתה מרמת הפיקוח והבקרה הנדרשת במקרה זה.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי גם אם לדעת רשות החברות, משרד הביטחון הוא הגורם המוסמך והמקצועי בנושא אחד מתוך שלושת הנושאים שקבעה ועדת השרים לענייני כלכלה, ראוי היה לקיים כלשונה וקרוחה ובמדויק את החלטת ועדת השרים, שקבעה את אמת המידה לרמת הפיקוח והבקרה.

הייעוץ המשפטי למערכת הביטחון הודיע למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי רשות החברות ומשרד הביטחון הגיעו למסקנה, כי הבדיקה צריכה להיעשות על ידי כל אחד מהמשרדים בתחום הנושאים המופקדים בידיו, וכי בכך ראו הצדדים כי התמלאו דרישות ועדת השרים.

המסקנה שאליה הגיעו בסופו של דבר רשות החברות ומשרד הביטחון, כאמור בהודעת הייעוץ המשפטי, מבוססת, למעשה, על פרשנות מצמצמת, ואינה עולה בקנה אחד עם החלטת ועדת השרים לענייני כלכלה, בעיקר על רקע ההתנגדות המקורית של משרד האוצר לעיסקה, וטעמיה. יתר על כן, כאמור לעיל, עמדת הייעוץ המשפטי במערכת הביטחון הייתה מלכתחילה, שעל משרד הביטחון לבדוק בעצמו את כל שלושת התנאים. הנה כי כן, בדרך זו הוחמצה הזדמנות לשיקול נוסף של גורמי בקרה בלתי תלויים בדבר כדאיות העיסקה.

## מימון עסקת הרכישה באלטא

אלטא השקיעה ברכישת מניות אלישירא ואופציה לרכישת מניות נוספות שלה 100 מיליון דולר מיתרות המזומנים שלה, סכום העולה על הונה העצמי שהסתכם לאותו מועד בכ-97 מיליון דולר. סכום ההשקעה אף מהווה כ-94% ממקורות המימון של אלטא לטווח הארוך לאותו מועד. מדובר אם כן בהשקעה ללא תקדים בתולדות אלטא.

בישיבת ועדת הכספים של דירקטוריון אלתא, שהתקיימה בפברואר 2003, ציין הסמנכ"ל לכספים של התע"א, כי לטווח הארוך, בהתחשב במחויבויותיה של אלתא לגבי לקוחות, שמהם התקבלו מקדמות בהיקפים גדולים, ובנסיבות "חיצוניות אחרות" (אותן הוא לא פירט), עלולה אלתא לעמוד בפני קשיי נזילות בשנתיים-שלוש הקרובות, ולפיכך יחייב הדבר התארגנות לנטילת מימון חיצוני, וכי טוב יהיה אם החברה תחשוב על כך כבר באותה עת.

להלן לוח ובו נתוני ההון החוזר של אלתא (במיליוני דולר), היחס השוטף והיחס המהיר (להלן - היחסים הפיננסיים) מדוחותיה הכספיים של אלתא ל-31.12 לכל אחת מהשנים 2000 עד 2004:

מאזן אלתא ליום	31.12.00	31.12.01	*31.12.02	31.12.03	**31.12.04
עודף/גירעון) בהון חוזר	42.40	42.50	(66.60)	(31.20)	(10.10)
היחס השוטף	1.16	1.18	0.83	0.93	0.98
היחס המהיר	0.79	0.90	0.67	0.80	0.89

\* סיווג מחדש

\*\* מטיטת הדוחות הכספיים לשנה שנתיימה ב-31.12.04.

מנתוני הלוח עולה, כי ביחסים הפיננסיים חלה ירידה בסוף שנת 2002, השנה בה נרכשו מניות אלישרא, והם השתפרו במידת מה בסוף שנת 2003, בגין מקדמה גבוהה שהתקבלה מלקוח באותה שנה. למרות המקדמה שהתקבלה בשנת 2003, הגירעון בהון החוזר באותה שנה נותר בהיקף כספי של כ-31.2 מיליון דולר.

תהליך קבלת החלטות לקביעת דפוסי המימון של עיסקה בסדר גודל זה ובסיכונים הכרוכים בה, מחייב ניתוח של תזרים המזומנים של החברה והנחות ביחס לתרחישים שונים של מחיר ההון בטווח הביניים והארוך. במסגרת ההחלטה לממן חלק מההשקעה במניות אלישרא בסך 100 מיליון דולר מנכסיה הנזילים, על אלתא היה לשקול את הסיכון הכרוך בכך. סיכון זה עלול לבוא לידי ביטוי ביצירת קשיי נזילות בעתיד במימון הפעילות השוטפת, דבר שיחייב את אלתא לגייס הון זר לטווח הביניים והארוך במחיר העלול להיות גבוה יחסית בהשוואה לעלות גיוס הון זר לטווחים אלו בהווה, באופן שיקזז וייתר את היתרון של מימון העיסקה באמצעות הון נזיל זול של הטווח הקצר, שלא יעמוד בהכרח לרשות אלתא בטווח הביניים והארוך. משרד מבקר המדינה מעיר, שלא נמצא שההחלטה של אלתא לממן את העיסקה מנכסיה הנזילים, התבססה על ניתוח מהסוג האמור.

## חוזה לשיתוף פעולה בין אלטא לאלישרא

כאמור, ועדת השרים לענייני כלכלה החליטה לאשר את עסקת רכישת המניות בכפוף למספר תנאים, ובהם - שייחתם הסכם לשיתוף פעולה בין אלטא לאלישרא.

בנובמבר 2002 נחתם חוזה, ובו נקבע, כי הצדדים ישתפו פעולה בביצוע מספר פרויקטים, אשר פורטו בהסכם (ראו להלן), וכן בפרויקטים נוספים בעתיד בתחום מערכות מסוימות על גבי פלטפורמות צבאיות מוטסות, אשר הממונה על ההגבלים העסקיים יאשר מעת לעת. בחוזה נקבעו ארבעה נושאים שבהם הצדדים ישתפו פעולה.

1. משרד מבקר המדינה בחן את אופן שיתוף הפעולה בשני נושאים שהוגדרו בחוזה (שני הנושאים האחרים טרם הגיעו לידי מימוש). להלן הפרטים:

א. פיתוח משותף של מערכת א' - בחוזה נקבע, כי פיתוח מערכת א' ייעשה במשותף ובחלקים שווים. כל אחת מהפעילויות תיעשה בחלוקה שווה של אותה פעילות בין הצדדים, וזאת מרמת תכנון המערכת, דרך רמת המכלולים ועד לרמת הרכיבים. עוד נקבע, כי בכל מקרה של פיתוח עבור לקוח א' או מדינת ישראל - אלישרא תוביל, ואילו בכל מקרה של פיתוח עבור לקוחות נוספים - אלטא תוביל.

משרד מבקר המדינה מציין, כי למרות החוזה לשיתוף פעולה ולמרות העבודה המשותפת בין שתי החברות, לא התקיים שיתוף פעולה בין אלטא לבין אלישרא לביצוע פעולות חקר ביצועים עם לקוח א', כנדרש בחוזה לשיתוף פעולה.

ב. פיתוח משותף של מערכת ב' לפרויקט מסוים - בחוזה לשיתוף פעולה נקבע, כי הצדדים ישתפו פעולה בפיתוח מערכת משותפת לפרויקט מסוים, ונקבע, כי המערכת תפותח במשותף ובחלקים שווים, וכי הצדדים יעבדו בצוות משותף לביצוע המטלות והשילובים הנדרשים.

על הפער בין שיתוף הפעולה המקווה לבין המצב בפועל בנושא זה לפיתוח מערכת אחודה עם אלטא, ניתן ללמוד משתי פניות של אלישרא למשרד הביטחון בנושא הנדון:

(1) בסוף יוני 2004 פנה סמנכ"ל חטיבת מערכות באלישרא לראש מחלקת מערכות אלקטרוניות במפא"ת בבקשה להנחות את המינהלות במפא"ת ובתע"א, המרכזות את הפעילויות בנושא, לשלב מיידית את המערכת של אלישרא בפרויקט.

(2) בסוף יולי 2004 פנה יו"ר אלישרא והמנהל הכללי שלה לראש מפא"ת וציין, כי ביצועי המערכת האחודה מוכיחים, שהיא עונה על דרישות הפרויקט, וכי אין באותו מועד כל פתרון המשלב את יכולתן של שתי החברות.

בדיון שהתקיים באמצע יולי 2004 אצל ראש מפא"ת צוין, כי מינהלת הפרויקט מצאה, שהפתרון הטכנולוגי שהציגה אלטא מתאים יותר, לכן בחרה בה. באמצע אוגוסט 2004 קיבלה אלטא הזמנה המסתכמת בכ-12.7 מיליון דולר עבור פיתוח מערכת ג', ובתחילת דצמבר 2004 הזמינה אלטא מאלישרא נתח המסתכם בכ-5.7 מיליון דולר עבור פיתוח תת-המערכת האקטיבית.

אלטא והתע"א הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי הפתרון שעליו הוסכם הוצע על ידי אלטא ונדרון עם אלישרא כבר בינואר 2004, אך רק לאחר שאלישרא מיצתה (ללא הצלחה) את הניסיונות להציע מערכת עצמאית, ניתן היה להגיע עמה לסיכום זה. מפא"ת הודיע למשרד מבקר

המדינה במרס 2005, כי אלתא ואלישרא הגיעו לבסוף להסכמה על פתרון משותף סביר שהיה מקובל על משרד הביטחון, אם כי קיימים קשיים (של שיתוף פעולה) ביישומו.

**יוצא אפוא, שאלתא ואלישרא לא הצליחו מלכתחילה לפתח מערכת משותפת לפרויקט, ולמעשה התחרו זו בזו, עד שנמצא פתרון משותף. כלומר, במקרה זה לא התקיים במלואו שיתוף הפעולה בין אלתא ובין אלישרא, כנדרש בהסכם.**

2. עם זאת, ממסמכי התע"א עולה, כי היה שיתוף פעולה בין אלתא לאלישרא במספר פרויקטים אשר לא פורטו בחוזה שיתוף הפעולה. עד מועד סיום הביקורת טרם התקבלו הזמנות לפרויקטים אלו.

3. ביוני 2004 הוצגו מסקנות צוות, שהוקם במפעל "מעלות" של אלתא, שתפקידו היה לגבש המלצות ליישום שיתוף פעולה בנושאי ל"א ואליונט בין אלישרא לבין אלתא. על פי המסקנות, הניסיונות לפתח מערכת משותפת המבטאת את יכולות שני הצדדים נכשלו בעבר, במיוחד על רקע תהליכי מועור טכנולוגיים והמגמה השלטת בשוק של דרישה למערכות אחודות, הכוללות פונקציות שישומו בעבר במערכות נפרדות.

עוד צוין בהמלצות הצוות, כי כדי לאפשר חיבור הנדסי של שתי החברות, נדרש מודל של צוותי פיתוח משותפים, תחת הובלתה וקביעתה של ארכיטקטורה מערכתית, על ידי החברה שנקבעה כמובילה בפרויקט. החברה השנייה תשלב במערכת המוצעת אבני בניין שהיא מפתחת לפרויקטים אחרים שהיא מובילה. באופן זה יתממשו במערכות ששתי החברות מציעות, אבני בניין מתקדמות של שתייהן, ההכרחיות לשמירת כושר התחרות המשותף. מודל זה יאפשר ניצול מושכל ויעיל של השקעות מחקר ופיתוח המתבצעות כיום בשתי החברות.

**משרד מבקר המדינה מעיר, כי באופן שיתוף הפעולה הנוכחי, מסקנות הצוות מעמידות בסימן שאלה את אחת המטרות העיקריות של עסקת הרכישה של 30% ממניות אלישרא על ידי אלתא.**

אלתא והתע"א הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי המטרות הושגו במידה שונה של הצלחה, בהתחשב במגבלות של משקעי העבר עם אלישרא, מגבלות נוספות שהוטלו על ידי הממונה על ההגבלים העסקיים, והעובדה שאלתא מחזיקה ב-30% בלבד ממניות אלישרא. כמו כן הם הודיעו, כי הסינרגיה בין אלתא ואלישרא הולכת ומעמיקה, וכי לשם השגת סינרגיה טובה נדרשת תקופה ארוכה, וניתן להעריך את תרומתה רק כעבור ארבע עד שמונה שנים לפחות.

**משרד מבקר המדינה העלה, כי עד מועד סיום הביקורת לא סוכמו בהנהלת אלתא והתע"א דרכי הפעולה כדי לקדם את שיתוף הפעולה בין אלתא לבין אלישרא, בהמשך למסקנות הצוות והמלצותיו.**



## הסיכון ברכישת 30% בלבד ממניות אלישרא

אלטא רכשה כאמור 30% ממניות אלישרא, רכישה שכשלעצמה אינה מבטיחה, באופן הולם, את מימוש הערך המהוון של הרווח הסינרגטי עבור אלטא (להלן - הערך הסינרגטי של ההשקעה). זאת משום, שבמצב זה אלטא חשופה לסיכונים של פגיעה בערך הסינרגטי של ההשקעה, בעיקר בשל החשש ממעבר ידע של אלישרא לצד שלישי, וממכירת מניות של אלישרא לצד שלישי.

יצוין, כי מודעות לסיכונים אלה באה לידי ביטוי בהצעתו של יו"ר דירקטוריון אלטא לכור ממרס 2002, לרכישת 34% ממניות אלישרא. בהצעה זו ציין יו"ר הדירקטוריון, כי על אף השקעתה המהותית של אלטא, תישאר השליטה באלישרא בידי כור, ולפיכך יש להסדיר בהסכם בעלי המניות מספר נושאים אשר ימנעו פגיעה באינטרסים של התע"א, ואחד מהם הוא, שמכירת מניות על ידי אחד הצדדים לשותף פיננסי מחייבת מתן זכות סירוב ראשונה<sup>13</sup> לצד השני.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי אף שיו"ר דירקטוריון אלטא היה מודע לחשיבותם של נושאים אלה בהקטנת הסיכון הנובע מרכישת 30% בלבד ממניות אלישרא, הם לא עוגנו בהסכם הרכישה ולא הוצגו לדירקטוריון במועד קבלת ההחלטה על הרכישה; ואילו דירקטוריון אלטא מצדו לא עמד על כך שנושאים אלה יעוגנו בהסכם הרכישה.

1. אחת המטרות העיקריות של ההשקעה במניות אלישרא הייתה הפסקת התחרות מצד אחד, ושיתוף פעולה בין אלטא לבין אלישרא בתחום ה"א מצד שני, בהתבסס על הידע של אלישרא בתחום זה. משרד מבקר המדינה מעיר, כי אלטא לא הבטיחה לעצמה בהסכם בעלי המניות הגנה מהאפשרות, שבעלי השליטה באלישרא יעבירו את הידע של אלישרא בתחום ה"א לגורם אחר. ראוי היה, שסעיף כזה היה מעוגן בהסכם בעלי המניות, על מנת שאלטא לא תמצא את עצמה בתחרות עם גורם שלישי בתחום זה. בהיעדר סעיף כזה, גדל הסיכון, שאלטא לא תשיג את אחת המטרות העיקריות של ההשקעה במניות אלישרא.

אלטא והתע"א הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי פעולה של העברת ידע לצד שלישי, שיש בה כדי לרוקן את החברה מנכסיה, נחשבת כחריגה ביותר, ומשמעותה מכירת נכסי החברה. לכן, על פי הסכם בעלי המניות, החלטה בעניין זה היא החלטה שמחייבת אישור דירקטוריון ברוב מיוחד, כלומר מחייבת את הסכמת נציגי התע"א ואלטא בדירקטוריון; וכי לנוכח האמור לעיל, לא קיים בעניין זה סיכון לאלטא.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי היה זה רצוי שתהיה בהסכם בעלי המניות הגנה מפורשת וחד-משמעית מפני האפשרות של העברת הידע של אלישרא בתחום ה"א לגורם אחר.

13 זכות סירוב ראשונה - זכות המקנה לבעלי מניות את האפשרות לרכוש בעצמם את המניות המיועדות לרוכש חדש. משמעות הזכות היא, כי בעל המניות המוכר יוכל לקבל את המחיר המוצע לו על ידי הרוכש החדש; ובעלי המניות לא ייפגעו. תכליתו המרכזית של מנגנון זה היא למנוע כניסה של שותף עסקי חדש, שאינו מקובל על יתר השותפים.

2. משרד מבקר המדינה מציין, כי אלתא הבטיחה את עצמה רק עבור מצבים שבהם שווי אלישרא יהיה גדול או שווה ל-330 מיליון דולר. קרי, אלתא רכשה זכות סירוב ראשונה חלקית בלבד. לפיכך קיים סיכון המתייחס לאפשרות, שצד שלישי ירכוש את המניות והתע"א ואלתא לא תוכלנה לממש חלק או את כל היעדים שקבעו לעצמן בעת שרכשו 30% ממניות אלישרא, חלק או כל היתרונות שהן מנו בעד הרכישה לא יתממשו, וחלק או כל הערך הסינגטי של ההשקעה ירד לטמיון. מאחר שאלתא רכשה זכות סירוב ראשונה שאינה מוגדרת על כל ערכי השווי של אלישרא, רמת ההגנה היא נמוכה יותר, ולפיכך הסיכון הכרוך בה גבוה מהסיכון במקרה שבו אלתא הייתה מקבלת זכות סירוב ראשונה על כל ערכי השווי של אלישרא.

אלתא והתע"א הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי ההסכם הושג במשא ומתן בין מוכר, ששאף מטבע הדברים להסכם שאין בו כל זכות הצעה או סירוב ראשונה, לבין קונה ששאף מטבע הדברים להשיג זכות הצעה וזכות סירוב ראשונה בכל מקרה; וכי ההסכם שהושג בסופו של דבר מכיל את התנאים הטובים ביותר בכל מקרה.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי באלתא לא נמצא נייר עמדה, לקראת המשא ומתן, שבו נעשה ניתוח של החלופות השונות לקבלת זכות סירוב ראשונה, כשלכל חלופה מיוחסים מחיר ורמת הסיכון הנגזרת ממנה, והכללים לבחירת התחום המועדף, על פי שיקוליה העסקיים והאסטרטגיים של אלתא. במסגרת ניתוח החלופות השונות של קבלת זכות הסירוב הראשונה, מן הראוי היה שיילקחו בחשבון תרחישים שבהם עלולה להיות השתלטות של גורם שלישי בעל אינטרסים באלישרא (משקיע אסטרטגי מנקודת מבטו), שיתעניין ברכישת מניות אלישרא משיקולים אלו.

3. על אפשרות של השתלטות של גורם שלישי על מניות אלישרא דיווח בספטמבר 2004 מנכ"ל התע"א לדירקטוריון. הוא דיווח, כי הנהלת כור המחזיקה ב-70% ממניות אלישרא פנתה לאלתא לפני מספר חודשים וציינה, כי כור רכשה שליטה בתדיראן קשר בע"מ (להלן - תדיראן קשר) ובכוונתה למזג את פעילות החברות אלישרא ותדיראן קשר, וכי אלתא המחזיקה ב-30% ממניות אלישרא, תצטרך לתת את הדעת ביחד עם הנהלת כור לגבי מינוף הפעילות של החברות לתועלת הצדדים.

בדצמבר 2004 התקשרו כור ואלביט בהסכם, ולפיו תמכור כור לאלביט 32% ממניות תדיראן קשר ותרכוש כ-9.8% ממניות אלביט. בנוסף לכך, כור ואלביט הסכימו ביניהן לתמוך תמיכה מלאה במכירת החזקות כור באלישרא לתדיראן קשר. כמו כן נחתמו הסכמי בעלי מניות בין הצדדים. העיסקה צפויה להתבצע בשני שלבים, ולאחר השלמת השלב הראשון צופים כור ואלביט, כי תדיראן קשר תיכנס להליך של רכישת 70% ממניות אלישרא שבהחזקת כור. הרכישה תהיה כפופה להערכת שווי של אלישרא, שיבצע מעריך בלתי תלוי, שתמנה ועדה מיוחדת של דירקטוריון תדיראן קשר.

נמצא, כי ההסכם לא נתן הגנה מספקת להשקעה ולא הבטיח כראוי את המטרות שלשמן נחתם.

## התוצאות העסקיות מרכישת מניות אלישרא

בנובמבר 2002 רכשה אלטא כאמור 30% ממניות אלישרא בהשקעה של 100 מיליון דולר. המוניטין הכלול בעסקה הסתכם בכ-80 מיליון דולר. אלטא החליטה להפחיתו על פני תקופה של מספר שנים. במהלך שנת 2003 רשמה אלישרא הפסדים תפעוליים של כ-8.6 מיליון דולר ומכירותיה ירדו בכ-16% בהשוואה לשנת 2002.

מהנתונים על התוצאות העסקיות של אלטא בקשר לרכישת 30% ממניות אלישרא עולה, כי עד 30.9.04 רשמה אלטא הפסדים בסך של כ-15 מיליון דולר מרכישת מניות אלישרא. לנוכח הפסדים אלה שנרשמו בדוחות הכספיים של אלטא, התעורר הצורך בבחינת המוניטין. בינואר 2004 בחן הסמנכ"ל לכספים של התע"א את השווי של מניות אלישרא לעומת עלות ההשקעה. הבחינה העלתה, כי שווייה של אלישרא עבור אלטא (הכולל בין היתר את תרומת הסינרגיה והיוון של דמי הניהול שאלטא מקבלת מאלישרא לפי הסכם ביניהן) מוערך בעשרות רבות של מיליוני דולרים, סכום העולה באופן ניכר על עלות ההשקעה בסך 100 מיליון דולר. בעקבות בדיקת הסמנכ"ל לא הופחת המוניטין באופן מואץ, ואלטא ממשיכה להפחית את המוניטין על פני תקופה של מספר שנים. בחינה נוספת שלו ממרס 2005 העלתה, כי אין שינוי בהערכה, וכי שווי ערך ההשקעה מנקודת המבט של אלטא עדיין מוערך באותו סכום של עשרות רבות של מיליוני דולרים.

להלן פירוט הסעיפים העיקריים בבדיקתו של הסמנכ"ל לכספים:

א. הסינרגיה בין אלישרא לאלטא - במסמך הסמנכ"ל לכספים צוין, כי הערך הנוכחי<sup>14</sup> של תוספת זו בגין הסינרגיה לרווחיות אלטא נאמד בעשרות רבות של מיליוני דולרים.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי קיימת אי-ודאות מרובה בכל הקשור לאפשרות המימוש של רווחי הסינרגיה, ברכישה של 30% בלבד ממניות אלישרא, ובתנאי ההתקשרות שסוכם עליהם. דבר זה אמור היה למצוא את ביטויו בפרמיית סיכון גבוהה יחסית במסגרת קביעת מחיר ההון, שבו היה צורך לעשות שימוש לצורך היוון התוספת הצפויה לאלטא בגין רווחי הסינרגיה. כמו כן לדעת משרד מבקר המדינה, מחיר ההון שהשתמשה בו התע"א לא שיקף בצורה נאותה רמת סיכון זו; ובכל מקרה לא נמצא הסכר במסמך הסמנכ"ל לכספים לשימוש במחיר ההון שנבחר. למותר לציין, ששימוש במחיר הון גבוה יותר, היה מביא לערך מהוון נמוך מהערך הנוכחי של התוספת הנ"ל לרווחיות אלטא בגין הסינרגיה, שצוין במסמך הסמנכ"ל לכספים.

ב. חלקה של אלטא בשווי אלישרא - הסמנכ"ל לכספים העריך בינואר 2004 את חלקה של אלטא במניות אלישרא בכ-60 מיליון דולר, המשקפים לדעתו את הרכיב הפיננסי של ההשקעה ב-30% ממניות אלישרא, דהיינו לפי הערכת שווי של 200 מיליון דולר.

משרד מבקר המדינה ריכז את נתוני המכירות והרווח הנקי שחזתה הנהלת אלישרא לשנים 2002 עד 2004, לעומת המכירות והרווח הנקי של אלישרא בפועל לשנים 2002 ו-2003, ונתונים לא מבוקרים לתשעת החדשים שהסתיימו ב-30.9.04.

14 לפי מחיר ההון שהשתמשה בו התע"א.

מהנתונים עולה, כי בפועל, המכירות של אלישרא בשנים 2002-2004 הגיעו לכ-50% עד 82% מהמכירות שחזתה הנהלתה, והתוצאות העסקיות בפועל בשנים אלה היו כ-2% מהרווח הנקי שחזתה הנהלתה, ואף הגיעו להפסד.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי נוכח העובדה שבין אלתא לבין אלישרא לא מתקיים שיתוף פעולה התואם במלואו את ההסכם ביניהן, ולצורך הצגת התוצאות העסקיות העכשוויות כהווייתן, ראוי לבדוק מחדש את פוטנציאל תוספת הרווח לאלתא בגין הסינרגיה; כמו כן, נוכח הפער הניכר בין המכירות והרווח הנקי שחזתה הנהלת אלישרא לעומת התוצאות העסקיות שלה עד 30.9.04, ראוי לבחון האם מדיניות ההפחתה של המוניטין עדיין ראויה.

## זכות שיפוי לאלתא בעסקת אלישרא

### 1. כללי

בהסכם הרכישה שנחתם בין אלתא לבין כור ואלישרא ב-2.7.02 נקבע, כי כור מתחייבת לשפות את אלתא בשיעור של 30% בגין כל הנזקים מעל לסך של 2 מיליון דולר שייגרמו לאלתא כתוצאה מאי-נכונות או מהפרה כלשהי של מצג של אלישרא או של כור. כמו כן הוגדרו מספר נושאים, שלגביהם זכאותה של אלתא לשיפוי אינה מוגבלת לנזקים שסכומם המצטבר עולה על 2 מיליון דולר. אלתא תהיה זכאית לשיפוי אם תגיש לכור דרישה בכתב עד 30 יום מהמועד שבו נמסרו לאלתא הדוחות המבוקרים והחתומים של אלישרא ל-31.12.03, פרט למספר נושאים שלגביהם נקבעו הסדרים אחרים (ראו להלן). בהסכם נקבע, כי אלתא תהא זכאית לשיפוי בשיעור של 30% בגין כל נזק שייגרם לה, וכי נזק משמעו סך התשלומים ששולמו על ידי אלישרא בקשר עם תביעה או דרישה המהווה הפרת מצג (כלשון ההסכם); או סך כל הגידול בהפרשות בדוחות הכספיים המאוחדים הסקורים או המבוקרים של החברה, כתוצאה מגידול בהתחייבויות הנובע ממעשה או אירוע המהווים הפרת מצג בהשוואה לדוחות הכספיים ל-31.12.01 או ל-31.3.02; או שוויו של כל נכס של החברה שנגרע ממצבת הנכסים של החברה או שווי הפחתה שנעשתה כתוצאה מהפרת מצג.

אלתא ותע"א לא בחנו את מימוש זכות השיפוי ולא הגישו דרישה לקבלת שיפוי מכור, למרות שראוי היה לבחון את האפשרות, שאלתא תממש את זכות השיפוי, במיוחד נוכח התוצאות העסקיות של אלישרא לשנים 2002 ו-2003. המועד האחרון להגשת בקשה לקבלת שיפוי הוא 30 יום מהמועד שבו נמסרו לאלתא הדוחות הכספיים לשנת 2003. הדוחות נחתמו ב-19.2.04. לכאורה, עבר המועד שבו אלתא יכולה הייתה להגיש בקשה לשיפוי.

## 2. סעיפים מיוחדים לדרישת שיפוי

בהסכם הרכישה נקבעו הסדרים ייחודיים בנושאי השיפוי, בין היתר לגבי מספר נושאים אשר הוגדרו בסיכום בדיקת הנאותות כבעייתיים. להלן הפרטים:

### א. שיפוי בגין שומות מס

ברוחות הכספיים של אלישרא ליום 31.12.01, שעליהם, בין השאר, התבססה הרכישה, צוין, כי לאלישרא הייתה שומת מס סופית עד לשנה שנסתיימה ב-31.12.93. במהלך שנת 2002 קיבלה אלישרא שומות מס סופיות בגין שנות המס 1994-2000.

משרד מבקר המדינה העלה, כי אלטא ותע"א לא בחנו את נושא שומות המס הסופיות שהתקבלו באלישרא בהשוואה להפרשות שערכה, והאם אלטא זכאית לשיפוי. יש לציין, כי לכאורה תם המועד שבו יכולה הייתה אלטא לדרוש שיפוי בגין שומות המס לשנים אלה.

### ב. שיפוי בגין חברה ב'

במועד הרכישה החזיקה אלישרא בכ-46% מהון המניות של חברה ב' הנסחרת בבורסה בניו יורק. במהלך בדיקת הנאותות עלה, כי שווי השוק הממוצע של חברה ב', שנבדק לאורך תקופה, היה נמוך משמעותית מהשווי של חברה ב' כפי שהוצג בהערכת השווי. בסיכום בדיקת הנאותות צוין, כי ערכה של חברה ב' בספרי אלישרא הוא מעל 10 מיליון דולר, חלקם שווי מאזני וחלקם מוניטין. עוד צוין, כי הפסד של חברה ב', שיגרורם להון עצמי שלילי, יאיץ את הפחתת המוניטין, וכי הנחת היסוד בהערכת השווי הייתה, כי שווי חברה ב' הינו 20 מיליון דולר.

בנובמבר 2003 מכרה חברת אלישרא את אחזקותיה בחברה ב' בסכום של כ-1.9 מיליון דולר בלבד, כלומר בספרי אלישרא נרשם הפסד הון, שגרם לאלטא להפסד של 30% מהפסד ההון. אלטא לא בחנה את האפשרות לדרוש שיפוי בגין מכירת חברה ב'.

### ג. שיפוי בגין פרויקטים

במצגת שהציג סגן הסמנכ"ל לכספים של התע"א לדירקטוריון אלטא ב-27.6.02, עם סיומה של בדיקת הנאותות, צוין, כי בבדיקת הצוות הטכני זוהו בקבוצת אלישרא ארבעה פרויקטים ברמת סיכון, "שלהערכתנו תביא בהסתברות גבוהה להפסד גולמי נוסף של 11 מיליון דולר".

נוסף על האמור בהסכם הרכישה, נתנה כור לאלטא הבהרה ב-2.7.02, באותו היום שבו נחתם הסכם הרכישה, ובה היא אישרה, שאלטא זכאית לדרוש שיפוי בגין "הפרת המצג" בקשר עם שני פרויקטים מתוך הארבעה, שהוגדרו בבדיקת הנאותות ברמת סיכון גבוהה, ולגביהם נצפו הפסדים של 10 מיליון דולר (מתוך 11 מיליון דולר).

משרד מבקר המדינה העלה, כי אלטא לא בחנה את האפשרות לדרוש שיפוי מכור בגין ארבעת הפרויקטים, שלגביהם הייתה הערכה שהם יגרמו בהסתברות גבוהה להפסד.

בבדיקת הנאותות נצפו, בסבירות גבוהה, הפסדים בשני הפרויקטים האמורים שהוגדרו ברמת סיכון גבוהה, ואלתא קיבלה מכור מכתב הבהרה לגבי שני הפרויקטים, אשר נועד לענות על הבעייתיות שהתעוררה לגביהם. לכאורה, אלתא הייתה זכאית לשיפוי של כ-3 מיליון דולר בגין פרויקטים אלה.

אלתא והתע"א הודיעו למשרד מבקר המדינה במרס 2005, כי אלתא בדקה מספר פעמים את זכויותיה על פי החוזה, וכי בכל אחד מהמקרים שצוינו לא קמה לאלתא כל זכות שיפוי.

משרד מבקר המדינה מעיר, כי לכאורה, עלולים לרדת לטמיון בעקבות פרשה זו, סכומים נכבדים. לא נמצא כלל תיעוד שהנושא נבחן באלתא, ולמשרד מבקר המדינה לא הועבר תיעוד כזה.